



BANQUE CENTRALE EUROPÉENNE

EUROSYSTEME

Bulletin économique

Numéro 6 / 2022



Sommaire

Évolutions économiques, financières et monétaires	2
Vue d'ensemble	2
1 Environnement extérieur	10
2 Activité économique	17
3 Prix et coûts	24
4 Évolutions sur les marchés financiers	32
5 Conditions de financement et évolutions du crédit	38
6 Évolutions budgétaires	47
Encadrés	52
1 Le rôle de l'emploi public pendant la crise de la COVID- 19	52
2 La COVID-19 et les décisions de départ en retraite des travailleurs âgés dans la zone euro	58
3 Est-ce la queue qui remue le chien ? Précisions sur les récents mouvements des distributions des anticipations d'inflation	64
4 L'impact de la hausse des taux hypothécaires sur le marché de l'immobilier résidentiel de la zone euro	69
5 Conditions de la liquidité et opérations de politique monétaire du 20 avril au 26 juillet 2022	75
6 Les normes minimales communes visant à intégrer les risques liés au changement climatique dans les systèmes internes d'évaluation du crédit dans l'Eurosystème	83
Article	88
1 Les politiques budgétaires visant à atténuer le changement climatique dans la zone euro	88
Statistiques	111

Évolutions économiques, financières et monétaires

Vue d'ensemble

Le 8 septembre 2022, le Conseil des gouverneurs a décidé d'augmenter les trois taux d'intérêt directeurs de la BCE de 75 points de base. Cette mesure importante anticipe la transition du niveau actuellement très accommodant des taux directeurs vers des niveaux qui assureront un retour au plus tôt de l'inflation vers l'objectif de 2 % à moyen terme de la BCE. Sur la base de son évaluation actualisée, le Conseil des gouverneurs prévoit de continuer à augmenter les taux d'intérêt au cours de ses prochaines réunions afin de freiner la demande et d'éviter le risque d'un glissement à la hausse persistant des anticipations d'inflation. Le Conseil des gouverneurs réévaluera régulièrement sa trajectoire monétaire à l'aune des informations disponibles et de l'évolution des perspectives d'inflation. Ses futures décisions relatives aux taux directeurs resteront dépendantes des données et continueront d'être prises réunion par réunion.

Le Conseil des gouverneurs a pris cette décision, et prévoit de continuer à relever les taux d'intérêt directeurs, parce que l'inflation reste beaucoup trop forte et qu'elle devrait demeurer supérieure à sa cible pendant une période prolongée. Selon l'estimation rapide d'Eurostat, l'inflation a atteint 9,1 % en août. L'envolée des prix de l'énergie et des produits alimentaires, les pressions sur la demande dans certains secteurs sous l'effet de la réouverture de l'économie et les goulets d'étranglement du côté de l'offre continuent d'alimenter l'inflation. Les tensions sur les prix se sont encore amplifiées et généralisées dans l'économie, et l'inflation pourrait encore s'accélérer à court terme. L'inflation ralentira, à mesure que ses moteurs actuels s'estomperont et que la normalisation de la politique monétaire produira ses effets sur l'économie et dans les mécanismes de fixation des prix. Pour la période à venir, les services de la BCE ont significativement révisé en hausse leurs projections d'inflation, l'augmentation des prix devant désormais s'établir, en moyenne, à 8,1 % en 2022, 5,5 % en 2023 et 2,3 % en 2024.

Après un rebond au premier semestre 2022, les données récentes signalent un ralentissement substantiel de la croissance économique dans la zone euro, et l'économie devrait observer une phase de stagnation en fin d'année et au premier trimestre 2023. Les prix très élevés de l'énergie entament le pouvoir d'achat des revenus des consommateurs et, même si les goulets d'étranglement au niveau de l'offre se réduisent, ils continuent de contraindre l'activité économique. En outre, l'environnement géopolitique néfaste, avec en particulier l'agression injustifiée de la Russie contre l'Ukraine, pèse sur la confiance des chefs d'entreprise et des consommateurs. Ces perspectives se reflètent dans les dernières projections des services de la BCE relatives à la croissance économique, qui ont été nettement révisées à la baisse pour le reste de l'année et pour toute l'année 2023. L'économie

devrait désormais, selon ces projections, croître de 3,1 % en 2022, 0,9 % en 2023 et 1,9 % en 2024.

Les vulnérabilités durables causées par la pandémie posent toujours un risque pour la bonne transmission de la politique monétaire. Le Conseil des gouverneurs continuera par conséquent de faire preuve de flexibilité dans le réinvestissement des remboursements des titres arrivant à échéance détenus dans le portefeuille du programme d'achats d'urgence face à la pandémie (*pandemic emergency purchase programme*, PEPP), afin de contrer les risques liés à la pandémie qui pèsent sur le mécanisme de transmission.

Activité économique

Le niveau élevé de l'inflation, le durcissement des conditions financières et les facteurs défavorables qui subsistent au niveau de l'offre pèsent sur l'activité économique. Les données tirées d'enquêtes font état d'un ralentissement généralisé de l'activité économique. Selon les projections macroéconomiques de septembre 2022 établies par les services de la BCE, les perspectives de croissance mondiale sont plutôt moroses, le PIB mondial en volume (hors zone euro) devant augmenter de 2,9 % en 2022, de 3,0 % en 2023 et de 3,4 % en 2024. Ces perspectives sont plus faibles que celles présentées dans les projections macroéconomiques de juin 2022 établies par les services de l'Eurosystème et signifient que l'économie mondiale devrait croître à un rythme légèrement inférieur à sa moyenne de long terme cette année et l'année prochaine, l'activité économique ralentissant dans les économies de marché avancées et émergentes.

L'affaiblissement des perspectives de la demande et l'amélioration de l'offre ont contribué à atténuer les tensions sur les chaînes d'approvisionnement, même si celles-ci sont toujours présentes. En phase avec la croissance mondiale, les perspectives relatives au commerce international et à la demande extérieure adressée à la zone euro se sont également détériorées par rapport aux projections de juin. Les tensions inflationnistes mondiales demeurent largement diffusées et élevées dans un contexte de pics des cours des matières premières, de contraintes d'offre persistantes, d'une demande toujours relativement robuste et de tensions sur les marchés du travail. Ces tensions devraient toutefois diminuer sous l'effet de la stabilisation des marchés des matières premières et du ralentissement de la croissance. Dans un environnement d'incertitude élevée, la balance des risques entourant les projections de référence est orientée à la baisse pour la croissance mondiale et à la hausse pour l'inflation mondiale.

La croissance de la zone euro a été de 0,8 % au deuxième trimestre 2022, principalement soutenue par les fortes dépenses de consommation dans les services nécessitant de nombreux contacts à la suite de la levée des restrictions liées à la pandémie. Les pays disposant d'un vaste secteur touristique ont notamment bénéficié, pendant l'été, de la reprise des voyages personnels. Cela étant, les entreprises ont pâti des coûts élevés de l'énergie et du maintien des goulets d'étranglement au niveau de l'offre, même si ceux-ci s'atténuent progressivement. Bien que le dynamisme des activités touristiques ait été favorable

à la croissance économique au troisième trimestre, le Conseil des gouverneurs s'attend à un net ralentissement économique pendant le reste de l'année, pour quatre raisons principales. Premièrement, la forte inflation freine les dépenses et la production dans l'ensemble de l'économie, et ces vents contraires sont renforcés par les perturbations de l'approvisionnement en gaz. Deuxièmement, le vif rebond de la demande de services consécutif à la réouverture de l'économie s'estompera dans les prochains mois. Troisièmement, l'affaiblissement de la demande mondiale, notamment dans le contexte d'un resserrement monétaire dans de nombreuses grandes économies, et la dégradation des termes de l'échange se traduiront par une diminution du soutien apporté à l'économie de la zone euro. Quatrièmement, l'incertitude reste élevée et la confiance se détériore fortement.

Cela étant, le marché du travail est resté solide et soutient l'activité économique. Le marché du travail s'est consolidé, plus de 600 000 personnes ayant retrouvé un emploi au deuxième trimestre 2022, et le taux de chômage s'est établi à 6,6 % en juillet, un niveau historiquement bas. Le nombre total d'heures travaillées a de nouveau augmenté, de 0,6 %, au deuxième trimestre 2022 et dépasse ses niveaux d'avant la pandémie. Dans la période à venir, le ralentissement économique devrait se traduire par une hausse du taux de chômage.

Le scénario de référence pour la zone euro présenté dans les projections macroéconomiques de septembre 2022 établies par les services de la BCE repose sur les hypothèses selon lesquelles la demande de gaz sera atténuée par les prix élevés et les mesures préventives d'économie d'énergie (résultant du récent accord de l'UE visant à réduire la demande de gaz de 15 %) et aucun rationnement majeur du gaz ne sera nécessaire. Toutefois, des réductions de la production pourraient s'avérer indispensables cet hiver dans les pays fortement dépendants des importations de gaz naturel russe et menacés de pénurie d'approvisionnement. Même si les goulets d'étranglement du côté de l'offre se sont récemment atténués un peu plus rapidement qu'anticipé, ils continuent de peser sur l'activité et ne devraient se dissiper que graduellement. À moyen terme, au fur et à mesure du rééquilibrage du marché de l'énergie, de la diminution de l'incertitude, de la résorption des goulets d'étranglement au niveau de l'offre et de la progression des revenus réels, la croissance devrait rebondir, en dépit de conditions de financement moins favorables. Le marché du travail devrait s'affaiblir à la suite du ralentissement de l'activité économique, tout en demeurant globalement relativement résistant. Globalement, selon les projections macroéconomiques de septembre 2022 établies par les services de la BCE, la croissance annuelle moyenne du PIB en volume ressortirait à 3,1 % en 2022 et ralentirait sensiblement, à 0,9 %, en 2023, pour rebondir à 1,9 % en 2024. Par rapport aux projections de juin 2022 établies par les services de l'Eurosystème, les perspectives de croissance du PIB ont été révisées à la hausse de 0,3 point de pourcentage pour 2022, après quelques surprises positives au premier semestre, et revues en baisse de 1,2 point de pourcentage pour 2023 et de 0,2 point de pourcentage pour 2024, principalement en raison de l'incidence des perturbations de l'approvisionnement énergétique, de l'accélération de l'inflation et de la perte de confiance associée.

Selon les projections macroéconomiques de septembre 2022 établies par les services de la BCE, le solde budgétaire de la zone euro devrait s'améliorer constamment jusqu'en 2024, mais légèrement moins qu'anticipé dans les projections de juin. Toutefois, les projections budgétaires restent entourées d'une forte incertitude, liée principalement à la guerre en Ukraine et aux évolutions sur les marchés de l'énergie qui pourraient conduire les gouvernements à adopter des mesures de relance budgétaire supplémentaires. De telles mesures d'aide budgétaire visent largement à lutter contre la hausse du coût de la vie pour les consommateurs, en particulier en lien avec l'énergie. De plus, le financement de nouvelles capacités de défense et le soutien aux réfugiés fuyant la guerre menée par la Russie en Ukraine ont également joué un rôle. Toutefois, le déficit budgétaire des administrations publiques de la zone euro devrait continuer de se réduire, revenant de 5,1 % du PIB en 2021 à 3,8 % en 2022, puis à 2,7 % à la fin de l'horizon de projection. Après s'être considérablement assouplie en réponse à la crise du coronavirus (COVID-19) en 2020, l'orientation budgétaire est redevenue plus restrictive l'an dernier et devrait continuer de se durcir légèrement, en particulier en 2023, et être neutre en 2024. Dans un contexte d'incertitude accrue et de risques à la baisse sur les perspectives économiques en raison de la guerre en Ukraine, ainsi que de hausses des prix de l'énergie et de perturbations persistantes des chaînes d'approvisionnement, le 23 mai 2022, la Commission européenne a recommandé que la clause dérogatoire générale du Pacte de stabilité et de croissance (PSC) soit maintenue jusqu'à fin 2023. Cela permettrait, le cas échéant, d'ajuster les politiques budgétaires à l'évolution du contexte. Parallèlement, les déséquilibres budgétaires dépassant toujours leurs niveaux d'avant la pandémie et l'inflation restant exceptionnellement élevée, il convient de mener des politiques budgétaires de plus en plus sélectives et ciblées afin d'éviter d'accroître les pressions inflationnistes à moyen terme, tout en garantissant la soutenabilité budgétaire à moyen terme.

Les mesures de soutien budgétaire adoptées pour amortir les effets du renchérissement de l'énergie doivent être temporaires et ciblées vers les ménages et les entreprises les plus vulnérables afin de limiter le risque d'alimenter les tensions inflationnistes, d'accroître l'efficacité des dépenses publiques et de préserver la soutenabilité de la dette. Des politiques structurelles doivent contribuer au relèvement du potentiel de croissance de la zone euro et à la consolidation de sa capacité de résistance.

Inflation

L'inflation s'est encore accélérée, pour atteindre 9,1 % en mai. La hausse des prix de l'énergie est demeurée extrêmement forte (38,3 %) et reste la principale composante de l'inflation totale. Selon les indicateurs de marché, les cours du pétrole vont se modérer à court terme, alors que les prix de gros du gaz se maintiendraient à des niveaux extraordinairement élevés. La hausse des prix des produits alimentaires s'est elle aussi accélérée en août, à 10,6 %, reflétant en partie une augmentation du coût des intrants liés à l'énergie, les perturbations des échanges de matières premières alimentaires et les conditions météorologiques

défavorables. Les goulets d'étranglement du côté de l'offre se sont atténués, mais continuent de se propager graduellement aux prix à la consommation, exerçant une pression à la hausse sur l'inflation, comme la reprise de la demande dans le secteur des services. La dépréciation de l'euro a elle aussi alimenté l'accumulation de tensions inflationnistes. Les tensions sur les prix se propagent à des secteurs toujours plus nombreux, du fait notamment des effets des coûts élevés de l'énergie dans l'ensemble de l'économie. Par conséquent, les mesures de l'inflation sous-jacente restent à des niveaux élevés, et les dernières projections macroéconomiques établies par les services de la BCE tablent sur une inflation hors produits alimentaires et énergie à 3,9 % en 2022, 3,4 % en 2023 et 2,3 % en 2024. La résistance des marchés du travail et certains effets de rattrapage visant à compenser l'accélération de l'inflation devraient favoriser la hausse des salaires. Cela étant, les informations qui nous parviennent et les récents accords salariaux indiquent que la dynamique des salaires demeure globalement modérée. La plupart des mesures des anticipations d'inflation à long terme s'établissent actuellement à environ 2 %, même si des révisions récentes de certains indicateurs à un niveau supérieur à la cible justifient un suivi continu.

La poussée inflationniste perdue, du fait de nouveaux chocs importants sur l'offre, qui se répercutent sur les prix à la consommation plus rapidement qu'auparavant. Selon les projections macroéconomiques de septembre 2022 établies par les services de la BCE, la hausse de l'IPCH global devrait rester supérieure à 9 % sur le restant de l'année 2022 sous l'effet des prix extrêmement élevés de l'énergie et des matières premières alimentaires ainsi que des pressions haussières exercées par la réouverture de l'économie, les pénuries d'approvisionnement et les tensions sur les marchés du travail. Le recul attendu de l'inflation d'une moyenne de 8,1 % en 2022 à 5,5 % en 2023 et 2,3 % en 2024 refléterait essentiellement un net ralentissement de la hausse des prix de l'énergie et des produits alimentaires résultant d'effets de base négatifs et de la baisse prévue des prix des matières premières, conformément aux prix des contrats à terme. La hausse de l'IPCH hors énergie et produits alimentaires devrait se maintenir à des niveaux élevés sans précédent jusqu'à la mi-2023, mais décélérer par la suite avec la diminution des effets de la réouverture de l'économie, la dissipation des goulets d'étranglement au niveau de l'offre et le relâchement des tensions sur les coûts des consommations intermédiaires énergétiques. L'inflation totale devrait rester supérieure à l'objectif de 2 % de la BCE en 2024, en raison des effets décalés du niveau élevé des prix de l'énergie sur les composantes hors énergie de l'inflation, de la récente dépréciation de l'euro, de la solidité des marchés du travail et de certains effets de compensation de l'inflation sur les salaires, qui devraient progresser à des taux largement supérieurs aux moyennes historiques. Par rapport aux projections de juin 2022 établies par les services de l'Eurosystème, l'inflation a été revue à la hausse nettement pour 2022 (de 1,3 point de pourcentage) et 2023 (2,0 points de pourcentage) et légèrement pour 2024 (0,2 point de pourcentage), reflétant des données récentes non anticipées, des hausses spectaculaires dans les hypothèses relatives aux prix de gros du gaz et de l'électricité, une accélération de la hausse des salaires et la récente dépréciation de l'euro. Ces effets font plus que compenser l'incidence à la baisse de la récente diminution des prix des matières premières alimentaires, du caractère moins grave

que prévu des goulets d'étranglement du côté de l'offre et de la détérioration des perspectives de croissance.

Évaluation des risques

Dans le contexte du ralentissement de l'économie mondiale, les risques pesant sur la croissance sont essentiellement orientés à la baisse, surtout à court terme. Comme l'indique le scénario à la baisse figurant dans les projections macroéconomiques des services de la BCE, une guerre prolongée en Ukraine demeure un important risque à la baisse sur la croissance, particulièrement si des rationnements des approvisionnements en énergie étaient imposés aux entreprises et aux ménages. Dans une telle situation, la confiance pourrait encore se détériorer et les contraintes d'offre s'aggraver à nouveau. Les coûts de l'énergie et des produits alimentaires pourraient également demeurer durablement plus élevés qu'attendu. En outre, une poursuite de la détérioration des perspectives économiques mondiales pourrait constituer un frein supplémentaire à la demande extérieure adressée à la zone euro.

Les risques pesant sur les perspectives d'inflation sont essentiellement orientés à la hausse. Comme pour la croissance, le principal risque à court terme est une nouvelle perturbation des approvisionnements en énergie. À moyen terme, l'inflation pourrait être plus élevée qu'escompté en raison d'une détérioration persistante de la capacité de production de l'économie de la zone euro, d'une poursuite du renchérissement de l'énergie et des produits alimentaires, d'une hausse des anticipations d'inflation au-dessus de la cible du Conseil des gouverneurs ou d'augmentations salariales plus importantes qu'attendu. Toutefois, les tensions sur les prix s'atténueraient si les coûts de l'énergie diminuaient ou si la demande s'affaiblissait à moyen terme.

Conditions financières et monétaires

Les taux d'intérêt de marché ont augmenté sous l'effet des anticipations d'une poursuite de la normalisation de la politique monétaire en réaction aux perspectives d'inflation. Le coût du crédit aux entreprises s'est accru au cours des derniers mois, et les taux des prêts bancaires aux ménages sont à leurs plus hauts niveaux depuis plus de cinq ans. Le volume des prêts bancaires aux entreprises demeure important à ce stade, ce qui reflète en partie le besoin de financer des coûts de production élevés et la constitution de stocks. L'activité de prêt hypothécaire aux ménages ralentit en raison du durcissement des critères d'octroi, de la hausse des coûts d'emprunt et de la faible confiance des consommateurs.

Décisions de politique monétaire

Sur la base de son évaluation actuelle, le Conseil des gouverneurs a décidé d'augmenter les trois taux d'intérêt directeurs de la BCE de 75 points de base.

Dès lors, les taux d'intérêt des opérations principales de refinancement, de la facilité de prêt marginal et de la facilité de dépôt ont été relevés à, respectivement, 1,25 %, 1,50 % et 0,75 % à compter du 14 septembre 2022. Cette mesure importante anticipe la transition du niveau actuellement très accommodant des taux directeurs vers des niveaux qui favoriseront un retour au plus tôt de l'inflation vers l'objectif de 2 % à moyen terme du Conseil des gouverneurs. Le Conseil des gouverneurs a pris cette décision le 8 septembre, et prévoit de continuer à relever les taux d'intérêt directeurs, parce que l'inflation reste beaucoup trop forte et qu'elle devrait demeurer supérieure à sa cible pendant une période prolongée. Les futures décisions relatives aux taux directeurs resteront dépendantes des données et continueront d'être prises réunion par réunion.

Le taux de la facilité de dépôt ayant été porté à un niveau supérieur à zéro, le système à deux paliers pour la rémunération des excédents de réserve n'est plus nécessaire. Le Conseil des gouverneurs a donc décidé lors de sa réunion du 8 septembre 2022 de suspendre le système à deux paliers en fixant le multiplicateur à zéro.

Le Conseil des gouverneurs entend poursuivre les réinvestissements, en totalité, des remboursements au titre du principal des titres arrivant à échéance acquis dans le cadre du programme d'achats d'actifs (*asset purchase programme*, APP) pendant une période prolongée après la date à laquelle il commencera à relever les taux d'intérêt directeurs de la BCE et, en tout cas, aussi longtemps que nécessaire pour maintenir les conditions d'une liquidité abondante et une orientation appropriée de la politique monétaire. S'agissant du PEPP, le Conseil des gouverneurs entend réinvestir les remboursements au titre du principal des titres arrivant à échéance acquis dans le cadre du programme au moins jusqu'à la fin de 2024. Dans tous les cas, le futur dénouement du portefeuille PEPP sera géré de façon à éviter toute interférence avec l'orientation adéquate de la politique monétaire. Les remboursements des titres arrivant à échéance détenus dans le portefeuille PEPP sont réinvestis de façon flexible afin de contrer les risques liés à la pandémie qui pèsent sur le mécanisme de transmission de la politique monétaire.

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

Afin de préserver l'efficacité de la transmission de la politique monétaire ainsi que le bon fonctionnement du marché, le 8 septembre 2022, le Conseil des gouverneurs a décidé de supprimer temporairement le plafond de 0 % appliqué à la rémunération des dépôts des administrations publiques. Le plafond désormais appliqué restera temporairement le taux le plus bas entre le taux de la facilité de dépôt de l'Eurosystème et le taux à court terme en euro (€STR), également dans le cadre d'un taux de la facilité de dépôt positif. Cette mesure restera en vigueur jusqu'au 30 avril 2023. Cette modification empêchera une sortie brutale de dépôts vers le marché, à un moment où certains compartiments des marchés de *repo* de la zone

euro montrent des signes de rareté de collatéral, et permettra une évaluation en profondeur de la manière dont les marchés monétaires s'ajustent au retour à des taux d'intérêt positifs.

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

1 Environnement extérieur

Le niveau élevé de l'inflation, le durcissement des conditions financières et les goulets d'étranglement qui persistent au niveau de l'offre font sentir leurs effets néfastes dans le contexte du ralentissement de l'activité économique mondiale. Selon les projections macroéconomiques de septembre 2022 établies par les services de la BCE, les perspectives de croissance mondiale sont moroses, la croissance du PIB mondial en volume (hors zone euro) devant s'établir à 2,9 % en 2022, à 3,0 % en 2023 et à 3,4 % en 2024. Ces perspectives sont plus faibles que celles décrites dans les projections macroéconomiques de juin 2022 établies par les services de l'Eurosystème et impliquent que l'économie mondiale devrait croître à un rythme légèrement inférieur à sa moyenne de long terme cette année et l'année prochaine, l'activité se ralentissant dans les économies de marché avancées et émergentes. L'affaiblissement des perspectives du côté de la demande et l'amélioration du côté de l'offre ont contribué à atténuer les tensions sur les chaînes d'approvisionnement, même si celles-ci restent présentes. Les perspectives relatives au commerce international et à la demande extérieure adressée à la zone euro se sont également détériorées par rapport aux projections de juin. Les tensions mondiales sur les prix demeurent généralisées et élevées dans un contexte de pics des cours des matières premières, de contraintes d'offre persistantes, d'une demande toujours relativement robuste et de tensions sur les marchés du travail. Toutefois, ces tensions devraient diminuer sous l'effet de la stabilisation des marchés des matières premières et du ralentissement de la croissance. Dans un environnement d'incertitude élevée, la balance des risques entourant les projections de référence est orientée à la baisse pour la croissance mondiale et à la hausse pour les tensions mondiales sur les prix.

L'économie mondiale se ralentit car le niveau élevé de l'inflation, le durcissement des conditions financières et les goulets d'étranglement qui persistent au niveau de l'offre pèsent sur l'activité économique. La guerre en Ukraine a poussé les prix des matières premières énergétiques à la hausse et perturbé les chaînes d'approvisionnement alimentaire mondiales, alimentant les tensions inflationnistes à l'échelle du globe et suscitant des inquiétudes quant à la sécurité alimentaire mondiale. En Chine, la reprise économique qui a suivi les mesures de confinement dans les principales provinces au printemps a récemment marqué le pas. Cela résulte d'une demande plus faible en raison des mesures d'endiguement strictes mises en place pour faire face aux vagues plus limitées de coronavirus (COVID-19), des réductions de production dans certains secteurs à forte intensité énergétique et de l'aggravation de la récession dans le secteur de l'immobilier résidentiel. L'assouplissement continu, depuis le printemps, des restrictions liées à la pandémie dans les principales économies avancées a contribué à soutenir la consommation dans les secteurs des voyages et des services d'hébergement. Toutefois, les tensions inflationnistes exceptionnellement fortes qui ont contraint les banques centrales à durcir leur politique monétaire pèsent sur le revenu disponible et l'épargne accumulée pendant la pandémie.

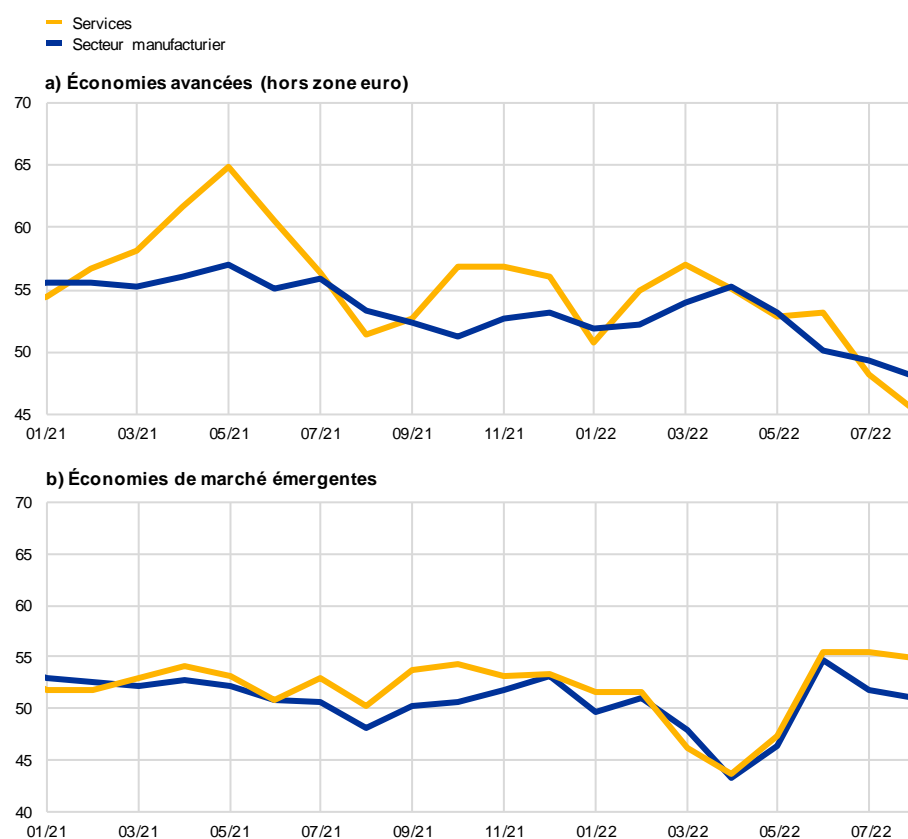
Les données d'enquêtes font état d'une modération généralisée de l'activité économique. La production manufacturière dans les économies de marché

avancées et émergentes s'est encore détériorée en août 2022 (graphique 1). Des évolutions comparables sont également observées dans le secteur des services, notamment dans les économies avancées. L'indicateur de suivi de l'activité pour le PIB mondial en volume (hors zone euro), fondé sur un large éventail d'indicateurs, confirme les données tirées d'enquêtes et fait état d'un ralentissement continu de l'activité économique courant août. Ces évolutions sont en ligne avec la contraction estimée au deuxième trimestre 2022, la croissance du PIB mondial en volume (hors zone euro) s'établissant à $-0,6\%$. Par rapport aux projections de juin, ce résultat plus négatif reflète une croissance plus faible que prévu en Chine, au Japon, au Royaume-Uni et aux États-Unis.

Graphique 1

Indice des directeurs d'achat pour la production par secteur et type d'économie

(indices de diffusion)



Sources : S&P Global et calculs des services de la BCE.
Note : Les dernières observations se rapportent à août 2022.

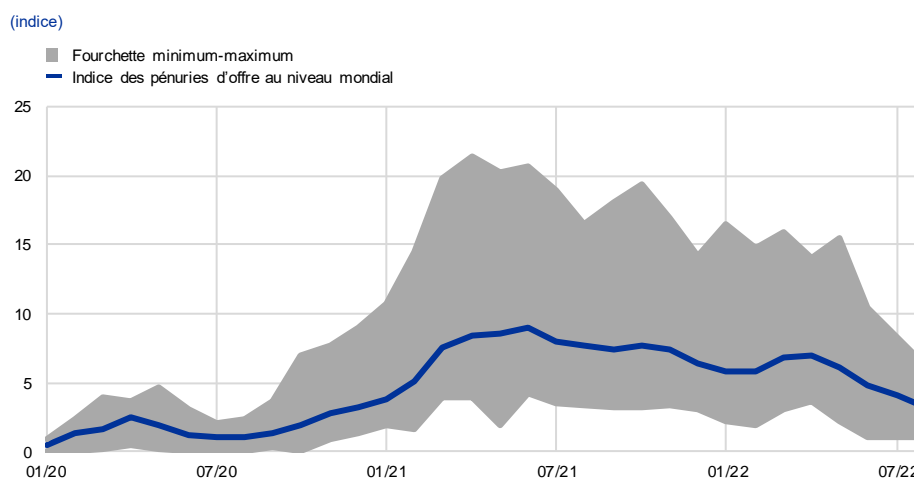
Les perspectives de croissance mondiale sont moroses, la croissance du PIB mondial en volume (hors zone euro) devant s'établir à $2,9\%$ en 2022, à $3,0\%$ en 2023 et à $3,4\%$ en 2024. Dans l'ensemble, l'économie mondiale devrait croître à un rythme légèrement inférieur à sa moyenne de long terme cette année et l'année prochaine, l'activité économique se ralentissant dans les économies de marché avancées et émergentes. Par rapport aux projections macroéconomiques de juin 2022 établies par les services de l'Eurosystème, la croissance du PIB mondial en volume (hors zone euro) a été révisée à la baisse de 0,1 point de pourcentage

pour 2022, de 0,4 point de pourcentage pour 2023 et de 0,2 point de pourcentage pour 2024. Une détérioration des perspectives pour les États-Unis et la Chine explique l'essentiel des révisions à la baisse de la croissance sur l'horizon de projection. Au Royaume-Uni, la forte hausse des prix de l'énergie devrait peser fortement sur l'activité, qui devrait commencer à diminuer au tournant de l'année. Les révisions à la baisse de la croissance pour cette année sont en partie compensées par une récession légèrement plus modérée qu'envisagé en Russie – car elle s'est avérée jusqu'à présent plus résistante aux sanctions économiques qu'anticipé initialement – ainsi que par une activité plus forte que prévu dans certaines grandes économies de marché émergentes, telles que le Brésil, le Mexique et la Turquie.

L'affaiblissement de l'activité dans le secteur manufacturier au niveau mondial pèse sur les échanges commerciaux, qui avaient déjà commencé à décélérer au printemps de cette année. Malgré les perturbations de l'offre causées par les mesures de confinement strictes mises en œuvre dans les principales provinces chinoises au printemps, un ralentissement de la dynamique des échanges apparaît clairement dans les échanges mondiaux de biens, la demande privée de biens se normalisant progressivement par rapport aux niveaux élevés enregistrés dans l'ensemble des économies avancées. En outre, les perspectives relatives au commerce mondial continuent de se détériorer, comme l'indiquent les nouvelles commandes à l'exportation dans le secteur manufacturier, qui sont restées en territoire négatif en août pour le deuxième mois consécutif. Dans ce contexte, les délais de livraison des fournisseurs se sont réduits, même s'ils restent supérieurs à leurs niveaux antérieurs dans certaines économies de premier plan comme le Royaume-Uni et les États-Unis. Les pénuries d'approvisionnement se sont également atténuées pour un large éventail de produits dans le secteur manufacturier, contribuant, avec le ralentissement de la demande, à alléger certaines des tensions sur l'offre à l'échelle mondiale (graphique 2). Cela étant, certains goulets d'étranglement subsistent.

Graphique 2

Indice des pénuries d'offre au niveau mondial



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

Notes : L'indice des pénuries d'offre au niveau mondial (*Global Supply Shortages Index*) mesure le nombre d'articles sélectionnés en rupture d'approvisionnement par rapport à leur moyenne à long terme pour chaque mois. La moyenne à long terme correspond à la valeur 1 de l'indice. La fourchette minimum-maximum ombrée correspond à l'intervalle du 5^e au 95^e percentiles parmi 20 articles. Les dernières observations se rapportent à août 2022.

Les perspectives relatives au commerce international se sont également

détériorées. Les importations mondiales (hors zone euro) devraient croître de 4,6 % en 2022, de 2,7 % en 2023 et de 3,4 % en 2024, tandis que la demande extérieure adressée à la zone euro devrait être légèrement plus faible, en particulier en 2023. Par rapport aux projections de juin, les perspectives du commerce mondial et de la demande extérieure adressée à la zone euro ont été révisées à la baisse pour les dernières années de l'horizon de projection. Pour cette année, toutefois, on observe une révision à la hausse, grâce à une dynamique commerciale plus forte que prévu début 2022 dans les économies avancées, en particulier au Royaume-Uni et dans les pays européens ne faisant pas partie de la zone euro.

Les tensions mondiales sur les prix demeurent généralisées et élevées.

Elles reflètent des pics des cours des matières premières, des contraintes persistantes du côté de l'offre, une demande toujours relativement robuste et des tensions sur les marchés du travail, même si les tensions inflationnistes devraient s'estomper progressivement sous l'effet de la stabilisation des marchés des matières premières et du ralentissement de la croissance. Dans les pays de l'OCDE, à l'exception de la Turquie, l'inflation annuelle totale a légèrement fléchi, revenant de 8,1 % en juin à 8,0 % en juillet, la hausse de l'inflation sous-jacente ayant été plus que compensée par une contribution plus faible de la hausse des prix de l'énergie et des produits alimentaires¹. Néanmoins, la dynamique de l'inflation reste solide et bien au-dessus du niveau observé mi-2021, lorsque la demande avait enregistré une forte reprise liée à la réouverture des économies (graphique 3).

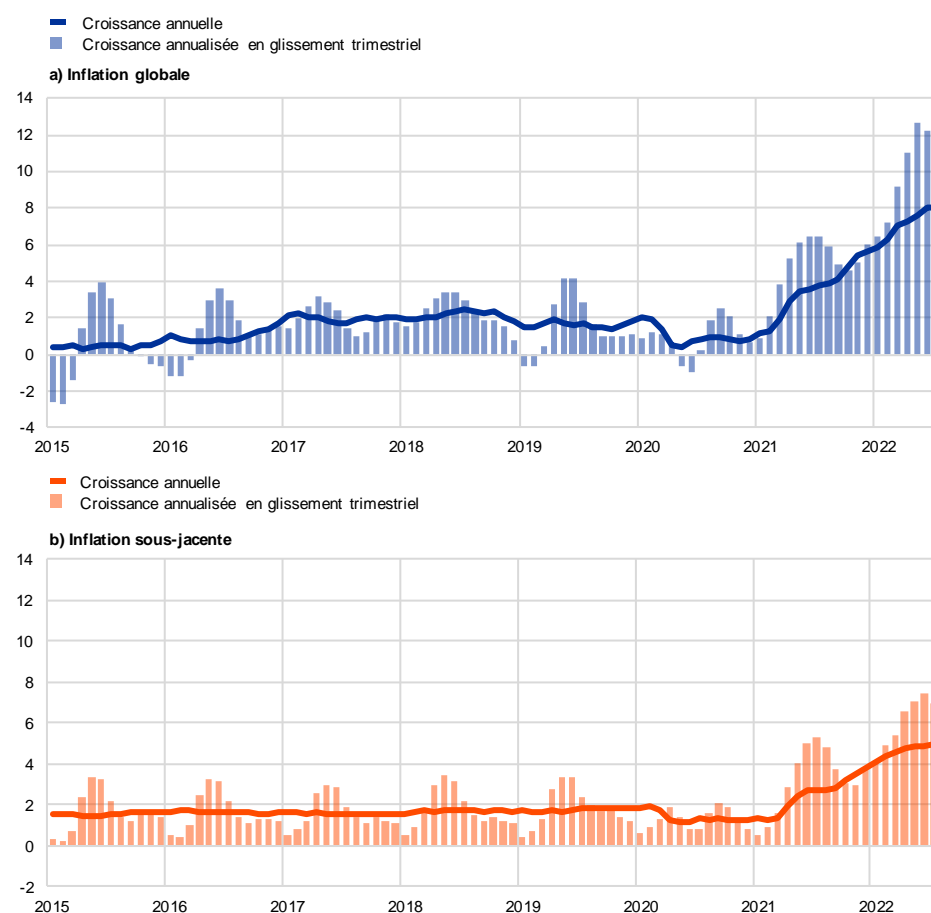
Les tensions inflationnistes croissantes se manifestent également au travers de la hausse des prix à l'exportation des concurrents de la zone euro.

¹ Nous présentons les données relatives à l'inflation pour la zone OCDE en excluant la Turquie. En effet, ce pays, dont la hausse annuelle des prix à la consommation a atteint 79,6 % en juillet, pourrait être considéré comme une valeur aberrante parmi les pays de l'OCDE.

Ces prix (en monnaies nationales) ont été révisés à la hausse par rapport aux projections de juin, l'impact des hypothèses de légère baisse des prix du pétrole et des matières premières hors énergie étant contrebalancé par des tensions plus intenses au niveau interne et au niveau mondial en amont de la chaîne des prix. Toutefois, la baisse prévue des prix des matières premières conformément aux contrats à terme, associée à la détérioration de la croissance mondiale, devrait atténuer les tensions inflationnistes à moyen terme.

Graphique 3 Hausse des prix à la consommation dans les pays de l'OCDE

(variations annuelles en pourcentage et variations en pourcentage annualisées en glissement trimestriel)



Sources : OCDE et calculs des services de la BCE.

Notes : Les agrégats de l'OCDE présentés dans les parties sont calculés en excluant la Turquie. En Turquie, en rythme annuel, l'inflation totale s'est établie à 79,6 % et l'inflation sous-jacente à 63,8 %. Dans les pays de l'OCDE, en incluant la Turquie (non présentée dans les parties des graphiques), l'inflation totale et l'inflation sous-jacente de juillet sont ressorties à 10,2 % et 6,8 %, respectivement, en rythme annuel contre 10,3 % et 6,5 % en juin. L'inflation sous-jacente exclut l'énergie et les produits alimentaires. Les dernières observations se rapportent à juillet 2022.

Les prix du pétrole et des produits de base hors énergie ont baissé par rapport aux projections de juin, tandis que les prix du gaz en Europe ont encore augmenté. La pression à la baisse sur les prix du pétrole est liée à la perspective d'une atténuation de la demande de pétrole, entraînée par la détérioration des perspectives économiques mondiales et la hausse de la production mondiale de pétrole. En juillet, la production mondiale de pétrole a atteint son plus haut niveau depuis janvier 2020. L'offre de pétrole russe s'est jusqu'à présent avérée plus

résistante que prévu, mais cela est en grande partie dû au fait que la Russie a redirigé ses exportations de pétrole vers l'Inde, la Turquie et la Chine. Si les prix du pétrole ont baissé récemment, ceux du gaz ont encore augmenté, principalement en raison des réductions des approvisionnements en provenance de Russie. Plus particulièrement, la réduction de 80 % des livraisons de gaz à l'Allemagne transitant par le gazoduc Nord Stream 1 en juillet et l'annonce plus récente que ces flux de gaz seraient de nouveau interrompus pour une durée indéterminée ont renforcé les craintes d'une interruption totale des livraisons de gaz russe à l'Europe occidentale. Le prix des métaux industriels a diminué en raison des inquiétudes liées à la demande chinoise et, plus généralement, à la détérioration des perspectives économiques mondiales. Les prix des produits alimentaires ont également baissé, principalement en raison des accords trilatéraux conclus par la Turquie et les Nations Unies, d'une part, et la Russie et l'Ukraine, d'autre part, afin de mettre en place un corridor sécurisé pour les exportations de céréales ukrainiennes.

L'évolution des conditions financières mondiales a été contrastée depuis les projections précédentes. Dans un premier temps, les conditions financières se sont durcies. Le niveau élevé et croissant de l'inflation a entraîné une normalisation de la politique monétaire plus rapide que prévu, une augmentation des rendements des obligations et une correction des actifs risqués. Toutefois, les perspectives de croissance s'étant détériorées, une part importante de ce durcissement s'est récemment inversée, en particulier dans les économies de marché émergentes et, dans une moindre mesure, aux États-Unis et dans d'autres économies avancées. Cet assouplissement contrebalance en partie l'impact des mesures prises par les banques centrales alors qu'elles ont généralement signalé que des efforts importants devaient encore être consentis pour maîtriser l'augmentation record de l'inflation. La politique monétaire étant dépendante des données, les conditions financières restent sensibles aux nouvelles évolutions macroéconomiques et de l'inflation.

Aux États-Unis, le PIB en volume s'est de nouveau contracté au deuxième trimestre 2022, en raison de la modération des dépenses des ménages et de la baisse des investissements. La hausse des taux hypothécaires et les pressions élevées sur les coûts ont entraîné une baisse de l'investissement résidentiel, les mises en chantier continuant de diminuer. La consommation privée s'est ralentie dans un contexte de détérioration de la confiance des consommateurs et de diminution du revenu disponible réel en raison d'une inflation élevée. Pour l'avenir, la croissance du PIB en volume devrait redevenir positive à compter du troisième trimestre, même si elle devrait rester modérée dans l'ensemble. L'inflation a diminué plus que prévu en juillet, après une accélération en juin. La hausse annuelle des prix à la consommation s'est ralentie, ressortant à 8,5 % en juillet, sous l'effet de la diminution des prix de l'énergie, tandis que l'inflation sous-jacente est demeurée inchangée à 5,9 %.

L'économie chinoise a rebondi en juin 2022, mais la reprise a marqué le pas en juillet. L'activité économique s'est fortement contractée au deuxième trimestre 2022 en raison des mesures d'endiguement strictes mises en œuvre dans le cadre de la stratégie zéro COVID de la Chine en réponse aux vagues de coronavirus survenues

dans des provinces clés. L'économie devrait renouer avec la croissance au second semestre de cette année, dans l'hypothèse d'un soutien renforcé des autorités publiques et d'une incidence limitée de la recrudescence de la COVID-19. En conséquence, par rapport aux projections de juin, les perspectives de croissance de la Chine ont été révisées nettement à la baisse pour cette année et légèrement moins pour le reste de l'horizon de projection. Toutefois, les tensions sur les prix à la consommation en Chine restent modérées.

Au Japon, la reprise de l'activité économique a redémarré, soutenue par la réouverture de l'économie. Après une contraction au premier trimestre 2022, la reprise économique a redémarré au deuxième trimestre, soutenue par un rebond de la demande intérieure suite à un assouplissement des restrictions liées à la COVID-19. L'économie devrait rester sur une trajectoire de reprise modérée. La hausse annuelle de l'IPC devrait demeurer supérieure à l'objectif de 2 % de la Banque centrale du Japon cette année et passer au-dessous par la suite.

Au Royaume-Uni, la dynamique de la croissance devrait encore s'affaiblir, la baisse du revenu disponible des ménages pesant sur les dépenses de consommation. La croissance du PIB en volume s'est ralentie au deuxième trimestre 2022 et devrait encore diminuer au cours des prochains trimestres. Compte tenu de la forte hausse de l'inflation, qui devrait encore s'accroître, l'activité économique devrait commencer à diminuer au tournant de l'année. Les tensions sur le marché du travail persistent, tandis que les tensions généralisées sur les salaires accentuent l'inflation intérieure durablement élevée. Les prix élevés des matières premières devraient également continuer à alimenter la hausse des prix à la consommation pendant le reste de l'année.

En Russie, les données récentes indiquent le début d'une récession qui devrait être moins profonde que prévu. Au deuxième trimestre 2022, le PIB en volume a reculé de 5,8 % par rapport au trimestre précédent, suggérant que la récession prévue cette année sera probablement moins prononcée que ne l'indiquaient les projections de juin 2022 établies par les services de l'Eurosystème. Toutefois, l'activité économique devrait se contracter de manière significative, la demande intérieure et les échanges commerciaux avec le reste du monde étant de plus en plus affectés par des sanctions internationales sans précédent. Ces sanctions ont entraîné une augmentation des prix à l'importation et des perturbations de l'approvisionnement, lesquelles exercent des tensions à la hausse sur l'inflation. Toutefois, une partie de ces tensions a récemment été contrebalancée par une appréciation du rouble et par une baisse de la demande des consommateurs.

2 Activité économique

L'économie de la zone euro a enregistré une croissance de 0,8 % au deuxième trimestre 2022. Ce résultat reflète principalement le dynamisme du secteur des services, car la levée des restrictions liées à la pandémie a soutenu les dépenses de consommation dans les services nécessitant de nombreux contacts. Les voyages ont augmenté, ce qui a particulièrement aidé les pays dotés d'un important secteur du tourisme. En revanche, le secteur manufacturier a pâti des coûts élevés de l'énergie, des réductions des approvisionnements en gaz et des goulets de production persistants, mais qui s'atténuent. Pour l'avenir, les conséquences économiques de la guerre en Ukraine continuent de se matérialiser et d'assombrir les perspectives de la zone euro. Au troisième trimestre, l'activité économique devrait se ralentir fortement. Bien que le dynamisme du secteur du tourisme ait continué de soutenir la croissance économique de la zone euro pendant les mois d'été, l'effet stimulant de la réouverture de l'économie est en train de s'atténuer. En outre, tous les secteurs de l'économie sont négativement affectés par le niveau élevé de l'inflation et la persistance de l'incertitude, en particulier en ce qui concerne les perturbations de l'approvisionnement en gaz et les répercussions géopolitiques plus larges d'une guerre qui se prolonge. Les mêmes facteurs devraient continuer de peser sur l'activité de la zone euro au cours de l'hiver 2022-2023. S'agissant des évolutions positives, les mesures budgétaires visant à amortir l'impact de la hausse des prix de l'énergie, la résilience globale des marchés du travail et l'épargne accumulée devraient contribuer à soutenir l'activité économique. Au-delà du court terme, au fur et à mesure du rééquilibrage du marché de l'énergie, de la diminution de l'incertitude, de la résorption des goulets d'étranglement au niveau de l'offre et de la progression des revenus réels, la croissance économique de la zone euro devrait se redresser progressivement.

Cette évaluation se reflète largement dans les projections macroéconomiques de septembre 2022 établies par les services de la BCE pour la zone euro, qui tablent sur une croissance annuelle du PIB en volume de 3,1 % en 2022, 0,9 % en 2023 et 1,9 % en 2024. Par rapport aux projections macroéconomiques de juin 2022 établies par les services de l'Eurosystème, les perspectives ont été révisées à la hausse pour 2022 et à la baisse pour 2023 et 2024.

L'activité économique dans la zone euro a bénéficié de la réouverture de l'économie au deuxième trimestre 2022.

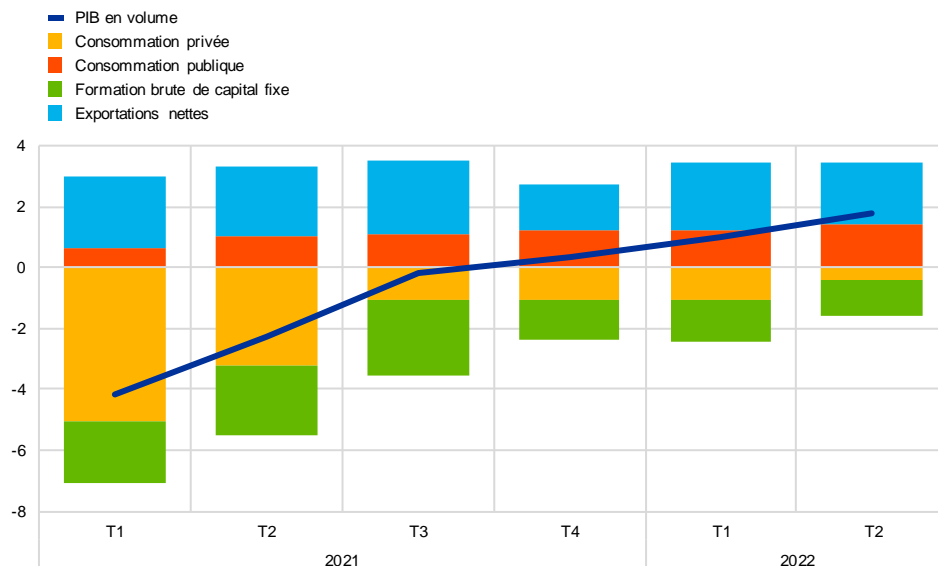
Le PIB en volume a augmenté de 0,8 % en glissement trimestriel, sous l'effet d'une contribution positive de la demande intérieure, tandis que les exportations nettes ont eu un léger impact négatif.

La consommation privée et l'investissement ont fortement augmenté au deuxième trimestre, tandis que la consommation publique a affiché une hausse plus modérée (graphique 4). La croissance plus robuste qu'attendu au deuxième trimestre est due en majeure partie à la forte activité dans le secteur des services, à la suite de la levée de la plupart des restrictions liées à la pandémie. Les données disponibles par pays et les indicateurs à court terme font état d'une réorientation de la consommation privée des biens vers les services, en particulier ceux nécessitant le plus de contacts. Les dépenses de consommation dans le tourisme et les services liés à l'hôtellerie étaient déjà remarquablement robustes au printemps, ce qui a

particulièrement bénéficié aux pays dotés d'un important secteur du tourisme, tels que l'Espagne, l'Italie et la France.

Graphique 4 PIB en volume de la zone euro et ses composantes

(variations en pourcentage depuis le quatrième trimestre 2019, contributions en points de pourcentage)



Sources : Eurostat et calculs de la BCE.

Note : Les dernières observations se rapportent au deuxième trimestre 2022.

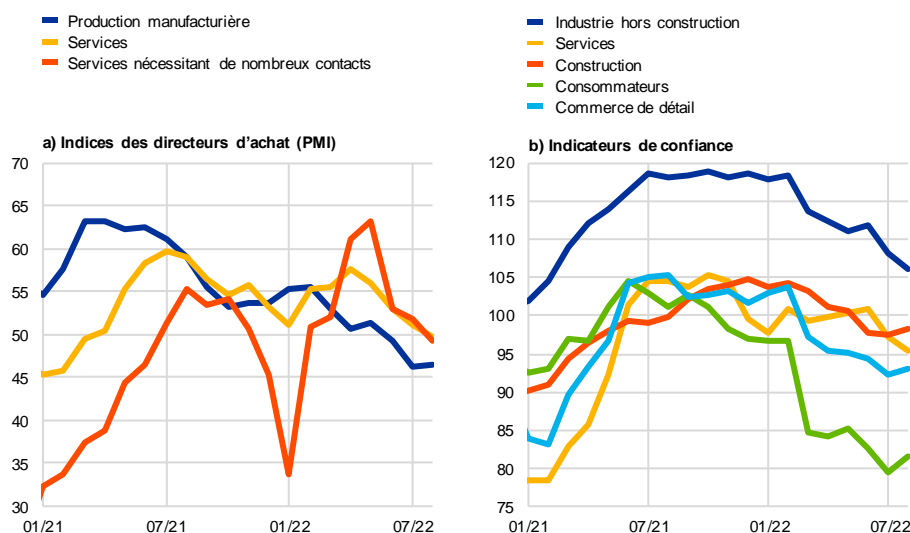
Pour l'avenir, il existe des signes indéniables d'une poursuite du ralentissement de l'activité économique dans un contexte d'inflation élevée et de persistance de l'incertitude liée à la guerre en Ukraine et aux évolutions en matière d'énergie. Les dernières données d'enquêtes vont dans le sens d'une dynamique de croissance baissière affectant tous les secteurs de l'économie au troisième trimestre 2022. L'indice composite des directeurs d'achat (PMI) a diminué en août pour s'établir à son point le plus bas depuis 18 mois, indiquant une contraction pour le deuxième mois consécutif. Cette nouvelle diminution continue de résulter du secteur manufacturier, qui pâtit des coûts élevés de l'énergie, des goulets de production persistants, mais qui s'atténuent, et de la baisse de la demande (graphique 5, partie a). L'indice PMI pour les services a diminué en août à un niveau indiquant une stagnation de l'activité. Cela suggère que les effets positifs du rebond post-pandémie sur les dépenses de consommation dans les services sont en train de s'atténuer, du fait de tensions sur le coût de la vie, malgré l'impact toujours favorable de l'activité dans le secteur du tourisme pendant les mois d'été. En outre, les goulets d'étranglement liés aux pénuries de main-d'œuvre se sont considérablement intensifiés dans le secteur des services. Les indicateurs de confiance les plus récents font également état d'un ralentissement de la dynamique de croissance dans tous les secteurs au troisième trimestre. En août, la nouvelle baisse de l'indicateur du climat économique (ESI) de la Commission européenne a largement résulté d'une importante érosion de la confiance dans l'industrie et, dans une moindre mesure, dans les services (graphique 5, partie b). La confiance des consommateurs s'est légèrement améliorée en août après avoir atteint un niveau historiquement bas en juillet. Néanmoins, elle demeure inférieure à son point bas

précédent atteint au début de la crise du coronavirus (COVID-19). Ces dernières évolutions reflètent les préoccupations actuelles des ménages quant aux prix élevés de l'énergie et des produits alimentaires dans un contexte de grande incertitude concernant l'impact de la guerre en Ukraine.

Graphique 5

Indicateurs tirés d'enquêtes dans les différents secteurs de l'économie

(partie a : soldes en pourcentage ; partie b : soldes en pourcentage, février 2020 = 100).



Sources : S&P Global (partie a), Commission européenne et calculs de la BCE (partie b).

Notes : Les « services nécessitant de nombreux contacts » font référence à l'hôtellerie et à la restauration. Les dernières observations se rapportent à août 2022.

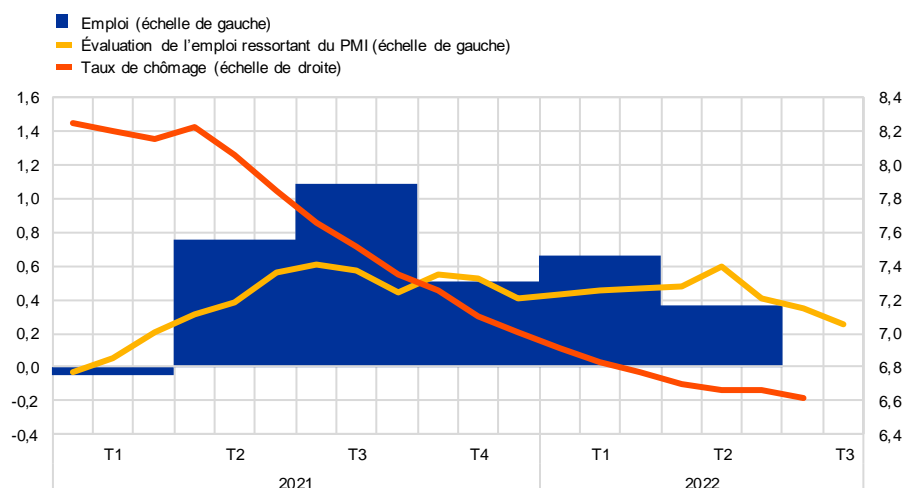
Dans le même temps, le marché du travail est demeuré robuste, soutenant l'activité économique.

L'emploi total a augmenté de 0,4 % en glissement trimestriel au deuxième trimestre 2022, après une hausse de 0,7 % au premier trimestre. Cela indique que le nombre de personnes occupant un emploi a augmenté de 2,7 millions entre le quatrième trimestre 2019 et le deuxième trimestre 2022. Le niveau de l'emploi total est désormais compatible avec ce qui ressortirait de sa relation historique avec le PIB en volume. Le nombre d'heures travaillées a augmenté de 0,6 % au deuxième trimestre 2022 et se situe actuellement 0,6 % au-dessus du niveau d'avant la pandémie au quatrième trimestre 2019. Le taux de chômage s'est établi à 6,6 % en juillet 2022, soit légèrement (0,1 point de pourcentage) plus bas qu'en juin et inférieur de 0,8 point de pourcentage environ au niveau d'avant la pandémie observé en février 2020 (graphique 6). Le recours aux dispositifs de maintien de l'emploi a également continué de diminuer et a concerné, selon les estimations, 0,9 % de la population active au deuxième trimestre 2022, contre 1,4 % au premier trimestre. Cela est à comparer avec les plus de 15 % de la population active bénéficiant des dispositifs de maintien de l'emploi au deuxième trimestre 2020. Le marché du travail de la zone euro s'est considérablement renforcé depuis le début de la pandémie. En particulier, au premier trimestre 2022, il y avait un emploi vacant pour trois chômeurs, et en juillet 2022, plus de 33 % des entreprises de la zone euro ont déclaré que les pénuries de main-d'œuvre limitaient leur production. Cette évolution a concerné l'ensemble des secteurs.

Graphique 6

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

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



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

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

Les indicateurs à court terme relatifs au marché du travail font état d'une poursuite de la croissance de l'emploi, malgré quelques signes d'affaiblissement.

L'indice composite mensuel des directeurs d'achat (PMI) relatif à l'emploi est ressorti à 52,5 en août, soit un point de moins qu'en juillet, mais il demeure toujours au-dessus du seuil de 50 qui indique une hausse de l'emploi. L'indice PMI relatif à l'emploi indique une expansion depuis février 2021. S'agissant des évolutions dans les différents secteurs, l'indice PMI relatif à l'emploi fait état d'une poursuite de la croissance de l'emploi, mais à un rythme plus faible, dans les secteurs de l'industrie et des services et d'une diminution de l'emploi dans la construction.

Après le rebond observé au deuxième trimestre, la consommation privée fait face à d'importants facteurs défavorables résultant du niveau élevé de l'inflation et de la forte incertitude.

La consommation privée a augmenté de 1,3 % au deuxième trimestre, soutenue par la réouverture des secteurs nécessitant de nombreux contacts. Toutefois, la consommation de biens est restée faible, car elle a continué d'être affectée par le niveau élevé de l'inflation et par les contraintes d'offre. Au deuxième trimestre 2022, les ventes au détail ont reculé de 0,8 %, après une diminution de 0,6 % au premier trimestre de l'année, et les nouvelles immatriculations de voitures sont demeurées significativement (31,4 %) inférieures à leur niveau d'avant la pandémie. La consommation de biens devrait rester faible au troisième trimestre car les ventes au détail ont été inférieures de 0,2 % en juillet à leur moyenne mensuelle au deuxième trimestre. La confiance des consommateurs s'est encore détériorée au troisième trimestre, reflétant les préoccupations économiques actuelles des ménages. Contrairement aux biens, les dépenses dans les services ont été soutenues au deuxième trimestre dans un contexte

d'assouplissement des restrictions liées à la pandémie et de réouverture des secteurs nécessitant de nombreux contacts, notamment du tourisme. Cependant, les effets positifs de la réouverture sur la croissance de la consommation privée semblent s'atténuer. La dernière enquête de la Commission européenne auprès des consommateurs et des entreprises indique que la demande de services d'hébergement, de restauration et de voyage devrait croître plus lentement au troisième trimestre.

L'épargne des ménages contribue à amortir partiellement l'impact du niveau très élevé de l'inflation.

Au premier trimestre 2022, l'excédent d'épargne accumulée par rapport aux niveaux d'avant la pandémie s'est élevé à environ 850 milliards d'euros. Cette épargne devrait contribuer à lisser la consommation dans une certaine mesure face à la baisse des revenus réels. Toutefois, les ménages aux revenus les plus modestes ont accumulé relativement peu d'épargne et pourraient devoir réduire leur épargne actuelle ou désépargner. Ces ménages sont fortement exposés au choc sur les prix de l'énergie et des produits alimentaires, malgré des mesures budgétaires de soutien au revenu. En revanche, les ménages à revenus moyens et élevés pourraient utiliser leur épargne accumulée à des fins de dépense. Cependant, l'enquête de la BCE de juillet sur les anticipations des consommateurs suggère que les ménages ont fortement révisé à la hausse leur perception du besoin d'un coussin d'épargne de précaution. De plus, le niveau élevé de l'inflation devrait entraîner une érosion plus rapide du stock d'épargne accumulé en termes réels.

L'investissement des entreprises devrait se ralentir, après avoir affiché une forte augmentation au deuxième trimestre 2022, soutenue par la composante matériel de transport.

L'investissement hors construction a augmenté de 1,8 % en glissement trimestriel au deuxième trimestre, la fabrication de véhicules à moteur s'étant redressée dans le contexte d'une atténuation progressive des goulets d'étranglement au niveau de l'offre. L'investissement hors construction a augmenté au deuxième trimestre dans tous les grands pays de la zone euro, sauf en Espagne. Malgré un léger recul récent, les producteurs de biens d'équipement de la zone euro disposent toujours d'un important stock de commandes en cours, comme le laissent apparaître les indicateurs de la Commission européenne relatifs aux carnets de commandes et à l'activité en cours, qui sont demeurés bien au-dessus de la moyenne jusqu'en août. Les données d'enquêtes de la Commission européenne suggèrent que, malgré des améliorations récentes, le principal facteur limitant la production reste le manque de matériaux et/ou d'équipements, tandis que la demande n'est pas perçue comme une contrainte. Cependant, l'incertitude liée à la guerre en Ukraine, la hausse des prix de l'énergie, l'augmentation du coût de financement et le risque de rationnement du gaz sont autant de facteurs qui laissent entrevoir un fort ralentissement au troisième trimestre 2022. En juillet, l'indice PMI relatif au secteur manufacturier et l'indice PMI relatif aux nouvelles commandes (c'est-à-dire le flux de nouvelles commandes) de biens d'équipement ont continué de diminuer et se sont clairement maintenus en territoire indiquant une contraction. Bien que les conditions de financement soient toujours favorables, le coût d'emprunt pour les entreprises a fortement augmenté depuis le début de la guerre en Ukraine. L'investissement des entreprises devrait retrouver une croissance dynamique

courant 2023, soutenu en partie par les fonds du programme *Next Generation EU* (NGEU).

L'investissement dans l'immobilier résidentiel a légèrement diminué au deuxième trimestre 2022 et devrait rester faible à court terme. Il a reculé de 0,4 % au deuxième trimestre 2022 par rapport au premier trimestre, lorsqu'il avait augmenté de 2,8 % en glissement trimestriel. L'indicateur de la Commission européenne relatif à l'activité récente dans la construction a continué de diminuer en moyenne en juillet et en août par rapport au deuxième trimestre, tandis que la contraction ressortant de l'indice PMI relatif à la construction résidentielle s'est encore accentuée. Les carnets de commandes des entreprises demeurent bien remplis, comme l'indique l'enquête de la Commission européenne jusqu'en août, ce qui devrait soutenir l'activité dans la construction au cours des mois à venir. Cependant, les entreprises continuent de pâtir fortement des pénuries d'approvisionnement, les limites perçues à la production du fait de pénuries de main-d'œuvre ayant atteint un nouveau point haut en août, tandis que les goulets d'étranglement affectant les équipements et les matériaux ne se sont que légèrement atténués. En outre, les intentions à court terme des ménages de rénover et d'acheter ou de construire un logement ont encore diminué au troisième trimestre, indiquant une demande plus faible. Cela se reflète également dans la nouvelle augmentation de la part des entreprises faisant état d'une demande insuffisante comme facteur limitant la production ainsi que dans la poursuite de la diminution des nouvelles commandes, comme il ressort de l'indice PMI pour la construction. L'affaiblissement de la demande intervient dans un contexte d'incertitude accrue, de hausse significative des coûts de construction, de diminution des revenus réels et de conditions de financement plus restrictives (encadré 4). Tous ces facteurs devraient à l'avenir peser de plus en plus sur l'investissement dans l'immobilier résidentiel.

La dynamique des échanges commerciaux de la zone euro s'est essoufflée avec le ralentissement des exportations hors zone euro et, dans le même temps, les perspectives indiquent des échanges modérés en raison d'un affaiblissement de la demande d'exportations de produits manufacturés et de services. En juin, les exportations nominales de biens hors zone euro ont diminué après avoir fortement augmenté le mois précédent, tandis que la croissance des importations hors zone euro s'est ralentie au cours de ces deux mois. Le déficit des échanges de biens de la zone euro s'est stabilisé, tandis que le compte des transactions courantes, en données corrigées des variations saisonnières, est de nouveau excédentaire, sous l'effet d'une hausse du solde des échanges de services. La forte performance des exportations en mai et le ralentissement en juin sont principalement dus à des exportations de produits chimiques à destination des États-Unis, qui résultent probablement d'une reconstitution temporaire des stocks de la part d'importateurs américains. Les indicateurs à court terme relatifs au transport maritime et ceux tirés d'enquêtes suggèrent que les goulets d'étranglement au niveau de l'offre, bien que demeurant à des niveaux élevés, seraient en train de s'atténuer. Néanmoins, les perspectives à court terme indiquent une nouvelle détérioration des échanges de la zone euro en raison de baisses simultanées de la demande d'exportations de produits manufacturés et de services, comme il ressort de l'indice PMI pour les nouvelles commandes à l'exportation, qui a continué de faire

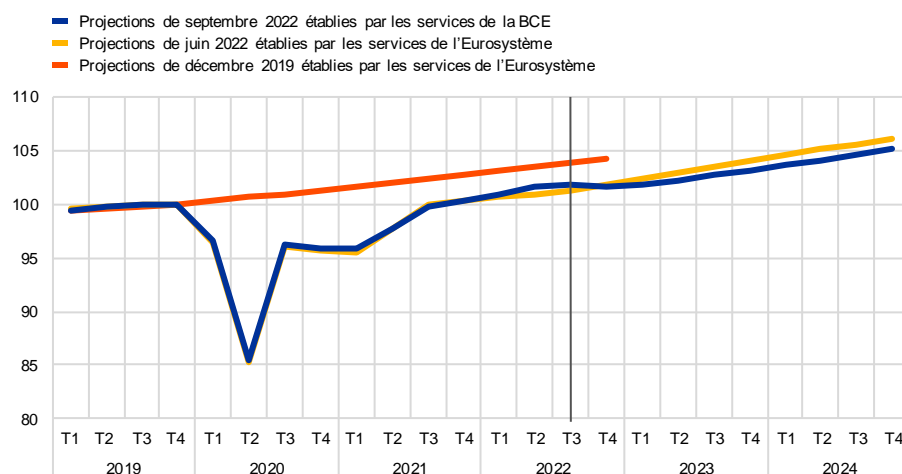
état d'une contraction en juillet et en août pour ces deux secteurs. La dynamique de reprise des échanges de services, bien que toujours soutenue par une excellente saison touristique, s'est modérée car les pénuries de main-d'œuvre et les baisses des revenus réels ont davantage contraint l'activité.

Au-delà du court terme, la croissance économique de la zone euro devrait progressivement se redresser après la dissipation, au cours de l'hiver 2022-2023, des facteurs défavorables pesant sur l'activité.

L'incertitude entourant ces perspectives demeure importante. Les projections macroéconomiques de septembre 2022 établies par les services de la BCE prévoient une croissance annuelle du PIB en volume de 3,1 % en 2022, 0,9 % en 2023 et 1,9 % en 2024 (graphique 7). Par rapport aux projections macroéconomiques de juin 2022 établies par les services de l'Eurosystème, les perspectives ont été révisées à la hausse pour 2022 et à la baisse pour 2023 et 2024. La croissance trimestrielle du PIB en volume en glissement annuel devrait ressortir à 1,4 % au quatrième trimestre 2022, 1,4 % au quatrième trimestre 2023 et 2 % au quatrième trimestre 2024. Cela indique que les projections relatives au taux de croissance moyen du PIB en volume pour 2022 sont fortement influencées par un acquis de croissance positif résultant de la dynamique enregistrée au premier semestre de l'année, tandis que les projections pour 2023 sont fortement influencées par le ralentissement attendu au second semestre 2022.

Graphique 7
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)



Sources : Eurostat et l'article intitulé « Projections macroéconomiques pour la zone euro établies par les services de la BCE, septembre 2022 » publié le 8 septembre 2022 sur le site internet de la BCE.

Note : La ligne verticale indique le début des projections macroéconomiques de septembre 2022 établies par les services de la BCE.

3 Prix et coûts

L'inflation s'est à nouveau accélérée, s'établissant à 9,1 % en août, la hausse des prix de l'énergie restant la principale composante de l'inflation totale. L'envolée des prix de l'énergie et des produits alimentaires, les goulets d'étranglement du côté de l'offre et les pressions sur la demande dans certains secteurs sous l'effet de la réouverture de l'économie continuent d'alimenter l'inflation. Les tensions sur les prix se sont encore amplifiées et généralisées dans l'économie, et l'inflation pourrait encore s'accélérer à court terme. L'inflation ralentira, à mesure que ses moteurs actuels s'estomperont et que la normalisation de la politique monétaire produira ses effets sur l'économie et dans les mécanismes de fixation des prix. Pour la période à venir, l'inflation a été significativement révisée à la hausse dans les projections de septembre 2022 établies par les services de la BCE et devrait désormais s'établir, en moyenne, à 8,1 % en 2022, 5,5 % en 2023 et 2,3 % en 2024. L'inflation hors énergie et produits alimentaires devrait atteindre 3,9 % en 2022, 3,4 % en 2023 et 2,3 % en 2024. La plupart des mesures des anticipations d'inflation à long terme s'établissent actuellement à environ 2 %, même si des révisions récentes de certains indicateurs au-dessus de l'objectif justifient un suivi continu.

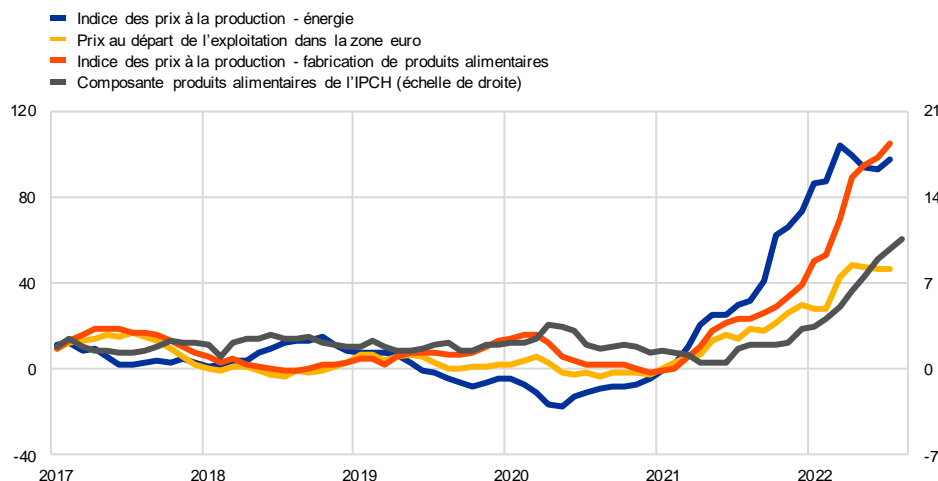
Selon l'estimation rapide d'Eurostat pour août, l'inflation mesurée par l'IPCH s'est de nouveau accélérée, atteignant 9,1 % après 8,9 % en juillet.

L'augmentation enregistrée en août résulte pour l'essentiel de nouvelles hausses de la composante produits alimentaires de l'IPCH ainsi que de l'IPCH hors énergie et produits alimentaires. Le taux de variation annuel de la composante énergie de l'IPCH a fléchi, tout en restant exceptionnellement élevé à 38,3 %. Cette composante continue de représenter près de la moitié de l'inflation totale. Le renchérissement de l'énergie reste élevé en raison des niveaux importants des prix du pétrole, du gaz et de l'électricité, conjugués à des niveaux anormalement élevés des marges de raffinage pour le diesel et de marges de distribution pour les carburants destinés aux transports privés. Des indicateurs de marché suggèrent qu'à court terme, les prix du pétrole vont se modérer, tandis que les prix de gros du gaz resteront extraordinairement élevés. La hausse des prix des produits alimentaires s'est nettement accélérée, passant de 9,8 % en juillet à 10,6 % en août, sous l'effet du niveau élevé des prix mondiaux des matières premières alimentaires et des prix au départ de l'exploitation dans la zone euro. Les tensions sur les prix des produits alimentaires résultent de plus en plus d'une hausse du coût des intrants pour l'énergie et les engrais – ce qui ressort également de la dynamique des prix à la production (graphique 8) – ainsi que de perturbations des échanges de matières premières alimentaires et de conditions météorologiques défavorables.

Graphique 8

Énergie et produits alimentaires : tensions sur le coût des intrants

(variations annuelles en pourcentage)



Source : Eurostat.

Note : Les dernières observations se rapportent à août 2022 pour la composante produits alimentaires de l'IPCH (estimation rapide) et à juillet 2022 pour les autres rubriques.

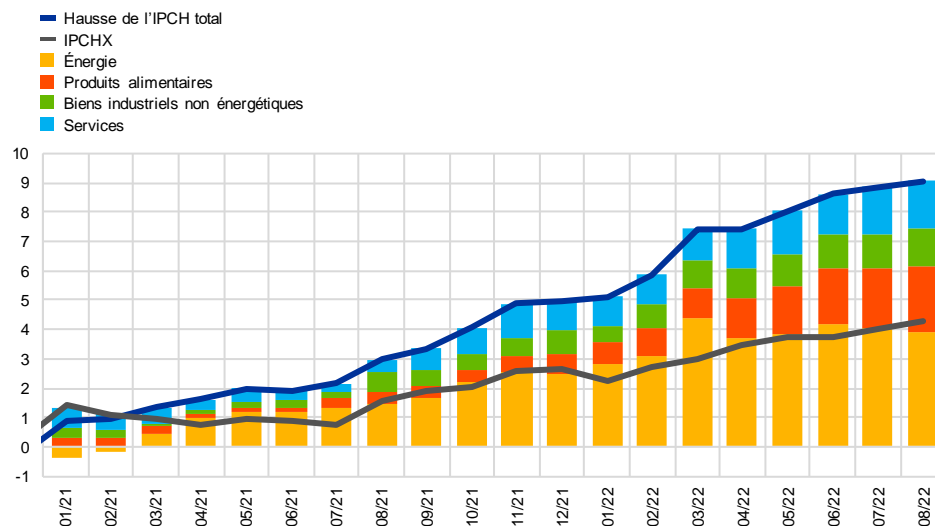
La variation de l'IPCH hors énergie et produits alimentaires (IPCHX) est ressortie à 4,3 % en août, sous l'effet d'une accentuation de l'inflation dans les secteurs des biens industriels non énergétiques et des services (graphique 9).

Là aussi, l'augmentation des coûts des intrants résultant de la forte hausse des prix de l'énergie est demeurée un facteur important. Le renchérissement des biens industriels non énergétiques a atteint un nouveau point haut, qui reflète encore en partie les perturbations actuelles de l'offre mondiale. L'inflation dans le secteur des services s'est également accentuée, l'incidence de l'envolée des prix des produits alimentaires sur les composantes telles que la restauration et les effets de la réouverture de l'économie sur les composantes telles que le logement ayant aggravé l'impact des prix de l'énergie sur les composantes telles que le transport. Ces effets ont plus que compensé l'impact baissier temporaire de mesures gouvernementales telles que le ticket de transport public à 9 euros en Allemagne (arrivé à expiration en août).

Graphique 9

Inflation totale et ses composantes principales

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



Sources : Eurostat et calculs de la BCE.

Note : Les dernières observations se rapportent à août 2022 (estimation rapide).

Les mesures de l'inflation sous-jacente demeurent à des niveaux élevés (graphique 10).

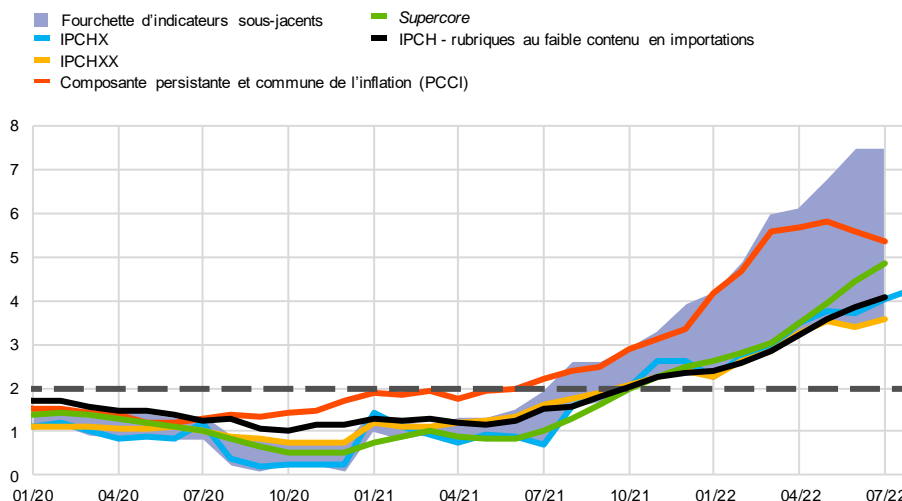
Cela reflète la propagation des tensions sur les prix à un nombre toujours croissant de secteurs et de rubriques de l'IPCH, en partie en raison de l'impact des coûts élevés de l'énergie dans l'ensemble de l'économie. Au sein d'un large éventail d'indicateurs, la plupart des mesures d'exclusion ont continué de s'inscrire en hausse. L'inflation mesurée par l'IPCHX est passée de 4,0 % en juillet 2022 à 4,3 % en août. D'autres mesures ne sont disponibles que jusqu'en juillet. L'inflation mesurée par l'IPCHXX (qui, outre l'énergie et les produits alimentaires, exclut les postes liés aux voyages, l'habillement et la chaussure) s'est accentuée en juillet, à 3,6 %, après une baisse au cours du mois précédent. L'indicateur *Supercore*, qui intègre des composantes de l'IPCH sensibles au cycle, a augmenté, ressortant à 4,9 % après 4,5 % en juin, tandis que la composante persistante et commune de l'inflation (PCCI) fondée sur un modèle a encore diminué, s'établissant à 5,3 % en juillet. Les taux de la PCCI en glissement mensuel se sont globalement stabilisés. Toutefois, la persistance de ces taux à un niveau élevé continue d'indiquer une forte tendance haussière de l'inflation sous-jacente jusqu'à juillet inclus. L'indicateur relatif à l'inflation intérieure, qui représente les évolutions des prix des rubriques de l'IPCH dont le contenu en importations est faible, a encore augmenté, dépassant 4 % en juillet². Le ticket de transport public temporaire à 9 euros en Allemagne a probablement eu un effet baissier sur les mesures de l'inflation sous-jacente telles que l'IPCHX de juin à août, effet qui devrait s'inverser en septembre. En parallèle, il demeure difficile de savoir combien de temps les niveaux de ces différentes mesures et indicateurs resteront élevés. Le renforcement de la dynamique de l'inflation sous-jacente est en grande partie attribuable aux effets indirects du net renchérissement de l'énergie et des produits

² Cf. l'encadré intitulé « Un nouvel indicateur de l'inflation intérieure pour la zone euro », *Bulletin économique*, n° 4, BCE, 2022

alimentaires, ainsi qu'à l'impact des évolutions exceptionnelles de l'équilibre entre l'offre et la demande liées à la pandémie et à l'invasion de l'Ukraine par la Russie.

Graphique 10 Indicateurs de l'inflation sous-jacente

(variations annuelles en pourcentage)



Sources : Eurostat et calculs de la BCE.

Notes : La fourchette des indicateurs de l'inflation sous-jacente inclut l'IPCH hors énergie, l'IPCH hors énergie et produits alimentaires non transformés, l'IPCHX (IPCH hors énergie et produits alimentaires), l'IPCHXX (IPCH hors énergie, produits alimentaires, postes liés aux voyages, habillement et chaussure), les moyennes tronquées à 10 % et à 30 % et la médiane pondérée. Les dernières observations se rapportent à août 2022 (estimation rapide) pour l'IPCHX et à juillet 2022 pour les autres rubriques.

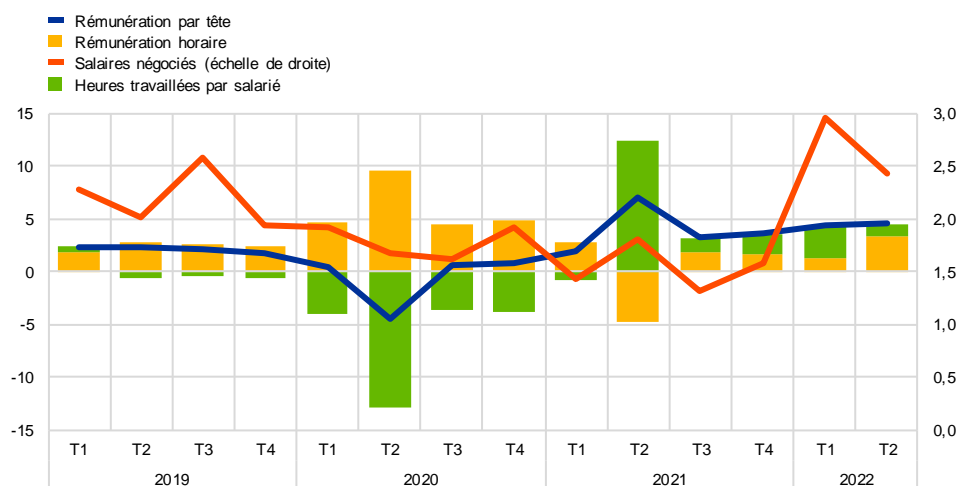
Les dernières données sur les salaires négociés continuent de faire état d'une dynamique des salaires relativement modérée (graphique 11).

La croissance des salaires négociés s'est ralentie, ressortant à 2,4 % au deuxième trimestre 2022, contre 3,0 % au trimestre précédent. Toutefois, ce mouvement baissier n'est pas complètement révélateur de la dynamique sous-jacente, car les accords salariaux comprennent aussi des paiements exceptionnels susceptibles d'entraîner une importante volatilité des taux de croissance annuels. La baisse de la croissance des salaires négociés au deuxième trimestre reflète principalement des évolutions en Allemagne et des effets de base résultant d'importants paiements exceptionnels effectués en juin 2021. Des informations plus récentes sur les accords salariaux conclus depuis début 2022 font état d'un renforcement de la dynamique des salaires, même si leur croissance reste contenue par rapport aux taux d'inflation actuels. L'évolution des salaires effectifs mesurée par la rémunération par tête s'est elle aussi à nouveau renforcée au deuxième trimestre 2022, ressortant à 4,6 % après 4,4 % le trimestre précédent. Cette hausse reflète une forte augmentation du taux de croissance annuel de la rémunération horaire, qui s'est établi à 3,4 % au deuxième trimestre après 1,3 % au premier trimestre 2022 (en raison d'effets de base). La hausse du nombre moyen d'heures travaillées a continué de soutenir la croissance de la rémunération par tête. Les distorsions de ces indicateurs liées à la pandémie diminuent à mesure que les effets des mesures gouvernementales relatives aux dispositifs de maintien de l'emploi continuent de s'atténuer.

Graphique 11

Décomposition de la rémunération par tête en rémunération horaire et en heures travaillées

(variations annuelles en pourcentage)



Sources : Eurostat et calculs de la BCE.

Note : Les dernières observations se rapportent au deuxième trimestre 2022.

Les tensions en amont sur la composante biens industriels non énergétiques sont demeurées importantes et la répercussion des coûts sur les prix s'est probablement accélérée (graphique 12).

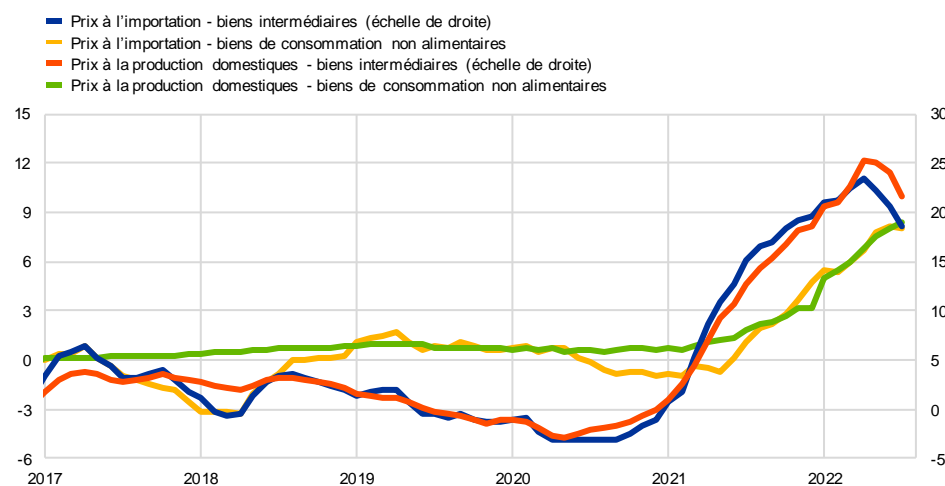
Selon les données pour juillet, les tensions en amont de la chaîne des prix pour les biens industriels non énergétiques se sont atténuées, mais elles ont encore augmenté aux derniers stades de celle-ci. Le taux de croissance annuel des prix à l'importation pour les biens intermédiaires a diminué pour la deuxième fois de suite depuis mi-2020, ressortant à 18,5 % en juillet 2022, contre 20,7 % en juin. Le taux de croissance annuel des prix à la production pour les ventes intérieures de biens intermédiaires a encore baissé en juillet 2022, s'inscrivant à 21,6 %, contre 23,8 % le mois précédent. Les taux de croissance des prix à la production domestiques et des prix à l'importation des biens de consommation non alimentaires délivrent des signaux assez contrastés : en juillet, ces taux ont légèrement baissé pour les prix à l'importation, à 8,0 %, tandis qu'ils ont augmenté pour les prix à la production, à 8,3 %. Ces niveaux restent exceptionnellement élevés par rapport à la moyenne annuelle de 0,5 % enregistrée entre 2001 et 2019. La dynamique des prix à l'importation demeure élevée, reflétant en partie l'accumulation de tensions inflationnistes due à la dépréciation de l'euro. Une analyse actualisée de la transmission des prix à la production des biens de consommation non alimentaires suggère que celle-ci est actuellement plus rapide que par le passé et que la hausse des prix des biens industriels non énergétiques pourrait connaître d'autres tensions à la hausse cette année³. Ce résultat est en phase avec les données sur les anticipations relatives aux prix de vente des biens de consommation, qui demeurent élevées en dépit d'une légère modération au cours des quatre derniers mois.

³ Cf. l'encadré intitulé « Évolutions récentes des tensions en amont sur les prix des biens industriels non énergétiques dans la zone euro », *Bulletin économique*, n° 5, BCE, 2021.

Graphique 12

Indicateurs des tensions en amont de la chaîne des prix

(variations annuelles en pourcentage)



Sources : Eurostat et calculs de la BCE.

Note : Les dernières observations se rapportent à juillet 2022.

La plupart des mesures des anticipations d'inflation à long terme s'établissent actuellement à environ 2 %, même si des révisions récentes de certains indicateurs au-dessus de la cible justifient un suivi continu.

Les mesures des anticipations d'inflation à long terme tirées d'enquêtes ont continué d'augmenter progressivement, atteignant des niveaux proches de 2 % ou légèrement supérieurs, tandis que les mesures extraites des instruments de marché ont baissé au-delà des échéances à très court terme, dans un contexte de forte volatilité (graphique 13). Selon les résultats de l'enquête menée par la BCE auprès des prévisionnistes professionnels (EPP) depuis juillet 2022, les anticipations d'inflation à plus long terme (pour 2026) ont encore augmenté, à 2,2 %, tandis que celles du Consensus économique se sont établies à 2,1 % en juillet, après 1,9 % le trimestre précédent. Dans le même temps, l'anticipation médiane comme l'anticipation modale provenant de l'EPP restent à 2,0 %. Dans la dernière enquête de la BCE auprès des analystes monétaires, les anticipations d'inflation à moyen et long terme sont restées inchangées, à 2,0 % en juillet. L'enquête de la BCE sur les anticipations des consommateurs a mis en évidence une nouvelle hausse des anticipations d'inflation à plus long terme (à trois ans) des ménages en juillet ⁴. Au cours de la période sous revue, les mesures de la compensation de l'inflation extraites des instruments de marché (sur la base de l'IPCH hors tabac) ont finalement baissé au-delà des échéances à très court terme, dans un contexte de renforcement des anticipations d'une poursuite de la normalisation de la politique monétaire et d'inquiétudes au sujet d'un ralentissement futur de la croissance économique. Les baisses des mesures de la compensation de l'inflation masquent une volatilité importante au cours de la période sous revue. Les échéances à court terme, en particulier, ont été volatiles, augmentant fortement à la suite de l'envolée des coûts de l'électricité, avant de se replier après l'annonce des initiatives de l'UE visant à contenir la crise

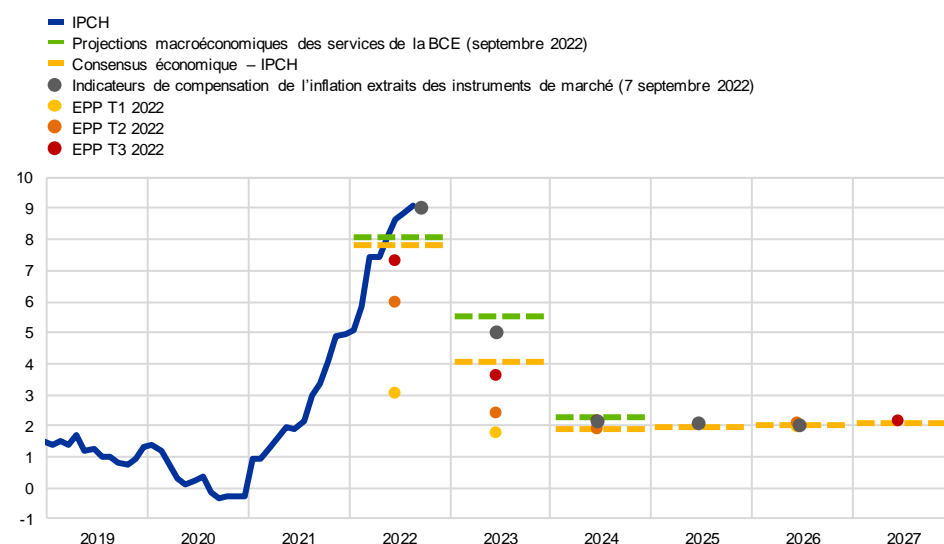
⁴ Cf. « Résultats de l'enquête de la BCE sur les anticipations des consommateurs – juillet 2022 », communiqué de presse, 2 septembre 2022.

énergétique. Selon ces mesures extraites des instruments de marché, l'inflation devrait revenir autour de 2 % courant 2024 et demeurer proche de ce niveau par la suite, le taux des *swaps* indexés sur l'inflation à cinq ans dans cinq ans s'établissant à 2,2 %. Point important, les mesures de la compensation de l'inflation extraites des instruments de marché ne sont pas une mesure directe des anticipations d'inflation effectives des intervenants de marché, car elles contiennent les primes de risque sur l'inflation visant à compenser l'incertitude entourant l'inflation. La relative stabilité des mesures des anticipations d'inflation à long terme tirées d'enquêtes, qui sont exemptes de primes de risque sur l'inflation, suggère que la volatilité actuellement affichée par les mesures à long terme extraites des instruments de marché reflète principalement la variation des primes de risque sur l'inflation.

Graphique 13

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

(variations annuelles en pourcentage)



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

Notes : La série relative aux indicateurs de compensation de l'inflation extraits des instruments de marché se fonde sur le taux d'inflation au comptant à un an et sur les taux anticipés à un an dans 1 an, dans 2 ans, dans 3 ans et dans 4 ans. Pour les indicateurs de compensation de l'inflation extraits des instruments de marché, les dernières observations se rapportent au 7 septembre 2022. Pour le troisième trimestre 2022, l'EPP a été réalisée entre le 1^{er} et le 5 juillet 2022. Les dates d'arrêt pour les prévisions du Consensus économique sont juillet 2022 pour 2024, 2025, 2026 et 2027, et août 2022 pour 2022 et 2023. La date d'arrêt des données incluses dans les projections macroéconomiques des services de la BCE est le 25 août 2022. La dernière observation pour l'IPCH se rapporte à août 2022 (estimation rapide).

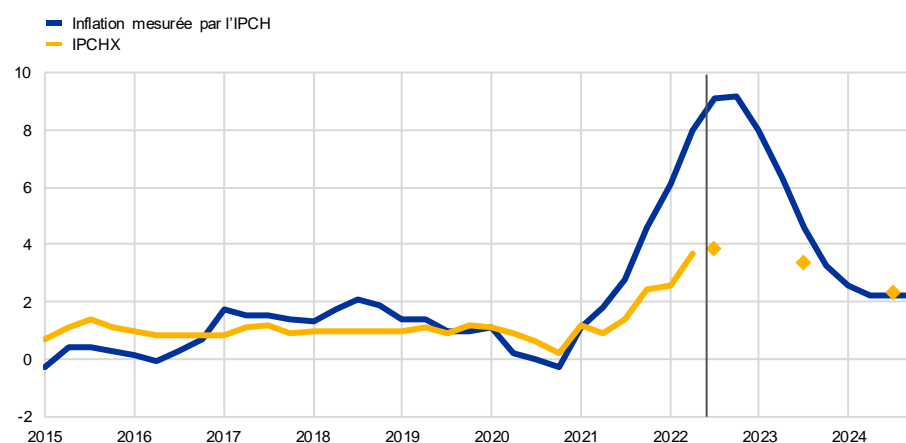
Selon les projections macroéconomiques de septembre 2022 établies par les services de la BCE pour la zone euro, l'inflation totale devrait rester élevée à court terme, avant de revenir à 5,5 % en 2023 et 2,3 % en 2024, en moyenne (graphique 14). S'agissant du taux de croissance annuel de l'inflation au quatrième trimestre de l'année, il devrait ressortir à 9,2 % en 2022, 3,3 % en 2023 et 2,2 % en 2024. La poussée inflationniste se poursuit, du fait de nouveaux chocs importants sur l'offre, qui se répercutent sur les prix à la consommation plus rapidement qu'auparavant. La hausse de l'IPCH total devrait rester supérieure à 9 % sur le restant de l'année 2022 sous l'effet des prix extrêmement élevés de l'énergie et des matières premières alimentaires ainsi que des pressions haussières exercées par la réouverture de l'économie, les pénuries d'approvisionnement et les tensions sur les

marchés du travail. Le recul attendu de l'inflation d'une moyenne de 8,1 % en 2022 à 5,5 % en 2023 et 2,3 % en 2024 reflète essentiellement un net ralentissement de la hausse des prix de l'énergie et des produits alimentaires résultant d'effets de base négatifs et de la baisse prévue des prix des matières premières, en ligne avec les prix des contrats à terme. La hausse de l'IPCH hors énergie et produits alimentaires devrait se maintenir à des niveaux élevés sans précédent jusqu'à mi-2023 ; cela étant, elle devrait également décélérer par la suite avec la diminution des effets de la réouverture de l'économie, la dissipation des goulets d'étranglement au niveau de l'offre et le relâchement des tensions sur les coûts des consommations intermédiaires énergétiques. L'inflation totale devrait rester supérieure à l'objectif de 2 % de la BCE en 2024 en raison des effets décalés du niveau élevé des prix de l'énergie sur les composantes hors énergie de l'inflation, de la récente dépréciation de l'euro, de la solidité des marchés du travail et de certains effets de compensation de l'inflation sur les salaires, qui devraient croître à des taux largement supérieurs aux moyennes de long terme. Par rapport aux projections de juin 2022 établies par les services de l'Eurosystème, l'inflation totale a été revue à la hausse nettement pour 2022 (de 1,3 point de pourcentage) et 2023 (2,0 points de pourcentage) et légèrement pour 2024 (0,2 point de pourcentage). Cette évolution reflète des données récentes non anticipées, des hausses spectaculaires dans les hypothèses relatives aux prix de gros du gaz et de l'électricité, une accélération de la hausse des salaires et la récente dépréciation de l'euro. Ces effets font plus que compenser l'impact baissier de la récente diminution des prix des matières premières alimentaires, du caractère moins grave que prévu des goulets d'étranglement du côté de l'offre et de la détérioration des perspectives de croissance.

Graphique 14

Inflation mesurée par l'IPCH et IPCHX dans la zone euro (avec projections)

(variations annuelles en pourcentage)



Sources : Eurostat et [projections macroéconomiques établies par les services de la BCE pour la zone euro \(septembre 2022\)](#).

Notes : la ligne verticale indique le début de l'horizon de projection. Les dernières observations se rapportent au deuxième trimestre 2022 (données) et au quatrième trimestre 2024 (projections). La date d'arrêt des données incluses dans les projections est le 25 août 2022. Les données historiques relatives à l'inflation mesurée par l'IPCH et à l'IPCHX sont trimestrielles. Les données relatives aux prévisions sont trimestrielles pour l'inflation mesurée par l'IPCH et annuelles pour l'IPCHX.

4 Évolutions sur les marchés financiers

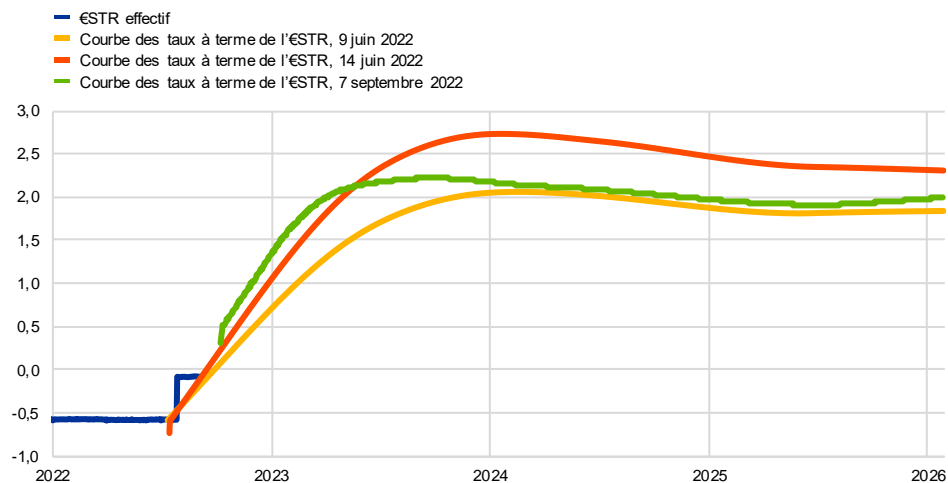
Au cours de la période sous revue (du 9 juin au 7 septembre 2022), les prix des actifs dans la zone euro ont été volatils, les intervenants de marché évaluant les implications des fortes tensions inflationnistes et du risque de récession pour la trajectoire future attendue de la politique de taux directeurs de la banque centrale. Au bout du compte, les taux sans risque de la zone euro ont augmenté, les intervenants de marché révisant leurs anticipations en faveur d'un resserrement plus rapide et plus prononcé de la politique monétaire. Les taux sans risque à long terme ont, eux aussi, augmenté. Les rendements obligataires souverains ont augmenté en phase avec les taux sans risque, les spreads sur obligations souveraines ayant peu varié tout en affichant une certaine volatilité dans une sélection de pays. Le niveau plus élevé des taux et la détérioration des perspectives de croissance ont pesé sur les actifs risqués émis par les entreprises, les écarts de rendement des obligations d'entreprises européennes se creusant et les prix des actions diminuant au total. L'euro s'est encore déprécié en termes pondérés des échanges commerciaux, sous l'effet des préoccupations relatives à la croissance dans la zone euro, le taux de change EUR/USD s'établissant légèrement au-dessous du niveau de parité.

Depuis la réunion du Conseil des gouverneurs de juin, les taux sans risque à court terme dans la zone euro ont augmenté, les intervenants de marché révisant leurs anticipations en faveur d'un resserrement plus rapide et plus prononcé de la politique monétaire. Au cours de la période sous revue, l'€STR s'est établi en moyenne à – 34 points de base et l'excédent de liquidité a diminué d'environ 39 milliards d'euros pour ressortir à 4 578 milliards. La courbe à terme des taux des swaps au jour le jour (OIS), basés sur le taux de référence €STR, a affiché un profil volatil. Dans l'ensemble, les préoccupations relatives à l'inflation l'emportant sur le risque croissant de récession, la courbe à terme des taux OIS a progressivement évolué dans le sens d'anticipations de resserrement plus rapide et plus prononcé de la politique de taux directeurs de la BCE (graphique 15). À la fin de la période sous revue, la courbe à terme des taux OIS intégrait des hausses cumulées s'élevant à environ 150 points de base à fin 2022 et atteignant un pic à 2,2 % environ fin 2023.

Graphique 15

Taux à terme de l'€STR

(en pourcentage annuel)



Sources : Thomson Reuters et calculs de la BCE.

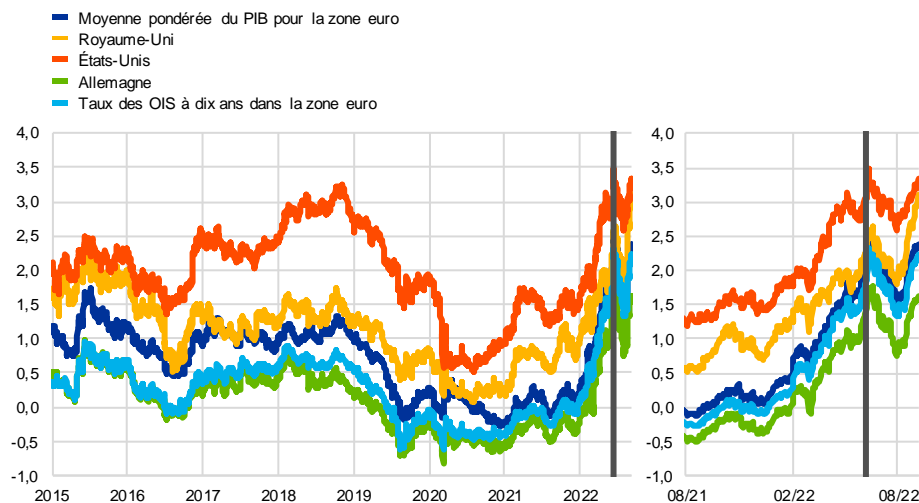
Note : La courbe des taux à terme est estimée à l'aide des taux OIS (€STR) au comptant.

Les rendements obligataires à long terme ont augmenté en réponse à la réévaluation par les marchés de la trajectoire future attendue de la politique monétaire (graphique 16). Au cours de la période sous revue, les rendements obligataires à long terme mondiaux ont fluctué de manière significative, les intervenants de marché réévaluant continuellement leurs anticipations relatives à la politique de la banque centrale face à toute nouvelle information concernant l'inflation et les perspectives de croissance. Au total, les rendements obligataires à long terme dans la zone euro ont légèrement augmenté : le rendement moyen, pondéré par le PIB, des obligations souveraines à dix ans de la zone euro s'est accru pour s'établir à 2,3 % environ, soit 16 points de base de plus qu'au moment de la réunion du Conseil des gouverneurs de juin. De même, les rendements des obligations souveraines à dix ans américaines, britanniques et allemandes ont augmenté de 22, 71 et 14 points de base, ressortant respectivement à environ 3,3 %, 3,0 % et 1,6 %.

Graphique 16

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

(en pourcentage annuel)



Sources : Refinitiv et calculs de la BCE.

Notes : La ligne verticale grise indique le début de la période sous revue (9 juin 2022). Les dernières observations se rapportent au 7 septembre 2022.

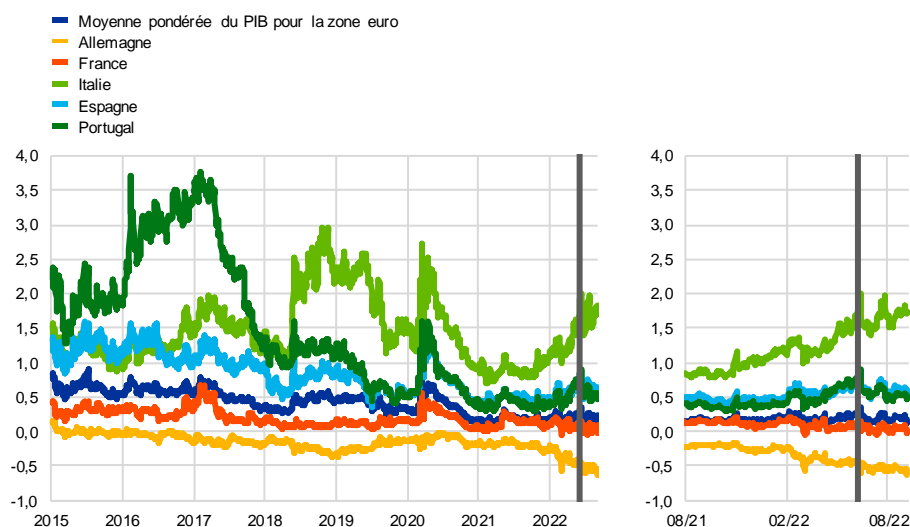
Les rendements des obligations souveraines de la zone euro ont évolué globalement en ligne avec les taux sans risque, et les *spreads* sur les obligations souveraines sont demeurés pratiquement inchangés (graphique 17).

Alors que les taux sans risque ont fluctué de manière significative au cours de la période sous revue, l'écart entre le rendement pondéré par le PIB des obligations souveraines à dix ans de la zone euro et le taux OIS est demeuré relativement stable, diminuant de 12 points de base. À la fin de la période sous revue, les variations des *spreads* sur les obligations souveraines ont légèrement différé d'un pays à l'autre. Par exemple, les *spreads* sur les obligations souveraines à dix ans italiens et portugais se sont resserrés de 10 points de base et 29 points de base, respectivement, tandis que le *spread* sur le *Bund* allemand à dix ans a encore diminué de 14 points de base. Dans le même temps, les *spreads* italiens ont affiché un profil volatil dans un contexte d'intensification de la crise politique interne, avec cependant des répercussions limitées sur les autres émetteurs souverains.

Graphique 17

Écarts de rendement des obligations souveraines à dix ans dans la zone euro vis-à-vis du taux OIS basé sur l'€STR à dix ans

(en points de pourcentage)



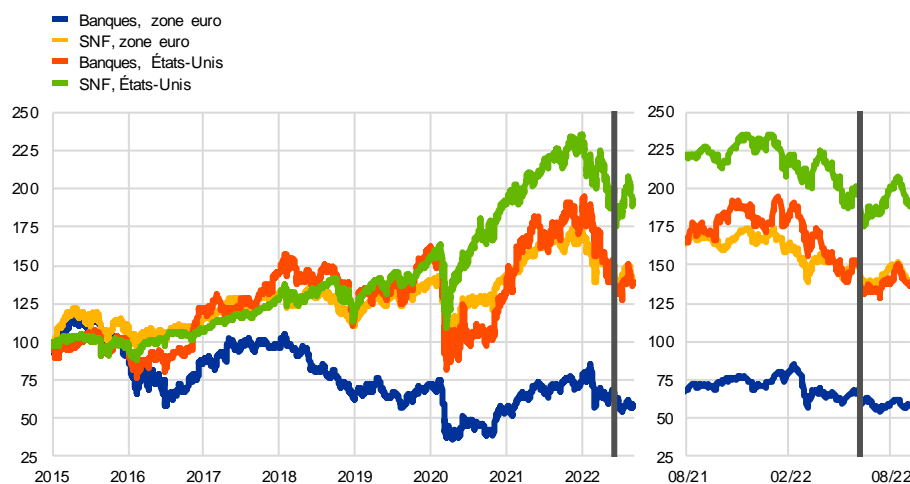
Sources : Refinitiv et calculs de la BCE.

Notes : La ligne verticale grise indique le début de la période sous revue (9 juin 2022). Les dernières observations se rapportent au 7 septembre 2022.

Graphique 18

Indices boursiers dans la zone euro et aux États-Unis

(indice : 1^{er} janvier 2015 = 100)



Sources : Refinitiv et calculs de la BCE.

Notes : La ligne verticale grise indique le début de la période sous revue (9 juin 2022). Les dernières observations se rapportent au 7 septembre 2022.

Les préoccupations croissantes concernant les perspectives économiques et le resserrement de la politique monétaire ont continué de peser sur les écarts de rendement des obligations d'entreprises dans la zone euro, écarts qui se sont globalement creusés durant la période sous revue. Au cours de la période sous revue, les craintes d'un ralentissement de la croissance économique au cours de la période à venir, la dégradation des anticipations relatives aux bénéfices et le

resserrement attendu de la politique monétaire se sont traduits par un léger creusement des écarts de rendement. Au total, les écarts de rendement des obligations d'entreprises à rendement élevé (*high yield*) se sont creusés de 18 points de base, tandis que les écarts de rendement des obligations d'entreprises les mieux notées (*investment-grade*) ont affiché une certaine résistance, avec une hausse de 2 points de base en fin de période sous revue.

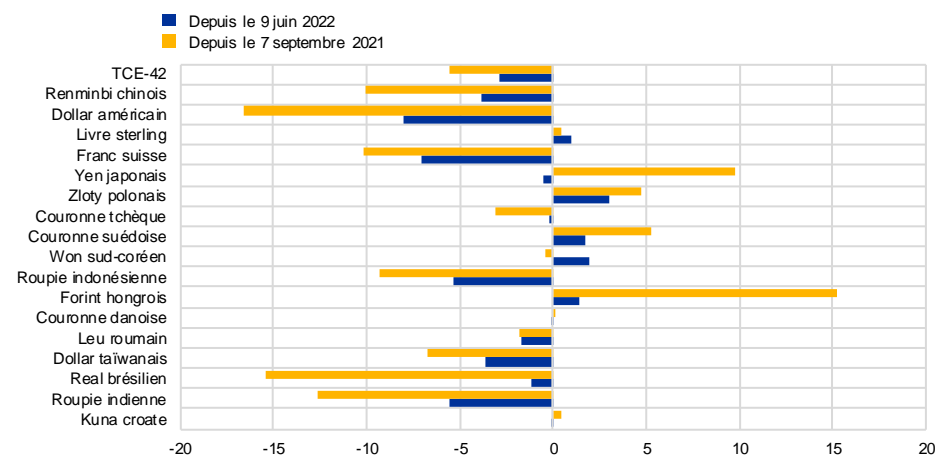
Les marchés boursiers européens ont enregistré un recul au cours de la période sous revue, en raison de facteurs analogues à ceux qui ont affecté les marchés d'obligations d'entreprises (graphique 18). Les marchés boursiers européens ont fluctué tout au long de la période sous revue, se montrant sensibles à toute nouvelle information concernant les perspectives d'inflation et de croissance, et à leurs implications pour les politiques de taux directeurs des banques centrales à l'échelle mondiale. Au bout du compte, les marchés boursiers de la zone euro ont dans l'ensemble enregistré un recul au cours de la période sous revue. Plus spécifiquement, les prix des actions émises par les sociétés non financières de la zone euro (SNF) et par les banques ont diminué de 5,7 % et 11,3 % respectivement. Les prix des actions ont été affectés négativement par des révisions à la baisse des anticipations de bénéfices, par les importantes dégradations des anticipations de croissance du PIB en volume de la zone euro, qui se reflètent possiblement mais cependant pas intégralement dans les anticipations de bénéfices, ainsi que par le niveau plus élevé des taux d'intérêt à long terme. Cette baisse des prix des actions des SNF et des banques a été amortie par la diminution de la prime de risque sur actions (cf. section 5). Aux États-Unis également, la hausse des taux d'intérêt et les craintes d'une récession ont entraîné un recul de 3,1 % des prix des actions bancaires, mais une baisse de seulement 0,8 % dans le cas des actions des SNF, signe que ces dernières ont mieux résisté.

Sur les marchés des changes, l'euro a continué de se déprécier en termes pondérés des échanges commerciaux (graphique 19). Dans l'ensemble, au cours de la période sous revue, le taux de change effectif nominal de l'euro, mesuré par rapport aux devises des 42 principaux partenaires commerciaux de la zone euro, s'est affaibli de 2,9 %. Cette faiblesse générale de l'euro s'est également reflétée dans la dépréciation de 8 % de l'euro par rapport au dollar : à la fin de la période sous revue, l'euro se négociait légèrement au-dessous de son niveau de parité, dans un contexte de montée des préoccupations concernant les perspectives de croissance dans la zone euro et d'accélération du resserrement monétaire aux États-Unis. L'euro s'est également déprécié par rapport au franc suisse et au yen japonais, de 7,1 % et 0,5 %, respectivement, mais s'est apprécié de 1 % par rapport à la livre sterling. L'euro s'est également affaibli par rapport aux devises de la plupart des économies de marché émergentes, y compris la roupie indienne (de 5,5 %) et le renminbi chinois (de 3,8 %).

Graphique 19

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

(variations en pourcentage)



Source : BCE.

Notes : Le « TCE-42 » est le taux de change effectif nominal de l'euro par rapport aux devises des 42 principaux partenaires commerciaux de la zone euro. Une variation positive (négative) correspond à une appréciation (dépréciation) de l'euro. Toutes les évolutions sont calculées en utilisant les taux de change enregistrés le 7 septembre 2022.

5 Conditions de financement et évolutions du crédit

Les taux des prêts bancaires et les conditions de financement des banques ont augmenté depuis fin mai, avec la poursuite de la normalisation de la politique monétaire. Le taux de croissance des prêts aux entreprises a été soutenu en termes nominaux et l'activité de prêt aux ménages a été robuste, les premiers signes d'une modération apparaissant cependant. Sur la période allant du 9 juin au 7 septembre, le coût des fonds propres a fortement diminué pour les entreprises, tandis que celui du financement par endettement de marché a augmenté. Le volume total du financement externe des entreprises s'est inscrit en hausse, reflétant principalement l'augmentation des emprunts bancaires. La croissance de la monnaie au sens large a continué de se ralentir, reflétant la fin des achats nets d'actifs de l'Eurosystème en juillet et la hausse de la facture énergétique pour les ménages et les entreprises de la zone euro, qui réduit le revenu disponible.

Les coûts de financement des banques de la zone euro ont dans l'ensemble été plus élevés ces derniers mois, avec la poursuite de la normalisation de la politique monétaire. La tendance à la hausse très prononcée du coût composite de financement par endettement des banques de la zone euro observée début 2022 s'est interrompue en juillet (graphique 20, partie a). Depuis début 2022, la hausse des taux sans risque a entraîné une augmentation des rendements des obligations bancaires à des niveaux supérieurs à ceux observés avant le début du programme d'achats d'actifs (APP) en 2015, en dépit d'une certaine volatilité depuis la réunion du Conseil des gouverneurs de juin (graphique 20, partie b). Avec le récent relèvement des taux d'intérêt intervenu en juillet 2022, la BCE a mis fin aux taux négatifs pour la première fois en huit ans. La plupart des banques ont commencé à accroître la rémunération des dépôts de leurs clients, qui représentent une part importante du financement des banques de la zone euro.

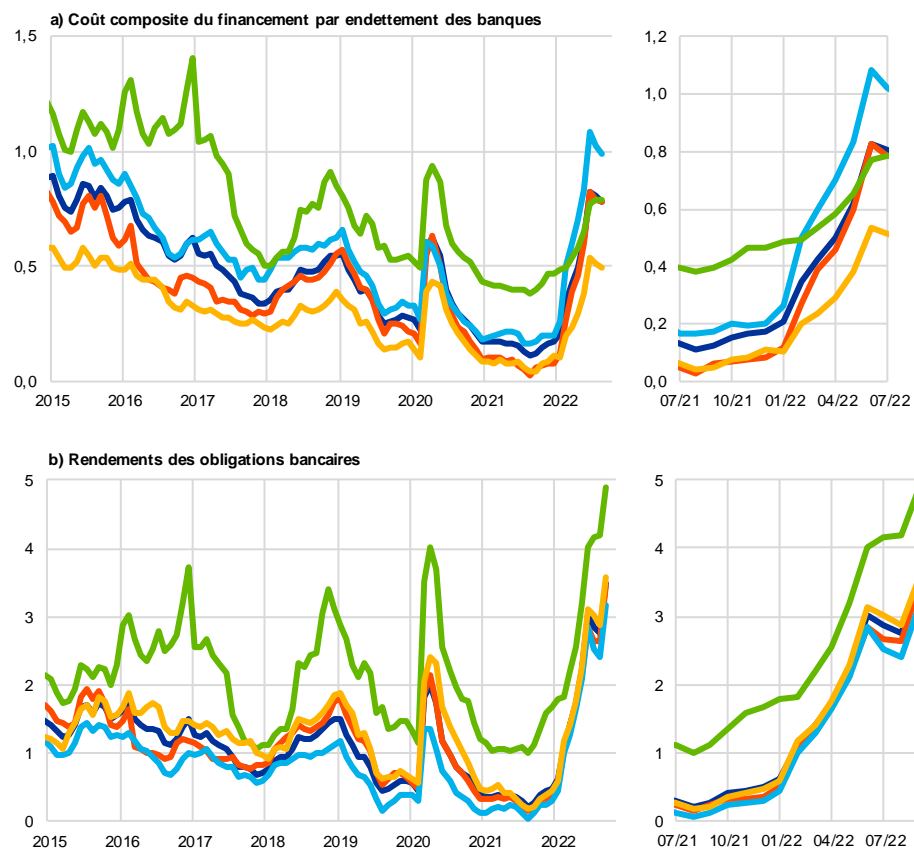
Les bilans des banques ont été robustes dans l'ensemble, mais commencent à refléter la dégradation de l'environnement économique. Les ratios de fonds propres des banques sont revenus à leurs niveaux plus bas d'avant la pandémie. De plus, la rentabilité des banques est soutenue par la hausse des revenus nets d'intérêts, en liaison avec la poursuite de la normalisation de la politique monétaire. Même si les banques ont également accompli de nouveaux progrès dans la réduction de leurs ratios de prêts non performants, certaines mesures de la qualité des actifs se sont détériorées. La baisse récente des ratios cours/valeur comptable des banques indique une certaine détérioration de leurs perspectives, dans un contexte de dégradation des perspectives économiques et d'augmentation du risque de crédit.

Graphique 20

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

(pourcentages annuels)

— Zone euro
— Allemagne
— France
— Italie
— Espagne



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

Notes : Les taux de financement composites des banques correspondent à la moyenne pondérée du coût composite des dépôts et du financement par endettement non sécurisé sur le marché. Le coût composite des dépôts est calculé comme une moyenne des taux des nouveaux contrats de dépôt à vue, de dépôt à terme et de dépôt remboursable avec préavis, pondérés par 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 2022 pour les taux de financement composites des banques et au 7 septembre 2022 pour les rendements des obligations bancaires.

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

La forte augmentation des taux sans risque et des rendements des emprunts publics de la zone euro depuis début 2022 a exercé une pression à la hausse sur les taux débiteurs, en particulier ceux des prêts au logement consentis aux ménages (graphique 21). Le taux débiteur bancaire composite appliqué aux prêts au logement consentis aux ménages a de nouveau enregistré une forte hausse en juillet et s'est établi à 2,15 %. Sous l'effet de la hausse mensuelle de 18 points de base, les taux hypothécaires ont enregistré une augmentation cumulée de 84 points de base depuis le début de l'année. Dans le même temps, les taux débiteurs des banques appliqués aux prêts aux sociétés non financières (SNF) ont été plus volatils et ont légèrement diminué, de 6 points de base, pour s'établir à 1,77 % en juillet, soit

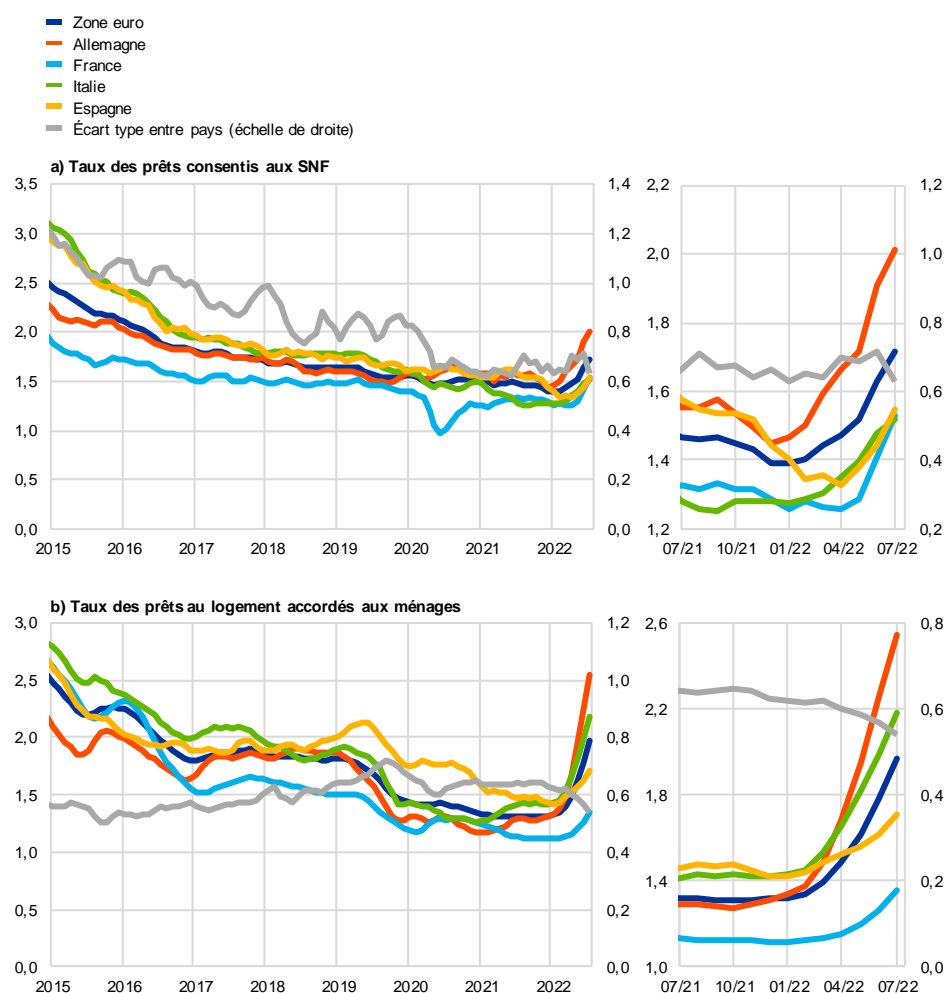
une hausse de 41 points de base depuis début 2022. Pour les mois à venir, les données disponibles vont dans le sens d'une nouvelle hausse des taux débiteurs pour les entreprises, sur la base de l'augmentation marquée enregistrée par les indices de diffusion ⁵. Du côté de l'offre, les évolutions des taux débiteurs reflètent un durcissement des critères d'octroi pour les prêts aux entreprises et aux ménages, comme indiqué dans l'[enquête sur la distribution du crédit bancaire dans la zone euro](#) de juillet, les risques à la baisse liés aux perspectives économiques s'étant accrus et la normalisation de la politique monétaire étant en cours. Du côté de la demande, le renchérissement de l'énergie a entraîné une augmentation des besoins de financement des entreprises et affecté négativement les budgets des ménages, en particulier ceux à faibles revenus. En outre, selon l'[enquête sur les anticipations des consommateurs](#), les consommateurs ont révisé à la baisse leurs anticipations relatives à la croissance économique et à la hausse leurs anticipations concernant la possibilité de se retrouver au chômage. L'écart entre les taux débiteurs appliqués par les banques aux prêts de très faible montant et ceux appliqués aux prêts de montant élevé a été proche des niveaux d'avant la pandémie, ce qui suggère que les conditions de financement bancaire pour les petites et moyennes entreprises sont restées favorables en termes relatifs. En outre, la dispersion entre pays des taux débiteurs appliqués aux entreprises et aux ménages est restée contenue (graphique 21, parties a et b).

⁵ Ces indices, calculés à partir de données microéconomiques, mesurent le nombre net de banques qui relèvent les taux débiteurs appliqués aux entreprises et tendent à présenter des propriétés d'indicateur avancé.

Graphique 21

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

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



Source : BCE.

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

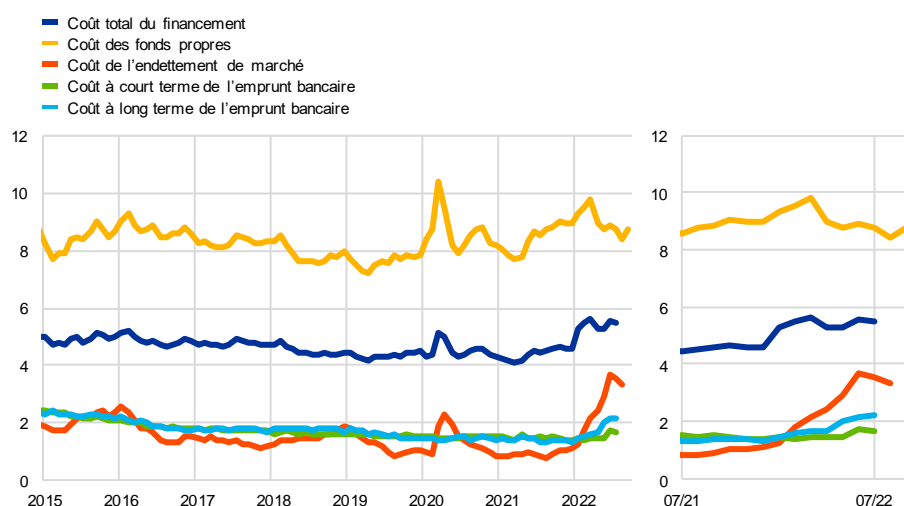
Sur la période allant du 9 juin au 7 septembre 2022, le coût du financement par émissions d'actions a fortement diminué pour les SNF, tandis que celui du financement par endettement de marché a augmenté. En raison de décalages dans la disponibilité des données relatives au coût de l'endettement bancaire, le coût global du financement des SNF, qui comprend le coût des emprunts bancaires, le coût de l'endettement de marché et le coût des fonds propres, ne peut être calculé que jusqu'en juillet 2022, où il a atteint 5,5 %, après 5,3 % en mai. Cette évolution a principalement résulté d'une augmentation significative du coût de l'endettement de marché, le coût de l'endettement bancaire (graphique 22) contribuant également à la hausse du coût global du financement, mais dans une moindre mesure. Le coût des fonds propres est resté pratiquement inchangé depuis juillet 2022. Les données de juillet 2022 sont restées proches du pic enregistré plus tôt dans l'année et nettement supérieures aux niveaux observés au cours des deux années précédentes. Sur la

période allant du 9 juin au 7 septembre, le coût des fonds propres a diminué de 15 points de base environ, tandis que le coût du financement par endettement de marché a augmenté dans les mêmes proportions. La légère baisse du coût des fonds propres est imputable à une diminution de la prime de risque sur actions, qui a plus que compensé l'impact de la hausse du taux sans risque sur le coût des fonds propres. La hausse du taux sans risque a également contribué à l'augmentation du coût de l'endettement de marché. Les écarts de rendement des obligations émises par les SNF ont légèrement diminué pour le compartiment des obligations bien notées (*investment-grade*), mais se sont fortement creusés pour le compartiment à haut rendement (*high yield*).

Graphique 22

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

(pourcentages annuels)



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

Notes : Le coût global du financement des SNF est calculé comme la moyenne pondérée des coûts de l'emprunt auprès des banques, de l'endettement de marché et des fonds propres, en se fondant sur leurs encours respectifs. Les dernières observations se rapportent au 7 septembre 2022 pour le coût de l'endettement de marché (moyenne mensuelle des données quotidiennes), au 2 septembre 2022 pour le coût des fonds propres (données hebdomadaires) et à juillet 2022 pour le coût total de financement et le coût de l'emprunt auprès des banques (données mensuelles).

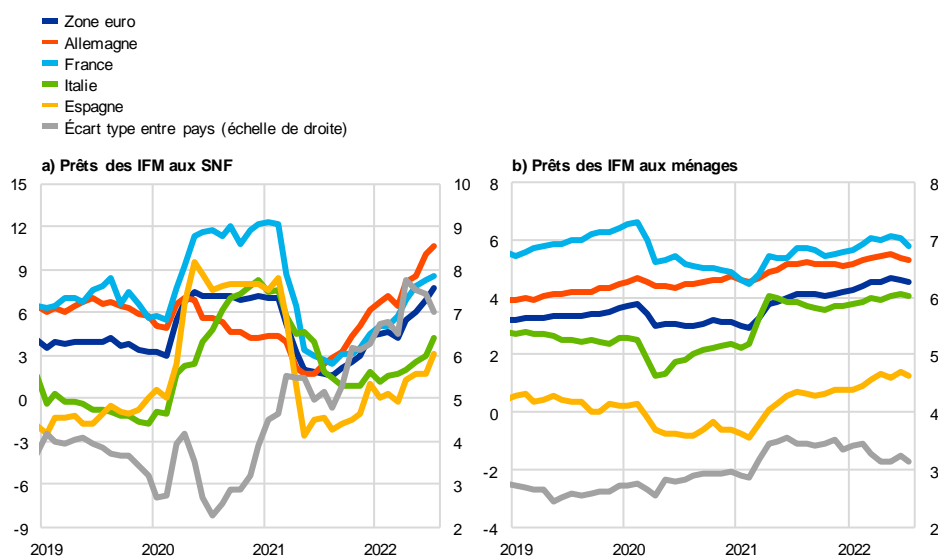
Le taux de croissance des prêts aux entreprises a été robuste en juillet, tandis que la croissance des prêts aux ménages s'est modérée. Le taux de croissance annuel des prêts aux SNF s'est accéléré pour atteindre 7,7 % en juillet, après 6,9 % en juin et 6,0 % en mai (graphique 23, partie a). Cela reflète une fois de plus un important effet de base principalement lié aux échéances longues. Les prêts à court terme ont continué d'apporter une contribution soutenue en raison de la persistance de goulets d'étranglement au niveau des chaînes d'approvisionnement, de l'augmentation du coût des consommations intermédiaires et de l'accroissement des incertitudes, car ces facteurs font augmenter les besoins en fonds de roulement des entreprises. Dans une certaine mesure, la bonne tenue de la croissance des prêts reflète également le fait que les SNF se sont détournées des émissions de titres de créance, les conditions du financement de marché s'étant plus fortement durcies que celles du financement bancaire. Le taux de croissance annuel des prêts aux ménages s'est légèrement modéré pour s'établir à 4,5 % en juillet, faisant suite à

trois taux mensuels stables de 4,6 % (graphique 23, partie b). Cette évolution s'explique principalement par le ralentissement de l'activité de prêt au logement et à la consommation.

Graphique 23

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

(variations annuelles en pourcentage ; écart type)



Source : BCE.

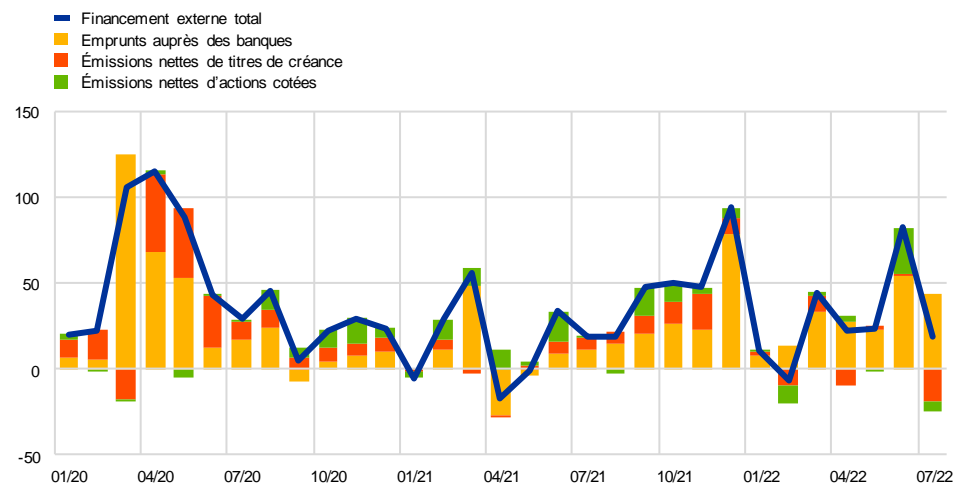
Notes : Les prêts des institutions financières monétaires (IFM) sont corrigés des cessions de prêts et de la titrisation ; dans le cas des SNF, les prêts sont également corrigés du *cash pooling* notionnel. L'écart type entre pays est calculé pour un échantillon constant de douze pays de la zone euro.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

Le volume total du financement externe des entreprises a continué d'augmenter, principalement en raison de l'augmentation des emprunts bancaires. Le taux de croissance annuel du financement externe est passé de 2,4 % en mars à 3,2 % en juillet, reflétant un accroissement des besoins de financement des entreprises, en particulier des besoins à court terme des entreprises à forte intensité énergétique. Cette hausse a été particulièrement marquée au cours des mois d'été et a fait suite à une série de flux relativement modérés au cours des cinq premiers mois de l'année (graphique 24). Depuis début 2022, les flux de financement externe ont été fortement soutenus par un accroissement des volumes de prêts bancaires aux entreprises, tandis que les émissions nettes de titres de créance ont été faibles, reflétant une augmentation du coût relatif du financement par endettement de marché. Les émissions d'actions cotées ont été globalement modérées mais se sont redressées en juin, sous l'effet des activités des entreprises à forte intensité énergétique, pour redevenir négatives en juillet. Ce retournement s'explique par une augmentation récente de la part des rachats et par une diminution de la valeur des fusions et acquisitions.

Graphique 24

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 correspond à la somme des emprunts auprès des banques (prêts des IFM), des émissions nettes de titres de créance et des émissions nettes d'actions cotées. Les prêts des IFM sont corrigés des cessions de prêts, de la titrisation et du *cash pooling*. Les dernières observations se rapportent à juillet 2022.

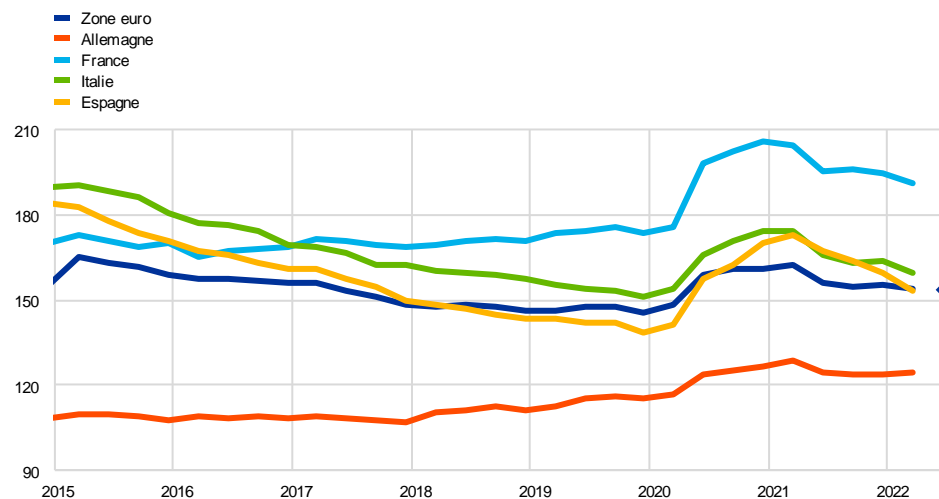
L'endettement brut des SNF de la zone euro a continué de se modérer par rapport aux niveaux élevés observés pendant la pandémie (graphique 25).

Le ratio dette brute/valeur ajoutée des entreprises a diminué de 2,8 points de pourcentage au deuxième trimestre 2022, par rapport au ratio un an auparavant. Cette évolution s'est produite en raison d'une forte croissance de la valeur ajoutée, ramenant ainsi la hausse observée depuis fin 2019 à 8,2 points de pourcentage. La hausse généralisée de l'endettement brut des SNF depuis début 2020 est liée à un recours accru des entreprises au financement par endettement, en particulier durant la première phase de la pandémie de COVID-19, où la dette brute a augmenté de manière inégale selon les types d'entreprises et les pays. Ces évolutions masquent des différences dans l'exposition des entreprises à la pandémie et dans la réponse apportée par les autorités au niveau national. Par rapport à la dernière phase de relèvement des taux d'intérêt en 2011, les ratios de dette dans les pays plus vulnérables sont plus faibles et devraient contribuer à contenir le risque de fragmentation du côté des entreprises. Bien que les bilans des entreprises dans la plupart des pays soient actuellement plus solides qu'ils ne l'étaient lors de la crise bancaire et de la crise de la dette souveraine en Europe, le niveau d'endettement brut des SNF demeure élevé dans une perspective historique, ce qui signifie que la sensibilité des entreprises aux chocs négatifs demeure substantielle. Par conséquent, compte tenu de la détérioration des perspectives économiques et de la persistance des tensions inflationnistes, la résilience des entreprises devrait également dépendre du maintien des politiques de soutien, en particulier de la part des autorités budgétaires.

Graphique 25

Endettement brut des SNF dans une sélection de pays de la zone euro

(en pourcentage de la valeur ajoutée brute des SNF)



Sources : BCE, Eurostat et estimations de la BCE.

Notes : La dette se définit comme la somme du total des prêts consentis aux SNF nette des prêts intra-sectoriels, des titres de créance émis et des engagements au titre des retraites. Le losange bleu représente la prévision en temps réel (*nowcast*) pour le deuxième trimestre 2022. Sinon, les dernières observations se rapportent au premier trimestre 2022.

Le rythme d'accumulation des dépôts à vue s'est ralenti par rapport aux niveaux élevés observés pendant la pandémie (graphique 26).

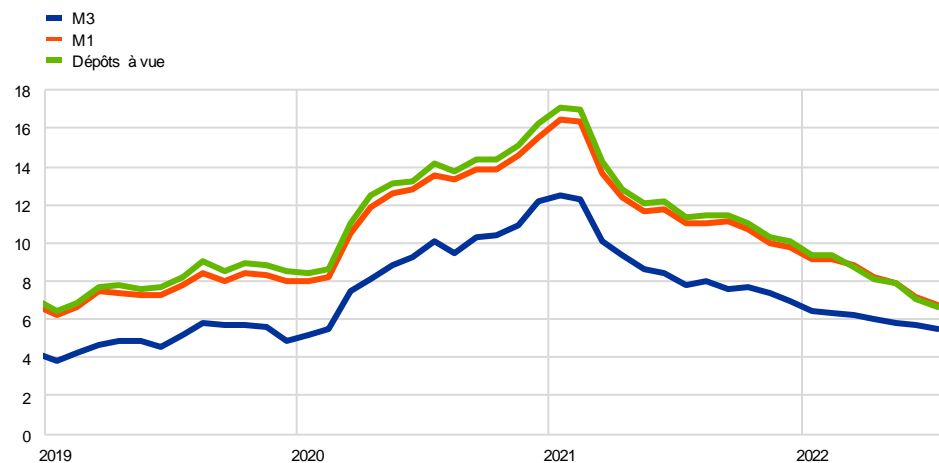
Le taux de croissance annuel des dépôts à vue est revenu à 6,6 % en juillet, après 7,1 % en juin. Bien que la hausse des coûts des produits alimentaires et de l'énergie exerce des pressions sur les volants de liquidités des entreprises et la capacité d'épargne des ménages, des entrées mensuelles importantes ont été enregistrées en juillet au titre des dépôts des entreprises et des ménages inclus dans M3, portant leur dynamique à court terme à des niveaux proches de ceux d'avant la pandémie⁶. Le redressement récent de ces dépôts reflète probablement des motifs de précaution dans un contexte de détérioration des perspectives économiques. Cela étant, la croissance des dépôts des entreprises et des ménages a varié d'un pays à l'autre, reflétant des besoins de liquidité et des mesures nationales de soutien budgétaire différents.

⁶ 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.

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 2022.

En juillet, la croissance de la monnaie au sens large (M3) a continué de se modérer pour revenir vers sa moyenne de long terme.

Le rythme de la croissance annuelle de M3 s'est ralenti depuis le pic observé au plus fort de la pandémie. En juillet, le taux de croissance annuel de M3 a diminué pour s'établir à 5,5 %, après 5,7 % en juin (graphique 26). La modération de la croissance annuelle de M3 reflète l'arrêt des achats nets d'actifs de l'Eurosystème en juillet 2022 et de nouvelles hausses de la facture énergétique des ménages et des entreprises de la zone euro, ce qui réduit le revenu disponible. S'agissant des composantes, ce sont principalement les dépôts à vue inclus dans l'agrégat étroit M1 qui ont contribué à la modération de la croissance de M3, tandis que les dépôts à terme inclus dans M3 se sont renforcés en juillet. Du côté des contreparties, les concours au secteur privé ont apporté la contribution la plus importante à la croissance annuelle de M3. La contribution positive des achats de titres publics réalisés par l'Eurosystème dans le cadre du programme d'achats d'actifs (APP) et du programme d'achats d'urgence face à la pandémie (PEPP) a encore diminué. Dans le même temps, les sorties nettes au titre des flux monétaires à destination du reste du monde ont continué de peser sur la croissance de la monnaie. Cette évolution est principalement imputable à l'impact négatif de la hausse des prix de l'énergie sur la balance commerciale de la zone euro.

6 Évolutions budgétaires

Selon les projections macroéconomiques de septembre 2022 établies par les services de la BCE, le solde budgétaire de la zone euro devrait s'améliorer de manière régulière jusqu'en 2024, fût-ce dans une mesure légèrement moindre qu'escompté par les projections de juin. Cela étant, les prévisions budgétaires restent grevées d'une forte incertitude, liée principalement à la guerre en Ukraine et aux évolutions sur les marchés de l'énergie susceptibles de conduire les gouvernements à adopter de nouvelles mesures de relance budgétaire. Dernièrement, les mesures de soutien budgétaire se sont en majeure partie employées à contenir l'élévation du coût de la vie pour les consommateurs, en particulier en ce qui concerne l'énergie. Qui plus est, le financement de nouvelles capacités de défense et l'aide apportée aux réfugiés victimes du conflit russo-ukrainien ont également joué un rôle. Pour autant, le déficit budgétaire des administrations publiques de la zone euro devrait continuer de se réduire – revenant de 5,1 % du PIB en 2021 à 3,8 % en 2022, puis à 2,7 % à la fin de l'horizon de projection. Après s'être considérablement assouplie en 2020 en réponse à la crise du coronavirus (COVID-19), l'orientation budgétaire s'est resserrée l'an dernier et devrait se durcir encore quelque peu, surtout en 2023, pour devenir neutre en 2024. Dans un contexte d'incertitude accrue et de risques à la baisse sur les perspectives économiques induits par la guerre en Ukraine, par le renchérissement de l'énergie et par les perturbations persistantes dans les chaînes d'approvisionnement, la Commission européenne a recommandé le 23 mai 2022 de prolonger jusqu'à fin 2023 la clause dérogatoire générale du Pacte de stabilité et de croissance (PSC). Cela permettrait, le cas échéant, d'ajuster les politiques budgétaires à l'évolution du contexte. Parallèlement, les déséquilibres budgétaires dépassant toujours leurs niveaux d'avant la pandémie et l'inflation restant exceptionnellement élevée, il convient de mener des politiques budgétaires de plus en plus sélectives et ciblées afin d'éviter d'accentuer les pressions inflationnistes à moyen terme, tout en garantissant la soutenabilité sur le même horizon temporel.

D'après les projections macroéconomiques de septembre 2022 établies par les services de la BCE, le solde budgétaire des administrations publiques de la zone euro continuera de s'améliorer sur la période des projections⁷. Le ratio de déficit de l'ensemble des administrations publiques de la zone euro s'est tassé à 5,1 % du PIB en 2021, après avoir culminé à un niveau inédit de 7,1 % en 2020. Il devrait continuer de se replier pour retomber à 3,8 % du PIB en 2022 puis à 2,9 % et 2,7 % respectivement en 2023 et 2024 (graphique 27). À partir de 2022, le solde budgétaire continuerait de se redresser, porté par le cycle économique et par une augmentation du solde primaire corrigé du cycle, une part importante des mesures d'urgence adoptées face à la pandémie ayant commencé à s'éteindre et les nouvelles mesures étant de moindre ampleur. Sur l'ensemble de l'horizon de projection, les paiements d'intérêts agrégés de la zone euro exprimés en pourcentage du PIB resteront globalement conformes à ceux observés entre 2019 et 2021. Cette situation témoigne du fait que, même si les taux d'intérêt des

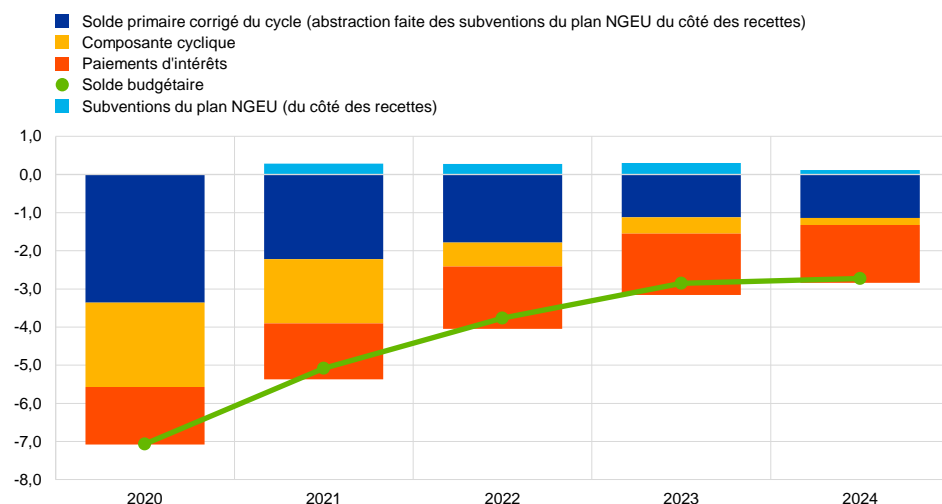
⁷ Cf. les « [Projections macroéconomiques de septembre 2022 pour la zone euro établies par les services de la BCE](#) », publiées sur le site internet de la BCE le 8 septembre 2022.

nouvelles émissions de dette souveraine ont considérablement augmenté, ils affichent un niveau proche du taux d'intérêt moyen payé sur l'encours de la dette.

Graphique 27

Solde budgétaire et ses composantes

(en pourcentage du PIB)



Sources : BCE et projections macroéconomiques de septembre 2022 établies par les services de la BCE.

Note : Les données se rapportent au secteur agrégé des administrations publiques des États membres de la zone euro.

L'orientation budgétaire de la zone euro a commencé à se durcir en 2021 et devrait poursuivre dans cette voie jusqu'en 2023, avant de devenir généralement neutre en 2024⁸.

En 2022, le léger resserrement de l'orientation budgétaire est attribuable essentiellement à la poursuite du retrait d'une part importante de l'aide d'urgence face à la pandémie, qui ne sera que partiellement compensée par des mesures expansionnistes supplémentaires. Ces mesures additionnelles se chiffrent à quelque 1,4 % du PIB en 2022 (environ 0,3 point de pourcentage de plus que ce que prévoyaient les projections de juin). Elles visent à lutter contre la hausse du coût de la vie pour les consommateurs ainsi qu'à financer le renforcement de la capacité de défense et à venir en aide aux réfugiés de la guerre en Ukraine. De plus, des facteurs non discrétionnaires, résultant d'une dissipation partielle des importantes recettes exceptionnelles de 2021, devraient également atténuer le resserrement en 2022, et ce jusqu'à la fin de l'horizon de projection. Néanmoins, selon les prévisions, le resserrement budgétaire serait un peu plus marqué en 2023, lorsque la plupart des mesures de soutien devraient avoir

⁸ 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 accordées au titre du plan NGEU qui proviennent du budget de l'UE n'ont pas pour effet de comprimer la demande, il convient dans ce contexte d'ajuster le solde primaire corrigé du cycle 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.

pris fin. Les prévisions indiquent une orientation globalement neutre à la fin de l'horizon de projection, même si une aide significative à l'économie sera maintenue ⁹.

Le solde budgétaire global de la zone euro de 2022 n'a pas été révisé pour 2022, mais un résultat légèrement plus défavorable est attendu par la suite.

Par rapport aux projections macroéconomiques de juin 2022 établies par les services de l'Eurosystème, le ratio solde budgétaire/PIB de la zone euro est resté globalement stable en 2022, des mesures de relance additionnelles temporaires étant contrebalancées par une amélioration de la composante cyclique et par l'incidence supplémentaire de facteurs non discrétionnaires reflétant une hausse des produits de trésorerie. Le solde budgétaire pour 2023 et 2024 a été révisé à la baisse à hauteur de, respectivement, 0,2 et 0,3 point de pourcentage, principalement sous l'effet d'une composante cyclique plus faible qu'escompté ¹⁰.

Après s'être vivement accru en 2020, le ratio dette/PIB du secteur des administrations publiques de la zone euro devrait lentement se replier pour s'établir juste au-dessous de 90 % d'ici 2024, mais rester supérieur à son niveau d'avant la crise.

Après une hausse du ratio d'endettement de quelque 13 points de pourcentage, à 97 % environ, en 2020, le déficit primaire, en repli mais toujours élevé, devrait avoir été plus que compensé en 2021 par une contribution significative du différentiel favorable entre taux d'intérêt et taux de croissance exerçant un effet réducteur sur la dette, ce qui entraînerait un repli modeste du ratio dette/PIB. Durant la période comprise entre 2022 et 2024, ce ratio devrait continuer de décliner lentement, mais de manière stable, dans la mesure où les déficits primaires pesant sur la dette seront contrebalancés par des contributions toujours favorables des écarts entre taux d'intérêt et taux de croissance et, dans une moindre mesure, au cours des deux premières années, par des ajustements dette-déficit (graphique 28). À la fin de l'horizon de projection en 2024, le ratio dette/PIB se stabiliserait juste en deçà de 90 %, soit 6 points de pourcentage au-dessus du niveau qu'il affichait avant la crise en 2019.

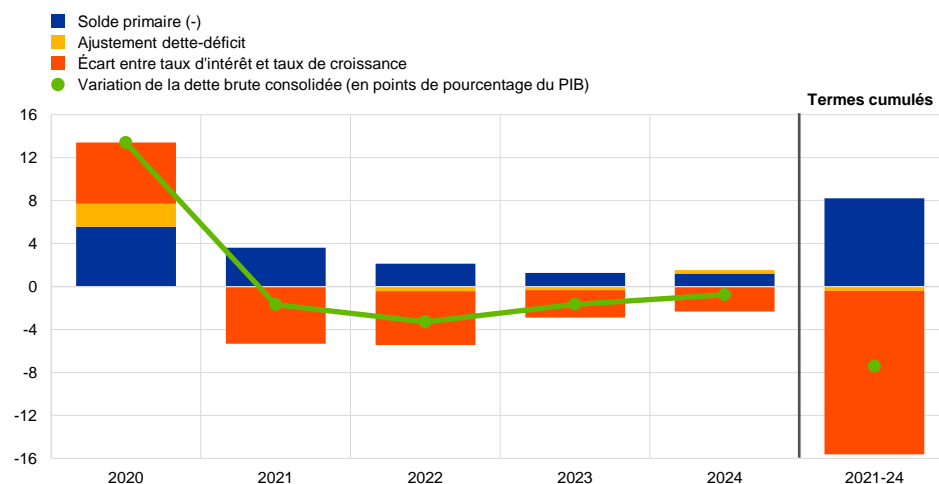
⁹ L'orientation budgétaire globale de la zone euro, après correction pour les recettes liées aux subventions dans le cadre du plan NGEU (à partir de 2021), est estimée à -4,2 points de pourcentage du PIB en 2020 et à +1,1 point de pourcentage du PIB en 2021. Elle devrait s'établir à +0,1, +0,7 et 0,0 point de pourcentage respectivement en 2022, 2023 et 2024. Par rapport aux projections de juin 2022, l'orientation budgétaire est restée globalement inchangée pour 2022 ; elle a été revue à la hausse (à la baisse) à hauteur de 0,1 point de pourcentage pour 2023 (2024).

¹⁰ Selon les estimations, l'aide publique supplémentaire visant à compenser la hausse des prix de l'énergie et des autres dépenses en réponse à la guerre en Ukraine représenterait 0,9 % du PIB en 2022.

Graphique 28

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

(en pourcentage du PIB, sauf mention contraire)



Sources : BCE et projections macroéconomiques de septembre 2022 établies par les services de la BCE.

Note : Les données se rapportent au secteur agrégé des administrations publiques des États membres de la zone euro.

Les projections budgétaires de référence restent entourées d'une forte incertitude, liée principalement à la guerre en Ukraine et aux évolutions sur les marchés de l'énergie. S'agissant des hypothèses budgétaires, les risques qui affectent le scénario de référence actuel tendent vers des mesures de relance budgétaire supplémentaires à court terme. Ces risques concernent de nouvelles mesures énergétiques compensatoires ou des mesures élargies, ainsi que d'autres dépenses liées aux répercussions de la guerre, dont certaines ont déjà été annoncées par des gouvernements après la date d'arrêt des projections actuelles.

Les mesures budgétaires font partiellement office de tampon par rapport au choc de la guerre, mais elles devraient être temporaires et de plus en plus ciblées, tout en limitant le risque d'accroître les tensions inflationnistes.

Dans un contexte d'incertitude accrue et de risques à la baisse sur les perspectives économiques induits par la guerre menée par la Russie en Ukraine, par le renchérissement de l'énergie et par les perturbations persistantes dans les chaînes d'approvisionnement, la Commission a recommandé le 23 mai 2022 de prolonger la clause dérogatoire générale du PSC jusqu'à fin 2023¹¹. Cela permettrait, le cas échéant, d'ajuster les politiques budgétaires à l'évolution du contexte. Il importe toutefois que les politiques budgétaires préservent la soutenabilité de la dette dans l'ensemble des pays. En outre, toute mesure mise en œuvre par les gouvernements en vue d'accorder des compensations aux ménages et aux entreprises devrait être clairement ciblée et conçue pour limiter le risque d'accroître les tensions inflationnistes dans l'économie. Comme décrit dans l'encadré 1 de l'article¹² du présent *Bulletin économique*, les mesures énergétiques doivent rester temporaires

¹¹ Cf. « Communication de la Commission au Parlement européen, au Conseil, à la Banque centrale européenne, au Comité économique et social européen, au Comité des régions et à la Banque européenne d'investissement : Semestre européen 2022 – Paquet de printemps » (COM/2022/600 final), Commission européenne, 23 mai 2022.

¹² Cf. l'encadré 1 de l'article intitulé « Les politiques budgétaires visant à atténuer le changement climatique dans la zone euro » du présent *Bulletin économique*.

et encourager les économies d'énergie, tout en répondant efficacement aux défis à court terme et en protégeant les ménages les plus vulnérables. Tant les réductions d'impôts horizontales que les transferts non ciblés présentent moins d'efficacité en termes de coûts que des dépenses qui sont centrées sur les personnes les plus vulnérables.

Encadrés

1 Le rôle de l'emploi public pendant la crise de la COVID-19

Agostino Consolo et António Dias da Silva

La croissance de l'emploi dans le secteur public a fortement contribué à soutenir l'emploi total pendant la pandémie de coronavirus (COVID-19)¹.

Au premier trimestre 2022, l'emploi public s'établissait environ 3,5 % au-dessus de son niveau d'avant la pandémie, contre 0,6 % dans l'industrie et 0,2 % dans les services marchands (graphique A, partie a). De même, le nombre total d'heures travaillées dans le secteur public avait retrouvé des niveaux pré-pandémiques au premier trimestre 2021 et, au premier trimestre 2022, il était 1,7 % au-dessus de ses niveaux d'avant la pandémie. En revanche, le nombre total d'heures travaillées dans le secteur privé est resté 1,1 % au-dessous des niveaux d'avant la pandémie au premier trimestre 2022 (graphique A, partie b)². Si l'on observe les principaux pays de la zone euro, l'emploi public a apporté une forte contribution positive à la croissance de l'emploi en Allemagne, en Espagne et en France, tandis qu'en Italie, sa contribution a été plus modeste.

¹ Dans cet encadré, nous considérons l'emploi public comme l'ensemble des emplois des secteurs d'activité O à Q selon la classification utilisée dans l'enquête de l'UE sur les forces de travail réalisée par Eurostat, à savoir l'administration publique, la défense, l'éducation, les activités liées à la santé humaine et à l'action sociale. En 2021, le secteur public représentait 25 % de l'emploi total et 23 % du total des heures travaillées dans l'économie de la zone euro.

² Le nombre moyen d'heures travaillées tend à jouer un rôle important dans l'ajustement cyclique du marché du travail de la zone euro. Cf., par exemple, l'article intitulé « [Les heures travaillées dans la zone euro](#) », *Bulletin économique*, n° 6, BCE, 2021.

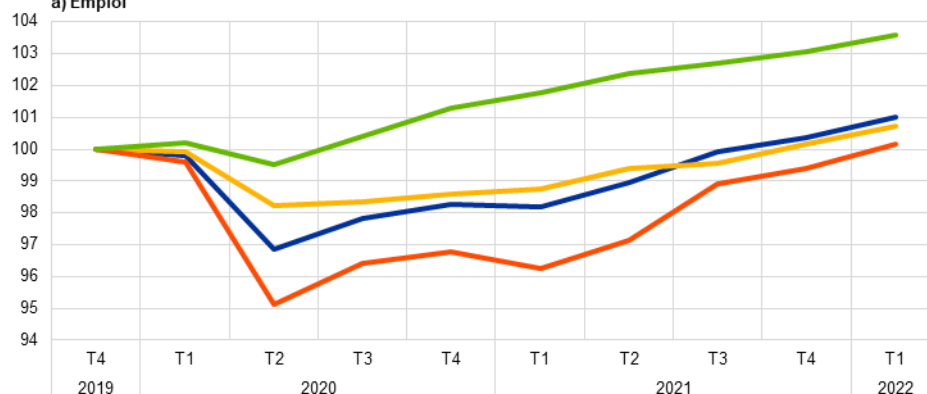
Graphique A

Emploi et nombre total d'heures travaillées dans la zone euro selon les secteurs

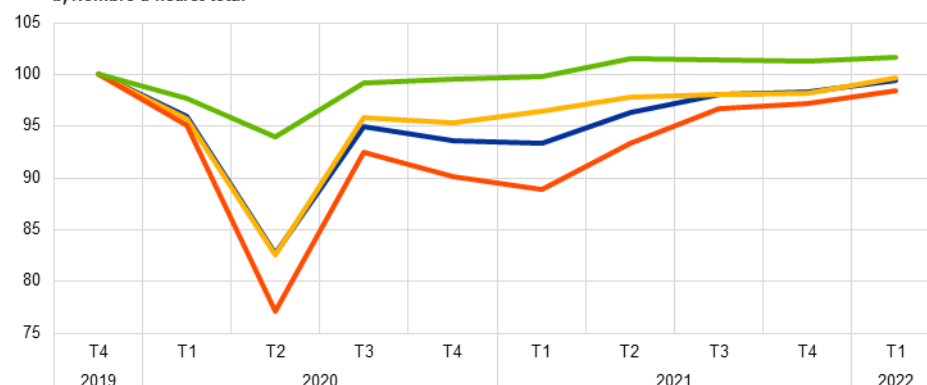
(indice : T4 2019 = 100)

■ Ensemble de l'économie
■ Industrie
■ Services marchands
■ Secteur public

a) Emploi



b) Nombre d'heures total



Source : Calculs des auteurs à partir de données d'Eurostat.

Note : Les dernières observations se rapportent au premier trimestre 2022.

Si, lors des précédentes récessions dans la zone euro, l'emploi dans le secteur public a également davantage augmenté que dans les autres secteurs, la hausse a été plus importante cette fois-ci que lors des récessions précédentes. Le graphique B montre les différentes contributions à la croissance cumulée de l'emploi en points de pourcentage après la crise financière de 2008 et la crise de la dette souveraine dans la zone euro. Dans ces deux cas, l'emploi public a connu une trajectoire semblable à celle observée lors de la reprise suite à la pandémie de COVID-19, contribuant positivement à la croissance de l'emploi total. Toutefois, la hausse de l'emploi dans le secteur public pendant la pandémie a été plus importante que lors des récessions précédentes. La contribution positive de l'emploi public est principalement déterminée par les tendances positives à long terme dans les secteurs de la santé et de l'éducation (graphique C). Ces tendances positives peuvent être liées au vieillissement de la population, qui entraîne une hausse des dépenses dans les services de santé, et à l'augmentation de la part de diplômés de l'enseignement supérieur au fil du temps. Les dépenses de santé sont plus élevées dans les cohortes plus âgées, et une société vieillissante nécessitera

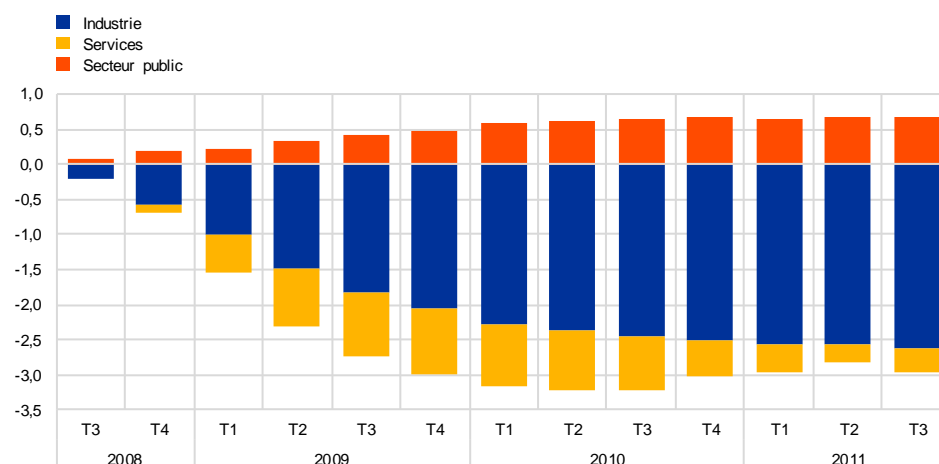
des dépenses plus importantes en services de santé³. En outre, dans l'ensemble des pays de l'OCDE, les dépenses par élève et étudiant dans les établissements d'enseignement du primaire au supérieur ont augmenté à un taux moyen de 1,6 % par an entre 2012 et 2018, alors que le nombre d'élèves et d'étudiants est resté stable⁴.

Graphique B

L'emploi dans la zone euro lors des précédentes récessions

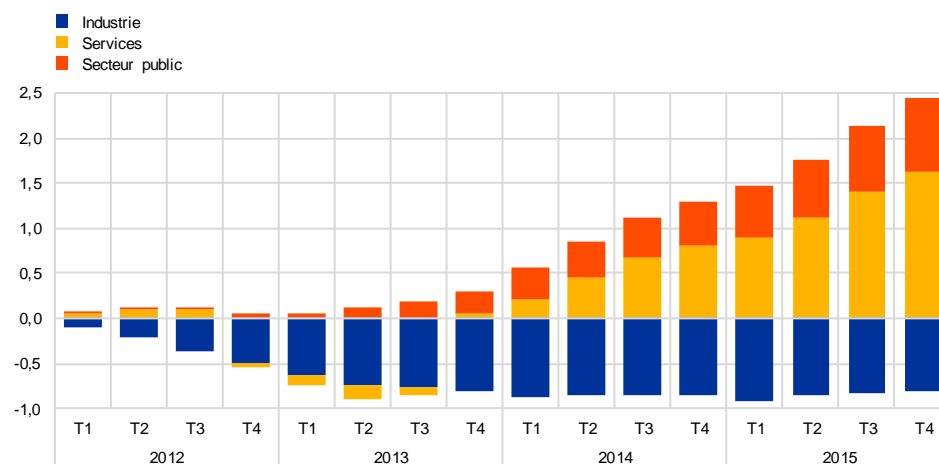
a) Crise financière de 2008

(indice : T2 2008 = 100)



b) Crise de la dette souveraine dans la zone euro

(indice : T4 2011 = 100)



Source : Calculs des auteurs à partir de données d'Eurostat.

Contrairement aux épisodes de crise précédents, la hausse de l'emploi public pendant la pandémie est associée à une augmentation de la part des

³ Cf., par exemple, « Panorama de la santé 2021 : Les indicateurs de l'OCDE », OCDE, 2021. Le chapitre 8 de cette publication, intitulé « *Health workforce* », fait état d'une augmentation du ratio médecin en exercice/population dans l'ensemble des pays de l'OCDE. Cf. également, par exemple, « *Skills forecast: trends and challenges to 2030* », séries de référence du Cedefop, n° 108, Cedefop, Eurofound, 2018. Cette publication prévoit une augmentation de la demande de travailleurs qualifiés dans le secteur de la santé de l'UE du fait du vieillissement de la population.

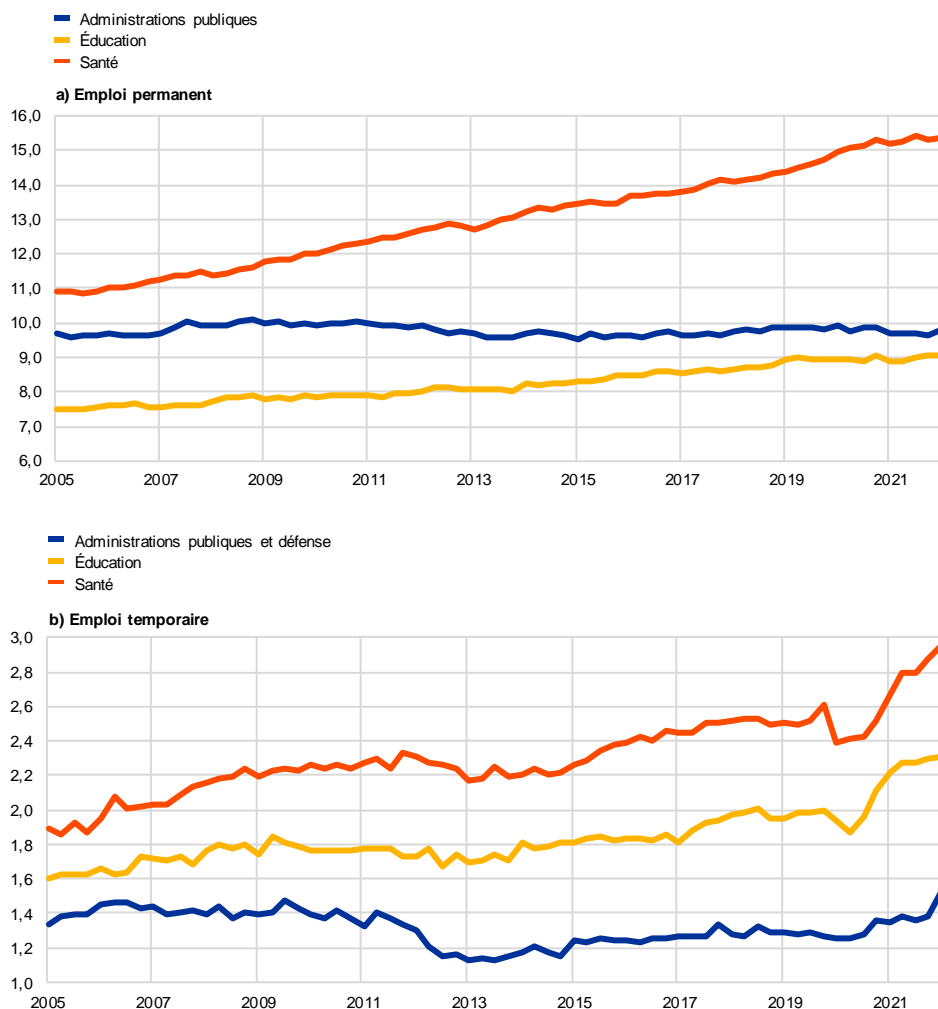
⁴ Cf. « Regards sur l'éducation », OCDE, 2021.

travailleurs temporaires. Environ deux tiers de la contraction de 3,1 % de l'emploi total au début de la pandémie s'expliquent par une baisse de 15 % de l'emploi temporaire, en raison de la baisse de l'emploi dans le secteur privé. Cette situation est une caractéristique normale des récessions, lorsque les salariés sous contrat temporaire ont tendance à être licenciés en premier ou que leur contrat n'est pas renouvelé. Toutefois, l'emploi temporaire dans le secteur public pendant la crise de la COVID-19 a connu une évolution différente de celle observée dans le secteur privé et au cours des crises précédentes. Au premier trimestre 2022, il était 11,5 % au-dessus du niveau d'avant la pandémie et sa part dans l'emploi total du secteur public avait augmenté de 2 points de pourcentage. Cette augmentation s'est principalement concentrée dans les secteurs de la santé et de l'éducation (graphique C). Les secteurs de la santé et de l'éducation ont créé 1,4 million d'emplois (dont près d'un million de contrats temporaires), ce qui représente environ 22 % de la création totale d'emplois depuis le deuxième trimestre 2020. Pendant la crise de la COVID-19, il est possible que l'augmentation des hospitalisations, des tests et des vaccinations, ainsi que les mesures de distanciation sociale, aient conduit à une augmentation des taux d'embauche de travailleurs temporaires dans les secteurs de la santé et de l'éducation afin de faire face aux restrictions provisoires liées à la pandémie.

Graphique C

L'emploi dans l'administration publique, l'éducation et la santé

(en millions de personnes)



Source : Calculs des auteurs à partir de données d'Eurostat.
Note : Les dernières observations se rapportent au premier trimestre 2022.

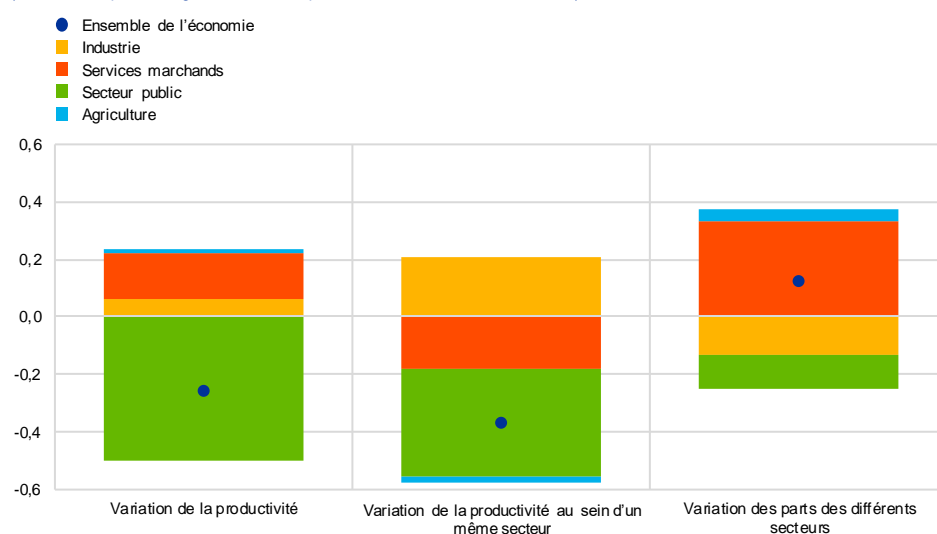
L'augmentation du nombre de travailleurs temporaires dans le secteur public a probablement contribué négativement à la productivité agrégée du travail.

Pendant la période de pandémie de COVID-19, la contribution du secteur public à la variation de la productivité globale du travail était de $-0,5$ point de pourcentage (graphique D). Sur la base d'une analyse structurelle résiduelle (*shift-share analysis*), la majeure partie des variations au cours de la période allant du quatrième trimestre 2019 au premier trimestre 2022 s'explique par des variations au sein du secteur public ($-0,4$ point de pourcentage) et, dans une moindre mesure, par l'augmentation de la part de l'emploi public dans l'ensemble de l'économie. Une grande partie de la croissance de l'emploi dans le secteur public étant due à la croissance des emplois temporaires, la tendance de la productivité peut s'expliquer par la forte hausse de l'emploi temporaire dans l'éducation et la santé. Les salariés en contrat temporaire sont généralement moins payés que les salariés en contrat à durée indéterminée. Les chiffres sur la productivité pour les activités non

marchandes sont principalement affectés par les coûts de main-d'œuvre. Une augmentation des contrats temporaires, contrats qui sont caractéristiques des emplois à faibles compétences ou à faible ancienneté, pourrait expliquer en partie la baisse de la croissance de la productivité dans le secteur public ⁵. Un autre élément ayant contribué à cette évolution est la baisse du nombre moyen d'heures travaillées.

Graphique D Variation de la productivité

(variations en pourcentage au cours de la période allant du T4 2019 au T1 2022)



Source : Calculs des auteurs à partir de données d'Eurostat.

Notes : Le graphique présente une analyse structurelle résiduelle du taux de croissance cumulé de la productivité du travail par employé entre les variations au sein de chaque secteur et les variations des parts entre secteurs (variation de la pondération).

L'augmentation de l'emploi temporaire dans le secteur public pourrait être partiellement inversée avec le retrait progressif des mesures sanitaires liées à la COVID-19, mais les effets d'une telle inversion ne concerneraient probablement que 0,2 % de la population active de la zone euro.

L'emploi temporaire dans les secteurs de l'éducation et de la santé reste au-dessus des tendances respectives de long terme ⁶. Un retour à la croissance tendancielle impliquerait une réduction d'environ 300 000 emplois temporaires dans le secteur public, ce qui pourrait ajouter 0,2 point de pourcentage au taux de chômage de la zone euro si ces emplois n'étaient pas réaffectés à d'autres secteurs.

⁵ La valeur ajoutée brute pour les sous-secteurs publics et les données sur les salaires publics pour les emplois temporaires et permanents n'étant pas disponibles, une décomposition quantitative de la productivité n'est pas réalisable.

⁶ Les tendances statistiques sont estimées à l'aide du filtre passe-bande asymétrique de Christiano-Fitzgerald et en retirant les fréquences correspondant au cycle d'activité entre six et 32 trimestres.

2 La COVID-19 et les décisions de départ en retraite des travailleurs âgés dans la zone euro

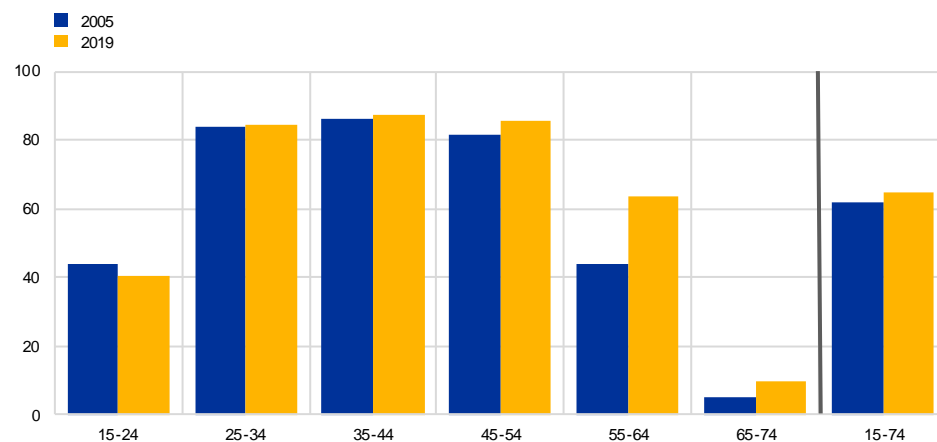
Vasco Botelho et Marco Weißler

L'augmentation de l'activité des travailleurs âgés a été une caractéristique de la hausse du taux d'activité dans la zone euro au cours des 15 dernières années. Le taux d'activité dans la zone euro est passé de 61,7 % en 2005 à 64,6 % en 2019 (graphique A), principalement sous l'effet de l'augmentation de l'activité des travailleurs âgés sur le marché du travail. Le taux d'activité des personnes âgées de 55 à 64 ans a augmenté de plus de 21 points de pourcentage au cours de cette période et de plus de 4 points de pourcentage pour les travailleurs âgés de 65 à 74 ans. Ces évolutions sont particulièrement importantes dans le contexte du vieillissement de la société, la population active de la zone euro vieillissant au fil du temps ¹. Les travailleurs âgés de 55 ans ou plus représentaient plus de 20 % de la population active en 2021, contre 12 % en 2005.

Graphique A

Taux d'activité dans la zone euro par tranche d'âge

(en pourcentages, tranches d'âge)



Sources : Eurostat, Enquête de l'Union européenne sur les forces de travail (EU-LFS) et calculs des services de la BCE.

Au début du moins, la pandémie de coronavirus (COVID-19) a entraîné une diminution de l'activité des travailleurs âgés sur le marché du travail dans la zone euro (graphique B). Le marché du travail de la zone euro s'est nettement redressé depuis le point bas atteint durant la pandémie, certains indicateurs dépassant même leurs niveaux d'avant la pandémie de COVID-19. Même si les taux d'activité des travailleurs âgés ont dépassé les niveaux d'avant la pandémie, ils demeurent inférieurs aux attentes compte tenu de l'augmentation de l'activité de

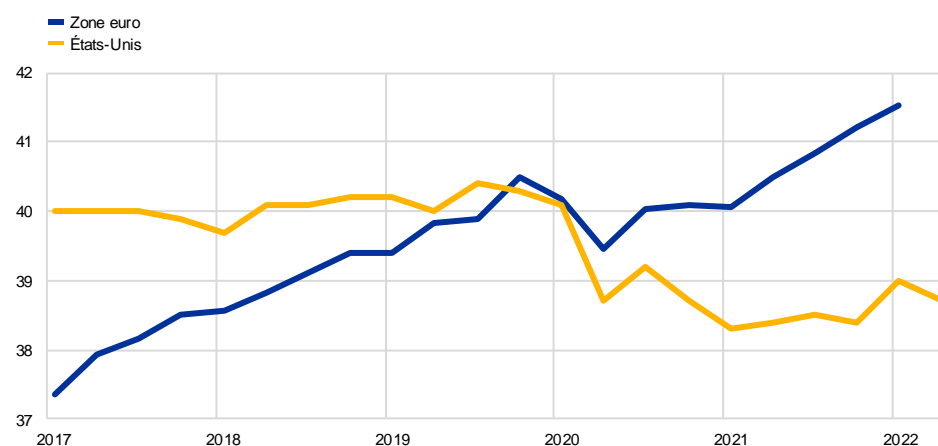
¹ Cf. également l'article intitulé « Les déterminants de l'augmentation du taux d'activité – le rôle des réformes des régimes de retraite », *Bulletin économique*, n° 5, BCE, 2020, et Bodnár (K.) et Nerlich (C.), « *The macroeconomic and fiscal impact of population ageing* », *Occasional Paper Series*, n° 296, BCE, juin 2022.

cette tranche d'âge observée les années précédentes ². À plus long terme, le Rapport 2021 de la Commission européenne sur le vieillissement de la population prévoit que le taux d'activité des travailleurs âgés continuera d'augmenter jusqu'en 2040, avant de se stabiliser lentement par la suite au-dessus de 72 % pour les travailleurs âgés de 55 à 64 ans et à 20 % environ pour ceux âgés de 65 à 74 ans ³. Les évolutions récentes dans la zone euro contrastent fortement avec une observation fréquemment évoquée pour les États-Unis. Dans ce pays, le taux d'activité des travailleurs âgés n'a pas encore retrouvé les niveaux d'avant la pandémie, et ce malgré la stabilité globale du taux d'activité des travailleurs âgés aux États-Unis avant la pandémie, tandis que le taux observé dans la zone euro avait augmenté régulièrement pour rattraper les niveaux américains fin 2019 et les dépasser à partir de 2020. Par conséquent, alors que certains affirment que les États-Unis ont enregistré un taux excessif de retraites anticipées et donc un taux d'activité durablement réduit durant la pandémie, cet effet n'est pas directement observable dans la zone euro ⁴.

Graphique B

Taux d'activité des travailleurs âgés aux États-Unis et dans la zone euro

(en pourcentages)



Sources : Eurostat, Enquête de l'Union européenne sur les forces de travail (EU-LFS), U.S. Bureau of Labor Statistics Current Population Survey et calculs des services de la BCE.

Notes : Les travailleurs âgés correspondent aux personnes âgées de 55 à 74 ans pour la zone euro et de 55 ans et plus pour les États-Unis.

Les dernières observations se rapportent au premier trimestre 2022 pour la zone euro et au deuxième trimestre 2022 pour les États-Unis.

En termes agrégés, les départs en retraite annuels des travailleurs âgés n'ont augmenté que légèrement en 2020 à la suite de l'apparition de la pandémie de COVID-19. Le nombre de retraités augmente dans la zone euro, mais lentement. L'augmentation est largement en ligne avec des tendances démographiques telles

² Cf. « Évolutions de l'offre de main-d'œuvre dans la zone euro durant la pandémie de COVID-19 », *Bulletin économique*, n° 7, BCE, 2021.

³ Cf. « *The 2021 Ageing Report* », *Institutional Paper*, n° 148, Commission européenne, 2021. Selon le rapport, cette situation résulte principalement de la poursuite du processus de rattrapage du taux d'activité des femmes et de diverses réformes potentielles des retraites qui reculent l'âge effectif de départ.

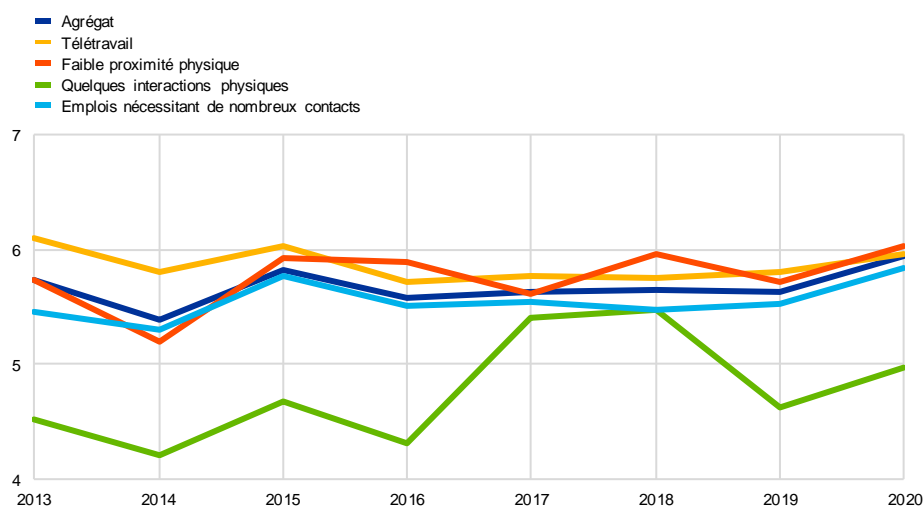
⁴ Cf. Faria-e-Castro (M.), « *The COVID Retirement Boom* », *Economic Synopses*, n° 25, Federal Reserve Bank of St. Louis, 2021, et Domash (A.) et Summers (L.H.), « *How tight are U.S. labor markets?* », *NBER Working Paper Series*, n° 29739, National Bureau of Economic Research, 2022.

que le vieillissement de la population, les taux annuels de départ en retraite restant globalement inchangés en 2020 par rapport aux niveaux d'avant la pandémie (graphique C). Un nombre seulement limité de retraités excédentaires a été constaté au cours de la première année de la pandémie – indépendamment du risque d'être infectés sur leur lieu de travail. De plus, la possibilité demeure que certains de ces retraités réintègrent ultérieurement le marché du travail. Aux États-Unis, la part des retraités réintégrant le marché du travail est revenue progressivement vers les niveaux d'avant la crise ⁵. Cela laisse penser que certains travailleurs âgés reviendront progressivement sur le marché du travail avec la reprise de l'économie, en supposant que les risques sanitaires restent modérés.

Graphique C

Départs annuels en retraite par catégories professionnelles

(en pourcentages)



Sources : Eurostat, enquête de l'Union européenne sur les forces de travail (EU-LFS), O*NET et calculs des services de la BCE. Notes : Un travailleur qui part en retraite n'est plus actif, il a quitté son emploi au cours de l'année précédente et il est considéré comme l'ayant fait pour prendre sa retraite (anticipée). Dans toutes les catégories, les travailleurs sont âgés de 55 à 74 ans et les départs en retraite sont calculés en pourcentage de la population active pour cette tranche d'âge l'année précédente dans tous les pays de la zone euro. Les catégories professionnelles suivent Basso (G.), Boeri (T.), Caiumi (A.) et Paccagnella (M.), « *Unsafe jobs, labour market risk and social protection* », *Economic Policy*, vol. 37, Issue 110, 2022, p. 229-267. La classification des professions reflète la mesure dans laquelle les travailleurs risquent d'être infectés par des virus en aérosol.

Des données plus granulaires montrent que la légère augmentation des départs en retraite a concerné environ 175 000 travailleurs, principalement en raison d'une modification de la date choisie pour leur départ. Tout impact potentiel de la pandémie sur les départs en retraite des travailleurs âgés dans la zone euro est probablement lié à divers facteurs, tels que les confinements et les mesures d'endiguement associées, une hausse de l'incertitude économique et sanitaire ainsi que le soutien budgétaire important et les mesures mises en œuvre sur le marché du travail, notamment le recours généralisé aux dispositifs de maintien de l'emploi. En utilisant les données de l'enquête sur la santé, le vieillissement et la retraite en Europe (*Survey of Health, Ageing and Retirement in Europe*, SHARE) pour les personnes âgées de 55 à 74 ans entre mars-avril 2020 et juin 2021, il est possible de quantifier dans quelle mesure la pandémie a déterminé les décisions de

⁵ Cf., par exemple, Bunker (N.), « *Unretirements' Continue to Rise as More Workers Return to Work* », Indeed Hiring Lab, avril 2022.

départ en retraite de certains travailleurs âgés ⁶. Durant cette période, 70 % des retraités ont déclaré qu'ils partaient à la date initialement prévue, 23 % plus tôt que prévu et 7 % plus tard que prévu (graphique D). Ces chiffres signifient que la plupart des travailleurs partant en retraite n'ont dans l'ensemble pas été affectés par la pandémie. En revanche, 38 % de ceux qui ont pris leur retraite plus tôt que prévu déclarent l'avoir fait en raison de la pandémie. Ainsi, sur les 5,5 % de l'ensemble des travailleurs actifs ayant pris leur retraite après le début de la pandémie, 8,7 % sont partis plus tôt directement en raison de la pandémie. Cela ne correspond qu'à 0,5 % environ de la population active âgée de 55 à 74 ans, soit quelque 175 000 personnes, ce qui est en ligne avec la hausse seulement marginale des départs en retraite ressortant des données agrégées. Dans le même temps, seule une part très faible des travailleurs âgés ont pris leur retraite plus tard que prévu en raison de la pandémie, suggérant que la plupart des travailleurs âgés n'ont pas réagi aux effets de l'incertitude économique accrue en repoussant leur départ en retraite ⁷.

⁶ Cette étude utilise les données de l'enquête SHARE Vague 9 (10.6103/SHARE.w9ca800) ; pour plus de détails sur la méthodologie de cette enquête, cf. Börsch-Supan (A.) *et al.*, « *Data Resource Profile: The Survey of Health, Ageing and Retirement in Europe (SHARE)* », *International Journal of Epidemiology*, vol. 42, Issue 4, août 2013, p. 992-1001.

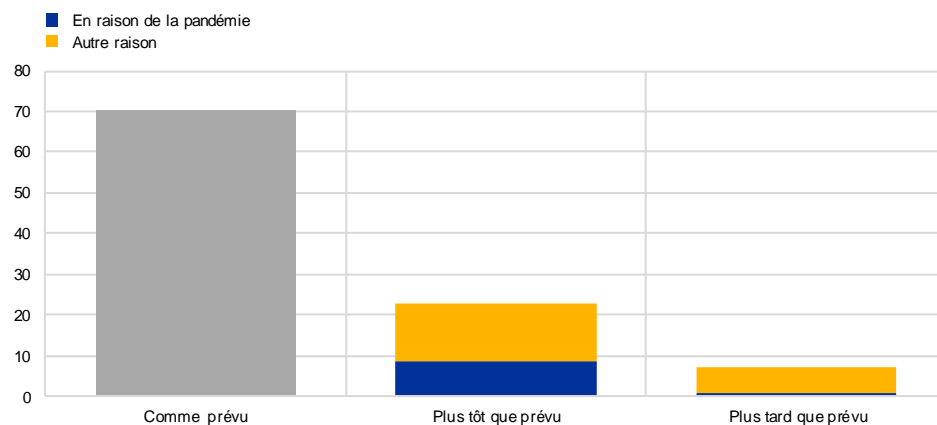
La collecte des données de l'enquête SHARE a été financée par la Commission européenne, DG RTD par le biais des programmes-cadres FP5, (QLK6-CT-2001-00360), FP6 (SHARE-I3: RII-CT-2006-062193, COMPARE: CIT5-CT-2005-028857, SHARELIFE: CIT4-CT-2006-028812), FP7 (SHARE-PREP: GA N°211909, SHARE-LEAP: GA N°227822, SHARE M4: GA N°261982, DASISH: GA N°283646) et Horizon 2020 (SHARE-DEV3: GA N°676536, SHARE-COHESION: GA N°870628, SERISS: GA N°654221, SSHOC: GA N°823782, SHARE-COVID19: GA N°101015924) et par la DG Emploi, affaires sociales et inclusion au travers de VS 2015/0195, VS 2016/0135, VS 2018/0285, VS 2019/0332 and VS 2020/0313. Il convient également de saluer les financements supplémentaires apportés par le ministère allemand de l'Enseignement et de la Recherche, la *Max Planck Society for the Advancement of Science*, le *U.S. National Institute on Aging* (U01_AG09740-13S2, P01_AG005842, P01_AG08291, P30_AG12815, R21_AG025169, Y1-AG-4553-01, IAG_BSR06-11, OGHA_04-064, HHSN271201300071C, RAG052527A) ainsi que diverses sources de financement nationales (cf. www.share-project.org).

⁷ Cf. l'encadré intitulé « [COVID-19 et hausse de l'épargne des ménages : épargne de précaution ou épargne forcée ?](#) », *Bulletin économique*, n° 6, BCE, 2020, et l'encadré intitulé « [COVID-19 et hausse de l'épargne des ménages : une actualisation](#) », *Bulletin économique*, n° 5, BCE, 2021, qui soulignent tous deux que la pandémie de COVID-19 a entraîné une forte hausse de l'épargne des ménages. Cela peut constituer un facteur essentiel d'atténuation des craintes relatives à des risques futurs sur les revenus, qui sont un déterminant important de la date choisie pour partir en retraite.

Graphique D

COVID-19 et choix du moment du départ en retraite par les travailleurs âgés

(en pourcentages)



Source : Enquête sur la santé, le vieillissement et la retraite en Europe, Vague 9 (Survey on Health, Ageing and Retirement in Europe (SHARE) Wave 9).

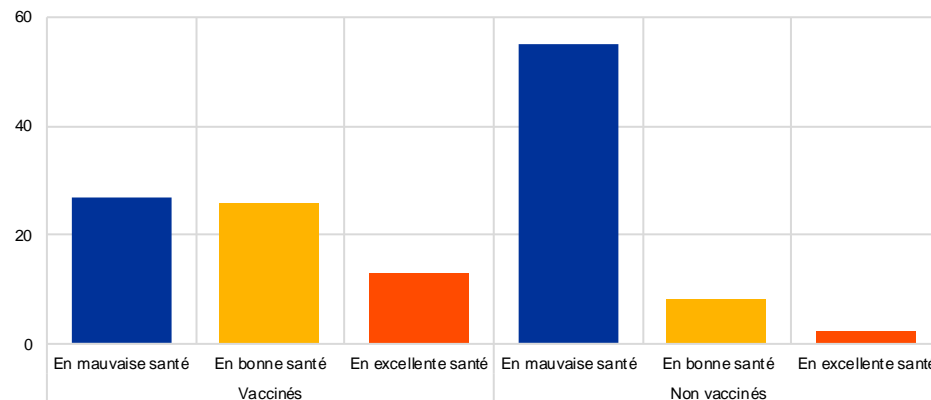
Les départs en retraite anticipée ont été plus répandus pour les travailleurs dont la santé était relativement plus précaire, reflétant les perceptions de risques sanitaires accrus en raison de la pandémie. Des facteurs tels que les caractéristiques sociodémographiques ou relatives à la santé sont importants lors de l'évaluation des décisions de départ en retraite des travailleurs âgés⁸. Un facteur essentiel associé aux retraites anticipées est l'évaluation par chacun de son propre état de santé (graphique E). Après le début de la pandémie, environ 30 % des travailleurs âgés qui jugeaient leur santé relativement mauvaise ont pris leur retraite plus tôt que prévu initialement. À l'inverse, seulement 12 % de ceux qui déclaraient être en excellente santé sont partis en retraite plus tôt. Ces tendances sont beaucoup plus prononcées pour les travailleurs non vaccinés contre la COVID-19. Parmi les travailleurs âgés non vaccinés, plus de la moitié de ceux en mauvaise santé ont pris leur retraite plus tôt que prévu, tandis que moins de 10 % de ceux en bonne santé et moins de 5 % de ceux en excellente santé ont décidé de partir en retraite plus tôt. Ces conclusions mettent en évidence un lien important entre l'état de santé des travailleurs et leurs décisions de partir en retraite.

⁸ Cf., par exemple, Beydoun (H.), Beydoun (M.), Weiss (J.), Gautam (R.), Hossain (S.), Alemu (B.) et Zonderman (A.), « Predictors of Covid-19 level of concern among older adults from the health and retirement study », *Scientific Reports* 12, article numéro 4396, 2022.

Graphique E

Part des retraités ayant pris leur retraite plus tôt que prévu après le début de la pandémie, en fonction de leur état de santé et de leur statut vaccinal

(en pourcentages)



Source : Enquête sur la santé, le vieillissement et la retraite en Europe, Vague 9 (*Survey on Health, Ageing and Retirement in Europe (SHARE) Wave 9*).

Notes : Les données pondérées issues de l'enquête SHARE sont représentatives de la population âgée de 50 ans et plus. La santé est qualifiée d'excellente si les participants à l'enquête déclarent être en très bonne ou excellente santé (26,2 % de la population âgée), de bonne lorsqu'ils déclarent être en bonne santé (43,9 %) et de mauvaise lorsqu'ils déclarent que leur santé est passable ou mauvaise (29,9 %). Parmi les travailleurs âgés en mauvaise santé, 86,3 % ont déclaré être vaccinés, le taux de vaccination se situant à 87 % pour les participants âgés en bonne santé et à 84,7 % pour ceux en excellente santé.

Globalement, notre analyse parvient à la conclusion que l'évolution de l'activité des travailleurs âgés sur le marché du travail a été déterminée dans une certaine mesure par une modification de leurs décisions de départ en retraite en liaison avec la pandémie. La pandémie a entraîné une diminution

temporaire de l'activité des travailleurs âgés sur le marché du travail et un avancement de la date choisie pour le départ en retraite pour 175 000 travailleurs environ. Ce nombre relativement faible suggère que contrairement aux évolutions observées aux États-Unis, la pandémie n'a pas eu d'impact marqué sur les décisions de départ en retraite des travailleurs âgés dans la zone euro. Toutefois, les préoccupations relatives à la santé semblent avoir joué un rôle dans la date choisie par les travailleurs âgés pour partir en retraite. Ces conclusions sont importantes pour analyser le marché du travail de la zone euro en démontrant la transmission des chocs sanitaires exogènes de grande ampleur à l'activité économique. Cela souligne le rôle potentiel des politiques structurelles pour accroître la résilience de la population active de la zone euro en améliorant la santé des travailleurs ou en favorisant un environnement de travail visant à préserver la santé.

3 Est-ce la queue qui remue le chien ? Précisions sur les récents mouvements des distributions des anticipations d'inflation

Lucyna Górnicka et Aidan Meyler

Après s'être déplacée au-dessous de 2 % au cours de la période allant du premier trimestre 2019 au deuxième trimestre 2021, la distribution des anticipations d'inflation à long terme individuelles ressortant de l'enquête de la BCE auprès des prévisionnistes professionnels (EPP) s'est tout récemment recentrée autour de 2 % ; elle est aujourd'hui relativement comparable à la distribution moyenne observée au cours de la période allant du troisième trimestre 2003 au premier trimestre 2014 (graphique A) ^{1,2}. On peut cependant remarquer une différence : un pourcentage sensible de participants en « queue de distribution » formulent aujourd'hui des anticipations d'inflation à long terme égales ou supérieures à 2,5 %. Dans l'EPP pour le troisième trimestre 2022, cette part a atteint 17 % (soit 8 des 46 participants à l'enquête ayant fourni des anticipations d'inflation à long terme) ³. Le présent encadré analyse plus en détail les anticipations des participants se situant dans cette queue haute de la distribution, afin de comprendre dans quelle mesure le récent épaissement global de cette queue pourrait annoncer un mouvement du reste de la distribution ⁴.

¹ Le panel de l'enquête EPP de la BCE, mise en place en 1999, se compose de prévisionnistes macroéconomiques professionnels exerçant leur activité en Europe. Le panel actuellement actif comprend 75 à 80 institutions, dont 60 environ participent à une enquête donnée ; parmi ces dernières, en moyenne 75 %, soit 45 institutions, fournissent leurs anticipations d'inflation à long terme.

² On choisit cette période de référence car elle débute après l'évaluation de la stratégie de politique monétaire menée par la BCE en 2003, qui a clarifié l'objectif d'inflation à moyen terme comme correspondant à un taux d'inflation inférieur à, mais proche de 2 %. En 2014 (lorsque la BCE a mis en place son programme d'achats d'actifs), le nombre de participants formulant des anticipations à 2,0 % a diminué et le nombre de ceux formulant des anticipations à 1,7 % a augmenté.

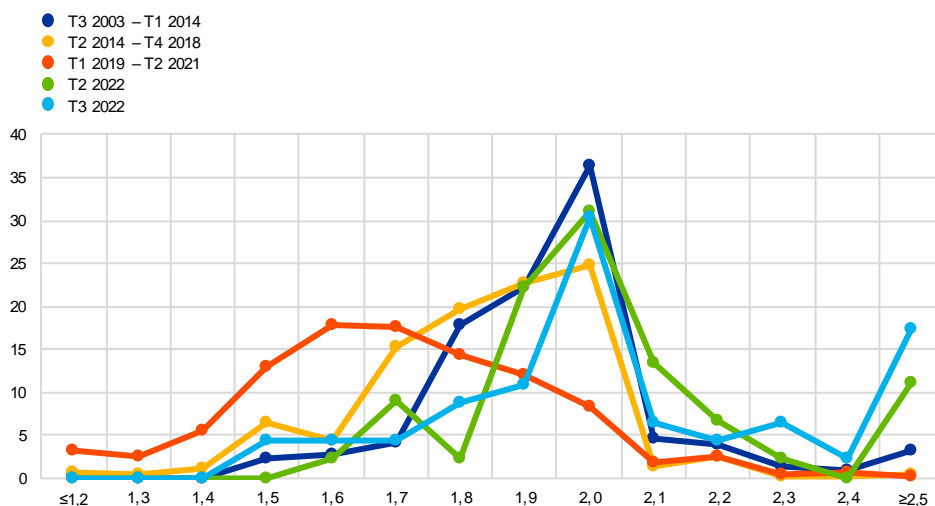
³ Jamais auparavant plus de 10 % des participants à l'EPP n'avaient formulé des anticipations d'inflation à long terme égales ou supérieures à 2,5 %. La période comprise entre le deuxième trimestre 2011 et le troisième trimestre 2013 est la seule autre période (au-delà d'une seule campagne) durant laquelle plus de 5 % des participants ont fourni des anticipations d'inflation à long terme égales ou supérieures à 2,5 % (7 % à 9 % des participants, soit trois à quatre participants).

⁴ En faveur de l'argument selon lequel les mouvements de la distribution transversale des anticipations d'inflation pourraient être des signes précoces de « désancrage », cf. Reis (R.), « *Losing the Inflation Anchor* », *Brookings Papers on Economic Activity*, BPEA Conference Drafts, 9 septembre 2021.

Graphique A

Histogramme des anticipations d'inflation à long terme individuelles formulées dans l'EPP de la BCE

(axe des ordonnées : pourcentage de participants ; axe des abscisses : pourcentage d'inflation)



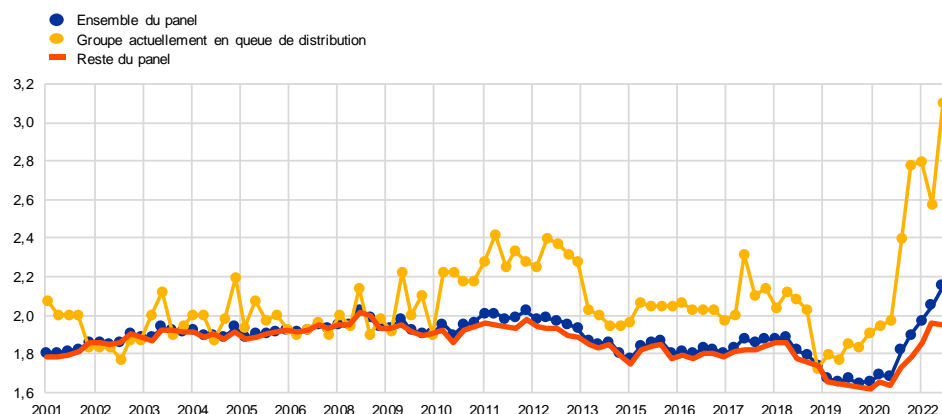
Notes : L'EPP demande aux participants de formuler leurs prévisions ponctuelles et d'attribuer séparément des probabilités aux différentes fourchettes de résultats. Ce graphique montre l'étendue des prévisions ponctuelles fournies.

Depuis 2010, les anticipations d'inflation à long terme du groupe actuellement en queue de distribution ont été plus élevées et plus volatiles que celles du reste des participants (graphique B). En moyenne, les anticipations d'inflation du groupe actuellement en queue de distribution ont été supérieures de 0,3 point de pourcentage à celles du reste des participants (2,15 % contre 1,85 %). Toutefois, l'écart s'est creusé au cours des quatre dernières campagnes d'enquête. En outre, la volatilité (mesurée par l'écart type) des anticipations d'inflation du groupe en queue de distribution a été beaucoup plus forte depuis 2010 (0,3 contre 0,1 point de pourcentage). Cependant, étant donné la petite taille de l'échantillon (huit institutions au cours de la campagne d'enquête la plus récente, mais en moyenne seulement cinq institutions ont répondu à chaque enquête depuis 2010), il convient d'être prudent dans l'interprétation de ces données.

Graphique B

Évolution des anticipations d'inflation à long terme ressortant de l'EPP de la BCE

(variations annuelles en pourcentage)



Note : Le « groupe actuellement en queue de distribution » correspond aux huit participants ayant formulé des anticipations à long terme égales ou supérieures à 2,5 % lors de la campagne d'enquête pour le troisième trimestre 2022.

Le groupe actuellement en queue de distribution s'attend à une plus grande persistance de la hausse actuelle de l'inflation. Les raisons de cette prévision peuvent être analysées en examinant les dernières anticipations formulées par ce groupe pour d'autres variables. Le tableau A regroupe uniquement les anticipations à long terme pour d'autres variables, mais le profil temporel complet donne des informations. Par rapport au reste des participants à l'EPP, le groupe en queue de distribution s'attend à une plus grande persistance de l'inflation totale et également à une inflation sous-jacente plus élevée et plus persistante. C'est ce que reflète le niveau plus élevé des anticipations de ce groupe relatives à l'inflation totale et à l'inflation sous-jacente sur l'ensemble des horizons de prévision, du court terme au plus long terme. S'agissant des coûts de main-d'œuvre, les anticipations du groupe en queue de distribution sont plus élevées à partir de l'année civile suivante et ses anticipations relatives au taux de chômage sont généralement plus basses (ce qui est cohérent avec un marché du travail plus tendu à long terme) que celles du reste du panel. Il n'existe pas, pour aucun des deux groupes, de relation claire avec les anticipations relatives à la croissance du PIB en volume. Dans l'ensemble, les différences dans les anticipations relatives au taux de chômage, bien que cohérentes avec la vision d'un marché du travail plus tendu, n'apparaissent pas comme suffisamment importantes pour expliquer le large écart entre les anticipations d'inflation à long terme du groupe en queue de distribution et celles des autres prévisionnistes professionnels.

Tableau A

Anticipations à long terme relatives aux différentes variables macroéconomiques formulées dans l'EPP de la BCE pour le troisième trimestre 2022

	Inflation mesurée par l'IPCH	Inflation mesurée par l'IPCHX	Croissance du PIB en volume	Taux de chômage	Croissance des coûts de main-d'œuvre
Groupe en queue de distribution	3,1 %	3,2 %	1,8 %	6,1 %	4,3 %
(hors valeur extrême aberrante)	(2,6 %)	(2,5 %)	(1,6 %)	(6,2 %)	(3,0 %)
Nombre de participants	8	5	8	7	4
Reste du panel	2,0 %	1,9 %	1,4 %	6,4 %	2,5 %
Nombre de participants	38	25	35	30	12
Ensemble du panel	2,2 %	2,2 %	1,5 %	6,4 %	3,0 %
(hors valeur extrême aberrante)	(2,1 %)	(2,0 %)	(1,5 %)	(6,4 %)	(2,6 %)
Nombre de participants	46	30	43	37	16

Note : Les chiffres entre parenthèses correspondent aux pourcentages excluant une valeur extrême aberrante, alors que les chiffres sans parenthèses incluent la valeur aberrante.

Les prévisionnistes qui formulent actuellement les anticipations d'inflation à long terme les plus élevées ont eu tendance à être plus sensibles à l'inflation réalisée dans le passé. Lorsqu'on évalue leur corrélation avec l'inflation et avec la croissance (valeurs réalisées tout comme anticipations à court terme) au fil du temps, les anticipations d'inflation à plus long terme apparaissent comme davantage corrélées avec l'inflation réalisée et avec les anticipations à court terme individuelles parmi le groupe en queue de distribution que parmi le reste des prévisionnistes, alors qu'il n'existe pour aucun des deux groupes de lien clair avec la croissance réalisée ou les anticipations de croissance à court terme ⁵.

Enfin, les anticipations du groupe en queue de distribution guident-elles les anticipations du reste des participants ? On peut le vérifier en menant des tests de causalité de Granger des anticipations moyennes du groupe en queue de distribution, pour le long terme et pour l'année suivante, par rapport à celles du reste du panel ⁶. Cette analyse ne produit aucun signe clair de causalité de Granger dans l'une ou l'autre direction : en d'autres termes, la queue de la distribution n'apparaît pas, historiquement, avoir guidé les anticipations du reste des participants (la queue n'a pas remué le chien).

Notre analyse suggère donc que les anticipations du groupe en queue de distribution n'ont pas guidé les mouvements des anticipations du reste des prévisionnistes professionnels. Selon des recherches récentes, la queue droite de la distribution est composée de prévisionnistes qui apprennent vite, identifiés comme ceux étant particulièrement attentifs à la parution de nouvelles données ou

⁵ Cette évaluation est confirmée par des régressions au niveau des prévisionnistes des anticipations d'inflation à long terme sur l'inflation, la croissance du PIB et le chômage réalisés dans le passé (en contrôlant des effets fixes pour les prévisionnistes). Si l'on observe une réaction à l'inflation réalisée aussi bien pour le groupe en queue de distribution que pour le reste du panel, la réaction du groupe en queue est cependant considérablement plus forte que celle du reste du panel : une hausse de 1 point de pourcentage de l'inflation accroît les anticipations d'inflation à long terme du groupe en queue de distribution de 0,2 point de pourcentage, contre seulement 0,03 point de pourcentage pour le reste du panel.

⁶ Granger (C. W. J.), « *Investigating Causal Relations by Econometric Models and Cross-spectral Methods* », *Econometrica*, 1969.

informations ⁷. Ainsi, les prévisionnistes qui ont rapidement adapté leurs convictions ont correctement anticipé le futur. Nos résultats suggèrent que les participants appartenant au groupe en queue de distribution sont plus sensibles aux évolutions actuelles que les autres prévisionnistes et sont susceptibles de produire une extrapolation plus forte et plus persistante sur le long terme de la dynamique d'inflation à court terme.

⁷ Reis (R.), « *Inflation expectations: rise and responses* », discours à l'occasion du Forum de la BCE sur les activités de banque centrale, 29 juin 2022.

L'impact de la hausse des taux hypothécaires sur le marché de l'immobilier résidentiel de la zone euro

Niccolò Battistini, Johannes Gareis et Moreno Roma

Les taux hypothécaires ont fortement augmenté dans la zone euro depuis début 2022, après un point bas historique en 2021. Au cours des deux dernières années, le marché de l'immobilier résidentiel de la zone euro s'est révélé dynamique, soutenu par des taux hypothécaires favorables (graphique A) ¹. Au niveau agrégé de la zone euro, la hausse des prix de l'immobilier résidentiel s'est accélérée, passant d'environ 4 % en rythme annuel fin 2019 à près de 10 % au premier trimestre 2022, soit le taux le plus élevé depuis début 1991. Dans le même temps, l'investissement dans l'immobilier résidentiel s'est rapidement redressé après le creux lié à la pandémie enregistré en 2020, atteignant au premier trimestre 2022 un niveau supérieur d'environ 6 % à celui enregistré avant la crise. L'indicateur composite du coût d'emprunt pour les prêts au logement consentis aux ménages s'est établi à un point bas historique de 1,3 % en septembre 2021 et est resté largement inchangé jusqu'en décembre 2021 ². Toutefois, les taux hypothécaires ont nettement augmenté (de 63 points de base) au premier semestre 2022, soit la hausse semestrielle la plus importante jamais enregistrée.

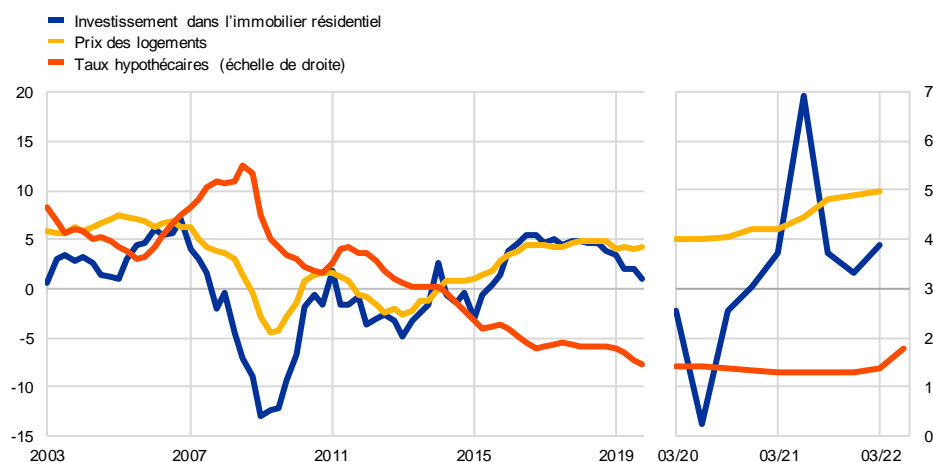
¹ Pour une évaluation des évolutions du marché de l'immobilier résidentiel de la zone euro pendant la pandémie de coronavirus (COVID-19), cf. l'article intitulé « [Le marché de l'immobilier résidentiel de la zone euro durant la pandémie de COVID-19](#) », *Bulletin économique*, n° 7, BCE, 2021. Pour une analyse des risques du marché de l'immobilier résidentiel, cf. Igan (D.), Kohlscheen (E.) et Rungcharoenkitkul (P.), « [Housing market risks in the wake of the pandemic](#) », *BIS Bulletin*, n° 50, BRI, mars 2022.

² Dans cet encadré, les taux hypothécaires se rapportent à l'indicateur composite du coût d'emprunt pour les prêts au logement consentis aux ménages.

Graphique A

Investissement dans l'immobilier résidentiel, prix des logements et taux d'intérêt hypothécaires

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



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

Note : Les taux hypothécaires se rapportent à l'indicateur composite du coût d'emprunt pour les prêts au logement consentis aux ménages et sont exprimés sous la forme de moyennes trimestrielles.

Les données empiriques suggèrent que la dynamique du marché de l'immobilier résidentiel est très sensible aux taux hypothécaires.

Pour apporter un éclairage sur l'impact de la hausse des taux hypothécaires sur les prix des logements et sur l'investissement dans l'immobilier résidentiel de la zone euro, on utilise un cadre de projections locales linéaires³. D'après le modèle estimé, une hausse de 1 point de pourcentage du taux hypothécaire entraîne, toutes choses égales par ailleurs, une baisse des prix des logements de quelque 5 % au bout de deux ans environ (graphique B)⁴. Toutefois, la même augmentation a un impact plus important sur l'investissement dans l'immobilier résidentiel, entraînant une baisse de 8 % au bout de deux ans environ.

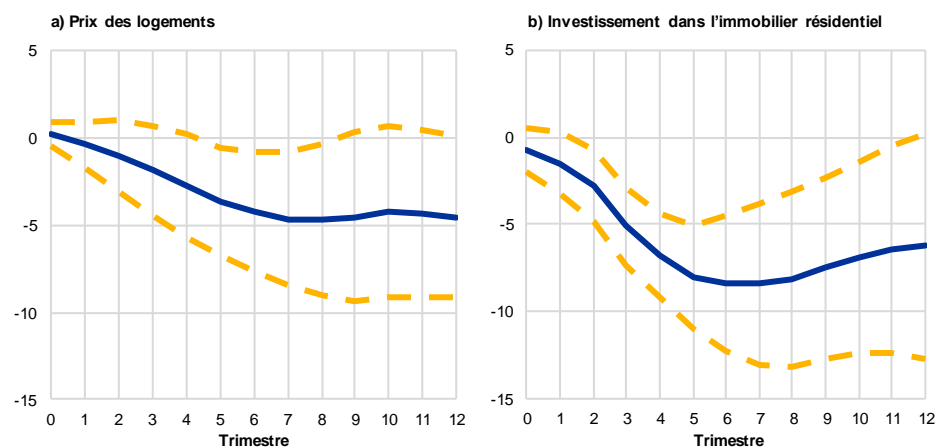
³ Le modèle inclut des retards pour chaque variable relative au logement ainsi que pour un ensemble de variables supplémentaires qui contrôlent de l'état de l'économie ainsi que des conditions de crédit et des marchés financiers, telles que le PIB en volume, l'IPCH, un taux d'intérêt à court terme et les prêts au logement. Ces variables de contrôle sont également intégrées jusqu'au retard de zéro, afin que la sensibilité estimée des prix des logements et de l'investissement dans l'immobilier résidentiel aux variations des taux hypothécaires reflète uniquement l'impact d'un « choc de *spread* hypothécaire » résultant de tout autre facteur non représenté dans les variables de contrôle, comme par exemple l'évolution du risque lié à l'emprunteur et les primes de terme sur les taux à long terme. Pour un modèle comparable pour le marché de l'immobilier résidentiel aux États-Unis, cf. Liu (H.), Lucca (D.), Parker (D.) et Rays-Wahba (G.), « *The Housing Boom and the Decline in Mortgage Rates* », *Liberty Street Economics*, Federal Reserve Bank of New York, septembre 2021.

⁴ Les variables du modèle sont exprimées en valeurs logarithmiques multipliées par 100, à l'exception des taux d'intérêt, qui sont exprimés en pourcentages. Par conséquent, la sensibilité estimée des prix des logements et de l'investissement dans l'immobilier résidentiel mesure la variation en pourcentage des prix des logements et de l'investissement dans l'immobilier résidentiel en réponse à une variation de 1 point de pourcentage du taux hypothécaire. On appelle habituellement cette sensibilité « semi-élasticité ».

Graphique B

Semi-élasticités estimées des prix des logements et de l'investissement dans l'immobilier résidentiel à une hausse de 1 point de pourcentage des taux hypothécaires

(pourcentages)



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

Notes : Les graphiques présentent des semi-élasticités estimées « lissées » des prix des logements et de l'investissement dans l'immobilier résidentiel à une hausse de 1 point de pourcentage des taux hypothécaires, en utilisant des projections locales linéaires. Les projections incluent le PIB en volume, l'IPCH, un taux d'intérêt à court terme et les prêts au logement comme variables de contrôle et sont estimées pour la période allant du premier trimestre 1995 au quatrième trimestre 2019 (excluant ainsi la période correspondant à la crise de la COVID-19). « Lissées » se rapporte aux moyennes mobiles centrées sur trois périodes des semi-élasticités estimées, hors point initial et point final. Les lignes en pointillés font référence à des intervalles de confiance à 90 %.

L'impact de la hausse des taux hypothécaires sur les prix des logements et sur l'investissement dans l'immobilier résidentiel est plus important dans un environnement de bas niveau des taux d'intérêt.

La théorie des prix des actifs suggère que plus le niveau des taux hypothécaires est bas, plus les prix des logements sont sensibles aux variations de ces taux, car des taux hypothécaires plus faibles entraînent des effets d'actualisation plus prononcés s'exerçant sur les loyers et les prix futurs⁵. Cette plus forte sensibilité des prix des logements peut, à son tour, se traduire par une plus forte sensibilité de l'investissement immobilier résidentiel via la rentabilité de l'immobilier résidentiel et les effets de valeur du collatéral, car ces éléments constituent tous deux d'importants facteurs déterminants de l'investissement dans l'immobilier résidentiel et sont affectés par les mouvements des prix des logements⁶. Afin de rendre compte de cette non-linéarité, le modèle est ajusté pour inclure un indicateur qui contrôle du niveau des taux hypothécaires⁷.

⁵ Cf., par exemple, Himmelberg (C.), Mayer (C.) et Sinai (T.), « *Assessing High House Prices: Bubbles, Fundamentals and Misperceptions* », *Journal of Economic Perspectives*, vol. 19, n° 4, Fall 2005, p. 67-92.

⁶ Pour le lien entre rentabilité de l'immobilier résidentiel et investissement dans l'immobilier résidentiel, cf., par exemple, Jud (G. D.) et Winkler (D. T.), « *The Q Theory of Housing Investment* », *The Journal of Real Estate Finance and Economics*, n° 27, novembre 2003, p. 379-392.

⁷ Plus précisément, l'indicateur mesure la probabilité de se situer dans un environnement de bas niveau des taux d'intérêt et est déterminé par une fonction logistique, avec la moyenne mobile sur 12 trimestres du taux hypothécaire comme variable d'état et le seuil correspondant à un environnement de bas niveau des taux d'intérêt fixé à la médiane de cette variable, soit un taux d'intérêt de 4,5 %. Le paramètre de vitesse de transition est fixé à 5. Pour différentes applications de cette technique, cf., par exemple, Auerbach (A.J.) et Gorodnichenko (Y.), « *Fiscal Multipliers in Recession and Expansion* », dans Alesina (A.) et Giavazzi (F.) (eds.), *Fiscal Policy after the Financial Crisis*, University of Chicago Press, 2013, p. 63-102, et Tenreiro (S.) et Thwaites (G.), « *Pushing on a String: US Monetary Policy Is Less Powerful in Recessions* », *American Economic Journal: Macroeconomics*, vol. 8, n° 4, octobre 2016, p. 43-74.

Les résultats de ce modèle non linéaire montrent que dans un environnement de faible niveau des taux d'intérêt, la baisse estimée des prix des logements et de l'investissement dans l'immobilier résidentiel en réponse à une hausse de 1 point de pourcentage des taux hypothécaires s'établit à quelque 9 % et 15 %, respectivement, au bout de deux ans environ, soit à peu près deux fois plus que ne le suggèrent les résultats linéaires (graphique C) ⁸.

Graphique C

Semi-élasticités estimées des prix des logements et de l'investissement dans l'immobilier résidentiel à une hausse de 1 point de pourcentage des taux hypothécaires dans un environnement de bas niveau des taux d'intérêt

(pourcentages)



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

Notes : Le graphique présente des semi-élasticités estimées « lissées » des prix des logements et de l'investissement dans l'immobilier résidentiel à une hausse d'1 point de pourcentage des taux hypothécaires dans un environnement de bas niveau des taux d'intérêt, en utilisant des projections locales non linéaires. Les projections incluent le PIB en volume, l'IPCH, un taux d'intérêt à court terme et les prêts au logement comme variables de contrôle et sont estimées pour la période allant du premier trimestre 1995 au quatrième trimestre 2019 (excluant ainsi la période correspondant à la crise de la COVID-19). « Lissées » se rapporte aux moyennes mobiles centrées sur trois périodes des semi-élasticités estimées, hors point initial et point final. Les lignes en pointillés font référence à des intervalles de confiance à 90 %.

Cependant, les évolutions du marché de l'immobilier résidentiel sont affectées par d'autres facteurs que les taux hypothécaires, de nature structurelle

notamment. Si les données empiriques provenant des projections locales indiquent des corrections à la baisse potentiellement importantes pour le marché de l'immobilier résidentiel de la zone euro, il convient également de considérer d'autres facteurs, qui ne sont pas pris en compte par les modèles. Ces facteurs pourraient

⁸ Pour d'autres éléments mettant en évidence la plus forte sensibilité des évolutions du marché de l'immobilier résidentiel de la zone euro aux variations des taux hypothécaires dans un environnement de bas niveau des taux d'intérêt, cf. l'encadré intitulé « *Drivers of rising house prices and the risk of reversal* », *Financial Stability Review*, BCE, mai 2022, qui suggère que les prix réels des logements ont diminué de 280 points de base de plus en réponse à une hausse de 1 point de pourcentage des taux hypothécaires réels par rapport aux niveaux actuels lorsque l'on prend en compte les relations non linéaires. Un impact plus important à un bas niveau de taux d'intérêt est également confirmé par les simulations fondées sur le modèle ECB-BASE, mais sous forme beaucoup plus faible. Pour le modèle ECB-BASE, cf. Angelini (E.), Bokan (N.), Christoffel (K.), Ciccarelli (M.) et Zimic (S.), « *Introducing ECB-BASE: The blueprint of the new ECB semi-structural model for the euro area* », *Working Paper Series*, n° 2315, BCE, septembre 2019. Une limite importante des projections locales non linéaires tient aux préoccupations relatives à l'endogénéité de la variable d'état récemment soulevées dans Gonçalves (S.), Herrera (A. M.), Kilian (L.) et Pesavento (E.), « *When Do State-Dependent Local Projections Work?* », *Research Department Working Papers*, n° 2205, *Federal Reserve Bank of Dallas*, mai 2022. En réponse à ces préoccupations, la variable d'état est fondée sur l'hypothèse d'un retard long (cf. note de bas de page précédente).

accroître l'incertitude entourant les perspectives du marché de l'immobilier résidentiel⁹. À la suite de la pandémie de COVID-19, les ménages semblent attacher plus de valeur aux logements plus spacieux qui permettent de travailler à domicile et sont davantage attirés par les emplacements plus éloignés du bureau¹⁰. Les données préliminaires dénotent des hausses de prix plus fortes depuis la pandémie de COVID-19 pour les maisons individuelles dans certains des pays de la zone euro pour lesquels les données sont disponibles (graphique D, partie a). De plus, dans la zone euro, les prix ont plus fortement augmenté pour les logements situés en dehors des capitales depuis la pandémie de COVID-19 et la part de la population vivant dans des maisons individuelles a augmenté en 2020 (graphique D, partie b)¹¹. Une préférence pour davantage d'espace pourrait également soutenir l'investissement dans l'immobilier résidentiel. Les modifications des préférences en matière de logement liées à la pandémie pourraient contrebalancer la hausse des taux hypothécaires et expliquer une partie de la résilience observée sur le marché de l'immobilier résidentiel dans la zone euro.

⁹ Entre autres facteurs, l'attractivité de l'immobilier résidentiel à des fins d'investissement devrait diminuer étant donné la relative stabilité des rendements des loyers par rapport à la hausse observée des rendements des obligations. Toutefois, l'accélération de l'inflation, qui oriente l'allocation des portefeuilles vers les « actifs réels » tels que les logements, pourrait en partie atténuer cet effet.

¹⁰ Cf., par exemple, Bottero (M.), Bravi (M.), Caprioli (C.), Dell'Anna (F.), Dell'Ovo (M.) et Oppio (A.), « *New Housing Preferences in the COVID-19 Era: A Best-to-Worst Scaling Experiment* », *Computational Science and Its Applications – ICCSA 2021*, septembre 2021, p. 120-129, ainsi que Tajani (F.), Morano (P.), Di Liddo (F.), Guarini (M. R.) et Ranieri (R.), « *The Effects of Covid-19 Pandemic on the Housing Market: A Case Study in Rome (Italy)* », *Computational Science and Its Applications – ICCSA 2021*, septembre 2021, p. 50-62.

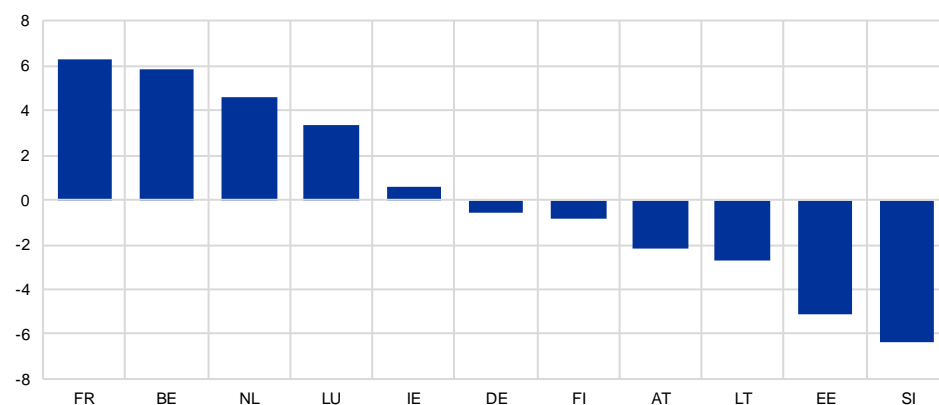
¹¹ Il convient de souligner que ces changements de préférences affectent les prix relatifs des biens immobiliers plutôt que leurs prix agrégés.

Graphique D

Hausses des prix des maisons individuelles par rapport aux hausses des prix des maisons mitoyennes, prix de l'immobilier résidentiel agrégés pour la zone euro et prix de l'immobilier résidentiel dans les capitales de la zone euro, et part/variation de la part de la population vivant dans des maisons individuelles

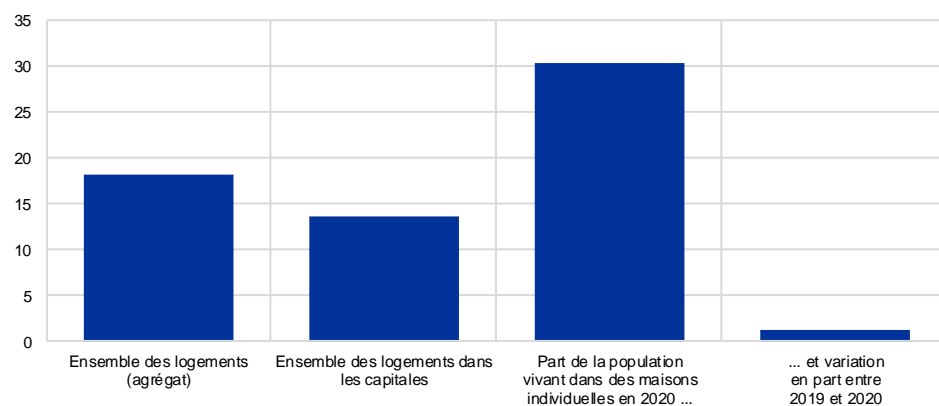
a) Hausses des prix des maisons individuelles par rapport aux hausses des prix des maisons mitoyennes

(différences en points de pourcentage depuis le premier trimestre 2020)



b) Prix des logements et part/variation de la part de la population vivant en maison individuelle

(variations des prix exprimées en pourcentage depuis le premier trimestre 2021 ; part de la population en pourcentage de la population totale, variation de la part de la population exprimée en points de pourcentage)



Sources : OCDE, BRI, Eurostat, BCE et calculs des services de la BCE.

Notes : Partie a : pour l'Allemagne et la Belgique, les données se rapportent à la différence entre les prix des maisons et ceux des appartements. Les données pour l'Allemagne, l'Estonie, l'Irlande et la Lituanie se rapportent à l'ensemble des logements (neufs et anciens), tandis que pour les autres pays, elles font référence aux logements anciens. La dernière observation se rapporte au premier trimestre 2022, sauf pour le Luxembourg, l'Autriche et la Finlande, pour lesquels elle se rapporte au quatrième trimestre 2021.

Partie b : la série agrégée des prix des logements dans la zone euro est une moyenne pondérée fondée sur les pondérations du PIB et inclut la Belgique, l'Allemagne, l'Estonie, l'Irlande, l'Espagne, la France, l'Italie, les Pays-Bas, l'Autriche, la Slovaquie et la Finlande.

5 Conditions de la liquidité et opérations de politique monétaire du 20 avril au 26 juillet 2022

Ioana Duca-Radu et Juliane Kinsele

Cet encadré décrit les opérations de politique monétaire de la BCE et les évolutions de la liquidité durant les troisième et quatrième périodes de constitution de réserves de 2022. Ces deux périodes de constitution se sont déroulées du 20 avril 2022 au 26 juillet 2022 (la « période sous revue »).

L'excédent de liquidité moyen dans le système bancaire de la zone euro a augmenté de 34,1 milliards d'euros durant la période sous revue, atteignant un niveau record de 4 523,1 milliards. Cette hausse globale s'explique principalement par les achats nets d'actifs effectués dans le cadre du programme d'achats d'actifs (*asset purchase programme*, APP) et a été en partie contrebalancée par une augmentation du solde des facteurs autonomes. Cette hausse est intervenue principalement au cours de la troisième période de constitution, tandis que l'excédent moyen de liquidité a diminué au cours de la quatrième période de constitution, principalement en raison des remboursements au titre des TLTRO III et de l'arrêt des achats nets au titre de l'APP au 1^{er} juillet 2022.

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 augmenté de 25,3 milliards d'euros pour s'établir à 2 602,8 milliards. Cette hausse est presque totalement due à un accroissement de 21,6 milliards d'euros du solde des facteurs autonomes, celui-ci s'établissant à 2 443,7 milliards (cf. la section du tableau A intitulée « Autres informations fondées sur la liquidité »), tandis que les réserves obligatoires n'ont augmenté que de 3,7 milliards pour ressortir à 159,1 milliards.

Au cours de la période sous revue, les facteurs autonomes de retrait de liquidité ont augmenté de 63,4 milliards d'euros pour s'établir à 3 385,3 milliards, sous l'effet d'un accroissement des autres facteurs autonomes et des billets en circulation. Les autres facteurs autonomes (cf. tableau A ci-après pour plus d'informations) ont augmenté de 42,3 milliards d'euros au cours de la période sous revue pour s'inscrire à 1 145,7 milliards. Les billets en circulation ont augmenté de 33,6 milliards d'euros pour s'établir à 1 596,9 milliards, ce qui indique un retour aux profils d'évolution antérieurs à la pandémie. La demande accrue de billets pour des motifs de précaution dans certaines juridictions en raison de l'invasion de l'Ukraine par la Russie s'est stabilisée à la fin de la deuxième période de constitution. Cela signifie que la moyenne des première et deuxième périodes de constitution n'a pas suivi son schéma saisonnier classique, qui se caractérise habituellement par un retour des billets après les périodes de Noël et de fin d'année. Les dépôts des administrations

publiques n'ont que légèrement diminué, en moyenne de 12,4 milliards d'euros, et se sont maintenus à une moyenne de 642,7 milliards, ce qui contraste avec la moyenne record de 749,0 milliards d'euros observée au cours de la sixième période de constitution de 2020, lorsque les gouvernements de la zone euro ont accru leurs coussins de liquidité de précaution en réponse à l'apparition de la pandémie de coronavirus (COVID-19) et à l'incertitude accrue entourant les recettes et les dépenses.

Les facteurs autonomes d'apport de liquidité ont augmenté de 42,0 milliards d'euros pour s'établir à 942,0 milliards. Cette hausse reflète principalement une augmentation de 38,1 milliards d'euros des avoirs extérieurs nets. Au total, la hausse des facteurs autonomes de retrait de liquidité a plus que contrebalancé ces évolutions, de sorte que le solde des facteurs autonomes a contribué à une diminution de l'excédent de liquidité.

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

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 : du 20 avril 2022 au 26 juillet 2022						Précédente période sous revue : du 9 février 2022 au 19 avril 2022	
	Troisième et quatrième périodes de constitution		Troisième période de constitution : du 20 avril au 14 juin		Quatrième période de constitution : du 15 juin au 26 juillet		Première et deuxième périodes de constitution	
Facteurs autonomes de la liquidité	3 385,3	(+63,4)	3 346,9	(-8,6)	3 436,4	(+89,5)	3 321,9	(+149,9)
Billets en circulation	1 596,9	(+33,6)	1 591,5	(+15,6)	1 604,0	(+12,4)	1 563,2	(+32,2)
Dépôts des administrations publiques	642,7	(-12,4)	624,1	(-43,7)	667,6	(+43,6)	655,2	(+50,0)
Autres facteurs autonomes (nets) ¹⁾	1 145,7	(+42,3)	1 131,4	(+19,5)	1 164,9	(+33,5)	1 103,5	(+67,7)
Excédent des avoirs en compte courant par rapport aux réserves obligatoires	3 843,0	(+84,3)	3 888,3	(+117,8)	3 782,5	(-105,9)	3 758,7	(+85,7)
Dont excédent de réserves exonéré dans le cadre du système à deux paliers	942,2	(+19,1)	935,5	(+5,1)	948,9	(+13,4)	923,0	(+0,4)
Dont excédent de réserves non exonéré dans le cadre du système à deux paliers	2 893,2	(+57,6)	2 952,8	(+112,7)	2 833,6	(-119,2)	2 835,6	(+85,3)
Réserves obligatoires ²⁾	159,1	(+3,7)	157,8	(+1,0)	160,9	(+3,1)	155,4	(+0,6)
Quota exonéré ³⁾	954,6	(+22,3)	946,6	(+5,9)	965,1	(+18,5)	932,3	(+3,3)
Facilité de dépôt	680,2	(-50,2)	681,3	(-33,5)	678,7	(-2,7)	730,4	(-9,2)
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.

3) Les excédents de réserves exonérés et non exonérés sont expliqués sur le [site Internet](#) de la BCE.

Avoirs

(moyennes ; en milliards d'euros)

	Période sous revue actuelle : du 20 avril 2022 au 26 juillet 2022						Précédente période sous revue : du 9 février 2022 au 19 avril 2022	
	Troisième et quatrième périodes de constitution		Troisième période de constitution : du 20 avril au 14 juin		Quatrième période de constitution : du 15 juin au 26 juillet		Première et deuxième périodes de constitution	
Facteurs autonomes de la liquidité	942,0	(+42,0)	936,3	(+27,6)	949,7	(+13,4)	900,1	(+68,7)
Avoirs extérieurs nets	938,3	(+38,1)	934,2	(+21,0)	943,7	(+9,5)	900,2	(+41,8)
Avoirs nets libellés en euros	3,7	(+3,9)	2,1	(+6,6)	6,0	(+3,9)	-0,1	(+26,9)
Instruments de politique monétaire	7 125,9	(+59,5)	7 138,4	(+49,1)	7 109,1	(-29,3)	7 066,4	(+158,1)
Opérations d'open market	7 125,9	(+59,5)	7 138,4	(+49,1)	7 109,1	(-29,3)	7 066,4	(+158,1)
Opérations de crédit	2 178,3	(-22,5)	2 199,3	(-0,7)	2 150,3	(-49,0)	2 200,8	(-4,5)
Opérations principales de refinancement	0,7	(+0,4)	0,5	(+0,2)	1,0	(+0,5)	0,3	(+0,1)
Opérations de refinancement à plus long terme d'une durée de trois mois	0,3	(+0,2)	0,2	(+0,1)	0,4	(+0,2)	0,1	(+0,0)
Opérations TLTRO III	2 174,6	(-22,6)	2 195,7	(-0,8)	2 146,4	(-49,4)	2 197,2	(-5,0)
PELTRO	2,8	(-0,4)	2,9	(-0,2)	2,6	(-0,3)	3,2	(+0,4)
Portefeuilles d'achats fermes de titres	4 947,6	(+82,0)	4 939,1	(+49,9)	4 958,8	(+19,7)	4 865,6	(+162,7)
1 ^{er} programme d'achats d'obligations sécurisées	0,0	(-0,0)	0,0	(-0,0)	0,0	(-0,0)	0,0	(-0,4)
2 ^e programme d'achats d'obligations sécurisées	0,5	(-0,5)	0,7	(-0,1)	0,2	(-0,5)	1,0	(-1,2)
3 ^e programme d'achats d'obligations sécurisées	300,2	(+3,9)	298,8	(+2,2)	302,1	(+3,3)	296,3	(-1,4)
Programme pour les marchés de titres	3,4	(-0,9)	3,3	(+0,0)	3,4	(+0,0)	4,2	(-2,3)
Programme d'achats de titres adossés à des actifs	26,0	(-0,9)	26,5	(-0,6)	25,4	(-1,1)	27,0	(-1,4)
Programme d'achats de titres du secteur public	2 579,8	(+54,2)	2 572,3	(+38,8)	2 589,8	(+17,6)	2 525,6	(+37,9)
Programme d'achats de titres du secteur des entreprises	341,1	(+14,5)	338,7	(+8,1)	344,2	(+5,5)	326,5	(+16,4)
Programme d'achats d'urgence face à la pandémie	1 696,6	(+11,6)	1 698,8	(+1,5)	1 693,7	(-5,1)	1 685,1	(+115,1)
Facilité de prêt marginal	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.

Autres informations fondées sur la liquidité

(moyennes, en milliards d'euros)

	Période sous revue actuelle : du 20 avril 2022 au 26 juillet 2022						Précédente période sous revue : du 9 février 2022 au 19 avril 2022	
	Troisième et quatrième périodes de constitution		Troisième période de constitution : du 20 avril au 14 juin		Quatrième période de constitution : du 15 juin au 26 juillet		Première et deuxième périodes de constitution	
Besoin global de financement ¹⁾	2 602,8	(+25,3)	2 568,8	(-35,1)	2 648,0	(+79,2)	2 577,4	(+81,8)
Solde des facteurs autonomes ²⁾	2 443,7	(+21,6)	2 411,1	(-36,1)	2 487,2	(+76,1)	2 422,1	(+81,2)
Excédent de liquidité ³⁾	4 523,1	(+34,1)	4 569,7	(+84,3)	4 461,1	(-108,5)	4 489,1	(+76,4)

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)

	Période sous revue actuelle : du 20 avril 2022 au 26 juillet 2022						Précédente période sous revue : du 9 février 2022 au 19 avril 2022	
	Troisième et quatrième périodes de constitution		Troisième période de constitution : du 20 avril au 14 juin		Quatrième période de constitution : du 15 juin au 26 juillet		Première et deuxième périodes de constitution	
Opérations principales de refinancement	0,00	(+0,00)	0,00	(+0,00)	0,00	(+0,00)	0,00	(+0,00)
Facilité de prêt marginal	0,25	(+0,00)	0,25	(+0,00)	0,25	(+0,00)	0,25	(+0,00)
Facilité de dépôt	-0,50	(+0,00)	-0,50	(+0,00)	-0,50	(+0,00)	-0,50	(+0,00)
€STR	-0,583	(-0,003)	-0,584	(-0,002)	-0,581	(+0,003)	-0,579	(-0,003)
Indice RepoFunds Rate Euro	-0,646	(-0,008)	-0,642	(+0,002)	-0,652	(-0,010)	-0,638	(+0,108)

Sources : BCE et groupe CME.

Note : Les chiffres entre parenthèses indiquent la variation par rapport à la précédente période sous revue ou de constitution.

Fourniture de liquidité par le biais des instruments de politique monétaire

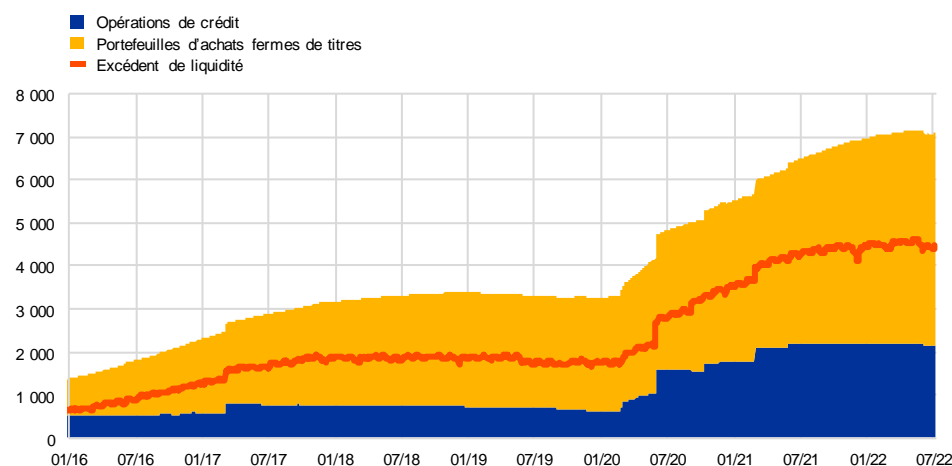
Le montant moyen de la liquidité fournie par le biais des instruments de politique monétaire a augmenté de 59,5 milliards d'euros pour s'établir à 7 125,9 milliards au cours de la période sous revue (graphique A). Cette hausse a été enregistrée principalement au cours de la troisième période de constitution et résulte de la poursuite des achats nets au titre de l'APP. Au cours de la quatrième

période de constitution, les achats nets au titre de l'APP ont pris fin le 1^{er} juillet et les remboursements volontaires au titre des TLTRO III ont été réglés, ce qui s'est traduit par une baisse de l'excédent de liquidité.

Graphique A

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

(montants en milliards d'euros)



Source : BCE.

Note : Les dernières observations se rapportent au 26 juillet 2022.

Le montant moyen de liquidité fournie par le biais d'opérations de crédit a diminué de 22,5 milliards d'euros au cours de la période sous revue.

Cette diminution résulte essentiellement des remboursements volontaires au titre des TLTRO III de 74,1 milliards d'euros effectués fin juin, dont l'effet sur les moyennes des différentes périodes sous revue ne se fera pleinement sentir qu'au cours de la prochaine période de constitution. Les opérations principales de refinancement et les opérations de refinancement à plus long terme d'une durée de trois mois ont continué de jouer un rôle uniquement marginal, le recours moyen à ces opérations augmentant légèrement, de 0,4 milliard d'euros et 0,2 milliard, respectivement, par rapport à la précédente période sous revue.

Dans le même temps, les portefeuilles de titres achetés ferme ont augmenté de 82,0 milliards d'euros pour s'établir à 4 947,6 milliards, en raison des achats nets au titre de l'APP.

Les évolutions de l'APP s'expliquent principalement par les achats nets dans le cadre du programme d'achats de titres du secteur public (PSPP), qui ont augmenté en moyenne de 54,2 milliards d'euros pour ressortir à 2 579,8 milliards. Les achats nets dans le cadre du programme d'achats de titres du secteur des entreprises ont augmenté en moyenne de 14,5 milliards d'euros pour ressortir à 341,1 milliards. Les autres programmes constitutifs de l'APP n'ont enregistré que de faibles évolutions. Les encours moyens au titre du programme d'achats d'urgence face à la pandémie (PEPP) s'établissent à 1 696,6 milliards d'euros. Bien que les achats nets au titre du PEPP aient été interrompus fin mars 2022, les réinvestissements du principal arrivant à échéance se poursuivent. S'agissant des titres arrivant à échéance détenus dans le cadre de programmes qui ne sont plus en vigueur, qui comprennent le programme pour les marchés de titres

(SMP) et les premier et deuxième programmes d'achats d'obligations sécurisées, leur volume agrégé a diminué de 1,4 milliard d'euros.

Excédent de liquidité

L'excédent de liquidité moyen a augmenté de 34,1 milliards d'euros, atteignant un nouveau record de 4 523,1 milliards (graphique A). Il reflète la différence entre la liquidité totale fournie au système bancaire et les besoins de refinancement des banques. L'excédent des avoirs en compte courant des banques par rapport à leurs réserves obligatoires (excédent de réserves) s'est accru de 84,3 milliards d'euros, ressortant à 3 843,0 milliards, tandis que le recours moyen à la facilité de dépôt a diminué de 50,2 milliards, s'inscrivant à 680,2 milliards. L'excédent de liquidité quotidien a atteint un point haut le 14 juin, soit le dernier jour de la troisième période de constitution, ressortant à 4 622,4 milliards d'euros.

L'excédent de réserves exonéré du taux négatif de la facilité de dépôt dans le cadre du système à deux paliers² a augmenté de 19,1 milliards d'euros pour s'établir à 942,2 milliards. L'excédent de liquidité non exonéré, qui inclut la facilité de dépôt, a légèrement augmenté (de 7,4 milliards d'euros) pour atteindre 3 573,4 milliards. Le taux d'utilisation agrégé du quota d'exonération maximum, c'est-à-dire le ratio des réserves exonérées rapportées au montant maximum exonéré³, est resté supérieur à 98 % depuis la troisième période de constitution de 2020. Au cours de la période sous revue actuelle, il a été légèrement plus bas, à 98,7 % contre 99,0 % au cours de la précédente période sous revue. La part de l'excédent de réserves exonéré dans l'excédent de liquidité total s'est établie à 20,8 %, contre 20,6 % au cours de la précédente période sous revue.

Évolutions des taux d'intérêt

Le taux à court terme de l'euro (€STR) moyen est demeuré globalement inchangé à – 58,3 points de base au cours de la période sous revue. Compte tenu du niveau élevé de l'excédent de liquidité, l'€STR continue d'être relativement inélastique, même en réaction à des fluctuations substantielles de la liquidité. Les taux directeurs de la BCE – les taux appliqués à la facilité de dépôt, aux opérations principales de refinancement et le taux de la facilité de prêt marginal – n'ont pas été modifiés au cours de la période sous revue. Le relèvement de 50 points de base des taux directeurs de la BCE n'est entré en vigueur qu'après la fin de la période sous revue, et son incidence sera analysée dans le prochain encadré relatif aux conditions de la liquidité.

Le taux moyen des opérations de pension dans la zone euro, mesuré par l'indice RepoFunds Rate Euro, est également resté globalement inchangé à

² Plus d'informations sur le système à deux paliers pour la rémunération des excédents de réserves sont disponibles sur le [site Internet](#) de la BCE.

³ Le montant maximum exonéré correspond à la somme des réserves obligatoires et du quota exonéré, lequel est égal à six fois le montant des réserves obligatoires.

– **64,6 points de base.** Malgré un niveau moyen largement inchangé, le schéma de fin de trimestre a été particulièrement marqué fin juin, lorsque l'indice RepoFunds Rate Euro a enregistré un taux de – 1,145 %, soit son point bas historique, hors fins d'année, depuis octobre 2014.

6 Les normes minimales communes visant à intégrer les risques liés au changement climatique dans les systèmes internes d'évaluation du crédit dans l'Eurosystème

Julia Körding et Florian Resch ¹

Les systèmes internes d'évaluation du crédit (ICAS) doivent tenir compte de tous les facteurs de risques pertinents, y compris le changement climatique, afin de s'assurer que les garanties utilisées dans les opérations de politique monétaire restent adéquates. Le changement climatique et la transition vers une économie plus verte ont des répercussions sur l'objectif principal de maintien de la stabilité des prix assigné à la BCE, en raison de leur impact sur l'économie ainsi que sur le profil de risque et la valeur et des actifs détenus au bilan de l'Eurosystème. Le 8 juillet 2021, la BCE a publié un [plan d'action](#) ainsi qu'une [feuille de route](#) visant à intégrer les questions liées au changement climatique dans sa stratégie et ses opérations de politique monétaire. Un aspect abordé dans ce dernier document est l'évaluation des risques liés au changement climatique dans les notations de crédit utilisées dans le dispositif de garanties. Tant les risques de transition que les risques physiques doivent être pris en compte dans l'évaluation du risque de crédit, car ils peuvent avoir une incidence sur la croissance, les performances financières, la position sur le marché et le modèle d'activité d'une entreprise et, par conséquent, sur sa solvabilité. L'Eurosystème a donc élaboré des normes minimales communes visant à intégrer les risques liés au changement climatique dans les notations produites par les ICAS. Ces normes ont été validées par la BCE et entreront en vigueur d'ici la fin 2024, comme cela a été [annoncé](#) le 4 juillet 2022.

ICAS – la source interne de l'Eurosystème pour la notation des créances privées

Dans le cadre du dispositif de garanties de l'Eurosystème, les ICAS, élaborés par sept banques centrales nationales de la zone euro, sont une source importante d'évaluation du risque de crédit pour les garanties non négociables (créances privées) ². Les contreparties peuvent utiliser les notations produites par les ICAS pour mobiliser en garantie des prêts accordés à des sociétés non financières, notamment aux petites et moyennes entreprises (PME) ; dans la plupart des cas, ces prêts ne sont pas couverts par les organismes externes d'évaluation du crédit. Fin 2021, les ICAS ont noté 34 % de la valeur après décote des garanties non

¹ Cet encadré se fonde sur des travaux approfondis en lien avec l'élaboration de normes minimales communes visant à intégrer les risques liés au changement climatique dans les notations produites par les systèmes internes d'évaluation du crédit (*in-house credit assessment systems*, ICAS). Outre les auteurs mentionnés ci-dessus, les collègues de la BCE et des BCN suivants ont également apporté leur contribution : Auria (L.), Braun (J.), Caleiro (S.), Ciummo (S.), Fluteau (T.), Gauthier (P.-Y.), Giovannelli (F.), Maldonado (A.), Monterisi (F.) et Wukovits (S.).

² Auria, Bingmer, Caicedo Graciano *et al.*, « *Overview of central banks' in-house credit assessment systems in the euro area* », *ECB Occasional Paper Series*, n° 284, Francfort, octobre 2021.

négociables. Un ensemble de règles à l'échelle de l'Eurosystème garantit qu'ils suivent des processus harmonisés et qu'ils intègrent les principaux facteurs de risques pertinents dans leurs évaluations. Le processus de notation fait intervenir un modèle statistique, qui comprend généralement des ratios financiers, suivi par une analyse réalisée par des experts couvrant des informations qualitatives ainsi que des données quantitatives supplémentaires. L'évaluation par des experts comprend un examen des points forts et des points faibles de la société, de ses liens avec la société mère et les filiales, une évaluation de la gestion et une analyse de l'environnement industriel et économique. Les ICAS ont déjà commencé à reconnaître le changement climatique comme un facteur de risques dans leurs analyses. Le Conseil des gouverneurs de la BCE a convenu d'un ensemble de normes minimales communes visant à intégrer les risques liés au changement climatique dans le processus de notation, qui entrera en vigueur d'ici fin 2024.

Principes fondamentaux pour l'intégration des risques liés au changement climatique dans les notations produites par les ICAS

Les normes minimales communes stipulent que l'analyse des risques liés au changement climatique doit respecter les mêmes normes élevées de qualité et de fiabilité que celles mises en œuvre pour l'évaluation de tout autre facteur de risque et doit être intégrée au processus de notation habituel. Les normes précisent les exigences applicables aux sources de données, à la méthodologie et aux processus à utiliser. Étant donné que les notations produites par les ICAS sont utilisées dans le cadre du dispositif d'évaluation du crédit de l'Eurosystème comme une source pour l'évaluation du risque de crédit, les ICAS suivront le concept de matérialité unique, c'est-à-dire qu'ils ne tiendront compte que des risques pertinents et importants pour la solvabilité d'une entreprise. Dans leur évaluation, ils distingueront les risques de transition et les risques physiques et prendront en compte les différents canaux de transmission. L'analyse doit être réalisée au niveau de l'entreprise dès lors que des données suffisantes et fiables sont disponibles. La définition des risques liés au changement climatique et l'intégration de ces risques dans le processus de notation afin d'évaluer leur impact financier sont conformes aux recommandations du groupe de travail du Conseil de stabilité financière sur la publication d'informations financières relatives au climat (*Task Force on Climate-related Financial Disclosures*, TCFD)³.

Les évaluations des risques liés au changement climatique réalisées par les ICAS se concentreront principalement sur les sociétés les plus touchées et sur celles qui représentent le plus de risques pour l'Eurosystème du fait de leur taille ; l'analyse de ces sociétés sera par conséquent plus exhaustive.

Le recours au principe de proportionnalité est cohérent avec la plus grande disponibilité de données attendues dans le cadre de la directive sur la publication d'informations en matière de durabilité par les entreprises (CSRD)⁴. L'analyse des

³ Groupe de travail sur la publication d'informations financières relatives au climat, « *Final Report: Recommendations of the Task Force on Climate-related Financial Disclosures* », Bâle, juin 2017.

⁴ Proposition de directive sur la publication d'informations en matière de durabilité par les entreprises, avril 2021.

risques liés au changement climatique qui ont une incidence sur la solvabilité des sociétés non financières sera réalisée dans l'ordre de priorité suivant :

- grandes entreprises des secteurs très polluants ;
- PME des secteurs très polluants pour lesquelles des données au niveau de l'entreprise sont disponibles ;
- autres grandes entreprises ;
- autres PME pour lesquelles des données au niveau de l'entreprise sont disponibles.

Pour toutes les autres entreprises, les ICAS sont vivement encouragés à réaliser une évaluation au niveau sectoriel/régional.

Données et méthodologies pour l'intégration des risques liés au changement climatique

Les ICAS s'efforceront d'obtenir des informations au niveau de l'entreprise afin d'évaluer les risques liés au changement climatique. Lors de leurs évaluations, les ICAS doivent combiner des données relatives aux facteurs de risque d'une entreprise (par exemple, les prix du carbone), à son exposition au risque (les émissions de gaz à effets de serre) et à sa vulnérabilité après la mise en œuvre de mesures d'atténuation (les technologies visant à réduire les émissions) pour chaque type de risque lié au changement climatique. Disposer de données fiables et comparables disponibles pour tous ces éléments sera un défi pour les ICAS comme pour les autres sources d'évaluation du crédit, en particulier à court terme. Les exigences en matière de publication d'informations proposées dans le cadre de la directive CSRD représentent un grand bond en avant pour traiter cette question de manière harmonisée. Les ICAS utiliseront les informations publiées par les entreprises en vertu de la directive CSRD comme source principale de données sur les risques liés au changement climatique dès que celles-ci sont disponibles. Ils sont aussi fortement incités à obtenir des données au niveau de l'entreprise à partir d'autres sources (par exemple, les informations publiées en vertu de la directive sur la publication d'informations non financières⁵ ou dans le cadre du [système d'échange de quotas d'émission de l'UE](#)) et à utiliser des informations sectorielles ou régionales lorsqu'aucune information au niveau de l'entreprise n'est disponible.

Les ICAS reconnaissent la difficulté d'évaluer les implications des risques à long terme liés au changement climatique sur l'horizon de prévision à un an de leurs notations. Les ICAS entendent apporter une réponse à ce défi méthodologique en procédant par étapes. Dans l'étape 1, ils identifieront et évalueront les risques pertinents liés au changement climatique pour une entreprise en regardant au-delà de l'horizon de prévision du risque de crédit. Dans l'étape 2,

⁵ [Directive 2014/95/UE](#) du Parlement européen et du Conseil du 22 octobre 2014 modifiant la directive 2013/34/UE en ce qui concerne la publication d'informations non financières et d'informations relatives à la diversité par certaines grandes entreprises et certains groupes (JO L 330 du 15.11.2014, p. 1).

ils se centreront ensuite sur l'évaluation de la matérialité de ces risques, c'est-à-dire la mesure dans laquelle ils affectent le risque de crédit à court terme de l'entreprise.

Les méthodes d'évaluation des risques liés au changement climatique s'appuieront sur des techniques de pointe.

Les ICAS prendront en compte des méthodes et des métriques fondées sur la publication harmonisée d'informations et sur les normes du secteur et utiliseront des approches prospectives. En vertu de la directive CSRD, les entreprises sont tenues de publier un vaste ensemble d'indicateurs basés sur des méthodologies normalisées et comparables dès lors que cela est possible⁶. Ces données peuvent être directement utilisées dans les métriques ou combinées avec des données issues d'autres sources. Étant donné que les effets attendus des risques liés au changement climatique sont observables à une fréquence et à une amplitude moins élevées dans les données historiques, les méthodes et métriques utilisées reposeront notamment sur des approches prospectives. Celles-ci s'appuieront sur des scénarios harmonisés issus des normes sectorielles, tels que ceux du réseau pour le verdissement du système financier (NGFS)⁷, afin de faciliter la cohérence des évaluations par les différents ICAS.

Les évaluations des ICAS relatives aux risques liés au changement climatique seront transparentes et objectives.

Les ICAS documenteront leurs sources de données et l'utilisation qui en a été faite ainsi que les méthodes et processus utilisés pour évaluer les risques liés au changement climatique. Pour chaque notation, le résultat de l'évaluation des risques liés au changement climatique et l'ajustement de la notation des ICAS résultant de ces considérations explicites seront documentés. Ces informations pourront être utilisées lors de l'examen annuel du caractère approprié des évaluations du risque de crédit par les ICAS et en appui des vérifications de la validité des évaluations des risques liés au changement climatique. Compte tenu de l'absence de données historiques pour réaliser des contrôles *a posteriori*, ces derniers pourraient être limités à des exercices de *benchmarking* et à des évaluations qualitatives à court terme.

Applications et évolutions futures

Les normes minimales communes pour les ICAS constituent une étape importante vers une meilleure intégration des risques liés au changement climatique dans le dispositif de garanties de l'Eurosystème.

En les intégrant explicitement aux notations, les normes minimales favorisent l'évaluation cohérente de ces risques et la mise en œuvre de décisions en matière de gestion des risques. Les ICAS intensifient actuellement leurs travaux afin d'intégrer les risques liés au changement climatique dans leurs évaluations. Tous les ICAS respecteront les normes minimales communes à partir de fin 2024. La plus grande disponibilité de données fiables et comparables et l'amélioration des méthodes devraient donner lieu à de nouvelles évolutions des meilleures pratiques. Les ICAS s'engagent à poursuivre leurs efforts, en suivant ces évolutions et en y contribuant, et vont

⁶ Groupe consultatif pour l'information financière en Europe, *Climate standard prototype*, Bruxelles, septembre 2021.

⁷ Réseau pour le verdissement du système financier, *Portail de scénarios du NGFS*.

envisager d'intégrer d'autres aspects tels que les risques environnementaux et les risques pour la biodiversité. Ils viseront par conséquent à donner l'exemple, en adoptant une culture d'évaluation du crédit qui reflète de manière appropriée l'un de nos principaux défis actuels : les risques liés au changement climatique.

Article

1 Les politiques budgétaires visant à atténuer le changement climatique dans la zone euro

Mar Delgado-Téllez, Marien Ferdinandusse et Carolin Nerlich

1 Introduction

Atténuer le changement climatique est devenu une urgence et nécessite des efforts soutenus et importants de la part des autorités publiques, dont la mise en œuvre de mesures budgétaires. Dans le cadre du pacte vert pour l'Europe, les États membres se sont engagés à réduire les émissions de gaz à effet de serre de l'UE de 55 %, par rapport aux niveaux de 1990, d'ici 2030 et à atteindre la neutralité carbone d'ici 2050, conformément à l'accord de Paris ¹. Pour tenir ces engagements, des efforts soutenus supplémentaires et concentrés en début de période seront nécessaires dans de nombreux domaines ².

Nombre de ces initiatives liées au changement climatique comportent clairement un angle budgétaire. Ces initiatives peuvent être directement liées à la politique budgétaire, principalement par le biais de dépenses publiques ou de la fiscalité, et peuvent également avoir une influence indirecte sur les résultats macroéconomiques et budgétaires. Du côté des recettes, le système d'échange de quotas d'émission de l'UE (SEQE-UE), les taxes nationales sur le carbone et d'autres taxes écologiques nationales, telles que les droits d'accises sur les combustibles fossiles, sont les principales politiques climatiques des pays de la zone euro qui, directement ou indirectement, établissent une tarification des émissions de carbone. La théorie économique donne à penser que la tarification du carbone devrait constituer un élément essentiel de toute politique efficace de lutte contre le changement climatique. Du côté des dépenses, les investissements publics verts, les subventions et les transferts au secteur privé liés au climat ainsi que le retrait des subventions octroyées aux activités préjudiciables à l'environnement figurent parmi les mesures destinées à favoriser la transition verte en encourageant l'utilisation d'énergies propres, en favorisant l'innovation verte et en améliorant l'efficacité énergétique. En outre, il existe une interaction entre ces différentes politiques budgétaires visant à atténuer le changement climatique et les politiques non budgétaires, telle que les réglementations destinées à accroître l'efficacité énergétique.

¹ Commission européenne, [Le pacte vert pour l'Europe](#), communication et annexe, décembre 2019.

² La Commission européenne a soumis un ensemble de propositions destinées à aligner les politiques respectives de l'UE sur la réduction d'au moins 55 % des émissions nettes de gaz à effet de serre d'ici 2030, par rapport aux niveaux de 1990, dans le paquet « Ajustement à l'objectif 55 ». Cf. Commission européenne, « [Ajustement à l'objectif 55](#) » : [atteindre l'objectif climatique de l'UE à l'horizon 2030 sur la voie de la neutralité climatique](#) », juillet 2021.

Cet article présente une vue d'ensemble des mesures de politique budgétaire liées au climat existantes, nécessaires et attendues pour accélérer la transition verte au sein de la zone euro. L'article examine les mesures budgétaires liées au climat actuellement en vigueur, qui représentent des parts relativement faibles des recettes et des dépenses publiques. L'accent est mis sur deux instruments budgétaires puissants, à savoir la tarification du carbone et les investissements verts publics. Enfin, l'article analyse les mesures compensatoires permettant d'assurer une transition verte plus équitable ³.

2 Mesures budgétaires existantes visant à atténuer le changement climatique

À l'heure actuelle, les taxes environnementales ne représentent qu'une part modeste des recettes publiques totales. Si la plupart des pays appliquent des taxes énergétiques plus élevées que le minimum imposé par la directive de l'UE sur la taxation de l'énergie ⁴, cette directive n'a pas été revue depuis 2003. En 2019, les taxes énergétiques dans la zone euro ont représenté 4,8 % des recettes publiques totales (graphique 1, partie a). Les taxes sur les transports ciblent généralement les véhicules les plus polluants via, par exemple, des frais d'immatriculation ou de circulation plus élevés ⁵. Les taxes sur les transports ont représenté en moyenne environ 1,2 % des recettes dans la zone euro en 2019. En outre, la plupart des taxes sur l'énergie et les transports ne sont pas proportionnelles aux émissions de gaz à effet de serre générées.

Les systèmes d'échange de quotas d'émission et les taxes sur le carbone visent explicitement les émissions de carbone, bien que la couverture sectorielle limitée et les prix initialement bas des permis se soient traduits par des recettes publiques modestes. Le SEQUE-UE, lancé en 2005, couvrait en 2021 1,73 gigatonne d'émissions de gaz à effet de serre en équivalent CO₂ émanant de 31 juridictions, soit 3,2 % du total mondial ⁶. En raison des faibles prix de vente aux enchères des permis d'émission et de l'attribution gratuite des permis pendant les premières phases de son application, les recettes n'étaient pas significatives au départ (graphique 1, partie a). La forte hausse des prix des enchères en 2021 et début 2022 a permis d'accroître les recettes. Toutefois, l'inconvénient du SEQUE-UE est qu'il ne couvre pas certains secteurs économiques à forte intensité en carbone et qu'une grande partie des permis d'émission a été attribuée gratuitement et non mise

³ Les mesures d'adaptation à l'impact du changement climatique, qui comportent également un fort angle budgétaire, n'entrent pas dans le champ du présent article.

⁴ Directive 2003/96/CE du Conseil du 27 octobre 2003 restructurant le cadre communautaire de taxation des produits énergétiques et de l'électricité (JO L 283, 31.10.2003), p. 51.

⁵ Commission européenne, Direction générale de la mobilité et des transports, El Beyrouthy (K.), Gatto (M.), Essen (H.) *et al.*, « [Transport taxes and charges in Europe: an overview study of economic internalisation measures applied in Europe](#) », Commission européenne, 2019.

⁶ Cf. l'encadré intitulé « [Prix des quotas d'émission de carbone dans l'UE dans le cadre du plan d'action de la BCE sur le changement climatique](#) », *Bulletin économique*, n° 6, BCE, 2021. Les juridictions participant au SEQUE-UE sont les pays de l'UE, l'Islande, le Liechtenstein, la Norvège et le Royaume-Uni.

aux enchères, afin de limiter le risque de fuite de carbone ⁷. Outre le SEQE-UE, certains pays disposent de taxes explicites sur le carbone. En Finlande, par exemple, une taxe sur le carbone est en vigueur depuis 1990. Toutefois, nombre de ces taxes nationales ont tendance à être relativement insignifiantes en termes de couverture et de prix des émissions (graphique 1, partie b). En 2021, l'Allemagne a mis en place un SEQE national pour les secteurs des transports et de la construction, qui ne sont pas couverts par le SEQE-UE.

⁷ La fuite de carbone désigne la délocalisation d'entreprises vers des juridictions où les contraintes en matière d'émissions sont moins strictes afin d'éviter les coûts. Ce phénomène réduit l'impact des politiques climatiques sur les émissions globales.

Graphique 1

Impact des politiques climatiques en termes de recettes budgétaires publiques

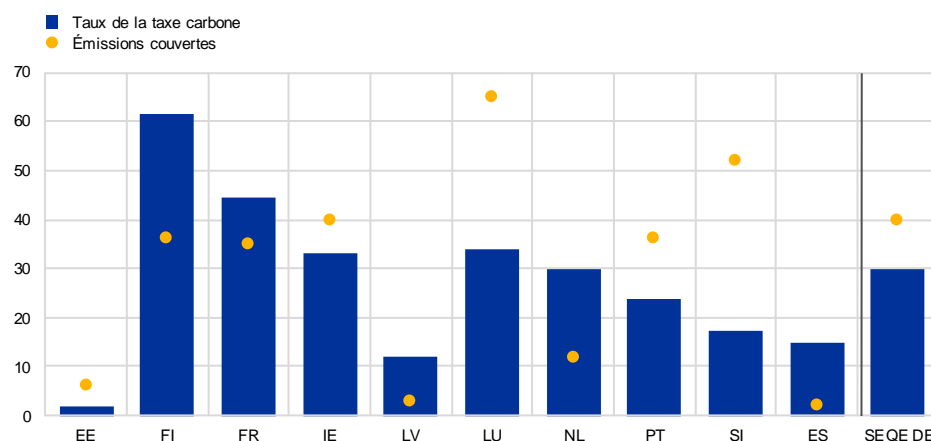
a) Taxes environnementales et recettes du système d'échange de quotas d'émission de l'UE dans la zone euro

(pourcentage des recettes publiques totales)



b) Recettes des taxes sur le carbone et des systèmes d'échange de quotas d'émission nationaux par pays

(taux de la taxe carbone en EUR par tonne d'émissions de gaz à effet de serre équivalent CO₂ ; émissions calculées en pourcentage des émissions totales)



Sources: Eurostat, Banque mondiale et calculs des auteurs.

Notes : La partie a du graphique 1 montre les taxes environnementales en 2019 (avant la crise du coronavirus (COVID-19))

« Minimum-maximum » correspond au pays de la zone euro présentant la part la plus faible et la plus élevée des recettes fiscales environnementales ou des recettes du système d'échange de quotas d'émission (SEQE) par rapport aux recettes totales.

« Moyenne » correspond à la part moyenne de la zone euro. La partie b du graphique 1 montre les pays de la zone euro disposant d'une taxe carbone nationale explicite ou d'un système national d'échange de quotas d'émission. Le SEQE national de l'Allemagne est entré en vigueur en janvier 2021. Dans certains pays, des secteurs sont soumis à la fois aux taxes nationales sur le carbone et au SEQE-UE (ce dernier n'est pas inclus dans le graphique).

Les investissements publics en faveur des énergies propres, de l'efficacité énergétique des bâtiments et des transports publics sont limités. Seul un quart de l'investissement public total peut être considéré comme lié au climat (investissements dans les transports, l'énergie et l'environnement), ce qui représente environ 1 % du PIB de la zone euro. Les investissements dans les transports et la protection de l'environnement représentent les deux plus grands domaines d'investissement public (graphique 2, partie a).

Bien qu'en baisse, les subventions aux combustibles fossiles continuent de jouer un rôle. Ces subventions peuvent prendre la forme de crédits d'impôt pour les

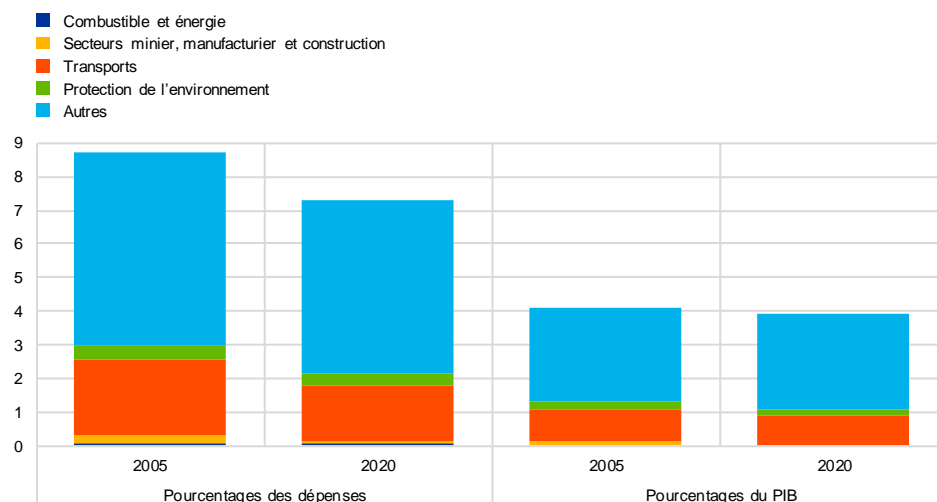
entreprises productrices de combustibles fossiles ou de subventions visant à réduire le coût des combustibles fossiles pour le consommateur. Le FMI fait la distinction entre les subventions explicites et implicites (graphique 2, partie b). Les subventions explicites sont accordées en cas de différence négative entre le coût d'approvisionnement en combustibles et le prix au détail, lorsque cette sous-évaluation résulte d'un soutien public direct aux producteurs. Les subventions implicites sont plus vastes, car elles couvrent les externalités liées à l'utilisation de combustibles fossiles, comme le changement climatique, la pollution urbaine et la congestion du trafic. Les subventions implicites sont plus nombreuses que les subventions explicites dans tous les pays de la zone euro, à l'exception de l'Estonie, qui présente les niveaux de subventions explicites et de recettes fiscales sur l'énergie les plus élevés de la zone euro. Plusieurs pays continuent d'encourager explicitement la consommation de combustibles fossiles par le biais de politiques budgétaires, bien que cela représente moins de 2 % des dépenses totales.

Graphique 2

Politiques climatiques en termes de dépenses

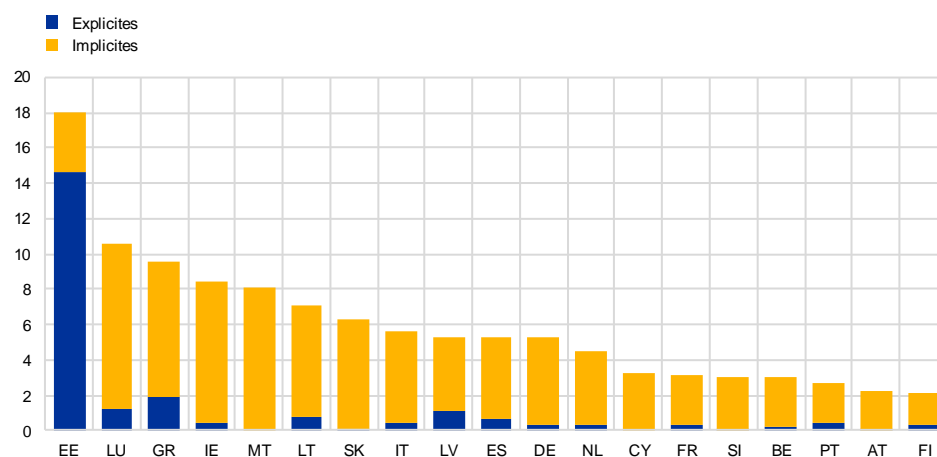
a) Investissement public total dans la zone euro

(pourcentages des dépenses totales et du PIB)



b) Subventions à l'utilisation de combustibles fossiles

(pourcentages des dépenses totales en 2019)



Sources : Graphique 2, partie a : Eurostat (Données issues de la Classification des fonctions des administrations publiques, COFOG) ; Graphique 2, partie b : Parry (I.), Black (S.), Vernon (N.), « *Still Not Getting Energy Prices Right: A Global and Country Update of Fossil Fuel Subsidies* », Fonds monétaire international, septembre 2021, et calculs des auteurs.

Note : Dans le graphique 2, partie a, l'investissement inclut la formation totale de capital et les subventions à des fins d'investissement.

Encadré 1

Réponses des autorités afin de faire face aux prix élevés de l'énergie et de garantir la sécurité énergétique

Steffen Osterloh, Christoph Zwick et Miles Parker

La guerre menée par la Russie en Ukraine a conduit les gouvernements à prendre des mesures budgétaires pour faire face aux prix élevés de l'énergie et a accéléré l'activité législative en lien avec la transition écologique au niveau européen. Les États membres ont mis en œuvre des

mesures budgétaires temporaires visant principalement à aider les ménages ⁸. En mai 2022, le plan *REPowerEU* a été présenté pour garantir la sécurité énergétique européenne, ce qui contribuera à atteindre les objectifs de l'UE en matière de changement climatique ⁹.

Les mesures budgétaires nationales actuelles sont soit destinées aux ménages les plus vulnérables, soit généralisées, et concernent tant le volet recettes que le volet dépenses. Sur le plan des recettes, elles sont principalement liées à des réductions de la taxe sur la valeur ajoutée et des droits d'accise sur l'énergie, ainsi qu'à des réductions d'autres taxes ou frais liés à la consommation d'énergie. Étant donné qu'il est difficile de cibler les ménages vulnérables pour l'application de réductions de taxes, la majorité de ces mesures sont généralisées. Sur le plan des dépenses, certaines mesures sont liées à la consommation d'énergie et prennent la forme de remises sur les carburants ou de plafonnements des prix de l'énergie subventionnés par l'État, ou de chèques carburant ou électricité qui réduisent le prix de l'énergie pour les consommateurs. Bien que les remises sur les carburants soient accordées à tous les consommateurs, les dépenses peuvent être ciblées sous la forme de ristournes ou de chèques destinés à une sélection de ménages. Afin d'éviter d'encourager l'augmentation de la consommation de combustibles fossiles, un soutien direct au niveau des dépenses peut également être accordé sous la forme de versements forfaitaires non liés à la consommation individuelle d'énergie. Ce soutien au revenu peut cibler différents groupes et être ajusté en fonction des besoins des individus en matière de mobilité. Enfin, l'État peut accorder des subventions pour trouver des alternatives aux activités consommatrices d'énergie, notamment pour encourager l'utilisation des transports publics.

Les mesures relatives à l'énergie doivent rester temporaires et encourager les économies d'énergie tout en apportant une réponse efficace aux défis à court terme et en protégeant les ménages les plus vulnérables. Les réductions d'impôts horizontales et les transferts non ciblés présentent un rapport coût-efficacité moindre que les mesures en matière de dépenses qui ciblent les individus les plus vulnérables. Cela est dû au fait que ces mesures ciblées réduisent les pertes sèches liées à l'octroi de subventions aux consommateurs qui n'en ont pas besoin. Un ciblage efficace en termes de coûts doit tenir compte des critères sociaux et des besoins énergétiques, comme dans le cas des subventions pour la consommation individuelle d'énergie. Enfin, les mesures doivent encourager les économies d'énergie et être temporaires afin d'être cohérentes avec les objectifs de décarbonation. Les réductions fiscales (ou les exonérations de droits d'accise sur les combustibles fossiles) et les dépenses destinées à subventionner l'utilisation des combustibles fossiles et des produits à forte intensité d'émission de carbone sont problématiques, également parce qu'elles n'incitent pas à utiliser l'énergie de manière efficiente ni à investir pour réaliser des économies d'énergie. Les subventions doivent de préférence prendre la forme d'un soutien au revenu forfaitaire ou être liées aux substitutions individuelles d'énergie, par exemple une indemnité pour l'utilisation des transports en commun. Les subventions aux transports publics ou pour les investissements verts peuvent avoir un impact particulièrement positif sur la substitution d'énergie, mais il est difficile dans ce cas de cibler les ménages vulnérables.

Le plan *REPowerEU* comprend d'importantes initiatives pour accélérer la transition écologique. Il prévoit l'accélération du déploiement des énergies renouvelables, avec l'objectif de porter la part des énergies renouvelables d'ici 2030 de 40 % dans le cadre du paquet « Ajustement à l'objectif 55 » à 45 %. Parmi les mesures pour atteindre cet objectif plus ambitieux, on trouve la

⁸ Cf. l'encadré intitulé « [La réponse de politique budgétaire de la zone euro à la guerre en Ukraine et son impact macroéconomique](#) », *Bulletin économique*, n° 5, BCE, 2022.

⁹ Cf. le [plan REPowerEU](#), Communication et Annexes, Commission européenne, mai 2022.

simplification des procédures d'autorisation des projets dans le domaine des énergies renouvelables et la concentration en début de période des investissements dans l'installation de panneaux solaires sur les bâtiments. En outre, la Commission européenne propose de relever de 9 % à 13 % l'objectif d'efficacité énergétique pour 2030 dans le cadre du paquet « Ajustement à l'objectif 55 » et a proposé des mesures concrètes pour y parvenir, notamment un déploiement accéléré des systèmes de chauffage à haute performance.

Cette volonté affichée d'atteindre l'indépendance énergétique pourrait modifier le calendrier de réduction des émissions de carbone. Le fait de se détourner des combustibles fossiles russes impliquera probablement d'utiliser plus longtemps que prévu les capacités de production de charbon existantes dans la zone euro. Cela, conjugué à la vente prévue de quotas d'émission supplémentaires provenant de la réserve de stabilité du marché – d'une valeur totale de 20 milliards d'euros, régulièrement échelonnés sur quatre ans – signifiera probablement que le plan *REPowerEU* sera préjudiciable aux objectifs de réduction des émissions à court terme. Cependant, si les mesures proposées pour promouvoir l'efficacité énergétique et les énergies renouvelables sont intégralement mises en œuvre et prennent progressivement effet, les émissions pourraient diminuer plus rapidement vers la fin de la décennie.

L'amélioration des procédures d'autorisation pour les énergies renouvelables pourrait fortement doper la part d'énergie propre dans l'approvisionnement total en énergie. À l'heure actuelle, la lenteur et la complexité des procédures d'autorisation constituent un obstacle majeur au déploiement des énergies renouvelables. La proposition d'accélérer ces procédures dans le cadre du plan *REPowerEU* sera essentielle pour accélérer la transition énergétique. Elle comprend notamment la mise en place de « zones propices », dans lesquelles les délais d'octroi des autorisations seraient limités à un an maximum, contre neuf ans actuellement pour les projets d'énergie éolienne. Cela est d'autant plus important qu'au cours de la dernière décennie, les coûts des technologies des énergies renouvelables ont diminué de 85 % environ pour les panneaux solaires et de plus de 50 % pour l'énergie éolienne, faisant de ces technologies une alternative compétitive aux combustibles fossiles.

3 Comblent les lacunes de l'action publique et conséquences budgétaires

Afin d'atteindre les objectifs de l'accord de Paris, les pays de la zone euro doivent considérablement accélérer leurs efforts pour réduire les émissions de gaz à effet de serre. En moyenne, les objectifs 2020 de l'UE relatifs à la réduction des émissions, aux énergies renouvelables et à la consommation d'énergie ont été atteints, l'impact économique de la pandémie de coronavirus (COVID-19) ayant joué un rôle majeur. Toutefois, d'importants efforts supplémentaires seront nécessaires pour atteindre des objectifs plus ambitieux à l'horizon 2030, objectifs qui constituent les prochaines étapes clés dans le cadre du pacte vert pour l'Europe¹⁰. La tarification du carbone et les investissements verts devront jouer un rôle clé afin de combler les lacunes de l'action des autorités et d'accélérer la transition écologique.

¹⁰ « *Trends and projections in Europe 2021* », Agence européenne pour l'environnement, octobre 2021.

Le rôle de la tarification du carbone

La tarification du carbone peut être un outil très efficace et efficient pour atténuer le changement climatique. Une tarification du carbone bien conçue et suffisamment élevée devrait permettre la réussite des politiques en matière de changement climatique. Elle fournit un encouragement continu à réduire les émissions – notamment par le biais de l’innovation dans les technologies vertes – tout en générant des recettes qui peuvent être réinvesties et utilisées pour les transferts sociaux. La tarification du carbone, contrairement à la réglementation, permet aux entreprises de choisir le niveau et le type d’efforts supplémentaires qu’elles souhaitent accomplir pour réduire leurs émissions, ce qui garantit que les émissions sont réduites de la manière la plus efficace possible et que l’innovation est encouragée. Ces avantages seront amplifiés si la tarification du carbone est répandue et uniforme dans l’ensemble de l’économie, car un plus grand nombre d’agents économiques pourront alors déterminer leurs émissions de carbone en fonction de cette tarification.

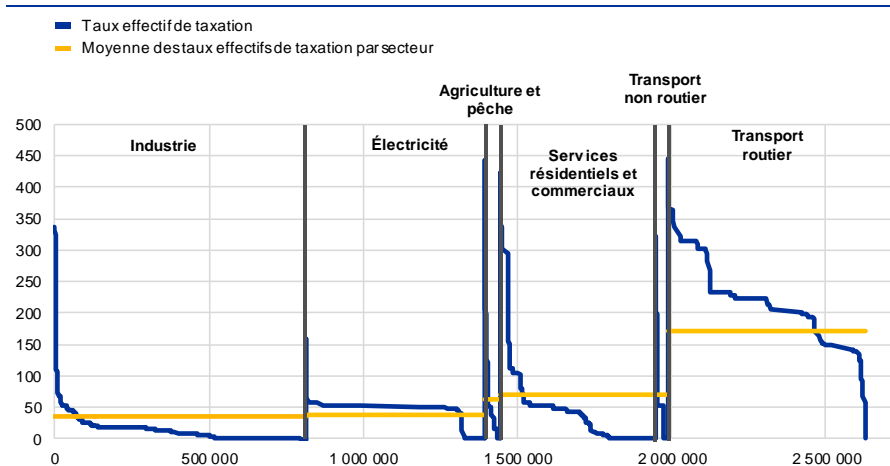
Les taux effectifs sur le carbone, qui fournissent un indicateur utile des écarts en matière de tarification du carbone, diffèrent considérablement dans la zone euro. Les taux effectifs sur le carbone se fondent sur un concept développé par l’OCDE qui reflète le prix des émissions de carbone issu de trois sources différentes : les prix des quotas d’émission échangeables, les taxes carbone et les droits d’accise sur les carburants et combustibles. Ils sont calculés pour six secteurs, couvrant presque toute l’économie ¹¹. En raison de la grande hétérogénéité des taux de taxation nationaux et de la couverture partielle du SEQE-UE (section 2), les taux effectifs sur le carbone diffèrent grandement au sein des secteurs économiques des pays de la zone euro et d’un secteur à l’autre (graphique 3) ainsi que d’un pays à l’autre. Bien que dans certains secteurs le taux effectif sur le carbone le plus élevé dépasse 300 euros par tonne de CO₂, une grande partie des émissions de carbone est tarifée à un niveau très bas ou n’est pas taxée du tout. À 77 euros par tonne de CO₂, le taux effectif moyen sur le carbone dans la zone euro est supérieur aux taux dans de nombreux autres pays, mais se situe bien au-dessous du taux de 120 euros par tonne de CO₂ qui serait nécessaire en 2030 pour parvenir à la décarbonation d’ici 2050, selon les estimations récentes ¹².

¹¹ Ces secteurs comprennent l’industrie, l’électricité, l’agriculture et la pêche, les services résidentiels et commerciaux, le transport non routier et le transport routier.

¹² Cf. OCDE, « *Taxer la consommation d’énergie 2022* », à paraître. Dans des études précédentes, l’OCDE a estimé que 30 euros par tonne de CO₂ constituait la valeur de référence basse historique et que 60 euros par tonne de CO₂ était l’estimation basse pour les coûts du carbone en 2030. Le FMI a plaidé en faveur d’un prix plancher du carbone à hauteur de 75 dollars par tonne de CO₂ pour les économies avancées. Cf. [Moniteur des finances publiques du FMI](#), FMI, avril 2022.

Graphique 3

Taux effectifs de taxation du carbone dans la zone euro en 2021



Sources : OCDE et calculs des auteurs.

Notes : Les taux effectifs de taxation du carbone reflètent le prix des émissions de carbone issu de trois sources différentes, à savoir les prix des quotas d'émission échangeables, les taxes carbone et les droits d'accise sur les carburants et combustibles, et sont calculés sur la base de la teneur énergétique des différentes sources de combustibles. Ils sont calculés pour six secteurs : le transport routier, le transport non routier (hors transport aérien et maritime international), l'industrie, l'agriculture et la pêche, les services résidentiels et commerciaux et la production d'électricité, sur la base des taux de taxation au 1^{er} avril 2021 et des prix des quotas SEQUE-UE vendus aux enchères en 2021. L'axe des abscisses représente les émissions totales cumulées (sur la base des données relatives à 2018, avec un ajustement pour le système allemand d'échange d'émissions mis en place en 2021), réparties entre les six secteurs pour lesquels le taux effectif de taxation du carbone est calculé.

Atteindre la neutralité carbone à l'horizon 2050 requiert effectivement un niveau plus élevé et une couverture plus large de la tarification du carbone.

La Commission européenne a fait plusieurs propositions pour soutenir cet objectif, principalement dans le cadre du paquet « Ajustement à l'objectif 55 ». Elles portent notamment sur l'élargissement de la portée du SEQUE, la création de quotas SEQUE pour les secteurs de la construction et du transport, la réduction du nombre de quotas et la suppression progressive du nombre de quotas d'émission alloués gratuitement. Le paquet comprend également une proposition de révision de la directive sur la taxation de l'énergie visant à promouvoir les technologies propres et à mettre en place des niveaux de taxation plus élevés pour les combustibles fossiles. Si elles sont adoptées, ces propositions devraient faire augmenter les taux effectifs sur le carbone et leur couverture. En moyenne, il est estimé qu'une augmentation de 10 euros par tonne de CO₂ des taux effectifs sur le carbone réduirait les émissions de 7,3 % à long terme¹³. Toutefois, cette efficacité dépend également de la disponibilité des technologies vertes et du calendrier d'augmentation des taxes. Les effets à court terme d'une hausse du taux effectif sur le carbone sur la production et l'inflation dépendent du rythme de l'augmentation, des secteurs concernés par la hausse de la tarification du carbone et de la manière dont les recettes fiscales supplémentaires sont utilisées (encadré 2).

¹³ D'Arcangelo (F.), Pisu (M.), Raj (A.) et Van Dender (K.), « *Estimating the CO₂ emission and revenue effects of carbon pricing: new evidence from a large cross-country dataset* », *Documents de travail du Département des affaires économiques de l'OCDE*, à paraître.

Encadré 2

Analyse fondée sur un modèle de l'impact à court terme de l'augmentation de la taxation effective du carbone sur la production et l'inflation dans la zone euro

Marien Ferdinandusse, Friderike Kuik, Georg Müller et Carolin Nerlich

Cet encadré présente une analyse fondée sur un modèle de l'impact à court terme de l'augmentation des taux effectifs sur le carbone sur la production et l'inflation dans la zone euro selon deux scénarios¹⁴. Le scénario de « tarification progressive du carbone » fait l'hypothèse d'une augmentation régulière et linéaire des taux effectifs moyens sur le carbone pour atteindre 120 euros par tonne de CO₂ d'ici 2030 dans tous les secteurs sauf le transport routier, pour lequel le scénario fait l'hypothèse d'une augmentation à 200 euros par tonne de CO₂¹⁵. Le scénario de « tarification du carbone concentrée en début de période » fait l'hypothèse d'une augmentation plus forte des taux effectifs sur le carbone, de même ampleur pour tous les secteurs (environ 18 euros par tonne de CO₂ par an), atteignant des niveaux conformes à l'objectif de neutralité carbone d'ici 2024.

Les conséquences macroéconomiques de l'augmentation des taux effectifs sur le carbone sont envisagées à travers deux canaux de transmission : la taxation de la consommation des ménages et les intrants énergétiques des entreprises. Les implications macroéconomiques sont évaluées à l'aide du nouveau modèle multi-pays (*New Multi-Country Model*, NMCM) de la BCE, qui se prête bien à l'analyse des évolutions à court terme entourant l'horizon à trois ans des projections de référence¹⁶. Bien que le modèle NMCM n'attribue pas de rôle explicite aux intrants énergétiques dans la production et ne prenne pas en compte leur taxation, il est toujours possible de cartographier l'instrument de taux effectif sur deux canaux différents. Premièrement, la taxation de la consommation est modélisée comme un choc classique sur la taxe sur la valeur ajoutée ayant une incidence directe sur les prix à la consommation pour les ménages. Le second canal, qui représente la tarification du carbone pour les entreprises, est modélisé comme un choc sur l'énergie importée¹⁷, qui se répercute indirectement sur les prix pour le consommateur final. La cartographie des canaux est fondée sur les six secteurs pour lesquels les taux effectifs de taxation du carbone sont calculés¹⁸.

Les résultats indiquent des effets macroéconomiques limités, mais non négligeables dans le cas d'une augmentation progressive des taux effectifs sur le carbone, et des effets considérablement plus importants dans le cas du second scénario, qui prévoit une augmentation de la tarification du

¹⁴ Cet exercice mesure les tensions inflationnistes en tenant compte des réponses endogènes de politique monétaire apportées par la banque centrale.

¹⁵ Cf. la section 3.1 et la note de bas de page 12. Un relèvement du plancher fiscal est envisagé pour le secteur du transport routier, car le taux effectif sur le carbone est déjà supérieur à 120 euros par tonne de CO₂ et car certaines des propositions politiques de l'UE impliquent de nouvelles augmentations.

¹⁶ Cf. Dieppe (A.), González Pandiella (A.), Hall (S.) et Willman (A.), « *Limited information minimal state variable learning in a medium-scale multi-country model* », *Economic Modelling*, vol. 33, n° C, 2013.

¹⁷ En ce sens, le prix du carbone peut être considéré comme une taxe sur la valeur des ressources fossiles, où l'on suppose que la zone euro dépend entièrement des importations. Dans le modèle, les ressources fossiles déclenchent uniquement un effet prix : l'augmentation des prix à l'importation entraîne par la suite une perte de pouvoir d'achat pour les ménages et par conséquent une diminution de la consommation de biens.

¹⁸ Les secteurs de l'industrie, de l'agriculture et de la pêche ainsi que du transport non routier sont considérés comme pertinents pour la taxation des entreprises, et le secteur du transport routier est lié à la consommation des ménages. L'augmentation de la fiscalité pour les services résidentiels et commerciaux et de la production d'électricité est répartie entre les ménages et les entreprises, en fonction de leur consommation énergétique relative dans ces secteurs, les ménages représentant 75 % des émissions résultant des services résidentiels et commerciaux, et 25 % des émissions résultant de la production d'électricité.

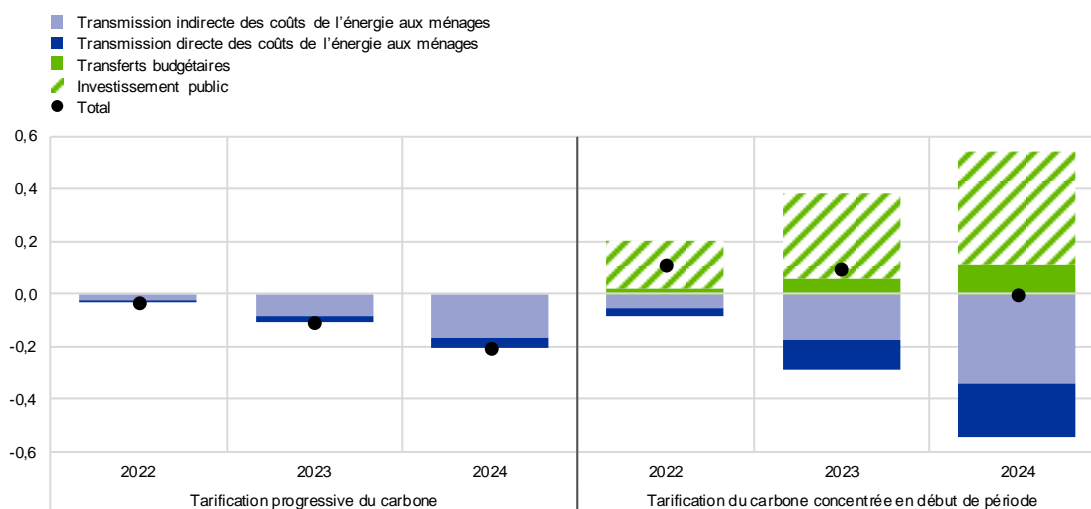
carbone davantage concentrée en début de période. Étant donné que les ménages sont déjà confrontés à des taxes implicites sur le carbone relativement élevées (principalement dans le transport routier), le scénario de tarification progressive du carbone implique essentiellement des coûts de production supplémentaires pour les entreprises. Les simulations impliquent une transmission des coûts et des prix à la production aux prix pour le consommateur final, qui se traduit par une hausse annuelle d'environ 0,15 point de pourcentage de l'inflation mesurée par l'IPCH (graphique A, partie b). L'augmentation des coûts de l'énergie se répercute également sur l'IPCH hors énergie. Le second scénario, en revanche, fait apparaître des hausses plus importantes de l'inflation mesurée par l'IPCH, de plus de 0,4 point de pourcentage en 2022-2023 et de 0,3 point de pourcentage en 2024¹⁹. Cela résulte en partie du fait que le canal des intrants joue un rôle plus important comparé au premier scénario, mais également du fait d'une augmentation plus forte de la taxation sur la consommation payée par les ménages que dans le premier scénario. L'impact plus important en termes nominaux dans le second scénario, qui entraîne des pertes de revenu réel et par conséquent une diminution de la consommation, se traduit par un fort recul du PIB de 0,5 % d'ici 2024 sans mesures budgétaires (graphique A, partie a).

Graphique A

Impact d'une augmentation des taxes carbone effectives sur l'économie de la zone euro

a) Niveau du PIB

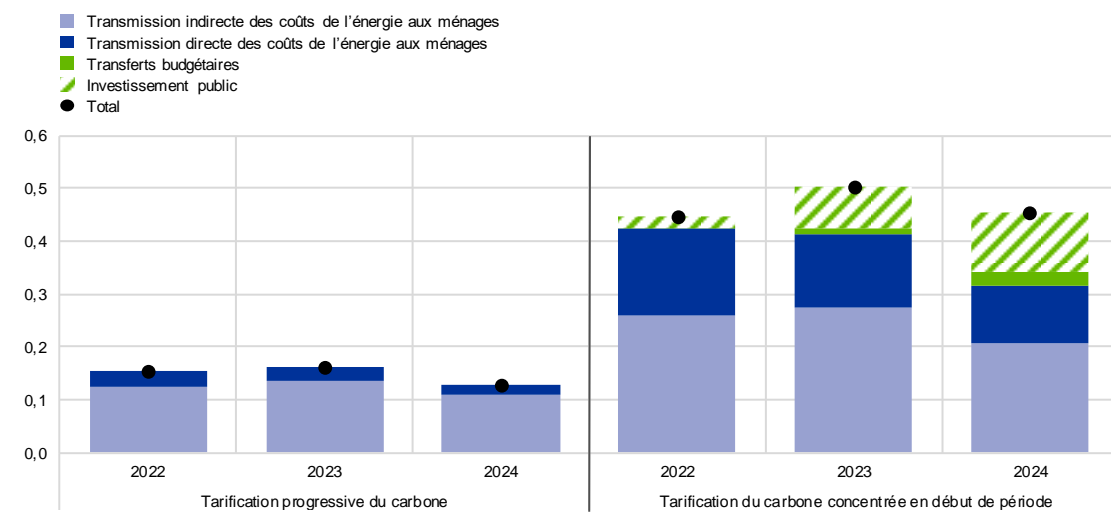
(écart par rapport au niveau de référence en points de pourcentage)



¹⁹ Ces chiffres ne tiennent pas compte de l'impact de mesures budgétaires telles que les transferts budgétaires ou l'investissement public.

b) Inflation mesurée par l'IPCH

(écart par rapport aux taux de croissance de référence en points de pourcentage)



Sources : OCDE et calculs des services de la BCE.

Notes : Les simulations reposent sur le nouveau modèle multi-pays (*New Multi-Country Model*, NMCM) de la BCE. Dans le scénario de « tarification du carbone concentrée en début de période », le montant des transferts vers les ménages est égal aux recettes provenant des taxes payées par les consommateurs. Le montant de l'investissement public est égal aux recettes provenant des taxes sur le carbone payées par les entreprises. Les simulations sont réalisées dans le contexte d'une politique monétaire exogène, sans stabilisateurs budgétaires automatiques, et sans répercussions supplémentaires sur les échanges commerciaux.

Le recyclage des recettes supplémentaires pourrait atténuer les effets sur la production, mais accroîtrait l'impact inflationniste de la hausse des taxes carbone effectives. Au lieu de réduire la dette, comme cela a été simulé dans le premier scénario, les gouvernements pourraient utiliser les recettes supplémentaires provenant des taxes sur le carbone pour réduire d'autres taxes ou pour accroître d'autres dépenses. Nous simulons le recyclage des recettes budgétaires dans le second scénario sous la forme de transferts au secteur des ménages et d'investissements publics. Cela compenserait l'impact négatif sur la production, mais amplifierait les effets inflationnistes via l'augmentation de la demande (graphique A, partie a). Si les recettes fiscales provenant de l'augmentation des taux effectifs sur le carbone étaient utilisées pour réduire d'autres taxes indirectes sur les biens et les services, cela réduirait les pressions à la hausse sur l'inflation et les pressions à la baisse sur la production.

Ces résultats peuvent être considérés comme une limite supérieure pour l'impact à court terme de la hausse des taux effectifs sur le carbone sur la production et l'inflation. Cet exercice repose sur plusieurs hypothèses. Premièrement, l'exercice simplifie fortement la complexité de la transmission réelle du coût de l'énergie à la chaîne de production et aux ménages, avec une éventuelle forte hétérogénéité entre pays et entre secteurs²⁰. Deuxièmement, l'exercice fait l'hypothèse que les mesures sont mises en place pendant la période relativement courte analysée ici. Cependant, il existe actuellement une incertitude quant au calendrier de mise en œuvre des propositions de l'UE pour atteindre la neutralité carbone à l'horizon 2050 et quant à la rigueur des prix du carbone. En particulier, le scénario de « tarification du carbone concentrée en début de période » est plus ambitieux que les propositions actuelles. Troisièmement, bien que les scénarios fassent l'hypothèse d'une diminution des émissions permettant d'atteindre les objectifs de l'UE, les réactions potentielles des agents économiques face à l'augmentation des prix du carbone ne sont pas

²⁰ Les différences entre pays en termes de transmission dépendent de la part de chaque source d'énergie primaire, de l'importance des différents secteurs dans chaque région et des cadres légaux et contractuels relatifs à la tarification sur le marché de l'électricité.

explicitement modélisées. Enfin, cette analyse ne prend pas en considération l'impact potentiel des politiques mondiales en matière de climat sur les prix des matières premières énergétiques.

Le rôle de l'investissement public

Pour soutenir la transition vers une économie à faible émission de carbone, d'importants investissements verts supplémentaires seront nécessaires.

La Commission européenne a estimé que les besoins supplémentaires en investissements verts publics et privés dans l'UE s'élevaient à environ 520 milliards d'euros par an (environ 3,7 % du PIB de 2019) sur la période 2021-2030²¹. Cela comprend les investissements annuels supplémentaires dans les systèmes d'énergie à hauteur de 390 milliards d'euros environ, ce qui correspond à une hausse de 57 % par rapport aux dépenses d'investissement annuelles moyennes réalisées entre 2011 et 2020 (graphique 4, partie a)²². Ces estimations reposent sur l'hypothèse d'une hausse de la tarification du carbone et d'une augmentation modérée de l'efficacité énergétique, des énergies renouvelables et des politiques en matière de transport écologique afin d'atteindre l'objectif de réduction de 55 % des émissions de CO₂ d'ici 2030. Les besoins d'investissement totaux comprennent également 130 milliards d'euros par an pour atteindre les objectifs environnementaux plus larges tels que la protection de l'environnement et la gestion des ressources.

Les déficits en matière d'investissement dans l'énergie les plus importants sont constatés dans les secteurs de la construction et du transport.

La Commission européenne a identifié la majeure partie des besoins d'investissement annuels supplémentaires nécessaires pour encourager l'efficacité énergétique dans le secteur du transport (175 milliards d'euros) et dans le secteur de la construction résidentielle (92 milliards) (graphique 4, partie a)²³. Les besoins d'investissement supplémentaires identifiés dans le secteur des énergies renouvelables (réseau électrique et centrales électriques) s'élèvent à 54 milliards d'euros, mais ce montant devra être encore relevé pour tenir compte de l'objectif plus ambitieux du plan *REPowerEU* en matière d'énergies renouvelables²⁴.

Les besoins en investissements verts diffèrent d'un pays à l'autre. Selon les déclarations des pays relatives à leurs plans nationaux en matière d'énergie et de climat (PNEC) pour la période 2021-2030, le déficit d'investissement annuel est compris entre 7 % du PIB au Portugal et bien moins de 1 % du PIB en Finlande

²¹ Cf. *L'économie de l'UE après la pandémie de COVID-19 : conséquences pour la gouvernance économique*, Commission européenne, octobre 2021 et « *Impact assessment for the revision of the Renewable Energy Directive* », Commission européenne, juillet 2021.

²² Il est possible que ces estimations sous-estiment les besoins d'investissement, car elles n'incluent pas les nouveaux investissements d'adaptation (par exemple, du fait d'une augmentation de la fréquence des événements météorologiques extrêmes). Elles n'incluent pas non plus les besoins d'investissement visant à réduire la dépendance vis-à-vis des combustibles fossiles dans le cadre du plan *REPowerEU*.

²³ Cf. Commission européenne (2021b), *op. cit.*

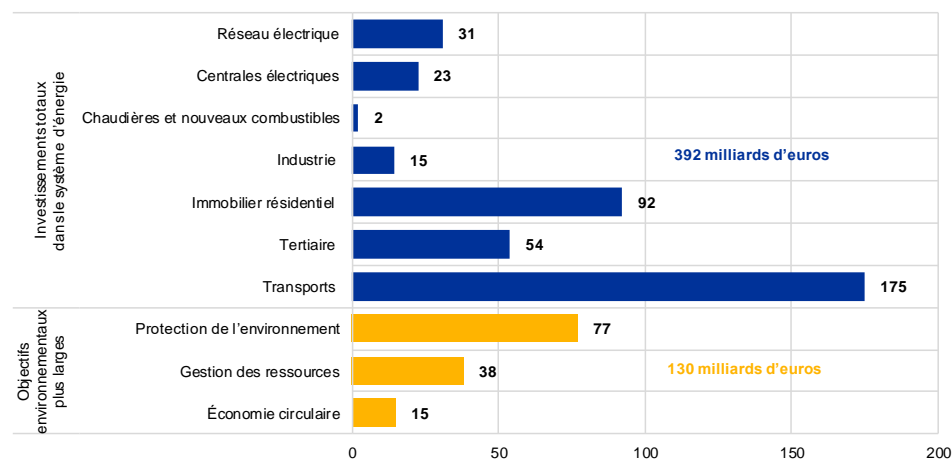
²⁴ Pour plus de détails concernant le plan *REPowerEU*, cf. l'encadré 1.

(graphique 4, partie b). Cependant, il conviendrait d'augmenter les besoins d'investissement fixés dans les PNEC pour tenir compte de l'objectif plus ambitieux de réduction de 55 % des émissions d'ici 2030, car ils ont été établis avant que l'objectif soit révisé.

Graphique 4 Écart en matière d'investissements verts

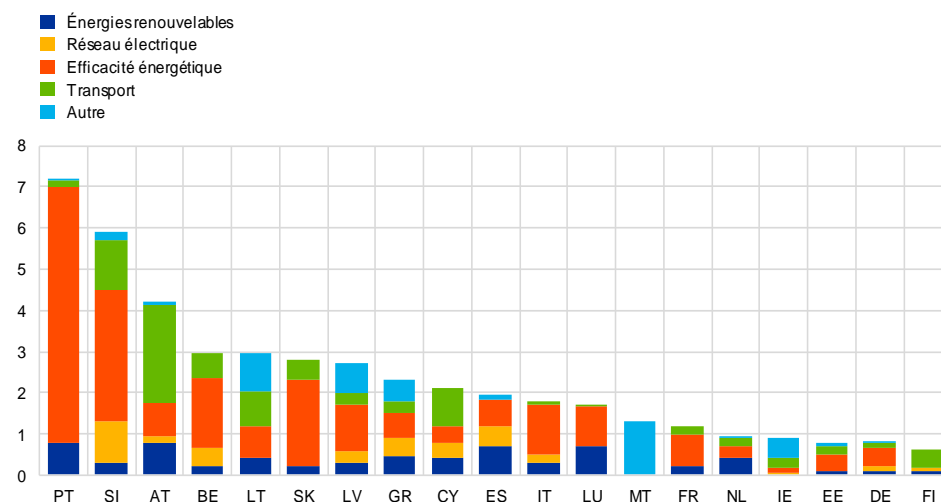
a) Ventilation sectorielle de l'écart d'investissement dans les systèmes d'énergie dans l'UE

(en milliards d'euros, annuellement pour la période 2021-2030)



b) Besoins en investissements verts par catégorie dans les pays de la zone euro

(en pourcentage du PIB, annuellement pour la période 2021-2030)



Sources : Graphique 4, partie a : Commission européenne (2021a et 2021b) ; Graphique 4, partie b : Banque européenne d'investissement et plans nationaux en matière d'énergie et de climat (PNEC) dans la zone euro pour 2019.

Notes : Les besoins d'investissement supplémentaires pour les systèmes d'énergie sont des projections établies par rapport aux niveaux d'investissement moyens pour la période 2011-2020 et par rapport aux niveaux de 2016 pour les objectifs environnementaux plus larges. Les projets d'investissement au titre du plan *REPowerEU* ne sont pas compris. La partie b se base sur les plans nationaux en matière d'énergie et de climat (PNEC) pour 2019.

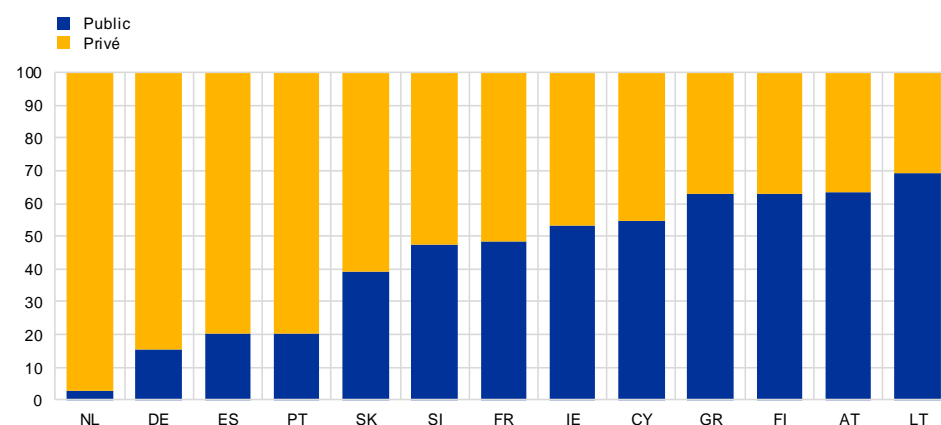
Le secteur public a un rôle crucial à jouer pour soutenir ces besoins d'investissement.

Même si la majeure partie des investissements verts supplémentaires devra être fournie par le secteur privé, le secteur public devra servir de catalyseur pour la transition. Cela pourra se faire soit par le biais d'investissements publics directs, soit par d'autres canaux tels que le cofinancement, les partenariats public-privé ou les garanties d'État. En outre, investir dans la

recherche et le développement faciliterait l'innovation dans les technologies propres ²⁵. Selon les PNEC, la part non pondérée des investissements publics verts s'élève à 45 % en moyenne des besoins totaux en investissements verts supplémentaires dans l'UE, mais il existe d'importantes disparités entre les pays (graphique 5) ²⁶. Sur la base de cette part et si elles sont ajustées pour atteindre l'objectif plus ambitieux à l'horizon 2030, les dépenses publiques annuelles supplémentaires en investissements verts devraient représenter de 1 % à 1,8 % du PIB de l'UE sur la période 2021-2030. Une proposition pour inciter les gouvernements à accroître les dépenses en investissements verts consiste à mettre en œuvre une règle d'or verte (encadré 3). Pour mobiliser des ressources privées supplémentaires, il faudrait faire progresser le cadre de finance durable de l'UE et promouvoir une union verte des marchés de capitaux.

Graphique 5 Sources publiques et privées de besoins en investissements verts supplémentaires

(en pourcentage du total, moyennes pour la période 2021-2030)



Source : Banque européenne d'investissement

Notes : Les données se basent sur les plans nationaux en matière d'énergie et de climat (PNEC) de la zone euro pour 2019 afin d'atteindre l'objectif de réduction des émissions de 40 % d'ici 2030. Il n'existe pas de données disponibles pour l'objectif plus ambitieux de 55 %. Les données relatives à la ventilation entre investissements publics et privés ne sont pas disponibles pour tous les pays de la zone euro.

Même si *Next Generation EU* (NGEU) va contribuer au financement des besoins d'investissements verts, sa part reste limitée en termes de périmètre et de durée. Les investissements verts financés par le plan NGEU représenteront environ 5 % du total estimé des investissements verts nécessaires pour atteindre l'objectif climatique de l'UE pour 2030 ²⁷. Sur la base des plans pour la reprise et la résilience (PRR), le montant total demandé au titre des mesures climatiques s'élève à 159 milliards d'euros pour les pays de la zone euro (soit 1,3 % du PIB de la zone en 2019 et un peu moins de 40 % des fonds demandés jusqu'à présent dans le

²⁵ Cf. Aghion (P.), Boneva (L.), Breckenfelder (J.), Laeven (L.), Olovsson (C.), Popov (A.), et Rancoita (E.), « *Financial markets and green innovation* », *Working Paper Series*, BCE, juillet 2022.

²⁶ La part des investissements publics verts pondérée du PIB s'élève à environ 25 %. Cela est comparable aux estimations comprises entre 0,5 % et 1 % du PIB de l'UE pour les investissements publics verts supplémentaires, qui supposent que seulement 28 % des investissements verts seront fournis par le secteur public, dans Darvas (Z.) et Wolff (G.), « *A green fiscal pact: climate investment in times of budget consolidation* », *Policy Contribution*, vol. 18, Bruegel, 2021.

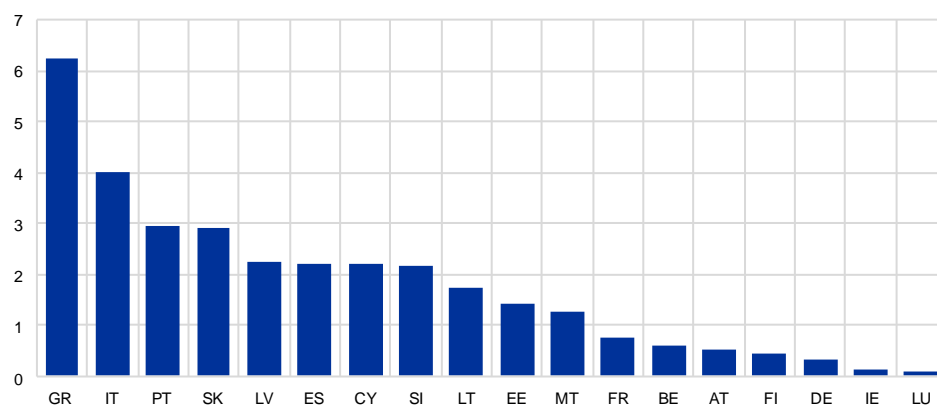
²⁷ Par hypothèse, le montant est distribué de façon linéaire au cours des six années du programme (2021-2026).

cadre de la facilité pour la reprise et la résilience)²⁸. Il existe de grandes différences entre les États membres en termes de part du PIB, avec une fourchette allant de plus de 5 % en Grèce à moins de 0,5 % en Allemagne (graphique 6, partie a). En ce qui concerne les domaines d'intervention, en moyenne 75 % environ des ressources disponibles seront consacrées à la mobilité durable, à l'efficacité énergétique et à l'énergie et aux réseaux verts (graphique 6, partie b).

Graphique 6 Éléments verts des plans pour la reprise et la résilience

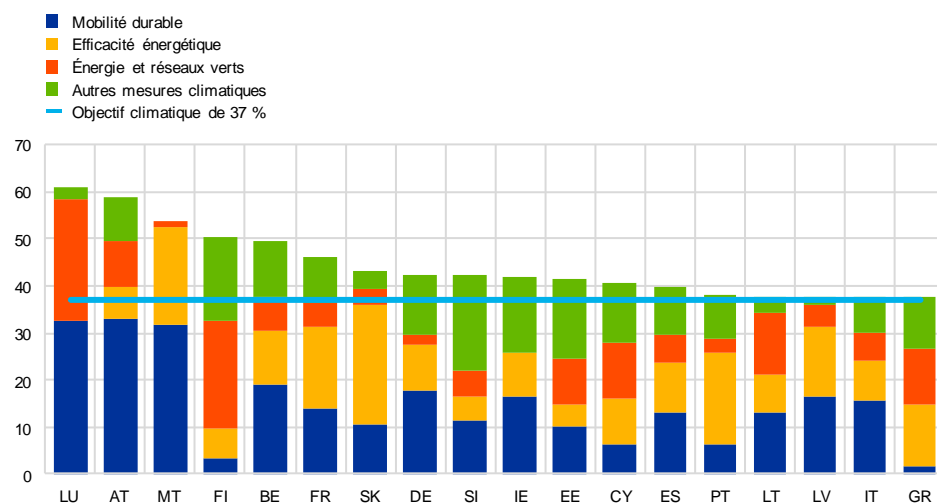
a) Montant demandé dans les PRR relatifs aux mesures climatiques par pays

(pourcentages du PIB en 2019, période 2021-2026)



b) Dépenses axées sur les objectifs climatiques dans les PRR par domaine d'intervention et par pays

(pourcentages des dépenses totales, période 2021-2026)



Source : Commission européenne.

Notes : Les plans pour la reprise et la résilience (PRR) sont présentés pour tous les pays de la zone euro, à l'exception des Pays-Bas, où ils n'avaient pas été approuvés début août 2022. Les « autres mesures climatiques » comprennent les dépenses consacrées, par exemple, à la recherche et au développement, à la transition vers une économie circulaire et aux compétences et emplois verts.

²⁸ Cela excède largement la demande d'une allocation totale de 37 % en faveur des objectifs climatiques.

Encadré 3

Des règles d'or vertes peuvent-elles contribuer à combler le déficit d'investissements verts ?

Marien Ferdinandusse, Carolin Nerlich et Steffen Osterloh

Les propositions de règles d'or vertes visent à stimuler les investissements publics verts dans l'UE tout en respectant la soutenabilité budgétaire²⁹. En vertu d'une règle d'or verte, les dépenses d'investissements publics verts seraient exemptées des règles budgétaires en vigueur dans le Pacte de stabilité et de croissance (PSC)³⁰. Le présent encadré examine les principaux arguments en faveur et contre l'introduction de règles d'or vertes visant à promouvoir les investissements publics verts.

Plusieurs arguments ont été avancés en faveur de cette proposition. Premièrement, exclure les dépenses d'investissements verts du cadre du PSC pourrait inciter les pays à investir davantage dans des projets verts. Alors que le changement climatique est un phénomène mondial, les dépenses d'investissements publics verts sont réalisées au niveau national. Les gouvernements ont probablement peu d'incitations à internaliser les externalités négatives liées au changement climatique, ce qui peut se traduire par un sous-investissement dans les projets verts. Cela peut être particulièrement le cas pour les pays dont la marge de manœuvre budgétaire est limitée. Deuxièmement, des règles d'or vertes pourraient aider à résoudre un problème d'incohérence temporelle : les pertes économiques liées à l'inaction d'aujourd'hui augmenteront de manière exponentielle et pourraient ne se faire pleinement sentir que des décennies plus tard, l'ampleur de ces pertes étant toutefois incertaine³¹. Pourtant, les incitations à concentrer les investissements publics verts en début de période, dans l'hypothèse où ils seraient financés par une taxation des électeurs d'aujourd'hui au profit de ceux de demain, risquent de ne recevoir qu'un faible soutien électoral³². Troisièmement, les investissements verts publics peuvent encourager les investissements verts privés, par exemple via des effets de réseau tels que les bornes de rechargement pour les voitures électriques. Ils peuvent donc contribuer à résorber les déficits de financement en matière d'innovation verte³³. Quatrièmement, les investissements verts pourraient au final favoriser la soutenabilité budgétaire s'ils contribuent à une croissance plus forte sur une période allant du moyen au long terme et à réduire les pertes économiques résultant du changement climatique³⁴.

²⁹ Cf. par exemple Claeys (G.), Tagliapietra (S.) et Zachmann (G.), « *How to make the European Green Deal work* », *Policy Contribution*, vol. 13, 2019 et Darvas (Z.) et Wolff (G.), *op. cit.*

³⁰ Le PSC n'inclut pas de règle d'or, car on considère que les inconvénients pratiques d'une exemption générale des règles budgétaires pour les investissements publics dépasseraient largement ses avantages. Pour une analyse de la mise en œuvre d'une règle d'or, cf. Balassone (F.) et Franco (D.), *Public Investment, the Stability Pact and the 'Golden Rule'*, *Fiscal Studies*, vol. 21, n° 2, 2000.

³¹ Cf. le groupe d'experts intergouvernemental sur l'évolution du climat, « *Impacts, adaptation and vulnerability* », février 2022.

³² Les gains en termes de bien-être tirés des investissements verts financés par la dette sont modélisés dans Kotlikoff (L.), Kubler (F.), Polbin (A.), Sachs (J.) et Scheidegger (S.), « *Making carbon taxation a generational win win* », *National Bureau of Economic Research Working Paper*, n° 25760, 2019.

³³ Cf. Aghion (E.) *et al.*, *op. cit.*, où les auteurs soutiennent que la transition verte dépend de l'innovation verte, du capital-risque et du soutien public.

³⁴ Des études comparant les investissements verts aux investissements classiques mettent en évidence des multiplicateurs budgétaires comparables (cf. Batini (N.), Melina (G.), di Serio (M.) et Fragetta (M.), « *Building Back Better: How Big Are Green Spending Multipliers?* », *IMF Working Papers*, vol. 87, 2021). Dans la mesure où les investissements verts se substituent au stock de capital existant plutôt qu'ils ne l'accroissent, l'effet à long terme sur la production serait moins significatif. La transition verte pourrait également avoir un effet modérateur sur la croissance économique dans le cas d'actifs irrécupérables substantiels. Cf. Pisani-Ferry (J.), « *Climate policy is macroeconomic policy, and the implications will be significant* », *Policy Brief*, n° 21-20, août 2021.

Toutefois, plusieurs facteurs plaident contre un recours à des règles d'or pour les investissements publics verts. Premièrement, l'identification de projets d'investissements verts repose sur l'existence d'une taxonomie verte efficace, qui serait cruciale pour limiter le risque que les gouvernements déclarent des dépenses courantes dans la catégorie des investissements verts (« écoblanchiment »). Deuxièmement, il est difficile de déterminer le niveau optimal d'investissements publics verts, qui dépend de l'interaction entre les investissements privés et d'autres instruments budgétaires, comme la tarification du carbone ou les subventions vertes. Des règles d'or vertes pourraient même limiter les incitations pour les décideurs à promouvoir la tarification du carbone. Troisièmement, des règles d'or vertes pourraient réduire les incitations pour les gouvernements à faire des efforts pour redéfinir les priorités en matière de dépenses dans le cadre de la marge de manœuvre budgétaire dont ils disposent, y compris la nécessité de réduire les dépenses qui sont préjudiciables à l'environnement ³⁵. Cela pourrait alors faire peser des risques sur la soutenabilité de la dette. Quatrièmement, une règle d'or verte rendrait le cadre du PSC plus complexe, car il faudrait définir des exceptions aux règles budgétaires.

Au total, l'élaboration de règles d'or vertes doit être faite avec soin. Si ces règles peuvent favoriser un supplément d'investissements verts, elles peuvent aussi constituer des défis pour la soutenabilité budgétaire ³⁶. Il est peu probable que ces règles soient mises en œuvre rapidement et un certain nombre de conditions devront être remplies pour qu'elles fonctionnent ³⁷. Premièrement, les investissements publics verts devront être identifiés et quantifiés précisément. Au-delà d'une meilleure prévision budgétaire verte, ces investissements nécessitent qu'une définition commune et précise des catégories d'investissement (par exemple, l'isolation des logements, des bornes de rechargement pour voitures électriques) soit prise en compte jusqu'à un certain point dans le cadre des règles budgétaires. Deuxièmement, des règles d'or vertes doivent aller de pair avec une réduction des subventions préjudiciables à l'environnement. Troisièmement, pour encourager la concentration en début de période des investissements publics verts tout en préservant la soutenabilité budgétaire, les règles d'or vertes devraient être limitées dans le temps. Enfin, des experts indépendants devraient évaluer l'élaboration et l'application des règles d'or vertes pour limiter le risque d'écoblanchiment.

³⁵ Selon la Commission européenne, les subventions allouées aux énergies fossiles dans l'UE s'élevaient à 0,4 % du PIB en 2019. Cf. l'[annexe du Rapport de la Commission au Parlement européen, au Conseil, au Comité économique et social européen et au Comité des régions - Rapport 2021 sur l'état de l'union de l'énergie - Contribuer au pacte vert pour l'Europe et à la relance de l'Union](#), Commission européenne, octobre 2021.

³⁶ Les règles d'or vertes sont considérées comme équivalentes à la proposition d'un fonds central d'investissements verts distribuant des prêts pour financer les investissements verts. Cf. Darvas (Z.), « [A European climate fund or a green golden rule: not as different as they seem](#) », *Bruegel Blog*, février 2022.

³⁷ Pour une discussion sur la faisabilité juridique de règles d'or vertes, cf. Corti (F.), Alcidi (C.), Gros (D.), Liscai (A.) et Shamsfakhr (F.), « [A qualified treatment for green and social investments within a revised EU fiscal framework](#) », *CEPS Research Report*, n° 2022-02, mai 2022.

4 Aspects redistributifs de la tarification du carbone

Lors de l'élaboration de politiques climatiques, il est important de prendre également en compte leurs effets redistributifs ³⁸. Si les politiques de tarification du carbone sont largement considérées comme efficaces pour l'environnement et économiquement efficaces, leurs effets redistributifs ne sont pas évidents ³⁹. En effet, différents canaux entrent en jeu, avec des effets redistributifs directs et indirects. La tarification du carbone affecte les ménages en augmentant les coûts d'achat des produits à forte intensité de carbone. Ce processus a des effets redistributifs directs en fonction de l'ampleur avec laquelle les paniers de consommation des ménages et leur propension marginale à consommer diffèrent selon les groupes de revenus ⁴⁰. Les ménages à faible revenu seront affectés de manière disproportionnée dans le cas d'une taxe carbone régressive, car ils ont tendance à consacrer une part plus importante de leur revenu disponible à des produits à forte intensité de carbone ⁴¹. Dans le même temps, les groupes à revenu élevé ont généralement une empreinte carbone plus forte par habitant que les groupes à faible revenu. Ce phénomène est souvent qualifié d'« inégalité des émissions de carbone » et concerne en particulier la consommation liée aux transports et au logement (graphique 7) ⁴².

³⁸ Le changement climatique a aussi des effets redistributifs. Il a été mis en évidence que la vulnérabilité au changement climatique affecte la distribution des revenus dans les pays en développement sept fois plus que dans les économies avancées, les premiers ayant tendance à avoir des capacités d'adaptation plus faibles aux conséquences du changement climatique. Cf. Cevik (S.) et Jalles (J.), « *For Whom the Bell Tolls: Climate Change and Inequality* », *IMF Working Paper*, vol. 103, mai 2022.

³⁹ Il s'agit du concept de « triple dividende », selon lequel les politiques liées au climat devraient non seulement être performantes pour réduire les émissions de carbone et efficaces pour l'économie, mais devraient aussi affecter de manière équitable les différents groupes de revenus.

⁴⁰ Pour une analyse des effets redistributifs de la hausse des prix de l'énergie, cf. Battistini (N.), Di Nino (V.), Dossche (M.) et Kolndrekaj (A.), « *Prix de l'énergie et consommation privée : quels sont les canaux de transmission ?* », *Bulletin économique*, n° 3, BCE, 2022.

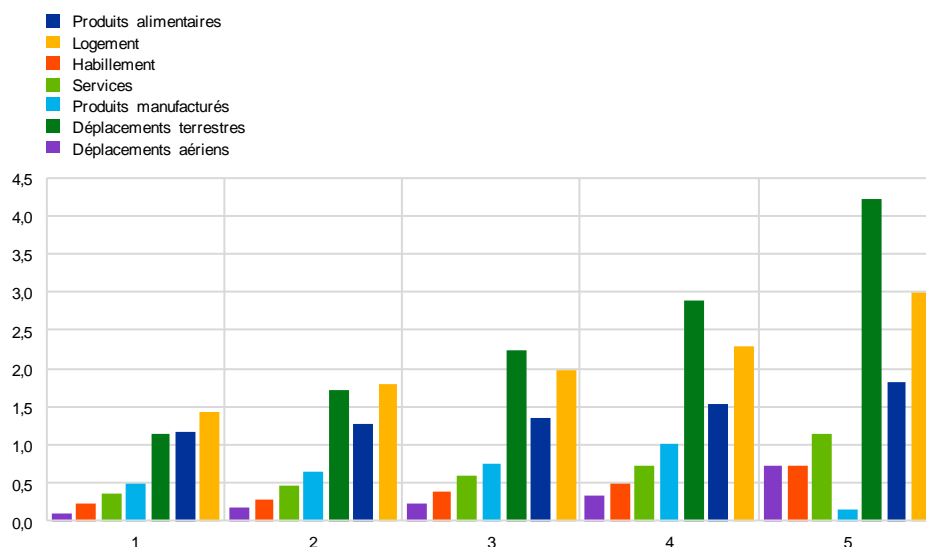
⁴¹ Cf. Andersson (J.) et Atkinson (G.), « *The distributional effects of a carbon tax: The role of income inequality* », *Centre for Climate Change Economics and Policy Working Paper*, n° 378, septembre 2020, dans lequel il est mis en évidence, par exemple, que la taxe carbone sur le carburant destiné aux transports introduite en Suède en 1991 est régressive lorsqu'elle est évaluée par rapport au revenu annuel. L'effet régressif est plus important dans les zones rurales que dans les zones urbaines.

⁴² Cf. Ivanova (D.) et Wood (R.), « *The unequal distribution of household carbon footprints in Europe and its link to sustainability* », *Global Sustainability*, vol. 3, Cambridge, 2020.

Graphique 7

Empreinte carbone dans l'UE par groupes de revenus

(tonnes de CO₂ par habitant, 2019)



Sources : Ivanova et Wood (2020), *op.cit.* et calculs des auteurs.

Notes : Les données sont présentées pour les quintiles de revenus des pays de l'UE, « 1 » étant le groupe de revenu le plus faible et « 5 » le plus élevé. L'ordre des rubriques de la consommation est fondé sur l'empreinte carbone du groupe au plus faible revenu.

L'effet redistributif global de la tarification du carbone dépend également d'effets indirects.

Les effets sur l'emploi et la richesse économique (par le biais du revenu du travail, des transferts ou de l'épargne) varient selon les groupes de revenus. Les groupes à faible revenu peuvent subir une plus forte baisse de leur revenu, car ils travaillent généralement dans des secteurs plus touchés par les modifications de la demande. Une étude conclut que les effets indirects représentent 80 % de l'effet régressif d'une taxe carbone ⁴³. D'autres études, toutefois, font état d'effets indirects ayant un impact progressif en Europe ⁴⁴.

L'introduction d'allègements de la taxe carbone pour les groupes vulnérables peut atténuer l'effet régressif, tout en étant neutre pour le budget.

La redistribution des recettes liées au carbone peut atténuer l'effet régressif sans compromettre la réduction des émissions. Il existe plusieurs façons de procéder, chacune ayant des effets différents. Des études analysant aux États-Unis les effets sur le bien-être des allègements forfaitaires ainsi que des réductions des cotisations sociales, de l'impôt sur le revenu et de l'impôt sur les sociétés montrent que le recyclage d'une somme forfaitaire peut être très progressif pour les ménages à faible revenu ⁴⁵. D'autres soutiennent que l'utilisation des recettes liées au carbone pour les investissements publics serait préférable à une redistribution forfaitaire, car cette

⁴³ Cf. Känzig (D.), « *The unequal economic consequences of carbon pricing* », London Business School, janvier 2022.

⁴⁴ Cf., par exemple, Landis (F.), Fredriksson (G.) et Rausch (S.), « *Between- and within-country distributional impacts from harmonizing carbon prices in the EU* », *Energy Economics*, vol. 103, 2021.

⁴⁵ Cf., par exemple, l'analyse de Goulder (L.), Hafstead (M.), Kim (G.) et Long (X.), « *Impacts of a carbon tax across US household income groups: What are the equity-efficiency trade-offs?* », *Journal of Public Economics*, vol. 175, juillet 2019 et de Rausch (S.), Metcalf (G.) et Reilly (J.), « *Distributional impacts of carbon pricing: a general equilibrium approach with micro-data for households* », *NBER Working Paper*, n° 17087, mai 2011.

utilisation se traduit par un effet plus favorable sur l'efficacité économique ⁴⁶. Globalement, les mesures compensatoires se doivent d'être efficaces, bien ciblées et temporaires pour limiter les distorsions.

Des mesures compensatoires pourraient permettre de s'assurer un soutien plus large du public en faveur des politiques relatives au changement climatique. Ce soutien du public pourrait aider à décarboner l'économie de façon indirecte. Pour favoriser encore l'acceptation par le public de la tarification du carbone, la Commission européenne a proposé un Fonds social pour le climat qui a pour objectif une transition socialement équitable ⁴⁷. En outre, les politiques d'accompagnement structurelles peuvent faciliter la gestion des coûts d'ajustement à court terme liés à la transition verte.

5 Quelques remarques de conclusion

Des mesures supplémentaires sont nécessaires dans la zone euro pour atténuer l'effet du changement climatique. Le changement climatique aura des conséquences graves et durables sur l'environnement et l'économie dans le monde entier. Les coûts sociaux, économiques et budgétaires mondiaux à long terme d'une transition retardée devraient largement dépasser les coûts potentiels à court terme de politiques efficaces et efficaces en matière de changement climatique aujourd'hui. Pour avoir une réelle efficacité dans l'atténuation du changement climatique, toutes les régions, y compris l'Europe, devront réaliser des progrès dans la transition verte.

Les pays de la zone euro ont fixé des objectifs climatiques ambitieux alignés sur l'Accord de Paris dans le cadre du Pacte vert pour l'Europe. Nombre de mesures nécessaires pour atteindre cet objectif impliquent une approche budgétaire. L'adoption d'un *mix* efficace et efficace de politiques budgétaires liées au climat sera nécessaire pour assurer la sécurité énergétique et accélérer la transition verte. En outre, la situation géopolitique actuelle a démontré à quel point il est important pour l'Europe de réduire sa dépendance vis-à-vis des combustibles fossiles.

Le choix du *mix* de politiques climatiques détermine les répercussions sur les finances publiques. Ces répercussions dépendent tout d'abord de la nature des politiques budgétaires et des autres politiques climatiques retenues. À cet égard, la tarification du carbone et les investissements verts publics ou privés, la réglementation et les procédures d'octroi de permis pour les investissements privés dans les énergies renouvelables sont particulièrement importants.

⁴⁶ Cf. Vona (F.), « *Managing the Distributional Effects of Environmental and Climate Policies: The Narrow Path for a Triple Dividend* », *OECD Environmental Working Paper*, n° 188, décembre 2021.

⁴⁷ Le Fonds social pour le climat de l'UE, dans le cadre du paquet « Ajustement à l'objectif 55 » proposé, vise à soutenir les ménages vulnérables directement par le biais d'une aide au revenu temporaire et indirectement par des mesures et des investissements contribuant à renforcer l'efficacité énergétique et la décarbonation dans les secteurs du bâtiment et des transports. Le Fonds sera financé par 25 % des recettes en termes de SEQE générées au titre du SEQE proposé pour les secteurs du bâtiment et des transports sur la période 2026-2032, pour un montant total estimé de 72 milliards d'euros.

Au sein même des politiques budgétaires, il importe de trouver un équilibre entre les politiques axées sur les recettes et celles centrées sur les dépenses.

La tarification du carbone constitue une manière très efficace et efficiente de réduire les émissions de carbone tout en procurant aussi des recettes supplémentaires pouvant être affectées à la réduction de la dette publique, à des mesures sociales compensatoires ciblées ou à des dépenses de substitution, notamment pour le soutien de la transition verte. Les politiques axées sur les dépenses – telles que les investissements publics verts, les subventions à l’investissement privé et à la R&D verte – augmentent les déficits des pays, du moins à court terme, à moins que ces dépenses soient couvertes par des recettes supplémentaires ou par des réductions de dépenses à due concurrence, en matière notamment de subventions préjudiciables à l’environnement. Compte tenu de l’ampleur de la crise climatique, de la portée limitée des technologies vertes actuelles et de l’effet redistributif de la tarification du carbone, un *mix* de politiques axées sur les recettes et les dépenses sera nécessaire.

Des politiques d’atténuation réussies modifient les assiettes fiscales. Plus la tarification du carbone parvient à réduire les émissions de carbone, plus l’assiette de la taxe carbone se réduira au fil du temps. Par conséquent, les recettes liées à une taxe carbone ou une taxe environnementale temporairement plus élevée ne devraient pas être allouées à des dépenses à caractère permanent. De même, les politiques axées sur les dépenses, telles que les programmes d’investissement ou les subventions vertes, devraient être concentrées en début de période et correspondre au délai requis pour accélérer la transition verte, plutôt que d’avoir une durée non définie.

Statistiques

(disponible uniquement en anglais)

Statistics

Contents

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

Further information

ECB statistics can be accessed from the Statistical Data Warehouse (SDW):	http://sdw.ecb.europa.eu/
Data from the statistics section of the Economic Bulletin are available from the SDW:	http://sdw.ecb.europa.eu/reports.do?node=1000004813
A comprehensive Statistics Bulletin can be found in the SDW:	http://sdw.ecb.europa.eu/reports.do?node=1000004045
Methodological definitions can be found in the General Notes to the Statistics Bulletin:	http://sdw.ecb.europa.eu/reports.do?node=10000023
Details on calculations can be found in the Technical Notes to the Statistics Bulletin:	http://sdw.ecb.europa.eu/reports.do?node=10000022
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
2019	2.8	2.3	1.7	-0.4	6.0	1.6	2.1	2.1	1.8	1.8	0.5	2.9	1.2
2020	-3.2	-3.4	-9.3	-4.6	2.2	-6.1	1.4	1.7	1.2	0.9	0.0	2.5	0.3
2021	6.1	5.6	7.4	1.7	8.1	5.2	4.0	2.9	4.7	2.6	-0.3	0.9	2.6
2021 Q3	1.9	0.6	0.9	-0.5	0.4	2.2	4.4	3.1	5.3	2.8	-0.2	0.8	2.8
Q4	1.3	1.7	1.3	1.0	1.4	0.5	5.9	4.0	6.7	4.9	0.5	1.8	4.6
2022 Q1	0.7	-0.4	0.8	0.0	1.4	0.7	7.9	5.5	8.0	6.2	0.9	1.1	6.1
Q2	-	-0.1	-0.1	0.5	-2.6	0.8	9.7	6.5	8.6	9.2	2.5	2.2	8.0
2022 Mar.	-	-	-	-	-	-	8.8	5.9	8.5	7.0	1.2	1.5	7.4
Apr.	-	-	-	-	-	-	9.2	6.3	8.3	9.0	2.5	2.1	7.4
May	-	-	-	-	-	-	9.7	6.4	8.6	9.1	2.5	2.1	8.1
June	-	-	-	-	-	-	10.3	6.7	9.1	9.4	2.4	2.5	8.6
July	-	-	-	-	-	-	.	.	8.5	10.1	2.6	2.7	8.9
Aug. ³⁾	-	-	-	-	-	-	9.1

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
2019	51.7	52.5	50.2	50.5	51.8	51.3	50.3	52.2	48.8	-0.5	-0.4	-0.6
2020	47.5	48.8	46.5	42.4	51.4	44.0	48.5	46.3	45.3	-4.1	-4.3	-3.8
2021	54.9	59.6	55.9	49.4	52.0	54.9	53.7	55.2	52.1	11.1	9.6	12.7
2021 Q3	53.0	56.8	56.3	47.4	50.6	58.4	51.8	53.4	50.3	-0.4	-0.1	-0.7
Q4	54.6	57.3	56.3	52.1	51.9	54.3	52.2	55.5	50.4	2.2	2.4	1.9
2022 Q1	52.2	54.9	58.3	48.7	48.0	54.2	51.0	52.6	49.1	1.9	3.5	0.1
Q2	51.6	54.0	55.0	52.1	44.9	54.2	50.2	52.1	48.8	0.3	-0.3	0.9
2022 Mar.	52.4	57.7	60.9	50.3	43.9	54.9	50.6	53.0	47.9	1.9	3.5	0.1
Apr.	50.5	56.0	58.2	51.1	37.2	55.8	48.4	51.1	48.2	-0.5	0.3	-1.3
May	50.7	53.6	53.1	52.3	42.2	54.8	49.3	51.1	48.0	-0.6	0.4	-1.7
June	53.8	52.3	53.7	53.0	55.3	52.0	52.9	54.0	50.1	0.3	-0.3	0.9
July	50.9	47.7	52.1	50.2	54.0	49.9	50.7	51.0	48.6	.	.	.
Aug.	49.3	44.6	49.6	49.4	53.0	49.0	49.8	49.1	47.5	.	.	.

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

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

2) Excluding the euro area.

2 Economic activity

2.1 GDP and expenditure components

(quarterly data seasonally adjusted; annual data unadjusted)

	GDP											
	Total	Domestic demand								External balance ¹⁾		
		Total	Private consumption	Government consumption	Gross fixed capital formation			Changes in inventories ²⁾	Total	Exports ¹⁾	Imports ¹⁾	
	Total construction				Total machinery	Intellectual property products						
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
Current prices (EUR billions)												
2019	11,984.5	11,578.4	6,381.0	2,455.3	2,657.0	1,253.1	771.7	625.5	85.1	406.1	5,767.7	5,361.6
2020	11,448.1	11,040.4	5,918.7	2,565.3	2,511.2	1,221.9	684.4	598.0	45.3	407.6	5,181.8	4,774.1
2021	12,301.1	11,821.4	6,276.2	2,714.1	2,702.6	1,367.7	766.3	561.1	128.5	479.7	6,057.2	5,577.5
2021 Q3	3,124.6	2,992.9	1,617.1	681.2	674.7	346.6	189.3	136.9	20.0	131.7	1,549.1	1,417.4
Q4	3,170.9	3,087.8	1,639.9	691.5	706.8	353.9	195.3	155.7	49.6	83.1	1,630.0	1,546.8
2022 Q1	3,231.2	3,155.2	1,676.5	700.5	718.6	372.4	201.1	143.2	59.6	76.0	1,702.2	1,626.2
Q2	3,292.1	3,238.9	1,728.1	710.9	742.4	385.0	208.7	146.7	57.5	53.2	1,802.4	1,749.2
<i>as a percentage of GDP</i>												
2021	100.0	96.1	51.0	22.1	22.0	11.1	6.2	4.6	1.0	3.9	-	-
Chain-linked volumes (prices for the previous year)												
<i>quarter-on-quarter percentage changes</i>												
2021 Q3	2.2	2.1	4.4	0.1	-0.6	-0.6	-1.6	0.7	-	-	2.3	2.1
Q4	0.5	1.4	0.0	0.7	3.7	0.3	2.0	14.2	-	-	2.4	4.7
2022 Q1	0.7	0.0	0.0	0.2	-0.8	2.2	1.5	-10.4	-	-	1.2	-0.2
Q2	0.8	1.0	1.3	0.6	0.9	0.0	1.8	2.0	-	-	1.3	1.8
<i>annual percentage changes</i>												
2019	1.6	2.4	1.4	1.7	6.9	3.2	1.9	22.7	-	-	2.8	4.8
2020	-6.1	-5.8	-7.7	1.1	-6.4	-4.1	-11.8	-4.4	-	-	-9.0	-8.6
2021	5.2	4.1	3.7	4.2	4.1	6.2	10.5	-7.7	-	-	10.3	8.1
2021 Q3	3.7	3.3	2.9	2.8	2.5	3.3	2.9	0.2	-	-	10.3	9.9
Q4	4.6	4.9	5.9	2.6	2.7	1.9	3.5	3.3	-	-	8.1	9.0
2022 Q1	5.4	5.8	8.1	3.0	3.9	4.5	2.7	4.1	-	-	8.7	9.9
Q2	4.1	4.5	5.6	1.6	3.1	2.0	3.8	5.2	-	-	7.4	8.6
<i>contributions to quarter-on-quarter percentage changes in GDP; percentage points</i>												
2021 Q3	2.2	2.0	2.2	0.0	-0.1	-0.1	-0.1	0.0	-0.1	0.2	-	-
Q4	0.5	1.4	0.0	0.1	0.8	0.0	0.1	0.6	0.4	-0.9	-	-
2022 Q1	0.7	0.0	0.0	0.1	-0.2	0.2	0.1	-0.5	0.1	0.7	-	-
Q2	0.8	0.9	0.6	0.1	0.2	0.0	0.1	0.1	0.0	-0.2	-	-
<i>contributions to annual percentage changes in GDP; percentage points</i>												
2019	1.6	2.3	0.7	0.4	1.4	0.3	0.1	1.0	-0.2	-0.7	-	-
2020	-6.1	-5.6	-4.1	0.2	-1.4	-0.4	-0.8	-0.2	-0.3	-0.5	-	-
2021	5.2	4.1	2.0	1.0	1.0	0.7	0.7	-0.4	0.2	1.4	-	-
2021 Q3	3.7	3.1	1.5	0.6	0.5	0.4	0.2	0.0	0.4	0.6	-	-
Q4	4.6	4.6	3.0	0.6	0.6	0.2	0.2	0.2	0.5	0.0	-	-
2022 Q1	5.4	5.6	4.1	0.7	0.9	0.5	0.2	0.2	0.0	-0.1	-	-
Q2	4.1	4.4	2.8	0.4	0.7	0.2	0.2	0.2	0.5	-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)												
2019	10,742.1	178.2	2,104.2	555.1	2,041.3	531.8	480.7	1,203.5	1,251.6	2,026.1	369.5	1,242.5
2020	10,318.1	177.4	1,993.3	544.5	1,803.9	544.6	478.7	1,207.0	1,182.2	2,064.8	321.5	1,130.0
2021	11,029.6	189.5	2,170.3	595.2	2,004.1	585.9	489.5	1,240.5	1,265.3	2,158.4	331.0	1,271.4
2021 Q3	2,799.2	48.0	546.3	149.3	524.9	146.5	122.2	310.1	320.7	543.6	87.6	325.4
Q4	2,833.7	50.0	557.6	152.5	537.5	149.7	122.6	312.1	326.2	541.8	83.7	337.3
2022 Q1	2,888.5	51.2	579.3	157.5	547.3	149.9	124.3	315.1	329.9	548.6	85.5	342.7
Q2	2,948.3	53.3	598.6	161.8	568.1	153.8	124.6	316.6	335.8	546.1	89.5	343.8
<i>as a percentage of value added</i>												
2021	100.0	1.7	19.7	5.4	18.2	5.3	4.4	11.2	11.5	19.6	3.0	-
Chain-linked volumes (prices for the previous year)												
<i>quarter-on-quarter percentage changes</i>												
2021 Q3	2.5	-0.5	0.9	-0.3	7.5	1.2	0.1	0.6	2.3	1.3	11.2	-0.5
Q4	0.2	-0.1	0.2	0.6	0.3	2.5	0.1	0.3	1.2	-0.8	-2.6	3.2
2022 Q1	0.9	-1.2	0.4	2.3	1.1	0.3	0.4	1.3	0.7	0.9	2.1	-1.4
Q2	0.7	-0.5	0.5	-0.7	1.6	2.2	0.1	0.1	1.0	-0.3	4.4	1.6
<i>annual percentage changes</i>												
2019	1.6	1.5	0.4	0.9	2.5	5.7	0.6	1.4	1.8	1.0	1.7	2.0
2020	-6.0	-0.3	-6.2	-5.5	-13.9	2.0	0.2	-0.6	-7.0	-2.6	-18.0	-6.5
2021	5.1	-0.9	7.2	5.5	7.7	7.0	3.0	1.6	5.7	3.5	2.6	6.2
2021 Q3	3.8	-1.2	4.7	2.5	7.2	4.6	2.0	0.9	5.9	1.3	3.6	3.2
Q4	4.5	-1.9	1.9	1.0	11.4	8.4	2.3	1.6	5.4	2.1	13.3	5.5
2022 Q1	5.3	-1.5	1.6	4.8	13.9	6.0	0.9	3.1	6.1	2.0	17.1	6.8
Q2	4.3	-2.2	2.0	1.9	10.8	6.3	0.8	2.3	5.4	1.1	15.4	2.9
<i>contributions to quarter-on-quarter percentage changes in value added; percentage points</i>												
2021 Q3	2.5	0.0	0.2	0.0	1.3	0.1	0.0	0.1	0.3	0.3	0.3	-
Q4	0.2	0.0	0.0	0.0	0.1	0.1	0.0	0.0	0.1	-0.2	-0.1	-
2022 Q1	0.9	0.0	0.1	0.1	0.2	0.0	0.0	0.1	0.1	0.2	0.1	-
Q2	0.7	0.0	0.1	0.0	0.3	0.1	0.0	0.0	0.1	-0.1	0.1	-
<i>contributions to annual percentage changes in value added; percentage points</i>												
2019	1.6	0.0	0.1	0.0	0.5	0.3	0.0	0.2	0.2	0.2	0.1	-
2020	-6.0	0.0	-1.2	-0.3	-2.6	0.1	0.0	-0.1	-0.8	-0.5	-0.6	-
2021	5.1	0.0	1.5	0.3	1.4	0.4	0.1	0.2	0.7	0.7	0.1	-
2021 Q3	3.8	0.0	0.9	0.1	1.3	0.2	0.1	0.1	0.7	0.3	0.1	-
Q4	4.5	0.0	0.4	0.1	2.0	0.4	0.1	0.2	0.6	0.4	0.4	-
2022 Q1	5.3	0.0	0.3	0.3	2.4	0.3	0.0	0.4	0.7	0.4	0.5	-
Q2	4.3	0.0	0.4	0.1	1.9	0.3	0.0	0.3	0.6	0.2	0.4	-

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>													
2019	100.0	86.0	14.0	3.0	14.6	6.1	25.0	2.9	2.4	1.0	14.0	24.3	6.7
2020	100.0	86.0	14.0	3.0	14.5	6.2	24.4	3.0	2.4	1.0	13.9	24.9	6.6
2021	100.0	86.1	13.9	3.0	14.3	6.3	24.1	3.1	2.4	1.0	14.1	25.1	6.6
<i>annual percentage changes</i>													
2019	1.3	1.5	0.3	-2.4	1.1	2.6	1.5	3.4	-0.1	1.7	1.5	1.4	0.4
2020	-1.5	-1.5	-1.3	-2.2	-2.0	0.9	-3.8	1.8	-0.6	-0.4	-2.4	0.9	-3.0
2021	1.3	1.5	0.1	0.0	-0.3	3.2	0.2	4.8	0.7	1.1	2.8	2.2	0.1
2021 Q3	2.3	2.6	0.8	-0.2	0.6	3.2	2.2	5.7	1.4	0.9	4.7	2.4	1.1
Q4	2.3	2.7	0.2	-1.4	1.2	3.1	3.1	6.3	0.9	0.5	3.7	1.8	1.0
2022 Q1	3.0	3.4	1.0	-1.5	1.5	3.5	5.1	6.0	-0.2	2.5	4.3	1.8	3.0
Q2	2.7	3.0	0.6	-0.7	1.3	3.1	4.6	6.0	0.3	2.3	3.4	1.5	1.8
Hours worked													
<i>as a percentage of total hours worked</i>													
2019	100.0	81.3	18.7	4.1	14.9	6.8	25.9	3.1	2.4	1.0	13.8	21.7	6.1
2020	100.0	81.9	18.1	4.3	14.9	6.9	24.1	3.3	2.6	1.1	13.8	23.2	5.8
2021	100.0	81.7	18.3	4.1	14.8	7.2	24.4	3.4	2.5	1.1	14.0	22.8	5.8
<i>annual percentage changes</i>													
2019	0.9	1.2	-0.2	-3.4	0.4	2.5	1.1	3.1	0.2	1.8	1.2	1.2	0.3
2020	-7.9	-7.2	-10.8	-2.8	-7.8	-6.4	-14.2	-1.5	-3.0	-6.8	-8.3	-1.7	-12.4
2021	5.4	5.2	6.5	1.4	4.5	8.8	6.5	7.3	2.7	6.5	7.3	3.6	4.8
2021 Q3	3.5	3.9	1.7	-1.2	2.3	2.7	5.0	7.8	1.6	3.3	7.0	1.9	1.0
Q4	4.7	4.6	4.8	-1.3	2.0	3.5	10.8	6.3	0.7	2.7	5.6	0.7	7.2
2022 Q1	6.5	6.5	6.5	-1.8	2.5	4.8	15.6	6.2	-0.6	7.2	6.6	1.2	13.0
Q2	3.9	4.1	2.8	-2.0	1.0	2.7	10.1	5.3	-1.2	4.4	4.1	0.1	7.1
Hours worked per person employed													
<i>annual percentage changes</i>													
2019	-0.4	-0.3	-0.5	-1.0	-0.7	-0.2	-0.5	-0.2	0.3	0.1	-0.3	-0.2	-0.1
2020	-6.4	-5.7	-9.7	-0.7	-5.9	-7.2	-10.9	-3.3	-2.4	-6.4	-6.0	-2.6	-9.8
2021	4.0	3.6	6.4	1.5	4.8	5.4	6.3	2.4	2.0	5.4	4.4	1.4	4.7
2021 Q3	1.1	1.3	0.9	-0.9	1.7	-0.5	2.8	1.9	0.2	2.4	2.2	-0.5	-0.2
Q4	2.3	1.9	4.6	0.0	0.9	0.4	7.5	0.0	-0.2	2.2	1.8	-1.1	6.1
2022 Q1	3.3	3.0	5.4	-0.2	1.0	1.3	10.0	0.2	-0.4	4.6	2.2	-0.6	9.8
Q2	1.2	1.1	2.3	-1.3	-0.3	-0.4	5.3	-0.7	-1.5	2.1	0.7	-1.5	5.3

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		
2019	163.509	3.5	12.428	7.6	3.3	10.060	6.8	2.368	16.3	6.348	7.3	6.080	8.0	2.2
2020	160.958	3.5	12.833	8.0	3.0	10.280	7.0	2.552	18.1	6.581	7.7	6.252	8.3	1.8
2021	163.318	3.4	12.635	7.7	3.2	10.183	6.8	2.452	16.8	6.431	7.4	6.204	8.1	2.4
2021 Q3	164.060	3.3	12.376	7.5	3.1	9.944	6.7	2.432	16.3	6.296	7.2	6.080	7.9	2.6
Q4	164.569	3.3	11.778	7.2	3.0	9.600	6.4	2.177	14.7	6.045	6.9	5.732	7.5	2.8
2022 Q1	165.410	3.3	11.339	6.9	2.9	9.213	6.1	2.126	14.1	5.736	6.5	5.603	7.3	3.1
Q2	.	.	11.071	6.7	.	8.896	5.9	2.175	14.2	5.575	6.3	5.496	7.1	3.3
2022 Feb.	-	-	11.275	6.8	-	9.153	6.1	2.123	14.2	5.640	6.4	5.635	7.3	-
Mar.	-	-	11.211	6.8	-	9.064	6.0	2.147	14.2	5.632	6.4	5.579	7.2	-
Apr.	-	-	11.101	6.7	-	8.919	5.9	2.182	14.3	5.585	6.3	5.516	7.1	-
May	-	-	11.053	6.7	-	8.917	5.9	2.136	14.0	5.562	6.3	5.491	7.1	-
June	-	-	11.060	6.7	-	8.852	5.9	2.208	14.4	5.577	6.3	5.482	7.1	-
July	-	-	10.983	6.6	-	8.810	5.8	2.173	14.2	5.564	6.3	5.419	7.0	-

Sources: Eurostat and ECB calculations.

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

2) Not seasonally adjusted.

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

2.5 Short-term business statistics

	Industrial production						Construction production	Retail sales				Services turnover ¹⁾	New passenger car registrations	
	Total (excluding construction)		Main Industrial Groupings					Total	Food, beverages, tobacco	Non-food	Fuel			
	1	2	Manufacturing	Intermediate goods	Capital goods	Consumer goods								Energy
7	8	9	10	11	12	13								
% of total in 2015	100.0	88.7	32.1	34.5	21.8	11.6	100.0	100.0	40.4	52.5	7.1	100.0	100.0	
annual percentage changes														
2019	-0.7	-0.6	-2.6	0.0	1.4	-1.8	2.2	2.4	0.9	3.7	0.8	2.9	1.8	
2020	-7.7	-8.2	-7.2	-11.3	-4.3	-4.4	-5.7	-0.8	3.7	-2.3	-14.4	-8.8	-25.1	
2021	8.0	8.8	9.7	9.1	7.8	1.6	5.3	5.1	0.9	7.8	9.4	13.3	-3.1	
2021 Q3	5.9	6.8	7.8	5.0	8.8	-0.9	0.8	2.5	0.0	4.1	3.5	12.8	-23.6	
Q4	0.2	0.1	2.2	-4.0	4.0	2.1	0.7	4.0	-0.5	6.3	13.8	16.9	-25.0	
2022 Q1	-0.3	-0.1	1.1	-5.0	5.7	-0.7	5.2	5.0	-2.2	9.9	12.0	.	-13.0	
Q2	0.5	0.8	-0.3	-0.4	3.3	-0.6	1.6	0.4	-3.3	2.4	7.1	.	-16.3	
2022 Feb.	1.7	2.0	3.1	-3.4	8.7	-0.8	8.6	5.1	-2.2	9.9	12.2	-	-7.1	
Mar.	-1.1	-0.8	-0.3	-3.5	2.6	-1.6	2.9	1.9	-2.7	4.5	10.9	-	-19.9	
Apr.	-2.5	-2.4	-0.5	-9.0	4.0	0.0	2.7	4.2	-3.4	9.2	15.7	-	-18.3	
May	1.6	2.0	0.0	0.9	6.4	-1.7	2.3	0.6	-3.9	3.0	5.8	-	-17.4	
June	2.4	2.7	-0.5	7.6	-0.3	0.0	0.1	-3.2	-2.7	-3.9	1.2	-	-13.5	
July	.	.	.	.	.	.	.	-0.9	-2.4	-0.9	0.6	-	.
month-on-month percentage changes (s.a.)														
2022 Feb.	0.5	0.7	0.9	-0.2	2.2	-2.5	1.5	0.4	-0.6	1.2	2.5	-	7.0	
Mar.	-1.7	-1.8	-1.8	-2.5	-2.5	0.9	-0.4	0.6	0.9	-0.2	-1.0	-	-11.7	
Apr.	0.5	0.0	0.5	-0.1	2.0	2.6	-0.9	-1.2	-2.0	-0.7	1.5	-	2.5	
May	2.1	1.8	0.2	3.6	2.4	-3.4	-0.3	0.5	-0.8	1.7	0.0	-	-0.3	
June	0.7	1.0	-0.1	2.6	-2.8	0.6	-1.3	-1.0	0.0	-1.5	-1.2	-	2.5	
July	.	.	.	.	.	.	.	0.3	0.1	-0.4	0.4	-	.

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

1) Including wholesale trade.

2 Economic activity

2.6 Opinion surveys (seasonally adjusted)

	European Commission Business and Consumer Surveys (percentage balances, unless otherwise indicated)							Purchasing Managers' Surveys (diffusion indices)				
	Economic sentiment indicator (long-term average = 100)	Manufacturing industry		Consumer confidence indicator	Construction confidence indicator	Retail trade confidence indicator	Service industries		Purchasing Managers' Index (PMI) for manufacturing	Manufacturing output	Business activity for services	Composite output
		Industrial confidence indicator	Capacity utilisation (%)				Services confidence indicator	Capacity utilisation (%)				
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
1999-15	98.8	-5.2	80.6	-11.6	-15.4	-8.6	7.3	-	51.2	52.5	53.0	52.8
2019	103.6	-4.8	81.9	-6.8	6.8	-0.2	10.9	90.5	47.4	47.8	52.7	51.3
2020	88.3	-13.3	74.4	-14.2	-6.8	-12.6	-15.9	86.4	48.6	48.0	42.5	44.0
2021	110.8	9.3	81.8	-7.4	4.3	-1.8	8.3	87.7	60.2	58.3	53.6	54.9
2021 Q3	117.5	13.6	82.8	-4.2	6.0	4.8	17.4	89.0	60.9	58.6	58.4	58.4
Q4	115.8	13.8	82.5	-7.6	9.9	3.1	16.3	88.8	58.2	53.6	54.5	54.3
2022 Q1	111.1	11.9	82.5	-13.6	9.5	1.9	12.5	88.9	57.8	54.7	54.1	54.2
Q2	104.2	7.0	82.5	-22.3	5.5	-4.5	13.5	90.3	54.1	50.4	55.6	54.2
2022 Mar.	106.3	9.0	-	-21.7	9.0	-2.2	12.6	-	56.5	53.1	55.6	54.9
Apr.	104.6	7.7	82.5	-22.1	6.8	-4.0	13.0	89.7	55.5	50.7	57.7	55.8
May	104.6	6.2	-	-21.2	6.3	-4.3	13.4	-	54.6	51.3	56.1	54.8
June	103.5	7.0	-	-23.7	3.6	-5.1	14.0	-	52.1	49.3	53.0	52.0
July	98.9	3.4	82.4	-27.0	3.2	-7.1	10.4	90.9	49.8	46.3	51.2	49.9
Aug.	97.6	1.2	-	-24.9	3.9	-6.3	8.7	-	49.6	46.5	49.8	49.0

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

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

	Households							Non-financial corporations					
	Saving 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
2019	13.2	93.2	2.0	2.7	3.7	6.3	4.1	47.5	24.1	74.7	2.1	8.0	1.9
2020	19.5	96.1	-0.6	4.1	-3.4	4.7	3.8	46.0	24.8	81.6	3.2	-13.9	2.0
2021	17.4	96.5	1.3	3.5	19.8	7.3	7.8	48.8	26.8	79.5	5.2	8.0	3.0
2021 Q2	19.2	96.5	4.0	4.2	31.3	6.8	5.3	48.6	27.0	79.9	4.4	20.9	2.3
Q3	18.6	96.7	0.8	4.0	18.5	7.6	7.0	48.7	27.3	79.3	4.5	12.7	2.4
Q4	17.4	96.5	0.5	3.5	18.8	7.3	7.8	48.8	26.8	79.5	5.2	13.6	3.0
2022 Q1	15.8	96.2	0.2	3.1	17.5	5.6	8.3	48.5	26.3	78.8	5.1	14.4	3.2

Sources: ECB and Eurostat.

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

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

3) The profit 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	
2021 Q3	1,112.8	1,043.0	69.8	625.1	553.9	252.7	238.4	195.1	172.6	39.9	78.2	27.3	13.4
Q4	1,180.9	1,154.4	26.6	648.7	621.4	278.0	248.7	213.5	201.9	40.7	82.5	59.8	46.9
2022 Q1	1,224.4	1,201.9	22.5	683.3	674.7	294.5	253.8	207.4	204.0	39.1	69.4	27.8	20.5
Q2	1,278.8	1,285.7	-7.0	744.6	744.9	297.8	254.4	200.6	204.1	35.7	82.2	19.2	11.1
2022 Jan.	407.2	390.4	16.8	226.8	217.0	97.4	81.8	70.5	67.3	12.4	24.3	7.9	5.9
Feb.	410.3	401.5	8.7	230.2	227.7	98.8	86.5	68.8	65.9	12.5	21.4	7.3	4.4
Mar.	406.9	410.0	-3.0	226.3	230.0	98.3	85.5	68.1	70.8	14.2	23.7	12.7	10.2
Apr.	422.4	426.7	-4.3	243.2	243.3	98.7	87.5	67.9	69.1	12.6	26.8	6.9	4.5
May	425.9	432.9	-6.9	248.6	248.4	99.7	85.9	65.5	71.3	12.2	27.2	5.4	3.3
June	430.4	426.1	4.2	252.9	253.2	99.4	81.0	67.2	63.7	10.9	28.2	6.9	3.4
<i>12-month cumulated transactions</i>													
2022 June	4,796.9	4,685.0	111.9	2,701.8	2,594.9	1,123.1	995.2	816.5	782.6	155.5	312.2	134.1	91.9
<i>12-month cumulated transactions as a percentage of GDP</i>													
2022 June	37.4	36.5	0.9	21.1	20.2	8.8	7.8	6.4	6.1	1.2	2.4	1.0	0.7

1) The capital account is not seasonally adjusted.

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

(seasonally adjusted, unless otherwise indicated)

	Total (n.s.a.)		Exports (f.o.b.)					Imports (c.i.f.)					
	Exports	Imports	Total			Memo item: Manu- facturing	Total			Memo items:			
			Intermediate goods	Capital goods	Consumption goods		Intermediate goods	Capital goods	Consumption goods	Manu- facturing	Oil		
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	
<i>Values (EUR billions; annual percentage changes for columns 1 and 2)</i>													
2021 Q3	13.7	23.0	607.4	305.5	119.0	171.0	501.7	581.4	346.6	94.2	135.0	415.5	58.3
Q4	12.1	32.3	636.6	322.7	115.9	187.8	524.7	654.0	400.5	97.5	148.5	450.8	71.2
2022 Q1	17.0	40.3	674.9	342.4	123.6	196.3	553.4	715.6	451.3	104.0	151.3	478.6	85.7
Q2	20.5	45.4	715.0	.	.	.	572.9	805.4	.	.	.	513.1	.
2022 Jan.	19.9	45.6	222.7	112.1	42.5	65.2	183.7	232.1	144.2	34.6	50.0	159.1	24.9
Feb.	17.2	40.0	224.8	114.2	40.8	65.8	186.9	237.2	148.9	34.6	50.2	159.4	29.4
Mar.	14.5	36.5	227.3	116.1	40.2	65.3	182.8	246.3	158.2	34.7	51.1	160.1	31.3
Apr.	12.8	40.0	231.1	116.3	41.1	70.1	186.9	263.5	170.4	35.6	53.2	166.7	33.6
May	28.7	52.9	242.1	122.2	41.4	73.5	193.6	269.2	173.1	37.1	55.2	173.7	34.3
June	20.1	43.5	241.8	.	.	.	192.3	272.7	.	.	.	172.7	.
<i>Volume indices (2000 = 100; annual percentage changes for columns 1 and 2)</i>													
2021 Q3	4.4	5.5	103.5	110.2	101.0	96.2	102.1	108.0	109.6	112.6	104.8	110.6	85.2
Q4	0.9	9.4	105.4	112.7	96.1	102.9	104.3	115.6	120.2	109.8	110.8	115.1	93.7
2022 Q1	2.5	10.8	106.3	111.7	101.2	103.5	105.6	115.6	118.9	114.6	110.5	117.9	93.1
Q2	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
2021 Dec.	2.5	15.9	104.8	113.4	94.7	101.9	104.0	119.6	125.0	114.4	112.6	118.8	93.1
2022 Jan.	5.7	15.0	106.5	111.3	104.5	104.8	105.8	114.7	117.8	113.6	109.5	117.8	92.7
Feb.	3.1	11.9	106.7	112.8	100.7	103.8	107.3	116.1	119.3	115.6	110.4	118.4	97.9
Mar.	-0.5	6.4	105.6	111.0	98.3	102.0	103.7	116.0	119.7	114.6	111.6	117.6	88.7
Apr.	-2.5	7.3	105.4	108.9	99.1	107.5	104.1	120.0	123.6	116.0	114.2	120.6	93.9
May	10.1	18.1	108.7	112.6	99.1	110.9	107.0	122.5	125.6	121.8	117.3	124.2	93.8

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
		Total excluding food and energy											
	1	2	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
2019	104.8	1.2	1.0	1.0	1.5	-	-	-	-	-	-	1.1	1.9
2020	105.1	0.3	0.7	-0.4	1.0	-	-	-	-	-	-	0.2	0.6
2021	107.8	2.6	1.5	3.4	1.5	-	-	-	-	-	-	2.5	3.1
2021 Q3	108.0	2.8	1.4	4.1	1.2	1.1	0.6	0.8	1.0	4.3	0.5	2.7	3.5
Q4	109.9	4.6	2.4	6.2	2.4	1.7	1.0	1.4	0.3	9.1	1.0	4.6	5.1
2022 Q1	112.3	6.1	2.7	8.8	2.5	2.7	1.8	3.1	1.5	14.4	0.8	6.0	6.9
Q2	116.1	8.0	3.7	11.4	3.4	2.3	3.4	4.1	1.2	7.1	1.0	8.2	7.1
2022 Mar.	114.5	7.4	3.0	10.9	2.7	1.8	0.6	1.5	0.1	12.2	0.3	7.3	8.1
Apr.	115.1	7.4	3.5	10.4	3.3	0.1	1.4	2.3	0.4	-4.0	0.5	7.4	8.0
May	116.1	8.1	3.8	11.4	3.5	0.7	1.4	0.0	0.5	1.9	0.4	8.1	7.6
June	117.0	8.6	3.7	12.5	3.4	0.8	1.3	1.4	0.5	3.4	-0.1	9.1	5.6
July	117.1	8.9	4.0	12.6	3.7	0.7	1.4	0.4	0.8	0.3	0.5	9.3	5.9
Aug. ³⁾	117.8	9.1	4.3	.	3.8	0.5	1.2	0.7	0.7	0.0	0.3	.	.

	Goods						Services					
	Food (including alcoholic beverages and tobacco)			Industrial goods			Housing	Transport	Communication	Recreation and personal care	Miscellaneous	
	Total	Processed food	Unprocessed food	Total	Non-energy industrial goods	Energy	Rents					
	14	15	16	17	18	19	20	21	22	23	24	25
% of total in 2021	21.8	16.7	5.1	36.4	26.9	9.5	12.2	7.5	6.5	2.7	11.4	9.0
2019	1.8	1.9	1.4	0.5	0.3	1.1	1.4	1.3	2.0	-0.7	1.7	1.5
2020	2.3	1.8	4.0	-1.8	0.2	-6.8	1.4	1.3	0.5	-0.6	1.0	1.4
2021	1.5	1.5	1.6	4.5	1.5	13.0	1.4	1.2	2.1	0.3	1.5	1.6
2021 Q3	1.9	1.7	2.5	5.4	1.8	15.8	1.4	1.1	2.4	0.7	1.1	1.6
Q4	2.5	2.4	2.7	8.4	2.4	25.7	1.6	1.1	4.0	1.2	3.1	1.7
2022 Q1	4.2	3.6	6.4	11.5	2.9	35.1	1.8	1.2	3.3	0.1	4.1	1.6
Q2	7.6	6.9	9.8	13.7	4.1	39.6	2.2	1.4	4.5	0.1	5.9	1.7
2022 Mar.	5.0	4.1	7.8	14.4	3.4	44.3	1.9	1.2	3.5	0.3	4.4	1.7
Apr.	6.3	5.4	9.2	12.9	3.8	37.5	2.1	1.3	5.4	0.5	5.2	1.7
May	7.5	7.0	9.0	13.6	4.2	39.1	2.3	1.5	5.2	-0.1	5.9	1.8
June	8.9	8.2	11.2	14.5	4.3	42.0	2.4	1.6	2.7	0.0	6.7	1.7
July	9.8	9.4	11.1	14.3	4.5	39.6	2.6	1.8	3.7	-0.2	7.0	1.8
Aug. ³⁾	10.6	10.5	10.9	.	5.0	38.3	.	.	.	.	.	.

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	16.5	5.9	27.9			
2019	104.7	0.6	0.6	0.8	0.1	1.5	1.0	1.1	0.9	-0.1	3.1	4.2	4.5
2020	102.0	-2.6	-1.7	-0.1	-1.6	0.9	1.0	1.1	0.6	-9.7	2.0	5.3	1.6
2021	114.5	12.3	7.4	5.8	10.9	2.5	2.1	2.0	1.8	32.3	5.3	8.0	0.8
2021 Q3	115.6	14.0	9.3	7.5	14.1	3.0	2.8	2.9	2.1	34.3	7.0	9.0	1.5
Q4	127.3	24.0	12.3	9.7	18.0	4.3	4.0	3.9	3.0	67.5	7.2	9.4	3.2
2022 Q1	140.9	33.1	15.5	12.7	21.4	6.1	7.4	.	5.5	92.6	.	9.8	.
Q2	149.2	36.5	20.0	15.8	24.8	7.4	11.6	.	7.4	95.4	.	.	.
2022 Feb.	138.9	31.5	14.6	12.3	20.9	6.0	7.0	.	5.5	87.4	-	-	-
Mar.	146.3	36.9	17.8	13.7	22.7	6.5	8.7	.	6.0	104.1	-	-	-
Apr.	148.0	37.2	19.4	15.7	25.3	7.2	11.0	.	6.8	99.1	-	-	-
May	148.9	36.2	19.9	16.0	25.1	7.5	11.7	.	7.5	94.0	-	-	-
June	150.8	36.0	20.6	15.7	24.0	7.6	12.2	.	8.0	93.2	-	-	-
July	156.8	37.9	18.7	15.1	21.6	7.9	13.2	.	8.3	97.2	-	-	-

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	
2019	105.4	1.7	1.5	1.1	1.9	2.3	0.7	0.2	57.2	2.0	4.4	-0.1	3.0	8.2	-2.3
2020	107.2	1.7	1.2	0.6	3.4	1.0	-1.3	-2.7	37.0	1.4	3.3	-0.3	-1.0	-0.3	-1.8
2021	109.4	2.0	2.8	2.2	1.5	3.4	5.8	8.0	59.8	29.5	21.3	37.2	28.8	21.7	37.1
2021 Q3	109.8	2.9	3.7	2.6	2.7	4.7	7.6	10.0	61.9	31.0	26.1	35.4	32.3	28.2	36.7
Q4	110.8	3.1	4.6	3.8	2.4	5.5	10.1	14.1	69.4	30.7	30.0	31.3	33.7	33.4	34.0
2022 Q1	112.2	3.6	5.6	4.8	2.6	7.0	11.4	16.5	88.7	32.2	35.0	29.7	35.5	38.5	32.5
Q2	113.4	4.3	6.9	6.4	3.1	8.2	13.8	20.0	106.1	22.6	39.8	9.2	24.3	38.3	10.8
2022 Mar.	-	-	-	-	-	-	-	-	104.6	37.4	43.1	32.6	40.4	45.7	35.0
Apr.	-	-	-	-	-	-	-	-	98.2	30.9	42.0	22.0	32.6	41.7	23.7
May	-	-	-	-	-	-	-	-	106.2	19.8	39.5	4.9	22.0	38.3	6.6
June	-	-	-	-	-	-	-	-	113.7	17.4	38.0	1.6	18.5	35.0	2.8
July	-	-	-	-	-	-	-	-	106.9	12.2	31.6	-3.1	15.0	32.1	-1.2
Aug.	-	-	-	-	-	-	-	-	97.4	16.3	30.7	4.2	16.1	26.6	5.1

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

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

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

3 Prices and costs

3.4 Price-related opinion surveys

(seasonally adjusted)

	European Commission Business and Consumer Surveys (percentage balances)					Purchasing Managers' Surveys (diffusion indices)			
	Selling price expectations (for next three months)				Consumer price trends over past 12 months	Input prices		Prices charged	
	Manu- facturing	Retail trade	Services	Construction		Manu- facturing	Services	Manu- facturing	Services
	1	2	3	4	5	6	7	8	9
1999-15	4.3	5.7	-	-4.4	32.4	56.7	56.3	-	49.7
2019	4.4	7.4	9.1	7.7	18.1	48.8	57.1	50.4	52.4
2020	-0.3	2.0	-0.6	-5.0	11.4	49.0	52.1	48.7	47.2
2021	31.6	24.0	10.3	20.1	30.3	84.0	61.9	66.8	53.4
2021 Q3	36.9	29.1	13.5	27.1	37.5	87.7	63.8	70.3	55.1
Q4	46.4	41.9	19.8	36.6	52.4	88.4	69.5	72.1	56.9
2022 Q1	50.4	48.9	23.6	39.2	59.9	84.2	74.2	72.9	59.8
Q2	54.9	56.2	28.3	48.8	71.6	84.0	78.0	74.8	64.4
2022 Mar.	56.0	55.3	25.4	44.4	62.1	87.0	79.6	74.2	62.6
Apr.	59.3	56.0	29.2	51.9	68.5	87.7	78.7	77.3	65.2
May	55.2	56.1	28.2	49.1	71.6	84.2	77.4	76.2	64.6
June	50.1	56.4	27.6	45.4	74.8	80.0	77.9	70.9	63.2
July	45.3	55.0	26.9	41.5	75.9	74.8	74.7	67.9	62.1
Aug.	43.7	53.3	26.2	38.3	77.0	71.7	72.5	65.9	59.9

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

3.5 Labour cost indices

(annual percentage changes, unless otherwise indicated)

	Total (index: 2016 = 100)	Total	By component		For selected economic activities		Memo item: Indicator of negotiated wages ¹⁾
			Wages and salaries	Employers' social contributions	Business economy	Mainly non-business economy	
	1	2	3	4	5	6	7
% of total in 2018	100.0	100.0	75.3	24.7	69.0	31.0	
2019	106.9	2.4	2.6	2.0	2.4	2.4	2.2
2020	110.2	3.1	3.8	0.9	2.8	3.8	1.8
2021	111.7	1.3	1.3	1.4	1.2	1.6	1.5
2021 Q3	107.5	2.4	2.3	2.6	2.4	2.1	1.3
Q4	118.7	1.9	1.4	3.3	2.1	1.4	1.6
2022 Q1	108.5	3.8	3.3	5.3	4.1	3.0	3.0
Q2	.	.	.	.	.	.	2.4

Sources: Eurostat and ECB calculations.

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

3 Prices and costs

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

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

	Total (index: 2015 =100)	Total	By economic activity									
			Agriculture, forestry and fishing	Manu- facturing, energy and utilities	Con- struction	Trade, transport, accom- modation and food services	Information and commu- nication	Finance and insurance	Real estate	Professional, business and support services	Public ad- ministration, education, health and social work	Arts, enter- tainment and other services
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
Unit labour costs												
2019	105.4	1.9	-1.5	2.1	3.1	0.7	1.0	1.6	2.6	2.4	2.7	2.1
2020	109.9	4.3	-1.6	2.3	5.0	6.6	0.4	-0.2	1.5	4.8	6.0	14.7
2021	110.0	0.1	4.2	-3.1	2.3	-1.2	1.7	0.5	4.8	1.5	0.4	2.1
2021 Q3	110.2	1.8	4.5	-0.4	2.3	0.1	4.4	1.9	3.9	1.9	2.9	0.9
Q4	111.0	1.3	4.2	2.0	4.2	-0.5	1.1	2.4	3.9	2.0	1.2	-5.7
2022 Q1	112.2	2.0	3.6	4.0	2.7	-0.5	2.3	2.2	5.1	2.8	2.4	-4.2
Q2	112.4	3.1	5.3	3.4	5.1	2.3	1.3	3.4	6.0	3.8	2.9	-5.1
Compensation per employee												
2019	107.4	2.1	2.5	1.4	1.4	1.7	3.3	2.3	2.4	2.7	2.3	3.4
2020	106.8	-0.6	0.3	-2.2	-1.6	-4.6	0.5	0.6	1.2	-0.1	2.3	-3.0
2021	111.0	3.9	3.3	4.2	4.5	6.2	3.9	2.9	5.3	4.3	1.7	4.6
2021 Q3	112.0	3.2	3.5	3.6	1.6	5.1	3.3	2.5	3.9	3.1	1.8	3.4
Q4	112.9	3.6	3.7	2.8	2.0	7.5	3.1	3.8	5.1	3.7	1.4	5.8
2022 Q1	114.1	4.4	3.6	4.2	4.0	7.9	2.3	3.3	5.7	4.6	2.6	8.9
Q2	114.7	4.6	3.7	4.1	3.9	8.3	1.6	3.9	6.0	5.8	2.5	7.6
Labour productivity per person employed												
2019	101.9	0.3	4.0	-0.7	-1.7	1.0	2.3	0.7	-0.3	0.3	-0.4	1.3
2020	97.2	-4.7	2.0	-4.4	-6.3	-10.5	0.1	0.8	-0.3	-4.7	-3.5	-15.5
2021	100.9	3.9	-0.9	7.5	2.2	7.5	2.1	2.3	0.5	2.8	1.2	2.5
2021 Q3	101.7	1.4	-0.9	4.1	-0.7	4.9	-1.0	0.6	0.0	1.2	-1.0	2.5
Q4	101.7	2.2	-0.5	0.8	-2.1	8.1	2.0	1.4	1.2	1.7	0.3	12.2
2022 Q1	101.7	2.3	0.1	0.1	1.3	8.4	0.0	1.1	0.6	1.7	0.3	13.7
Q2	102.1	1.5	-1.5	0.7	-1.2	5.9	0.3	0.5	0.0	1.9	-0.4	13.4
Compensation per hour worked												
2019	107.5	2.4	3.2	2.1	1.6	2.1	3.4	1.8	2.3	3.0	2.5	3.8
2020	113.4	5.5	3.0	3.5	4.6	6.4	3.1	2.5	6.2	5.2	4.5	6.1
2021	113.7	0.3	0.6	-0.2	-0.2	0.5	1.6	1.0	1.2	0.4	0.5	0.7
2021 Q3	114.9	1.9	3.0	1.9	2.0	1.8	1.2	2.5	0.5	0.8	2.4	3.1
Q4	115.4	1.6	2.0	2.2	2.1	0.2	3.4	4.5	2.6	2.2	2.7	1.3
2022 Q1	115.7	1.3	3.0	3.4	2.9	-1.9	2.2	3.6	3.3	2.1	3.4	0.8
Q2	115.8	3.4	4.5	4.2	4.8	2.4	2.5	5.2	5.1	5.1	4.3	3.2
Hourly labour productivity												
2019	102.6	0.7	5.1	0.0	-1.5	1.4	2.5	0.4	-0.3	0.6	-0.2	1.4
2020	104.5	1.9	2.6	1.6	1.0	0.4	3.5	3.3	6.6	1.4	-1.0	-6.3
2021	104.4	-0.2	-2.3	2.6	-3.0	1.1	-0.3	0.3	-4.6	-1.5	-0.2	-2.1
2021 Q3	105.1	0.3	0.0	2.3	-0.2	2.1	-2.9	0.4	-2.4	-1.0	-0.5	2.7
Q4	104.8	0.0	-0.6	-0.1	-2.5	0.6	2.1	1.6	-1.0	-0.2	1.4	5.7
2022 Q1	103.8	-1.0	0.3	-0.8	-0.1	-1.5	-0.2	1.5	-3.8	-0.5	0.8	3.6
Q2	103.9	0.3	-0.3	1.0	-0.7	0.6	1.0	2.0	-2.0	1.2	1.1	7.7

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) ²⁾	Overnight deposits (EONIA) ³⁾	1-month deposits (EURIBOR)	3-month deposits (EURIBOR)	6-month deposits (EURIBOR)	12-month deposits (EURIBOR)	3-month deposits (LIBOR)	3-month deposits (LIBOR)
	1	2	3	4	5	6	7	8
2019	-0.48	-0.39	-0.40	-0.36	-0.30	-0.22	2.33	-0.08
2020	-0.55	-0.46	-0.50	-0.43	-0.37	-0.31	0.64	-0.07
2021	-0.57	-0.48	-0.56	-0.55	-0.52	-0.49	0.16	-0.08
2022 Feb.	-0.58	-	-0.55	-0.53	-0.48	-0.34	0.43	-0.02
Mar.	-0.58	-	-0.54	-0.50	-0.42	-0.24	0.84	-0.01
Apr.	-0.58	-	-0.54	-0.45	-0.31	0.01	1.10	-0.01
May	-0.58	-	-0.55	-0.39	-0.14	0.29	1.47	-0.02
June	-0.58	-	-0.52	-0.24	0.16	0.85	1.97	-0.03
July	-0.51	-	-0.31	0.04	0.47	0.99	2.61	-0.02
Aug.	-0.08	-	0.02	0.39	0.84	1.25	2.95	-0.01

Source: Refinitiv and ECB calculations.

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

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

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

4.2 Yield curves

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

	Spot rates					Spreads			Instantaneous forward rates			
	Euro area ^{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	
2019	-0.68	-0.66	-0.62	-0.45	-0.14	0.52	0.34	0.24	-0.62	-0.52	-0.13	0.41
2020	-0.75	-0.76	-0.77	-0.72	-0.57	0.19	0.80	0.32	-0.77	-0.77	-0.60	-0.24
2021	-0.73	-0.72	-0.68	-0.48	-0.19	0.53	1.12	0.45	-0.69	-0.58	-0.12	0.24
2022 Feb.	-0.73	-0.68	-0.54	-0.11	0.22	0.90	0.81	0.44	-0.56	-0.21	0.42	0.59
Mar.	-0.70	-0.49	-0.09	0.42	0.62	1.11	0.73	0.35	-0.05	0.58	0.81	0.81
Apr.	-0.59	-0.26	0.21	0.74	0.94	1.20	0.85	0.42	0.30	0.94	1.13	1.14
May	-0.38	-0.08	0.36	0.97	1.22	1.30	0.78	0.58	0.40	1.10	1.47	1.47
June	-0.42	0.31	0.64	1.11	1.50	1.19	0.21	0.38	0.86	1.07	1.72	1.95
July	0.04	0.16	0.25	0.55	0.93	0.77	-0.30	0.09	0.27	0.44	1.05	1.44
Aug.	-0.19	0.66	1.08	1.36	1.57	0.91	-0.33	0.00	1.36	1.53	1.65	1.84

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	
2018	375.5	3,386.6	766.3	264.9	172.6	115.8	173.1	629.5	502.5	278.8	292.9	800.5	2,746.2	22,310.7
2019	373.6	3,435.2	731.7	270.8	183.7	111.9	155.8	650.9	528.2	322.0	294.2	772.7	2,915.5	21,697.2
2020	360.0	3,274.3	758.9	226.8	163.2	83.1	128.6	631.4	630.2	347.1	257.6	831.9	3,217.3	22,703.5
2022 Feb.	452.7	4,084.1	978.2	285.0	180.8	107.8	185.6	805.7	823.6	374.5	286.1	863.7	4,436.0	27,066.5
Mar.	422.1	3,796.6	942.7	253.7	172.5	103.1	160.8	762.7	791.8	351.9	279.7	858.7	4,391.3	26,584.1
Apr.	428.9	3,837.3	984.0	255.1	179.2	106.2	164.1	751.7	772.3	370.6	298.1	912.6	4,391.3	27,043.3
May	413.5	3,691.8	974.9	238.2	172.6	113.1	158.1	725.8	724.2	369.5	298.3	864.5	4,040.4	26,653.8
June	399.6	3,587.6	929.8	235.5	165.6	113.4	153.0	693.6	694.0	350.4	293.7	833.3	3,898.9	26,958.4
July	390.4	3,523.3	866.4	238.1	170.9	104.4	142.4	683.1	692.9	335.4	294.7	841.0	3,911.7	26,986.7
Aug.	408.5	3,701.1	913.9	256.5	172.9	110.0	149.0	721.6	750.2	353.8	291.5	806.7	4,158.6	28,351.7

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	
2021 Aug.	0.01	0.34	0.17	0.59	4.83	16.01	5.75	5.31	5.92	2.04	1.34	1.47	1.24	1.28	1.60	1.32
Sep.	0.01	0.34	0.18	0.57	4.90	15.93	5.50	5.25	5.88	1.93	1.31	1.45	1.25	1.29	1.59	1.30
Oct.	0.01	0.34	0.19	0.58	4.82	15.91	5.61	5.21	5.85	2.00	1.32	1.47	1.26	1.30	1.60	1.31
Nov.	0.01	0.34	0.19	0.57	4.82	15.86	5.11	5.20	5.83	2.06	1.32	1.48	1.30	1.32	1.61	1.32
Dec.	0.01	0.35	0.17	0.60	4.74	15.89	5.11	5.05	5.66	1.87	1.34	1.46	1.30	1.30	1.60	1.31
2022 Jan.	0.01	0.35	0.20	0.56	4.76	15.82	5.58	5.28	5.87	1.95	1.35	1.46	1.31	1.32	1.61	1.33
Feb.	0.01	0.46	0.19	0.56	4.81	15.78	5.28	5.27	5.87	2.09	1.35	1.49	1.39	1.38	1.66	1.38
Mar.	0.01	0.47	0.19	0.52	4.81	15.76	5.45	5.24	5.81	2.08	1.40	1.53	1.54	1.47	1.75	1.47
Apr.	0.01	0.47	0.20	0.56	4.75	15.78	5.82	5.38	5.97	2.24	1.43	1.72	1.77	1.58	1.89	1.61
May	0.01	0.47	0.20	0.64	4.80	15.84	5.87	5.58	6.20	2.48	1.52	1.87	2.02	1.74	2.05	1.78
June	0.01	0.47	0.22	0.71	4.80	15.87	5.70	5.56	6.15	2.51	1.68	2.06	2.28	1.87	2.21	1.97
July ^(p)	0.01	0.46	0.30	0.87	4.83	15.86	6.10	5.74	6.32	2.80	1.83	2.26	2.53	1.99	2.35	2.15

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	
2021 Aug.	-0.03	-0.35	0.17	1.75	1.78	1.93	2.02	1.55	1.45	1.36	1.23	1.12	1.14	1.44
Sep.	-0.03	-0.35	0.15	1.77	1.79	1.99	1.99	1.51	1.43	1.34	1.27	1.25	1.28	1.49
Oct.	-0.03	-0.36	0.17	1.71	1.79	2.09	1.99	1.54	1.42	1.32	1.15	1.19	1.24	1.43
Nov.	-0.03	-0.35	0.16	1.68	1.78	2.01	2.03	1.49	1.43	1.36	1.07	1.11	1.23	1.38
Dec.	-0.03	-0.33	0.17	1.67	1.84	1.96	1.95	1.51	1.43	1.32	1.14	0.97	1.19	1.36
2022 Jan.	-0.04	-0.32	0.20	1.67	1.91	1.94	2.00	1.52	1.41	1.37	1.13	1.24	1.29	1.43
Feb.	-0.04	-0.32	0.41	1.67	1.77	1.93	2.08	1.50	1.43	1.42	1.07	1.08	1.46	1.42
Mar.	-0.04	-0.30	0.64	1.69	1.77	1.96	2.11	1.50	1.45	1.52	1.25	1.17	1.54	1.49
Apr.	-0.04	-0.30	0.44	1.67	1.88	1.98	2.24	1.52	1.46	1.67	1.19	1.12	1.57	1.51
May	-0.04	-0.27	0.52	1.69	1.81	2.02	2.40	1.52	1.50	1.79	1.14	1.22	1.95	1.55
June	-0.04	-0.14	1.05	1.72	1.83	2.18	2.56	1.60	1.56	1.94	1.81	1.55	2.14	1.83
July ^(p)	-0.01	0.04	1.19	1.74	1.89	2.43	2.75	1.68	1.86	2.13	1.39	1.77	2.08	1.77

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														
2019	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
2020	1,499.1	429.0	141.7	54.5	96.5	832.0	718.4	.	.	.	.	.	.	.
2021	1,419.6	428.4	142.1	53.4	87.7	761.4	671.7	387.3	138.6	79.5	25.9	31.8	137.3	104.6
2022 Feb.	1,405.4	419.1	149.0	55.4	96.2	741.0	643.7	381.9	131.4	86.5	27.6	31.6	132.5	96.3
Mar.	1,450.3	430.0	155.5	54.7	105.0	759.9	653.1	503.7	170.4	116.6	43.8	48.1	168.6	114.4
Apr.	1,443.7	439.9	159.9	54.6	107.4	736.5	638.3	456.4	164.0	102.2	36.0	43.1	147.1	97.4
May	1,385.7	418.5	160.3	49.8	106.9	700.1	613.4	438.3	157.9	110.3	41.1	42.5	127.6	86.7
June	1,367.2	414.4	142.4	46.1	104.9	705.5	622.0	448.2	151.4	116.7	51.8	48.5	131.6	87.5
July	1,304.8	413.7	138.8	44.8	97.9	654.4	599.8	475.3	187.3	112.0	51.5	49.3	126.6	85.9
Long-term														
2019	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
2020	19,439.5	4,079.5	3,285.1	1,331.4	1,541.9	10,533.0	9,752.1	.	.	.	.	.	.	.
2021	20,109.4	4,174.7	3,603.3	1,388.3	1,598.5	10,732.8	9,912.4	316.3	66.2	83.0	32.5	23.3	143.8	130.4
2022 Feb.	19,776.9	4,139.8	3,549.5	1,388.3	1,528.7	10,559.0	9,753.4	308.0	79.2	76.0	34.0	11.8	141.1	130.4
Mar.	19,594.8	4,120.3	3,552.7	1,392.5	1,514.0	10,407.7	9,617.3	401.4	100.6	117.4	54.2	26.8	156.5	147.2
Apr.	19,193.2	4,081.0	3,570.1	1,401.3	1,482.6	10,059.6	9,286.3	288.2	65.2	81.8	27.4	14.3	126.9	118.1
May	19,015.5	4,092.3	3,556.3	1,372.6	1,464.1	9,902.8	9,129.3	332.7	98.0	67.9	13.1	26.8	140.0	125.0
June	18,737.0	4,027.9	3,519.2	1,363.3	1,404.1	9,785.7	9,029.2	307.4	82.9	66.9	17.0	13.6	143.8	135.5
July	19,266.8	4,128.2	3,594.0	1,357.3	1,462.3	10,082.3	9,301.3	226.3	51.9	51.6	14.9	8.8	113.9	107.8

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															
2019	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
2020	20,938.6	4,508.4	3,426.8	1,385.9	1,638.4	11,365.0	10,470.5	8,486.7	468.9	1,357.8	6,658.9	8,560.4	537.8	1,410.5	6,612.1
2021	21,528.9	4,603.1	3,745.4	1,441.8	1,686.2	11,494.2	10,584.0	10,343.6	609.3	1,558.7	8,174.6	10,343.6	609.3	1,558.7	8,174.6
2022 Feb.	21,182.3	4,558.9	3,698.5	1,443.7	1,624.9	11,300.0	10,397.1	9,382.6	565.1	1,424.0	7,392.5	10,397.1	565.1	1,424.0	7,392.5
Mar.	21,045.2	4,550.3	3,708.2	1,447.2	1,619.0	11,167.6	10,270.4	9,393.8	550.7	1,436.1	7,405.9	10,270.4	550.7	1,436.1	7,405.9
Apr.	20,636.9	4,520.8	3,729.9	1,455.9	1,590.0	10,796.1	9,924.6	9,221.1	521.1	1,392.0	7,307.0	9,924.6	521.1	1,392.0	7,307.0
May	20,401.2	4,510.8	3,716.5	1,422.5	1,571.0	10,602.9	9,742.7	9,084.5	536.9	1,355.5	7,191.1	9,742.7	536.9	1,355.5	7,191.1
June	20,104.2	4,442.2	3,661.6	1,409.5	1,509.0	10,491.3	9,651.2	8,305.8	474.0	1,266.1	6,564.8	9,651.2	474.0	1,266.1	6,564.8
July	20,571.6	4,541.8	3,732.8	1,402.1	1,560.2	10,736.8	9,901.2	8,904.1	482.2	1,330.3	7,090.8	9,901.2	482.2	1,330.3	7,090.8
Growth rate ¹⁾															
2019	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
2020	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
2021	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
2022 Feb.	4.9	3.3	8.0	4.4	3.8	4.8	4.9	1.7	0.5	5.1	1.1	4.9	0.5	5.1	1.1
Mar.	4.9	2.9	8.2	4.3	4.7	4.7	4.8	1.2	0.2	3.7	0.8	4.8	0.2	3.7	0.8
Apr.	4.4	2.7	8.2	4.2	4.3	3.9	4.1	1.1	0.0	3.7	0.7	4.1	0.0	3.7	0.7
May	4.4	3.8	8.1	3.5	4.1	3.5	3.7	1.0	0.0	3.2	0.6	3.7	0.0	3.2	0.6
June	4.0	2.8	7.5	4.1	3.6	3.5	3.8	1.0	-0.7	3.2	0.7	3.8	-0.7	3.2	0.7
July	3.3	2.3	6.8	3.0	2.1	2.8	3.3	0.9	-0.7	2.8	0.6	3.3	-0.7	2.8	0.6

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-19						EER-42	
	Nominal	Real CPI	Real PPI	Real GDP deflator	Real ULCM	Real ULCT	Nominal	Real CPI
	1	2	3	4	5	6	7	8
2019	98.1	93.1	92.9	88.7	77.5	87.1	115.4	92.4
2020	99.6	93.5	94.1	89.4	76.9	87.7	119.4	93.9
2021	99.6	93.4	94.5	88.6	72.8	86.1	120.8	94.2
2021 Q3	99.5	93.2	94.5	88.7	72.7	85.7	120.5	93.9
Q4	97.7	91.8	93.4	86.5	71.8	84.3	119.1	92.7
2022 Q1	96.4	91.4	94.7	84.6	70.6	83.1	118.6	92.6
Q2	95.6	90.2	96.0	.	.	.	116.4	90.3
2022 Mar.	95.9	91.3	95.3	-	-	-	118.4	92.8
Apr.	95.2	89.9	95.2	-	-	-	116.4	90.4
May	95.6	90.3	96.2	-	-	-	116.2	90.3
June	95.9	90.5	96.6	-	-	-	116.5	90.3
July	94.1	89.0	96.1	-	-	-	114.6	89.0
Aug.	93.6	88.7	96.3	-	-	-	114.1	88.7
	<i>Percentage change versus previous month</i>							
2022 Aug.	-0.6	-0.4	0.3	-	-	-	-0.5	-0.3
	<i>Percentage change versus previous year</i>							
2022 Aug.	-5.8	-4.7	2.1	-	-	-	-5.2	-5.5

Source: ECB.

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

4.9 Bilateral exchange rates

(period averages; units of national currency per euro)

	Chinese renminbi	Croatian kuna	Czech koruna	Danish krone	Hungarian forint	Japanese yen	Polish zloty	Pound sterling	Romanian leu	Swedish krona	Swiss franc	US Dollar
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
2019	7.735	7.418	25.670	7.466	325.297	122.006	4.298	0.878	4.7453	10.589	1.112	1.119
2020	7.875	7.538	26.455	7.454	351.249	121.846	4.443	0.890	4.8383	10.485	1.071	1.142
2021	7.628	7.528	25.640	7.437	358.516	129.877	4.565	0.860	4.9215	10.146	1.081	1.183
2021 Q3	7.626	7.497	25.500	7.437	353.871	129.763	4.566	0.855	4.9319	10.195	1.083	1.179
Q4	7.310	7.518	25.374	7.438	364.376	130.007	4.617	0.848	4.9489	10.128	1.054	1.144
2022 Q1	7.121	7.544	24.653	7.441	364.600	130.464	4.623	0.836	4.9465	10.481	1.036	1.122
Q2	7.043	7.539	24.644	7.440	385.826	138.212	4.648	0.848	4.9449	10.479	1.027	1.065
2022 Mar.	6.992	7.571	25.007	7.440	376.640	130.711	4.752	0.836	4.9482	10.546	1.025	1.102
Apr.	6.960	7.558	24.435	7.439	374.865	136.606	4.649	0.837	4.9442	10.318	1.021	1.082
May	7.083	7.536	24.750	7.441	384.454	136.241	4.648	0.850	4.9460	10.496	1.035	1.058
June	7.073	7.525	24.719	7.439	396.664	141.569	4.647	0.858	4.9444	10.601	1.024	1.057
July	6.854	7.519	24.594	7.443	404.098	139.174	4.768	0.850	4.9396	10.575	0.988	1.018
Aug.	6.888	7.514	24.568	7.439	402.097	136.855	4.723	0.845	4.8943	10.502	0.969	1.013
	<i>Percentage change versus previous month</i>											
2022 Aug.	0.5	-0.1	-0.1	0.0	-0.5	-1.7	-0.9	-0.5	-0.9	-0.7	-1.9	-0.5
	<i>Percentage change versus previous year</i>											
2022 Aug.	-9.6	0.2	-3.5	0.0	14.3	5.9	3.4	-0.9	-0.6	2.8	-10.0	-14.0

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>												
2021 Q2	30,370.3	30,636.0	-265.7	11,452.5	9,464.6	12,014.7	14,001.3	-132.2	6,166.3	7,170.0	869.0	15,355.3
Q3	31,110.8	31,299.4	-188.6	11,679.4	9,453.6	12,221.4	14,320.8	-101.1	6,308.8	7,525.0	1,002.4	15,751.1
Q4	32,052.2	32,154.3	-102.1	11,830.2	9,718.7	12,838.5	14,644.5	-92.1	6,418.5	7,791.1	1,057.0	15,990.0
2022 Q1	32,080.1	32,085.7	-5.6	11,902.4	9,882.7	12,315.5	14,048.4	-55.9	6,815.3	8,154.5	1,102.8	16,415.9
<i>Outstanding amounts as a percentage of GDP</i>												
2022 Q1	255.2	255.2	0.0	94.7	78.6	98.0	111.7	-0.4	54.2	64.9	8.8	130.6
<i>Transactions</i>												
2021 Q3	382.7	299.5	83.2	44.6	-62.3	126.2	70.2	24.1	64.7	291.6	123.1	-
Q4	168.9	141.7	27.2	-16.0	-68.6	140.6	22.4	44.6	-3.2	187.9	2.9	-
2022 Q1	364.4	350.5	13.9	48.4	22.5	-21.0	11.6	-5.3	342.7	316.4	-0.4	-
Q2	-55.9	-63.8	8.0	55.3	-14.5	-110.7	-159.1	0.1	-2.9	109.7	2.3	-
2022 Jan.	262.0	232.9	29.1	53.5	54.7	48.3	-25.3	2.7	159.6	203.5	-2.1	-
Feb.	114.8	114.8	0.0	13.7	-17.7	-26.4	6.8	-3.8	129.5	125.8	1.7	-
Mar.	-12.3	2.8	-15.1	-18.8	-14.5	-43.0	30.1	-4.3	53.6	-12.9	0.1	-
Apr.	-13.3	25.6	-39.0	48.5	18.7	-52.0	-64.7	12.8	-21.9	71.6	-0.7	-
May	17.6	4.4	13.1	26.1	-16.0	-45.2	-98.0	-2.7	38.2	118.5	1.2	-
June	-60.1	-93.9	33.8	-19.3	-17.2	-13.5	3.6	-9.9	-19.2	-80.3	1.8	-
<i>12-month cumulated transactions</i>												
2022 June	860.2	727.9	132.3	132.3	-123.0	135.1	-54.8	63.5	401.3	905.7	128.0	-
<i>12-month cumulated transactions as a percentage of GDP</i>												
2022 June	6.7	5.7	1.0	1.0	-1.0	1.1	-0.4	0.5	3.1	7.1	1.0	-

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												
2019	1,222.4	7,721.9	8,944.3	1,069.7	2,364.2	3,433.9	12,378.2	79.3	528.8	-1.4	606.6	12,984.8
2020	1,360.8	8,886.2	10,247.0	1,034.9	2,450.1	3,485.0	13,731.9	101.5	636.5	-0.7	737.2	14,469.2
2021	1,464.8	9,796.8	11,261.5	927.4	2,507.6	3,435.0	14,696.5	117.6	658.6	12.1	788.2	15,484.8
2021 Q3	1,444.6	9,617.8	11,062.4	903.2	2,493.4	3,396.6	14,459.0	120.6	600.9	38.6	760.1	15,219.1
Q4	1,464.8	9,796.8	11,261.5	927.4	2,507.6	3,435.0	14,696.5	117.6	658.6	12.1	788.2	15,484.8
2022 Q1	1,525.0	9,938.9	11,463.9	936.3	2,519.9	3,456.2	14,920.2	123.0	593.2	32.2	748.4	15,668.6
Q2	1,530.4	10,040.2	11,570.6	970.8	2,528.0	3,498.8	15,069.5	113.6	606.7	60.0	780.2	15,849.7
2022 Feb.	1,494.0	9,913.6	11,407.6	931.8	2,520.3	3,452.1	14,859.7	131.1	590.7	24.7	746.4	15,606.1
Mar.	1,525.0	9,938.9	11,463.9	936.3	2,519.9	3,456.2	14,920.2	123.0	593.2	32.2	748.4	15,668.6
Apr.	1,524.4	9,965.2	11,489.7	954.6	2,519.0	3,473.6	14,963.3	115.3	602.3	49.6	767.1	15,730.4
May	1,528.7	10,007.6	11,536.2	935.3	2,524.7	3,460.0	14,996.2	124.2	600.2	43.7	768.2	15,764.4
June	1,530.4	10,040.2	11,570.6	970.8	2,528.0	3,498.8	15,069.5	113.6	606.7	60.0	780.2	15,849.7
July ^(p)	1,534.2	10,088.4	11,622.6	1,005.5	2,536.3	3,541.9	15,164.4	126.7	585.3	60.4	772.5	15,936.9
Transactions												
2019	57.7	604.8	662.5	-61.6	62.4	0.8	663.3	4.2	-4.1	-58.5	-58.3	605.0
2020	138.4	1,250.1	1,388.5	-28.9	86.7	57.8	1,446.3	19.5	113.7	0.1	133.4	1,579.7
2021	105.3	901.6	1,006.8	-118.5	67.2	-51.3	955.5	12.0	22.7	10.0	44.7	1,000.3
2021 Q3	25.1	254.5	279.6	-34.4	11.7	-22.6	257.0	5.7	-12.8	9.9	2.8	259.8
Q4	21.2	190.9	212.1	16.9	14.4	31.3	243.4	-3.5	57.7	-29.7	24.5	267.9
2022 Q1	60.2	134.5	194.7	12.1	9.9	22.0	216.7	5.1	-65.2	20.1	-40.0	176.7
Q2	5.4	82.2	87.6	28.8	8.4	37.2	124.7	-10.7	13.3	24.8	27.4	152.2
2022 Feb.	12.0	83.4	95.4	-13.1	7.6	-5.5	89.9	1.5	-24.5	-4.4	-27.4	62.5
Mar.	31.0	24.0	55.0	4.6	-0.9	3.7	58.7	-8.2	2.6	7.5	2.0	60.7
Apr.	-0.5	10.1	9.5	13.4	-0.6	12.8	22.3	-8.7	8.9	15.5	15.7	38.0
May	4.2	47.9	52.2	-17.5	5.7	-11.7	40.4	9.3	-2.1	-5.4	1.8	42.2
June	1.7	24.2	25.9	32.8	3.2	36.1	62.0	-11.2	6.5	14.7	9.9	71.9
July ^(p)	3.7	37.7	41.4	31.2	8.2	39.4	80.8	12.1	-21.4	0.1	-9.2	71.6
Growth rates												
2019	5.0	8.5	8.0	-5.4	2.7	0.0	5.7	5.5	-0.8	-	-8.8	4.9
2020	11.3	16.2	15.6	-2.7	3.7	1.7	11.7	24.4	21.6	-	22.0	12.2
2021	7.7	10.1	9.8	-11.4	2.7	-1.5	7.0	11.9	3.6	-	6.1	6.9
2021 Q3	8.5	11.5	11.1	-15.5	3.2	-2.5	7.6	12.7	1.0	-	7.5	7.6
Q4	7.7	10.1	9.8	-11.4	2.7	-1.5	7.0	11.9	3.6	-	6.1	6.9
2022 Q1	9.6	8.7	8.8	-6.0	2.0	-0.3	6.6	9.4	-3.9	74.3	-0.2	6.2
Q2	7.9	7.1	7.2	2.5	1.8	2.0	5.9	-2.8	-1.1	77.3	2.0	5.7
2022 Feb.	7.8	9.3	9.1	-6.8	2.3	-0.3	6.8	17.1	-4.2	-9.3	-1.3	6.4
Mar.	9.6	8.7	8.8	-6.0	2.0	-0.3	6.6	9.4	-3.9	74.3	-0.2	6.2
Apr.	8.8	8.1	8.2	-2.8	1.7	0.4	6.3	1.3	-1.8	71.8	1.3	6.1
May	8.4	7.8	7.9	-3.7	1.8	0.3	6.1	10.5	-2.2	16.5	0.6	5.8
June	7.9	7.1	7.2	2.5	1.8	2.0	5.9	-2.8	-1.1	77.3	2.0	5.7
July ^(p)	7.5	6.6	6.7	6.3	2.1	3.3	5.9	3.9	-5.3	37.5	-1.4	5.5

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													
2019	2,483.9	2,070.3	256.7	150.5	6.4	7,044.4	4,399.1	492.0	2,152.4	1.0	1,026.5	215.7	464.7
2020	2,976.1	2,522.8	309.9	140.1	3.2	7,663.7	4,965.2	437.3	2,260.4	0.9	1,097.0	234.6	501.2
2021	3,244.4	2,818.6	290.7	128.6	6.5	8,088.1	5,380.3	372.8	2,334.2	0.7	1,236.9	228.4	551.6
2021 Q3	3,155.5	2,731.4	283.8	130.8	9.6	8,025.8	5,319.1	388.9	2,317.2	0.7	1,210.6	227.4	515.6
Q4	3,244.4	2,818.6	290.7	128.6	6.5	8,088.1	5,380.3	372.8	2,334.2	0.7	1,236.9	228.4	551.6
2022 Q1	3,269.8	2,841.9	287.3	129.8	10.8	8,189.8	5,480.1	358.0	2,350.6	1.1	1,272.4	230.5	555.7
Q2	3,296.4	2,851.5	303.1	130.5	11.2	8,243.9	5,532.0	353.2	2,358.0	0.6	1,305.4	230.1	576.8
2022 Feb.	3,265.6	2,842.6	284.7	126.6	11.6	8,170.2	5,457.7	360.8	2,350.8	1.0	1,280.5	234.8	545.7
Mar.	3,269.8	2,841.9	287.3	129.8	10.8	8,189.8	5,480.1	358.0	2,350.6	1.1	1,272.4	230.5	555.7
Apr.	3,278.5	2,841.6	297.9	129.5	9.6	8,202.8	5,495.4	357.2	2,349.3	1.0	1,282.3	224.4	566.1
May	3,280.8	2,853.7	286.3	130.3	10.4	8,235.3	5,524.4	354.5	2,355.6	0.7	1,275.9	231.1	568.7
June	3,296.4	2,851.5	303.1	130.5	11.2	8,243.9	5,532.0	353.2	2,358.0	0.6	1,305.4	230.1	576.8
July (p)	3,326.4	2,867.8	318.6	130.1	9.9	8,294.1	5,572.6	353.5	2,367.3	0.7	1,333.1	242.6	560.8
Transactions													
2019	149.5	167.0	-18.9	1.8	-0.4	396.1	361.2	-26.3	61.7	-0.5	25.1	9.8	29.3
2020	515.9	469.8	55.8	-6.8	-2.9	611.8	560.4	-53.8	105.3	0.0	142.6	20.4	36.7
2021	254.4	279.6	-21.3	-6.9	3.0	423.5	411.2	-65.1	77.5	-0.2	144.3	-8.2	48.2
2021 Q3	60.8	69.0	-8.0	-1.2	0.9	108.6	111.6	-18.3	15.4	-0.1	44.3	1.9	21.9
Q4	85.1	84.8	5.7	-2.3	-3.1	60.4	59.3	-16.1	17.2	0.1	38.1	2.4	32.7
2022 Q1	19.7	18.3	-3.9	1.1	4.2	100.3	98.5	-11.0	12.3	0.4	35.0	2.3	4.3
Q2	14.3	0.4	13.2	0.6	0.1	51.7	50.0	-5.6	7.8	-0.5	22.2	-0.6	21.0
2022 Feb.	25.2	33.9	-9.5	-0.5	1.4	37.0	32.6	-3.4	7.6	0.2	12.4	-3.8	8.5
Mar.	-3.8	-6.5	2.4	1.2	-0.9	19.3	22.1	-2.8	-0.2	0.2	-3.3	-2.8	10.2
Apr.	-0.1	-6.6	8.4	-0.5	-1.5	10.2	12.8	-1.5	-0.9	-0.2	0.5	-6.8	10.3
May	4.1	13.0	-10.6	0.9	0.9	34.4	30.7	-2.4	6.4	-0.3	-2.7	7.0	2.6
June	10.3	-6.0	15.4	0.2	0.7	7.1	6.5	-1.6	2.3	-0.1	24.3	-0.8	8.0
July (p)	25.6	13.5	14.0	-0.4	-1.4	46.7	37.4	0.0	9.2	0.1	21.4	11.6	-16.1
Growth rates													
2019	6.4	8.8	-6.8	1.2	-6.5	6.0	8.9	-5.1	3.0	-35.6	2.5	4.8	6.7
2020	20.8	22.7	21.6	-4.5	-47.0	8.7	12.7	-10.9	4.9	-5.2	14.3	9.4	7.9
2021	8.5	11.1	-6.9	-5.0	98.2	5.5	8.3	-14.9	3.4	-18.6	13.1	-3.5	9.6
2021 Q3	7.1	10.3	-12.1	-5.4	38.0	7.0	10.2	-13.1	4.0	-31.8	15.0	-6.8	9.1
Q4	8.5	11.1	-6.9	-5.0	98.2	5.5	8.3	-14.9	3.4	-18.6	13.1	-3.5	9.6
2022 Q1	6.8	8.6	-5.1	-4.2	40.4	4.6	7.1	-14.3	2.6	27.6	13.4	5.7	12.7
Q2	5.8	6.5	2.4	-1.2	23.1	4.1	6.1	-12.6	2.3	-15.9	12.0	2.8	16.1
2022 Feb.	8.0	9.9	-4.1	-4.9	96.1	5.1	7.7	-14.6	2.9	1.6	14.5	2.0	10.0
Mar.	6.8	8.6	-5.1	-4.2	40.4	4.6	7.1	-14.3	2.6	27.6	13.4	5.7	12.7
Apr.	6.9	8.3	-0.8	-4.1	22.0	4.4	6.9	-13.8	2.2	8.1	12.3	-1.1	14.3
May	6.5	8.1	-4.4	-2.5	40.5	4.4	6.7	-13.2	2.4	-13.6	10.7	0.4	15.1
June	5.8	6.5	2.4	-1.2	23.1	4.1	6.1	-12.6	2.3	-15.9	12.0	2.8	16.1
July (p)	6.1	6.1	9.3	-1.0	16.5	4.2	6.2	-10.8	2.5	-5.1	11.7	5.8	11.8

Source: ECB.

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

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

3) Including non-profit institutions serving households.

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

5 Financing conditions and credit developments

5.3 Credit to euro area residents ¹⁾

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

	Credit to general government			Credit to other euro area residents								
	Total	Loans	Debt securities	Total	Loans					Debt securities	Equity and non-money market fund investment fund shares	
					Total	To non-financial corporations ³⁾	To households ⁴⁾	To financial corporations other than MFIs and ICPFs ³⁾	To insurance corporations and pension funds			
												Adjusted loans ²⁾
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
Outstanding amounts												
2019	4,654.5	989.2	3,653.5	13,856.8	11,446.4	11,835.1	4,474.3	5,930.1	891.0	151.0	1,560.5	849.9
2020	5,914.6	998.8	4,903.9	14,333.2	11,919.8	12,299.4	4,708.3	6,132.0	911.7	167.8	1,548.2	865.3
2021	6,552.1	997.2	5,553.1	14,813.8	12,341.5	12,726.4	4,863.8	6,372.5	943.7	161.5	1,583.3	889.0
2021 Q3	6,364.7	999.2	5,363.9	14,611.0	12,182.5	12,536.2	4,769.9	6,316.1	951.8	144.7	1,531.9	896.6
Q4	6,552.1	997.2	5,553.1	14,813.8	12,341.5	12,726.4	4,863.8	6,372.5	943.7	161.5	1,583.3	889.0
2022 Q1	6,553.9	1,002.7	5,548.5	15,022.6	12,562.1	12,691.8	4,917.1	6,471.9	1,020.0	153.0	1,593.7	866.8
Q2	6,513.6	1,002.0	5,487.5	15,182.0	12,791.5	12,930.4	5,017.9	6,555.0	1,054.2	164.3	1,561.1	829.4
2022 Feb.	6,562.2	996.5	5,563.0	14,946.5	12,507.7	12,656.5	4,885.9	6,444.2	1,007.4	170.2	1,560.3	878.5
Mar.	6,553.9	1,002.7	5,548.5	15,022.6	12,562.1	12,691.8	4,917.1	6,471.9	1,020.0	153.0	1,593.7	866.8
Apr.	6,526.0	1,004.2	5,497.0	15,072.0	12,631.8	12,780.0	4,943.8	6,491.5	1,035.7	160.8	1,600.8	839.5
May	6,507.2	999.8	5,482.6	15,112.1	12,704.9	12,842.3	4,974.3	6,522.2	1,045.2	163.3	1,556.8	850.4
June	6,513.6	1,002.0	5,487.5	15,182.0	12,791.5	12,930.4	5,017.9	6,555.0	1,054.2	164.3	1,561.1	829.4
July ^(p)	6,539.7	998.4	5,517.1	15,247.0	12,851.3	12,987.1	5,067.6	6,577.8	1,046.5	159.4	1,565.5	830.2
Transactions												
2019	-88.4	-23.2	-65.6	449.6	376.1	422.9	115.0	200.3	40.6	20.2	30.2	43.4
2020	1,042.0	13.5	1,028.3	737.1	538.1	559.0	288.2	209.1	23.9	16.9	170.8	28.2
2021	667.2	-0.5	677.3	563.2	474.5	507.7	176.7	261.6	45.5	-9.4	79.4	9.3
2021 Q3	152.2	-4.7	156.9	130.5	116.5	119.5	40.3	65.7	17.5	-7.0	9.2	4.8
Q4	201.1	-1.1	202.0	228.9	174.9	225.4	98.5	60.5	-0.4	16.4	62.7	-8.7
2022 Q1	94.0	4.8	89.2	190.6	183.6	169.4	45.2	72.8	74.1	-8.5	23.6	-16.5
Q2	76.5	-0.7	77.2	206.9	231.1	249.6	96.9	87.0	35.8	11.3	-19.9	-4.3
2022 Feb.	52.0	4.1	47.9	47.7	48.6	59.3	13.5	18.4	19.3	-2.6	2.7	-3.5
Mar.	29.2	5.9	23.3	80.1	55.9	41.9	25.0	28.8	18.7	-16.6	36.0	-11.8
Apr.	16.8	1.6	14.6	68.0	63.2	82.9	23.5	20.6	11.6	7.5	10.0	-5.1
May	21.5	-4.5	25.9	54.7	84.3	72.9	30.6	31.9	18.9	2.9	-42.2	12.6
June	38.2	2.2	36.7	84.2	83.7	93.8	42.9	34.6	5.3	0.9	12.3	-11.8
July ^(p)	-23.5	-3.7	-19.8	45.7	51.8	51.7	46.7	20.5	-9.9	-5.6	-4.7	-1.3
Growth rates												
2019	-1.9	-2.3	-1.8	3.4	3.4	3.7	2.6	3.5	4.8	16.0	2.0	5.5
2020	22.2	1.4	27.8	5.4	4.7	4.7	6.4	3.5	2.7	10.3	11.4	3.4
2021	11.3	0.0	13.8	3.9	4.0	4.1	3.8	4.3	5.0	-4.5	5.3	1.1
2021 Q3	11.0	0.0	13.5	3.4	3.2	3.2	1.7	4.3	5.7	-10.1	3.0	7.3
Q4	11.3	0.0	13.8	3.9	4.0	4.1	3.8	4.3	5.0	-4.5	5.3	1.1
2022 Q1	10.1	0.8	11.9	4.2	4.3	4.6	3.5	4.4	8.5	-1.1	6.6	-1.7
Q2	8.5	-0.2	10.1	5.2	5.8	6.2	5.9	4.6	13.6	8.0	5.0	-2.8
2022 Feb.	10.7	0.0	12.8	4.3	4.6	4.8	3.9	4.4	8.2	11.1	4.5	-0.1
Mar.	10.1	0.8	11.9	4.2	4.3	4.6	3.5	4.4	8.5	-1.1	6.6	-1.7
Apr.	9.6	0.4	11.4	4.7	4.8	5.3	4.5	4.3	10.1	3.7	7.5	-1.7
May	8.9	-0.2	10.7	4.8	5.2	5.7	5.0	4.4	12.0	2.4	4.8	-1.1
June	8.5	-0.2	10.1	5.2	5.8	6.2	5.9	4.6	13.6	8.0	5.0	-2.8
July ^(p)	7.0	-0.9	8.5	5.2	5.9	6.3	6.6	4.5	12.2	4.8	4.4	-2.7

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					6	7	8	9	10
Outstanding amounts										
2019	4,474.3	4,576.5	966.7	877.5	2,630.1	5,930.1	6,221.7	720.1	4,523.5	686.5
2020	4,708.3	4,829.7	897.2	1,009.7	2,801.4	6,132.0	6,400.5	700.6	4,724.7	706.7
2021	4,863.8	4,994.8	888.7	1,006.4	2,968.6	6,372.5	6,635.8	698.2	4,970.9	703.5
2021 Q3	4,769.9	4,884.9	834.3	971.1	2,964.4	6,316.1	6,574.4	696.6	4,914.4	705.0
Q4	4,863.8	4,994.8	888.7	1,006.4	2,968.6	6,372.5	6,635.8	698.2	4,970.9	703.5
2022 Q1	4,917.1	4,891.5	911.4	1,002.2	3,003.6	6,471.9	6,671.8	701.0	5,063.2	707.7
Q2	5,017.9	4,994.1	948.7	1,027.7	3,041.5	6,555.0	6,745.8	707.4	5,140.2	707.5
2022 Feb.	4,885.9	4,858.5	899.5	998.8	2,987.6	6,444.2	6,643.9	701.0	5,036.3	706.9
Mar.	4,917.1	4,891.5	911.4	1,002.2	3,003.6	6,471.9	6,671.8	701.0	5,063.2	707.7
Apr.	4,943.8	4,922.3	924.0	1,012.0	3,007.8	6,491.5	6,697.1	702.8	5,082.1	706.6
May	4,974.3	4,944.7	934.5	1,016.1	3,023.6	6,522.2	6,725.0	705.6	5,109.7	706.9
June	5,017.9	4,994.1	948.7	1,027.7	3,041.5	6,555.0	6,745.8	707.4	5,140.2	707.5
July ⁴⁾	5,067.6	5,039.4	959.6	1,041.9	3,066.1	6,577.8	6,765.4	708.2	5,162.8	706.8
Transactions										
2019	115.0	142.5	-13.0	44.8	83.2	200.3	216.2	41.0	168.5	-9.2
2020	288.2	325.3	-54.1	138.7	203.6	209.1	193.0	-11.8	210.7	10.2
2021	176.7	208.6	-1.3	2.8	175.2	261.6	266.6	10.7	255.0	-4.0
2021 Q3	40.3	44.6	4.1	2.0	34.2	65.7	67.4	4.1	64.0	-2.3
Q4	98.5	127.6	55.9	37.1	5.5	60.5	71.0	6.5	55.7	-1.7
2022 Q1	45.2	53.7	18.8	-4.7	31.2	72.8	83.0	5.1	65.2	2.5
Q2	96.9	104.6	37.5	22.9	36.5	87.0	78.2	7.8	76.9	2.3
2022 Feb.	13.5	13.2	8.7	-1.4	6.2	18.4	29.5	3.8	13.7	0.8
Mar.	25.0	32.9	9.8	3.3	11.9	28.8	29.4	0.3	27.0	1.5
Apr.	23.5	27.3	11.4	7.8	4.3	20.6	25.0	2.4	18.5	-0.3
May	30.6	22.8	12.2	4.6	13.8	31.9	29.6	3.2	28.1	0.5
June	42.9	54.6	13.9	10.6	18.4	34.6	23.6	2.2	30.3	2.0
July ⁴⁾	46.7	44.2	8.7	14.4	23.7	20.5	18.1	1.0	22.2	-2.6
Growth rates										
2019	2.6	3.2	-1.3	5.3	3.2	3.5	3.6	6.0	3.9	-1.3
2020	6.4	7.1	-5.7	15.9	7.8	3.5	3.1	-1.6	4.7	1.5
2021	3.8	4.3	-0.1	0.3	6.3	4.3	4.2	1.6	5.4	-0.6
2021 Q3	1.7	2.1	-8.6	-3.5	6.9	4.3	4.1	0.5	5.6	-0.2
Q4	3.8	4.3	-0.1	0.3	6.3	4.3	4.2	1.6	5.4	-0.6
2022 Q1	3.5	4.2	2.4	-0.8	5.4	4.4	4.5	2.6	5.4	-0.2
Q2	5.9	6.9	14.0	5.9	3.7	4.6	4.6	3.4	5.4	0.1
2022 Feb.	3.9	4.6	1.5	0.1	6.0	4.4	4.4	2.3	5.4	-0.3
Mar.	3.5	4.2	2.4	-0.8	5.4	4.4	4.5	2.6	5.4	-0.2
Apr.	4.5	5.4	5.7	1.9	5.1	4.3	4.6	3.1	5.2	-0.2
May	5.0	6.0	7.2	4.6	4.5	4.4	4.6	3.4	5.3	-0.2
June	5.9	6.9	14.0	5.9	3.7	4.6	4.6	3.4	5.4	0.1
July ⁴⁾	6.6	7.7	15.4	7.5	3.8	4.5	4.5	3.3	5.3	-0.2

Source: ECB.

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

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

3) Including non-profit institutions serving households.

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

5 Financing conditions and credit developments

5.5 Counterparts to M3 other than credit to euro area residents 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										
2019	363.4	7,055.1	1,944.5	50.2	2,155.2	2,905.3	1,474.7	417.4	178.9	187.2
2020	744.6	6,961.4	1,914.8	42.1	1,991.8	3,012.7	1,437.6	489.8	130.1	139.2
2021	797.1	6,889.8	1,838.8	37.1	1,998.1	3,015.9	1,363.8	441.9	118.8	136.8
2021 Q3	690.8	6,856.6	1,850.7	38.6	1,975.9	2,991.4	1,375.6	415.2	139.0	146.0
Q4	797.1	6,889.8	1,838.8	37.1	1,998.1	3,015.9	1,363.8	441.9	118.8	136.8
2022 Q1	740.4	6,875.1	1,847.5	35.8	1,986.0	3,005.8	1,359.4	348.2	153.0	164.4
Q2	757.6	6,803.7	1,848.1	31.6	2,005.7	2,918.3	1,302.5	412.9	159.3	157.3
2022 Feb.	731.5	6,888.7	1,844.9	36.5	2,005.4	3,001.9	1,374.3	343.4	166.0	159.4
Mar.	740.4	6,875.1	1,847.5	35.8	1,986.0	3,005.8	1,359.4	348.2	153.0	164.4
Apr.	768.6	6,894.2	1,845.5	35.6	2,014.9	2,998.2	1,358.3	436.8	180.7	171.7
May	725.3	6,803.4	1,847.3	32.2	1,985.9	2,937.9	1,240.6	433.1	178.3	170.8
June	757.6	6,803.7	1,848.1	31.6	2,005.7	2,918.3	1,302.5	412.9	159.3	157.3
July ^(p)	735.1	6,848.8	1,837.1	31.2	1,998.4	2,982.1	1,316.2	417.9	169.7	159.1
Transactions										
2019	-25.0	107.2	-5.5	-2.9	28.0	87.6	311.8	14.2	-2.7	-2.5
2020	316.3	-34.8	-14.9	-8.0	-101.1	89.1	-60.2	142.3	-48.8	-48.0
2021	53.1	-36.1	-74.8	-5.0	-39.8	83.5	-120.5	-92.6	-11.3	-2.3
2021 Q3	10.8	0.6	-18.6	-1.5	8.2	12.5	-43.6	32.1	15.3	11.5
Q4	106.7	10.0	-13.5	-1.6	6.1	18.9	-71.3	25.9	-20.2	-9.2
2022 Q1	-53.2	-42.2	-21.6	-1.3	-28.7	9.3	-25.7	-177.6	34.0	34.7
Q2	17.1	29.8	-3.2	-4.1	-16.2	53.4	-70.3	-13.9	7.6	-7.1
2022 Feb.	7.9	-21.1	-13.9	-0.3	-6.3	-0.7	-9.3	-41.1	0.5	0.7
Mar.	8.4	-11.8	2.3	-0.7	-25.4	11.9	-14.4	-37.8	-12.9	5.0
Apr.	28.1	26.9	-5.1	-0.2	1.5	30.6	-32.1	40.3	27.7	7.3
May	-43.3	-13.4	2.9	-3.4	-19.9	7.0	-72.4	-18.3	-1.1	-0.9
June	32.3	16.4	-1.1	-0.6	2.3	15.8	34.1	-35.9	-19.0	-13.5
July ^(p)	-22.4	-11.3	-12.9	-0.5	-16.4	18.4	-12.7	28.4	10.4	1.8
Growth rates										
2019	-6.4	1.6	-0.3	-5.3	1.3	3.1	-	-	-1.5	-1.5
2020	87.4	-0.5	-0.8	-15.9	-4.7	3.0	-	-	-27.3	-25.7
2021	7.1	-0.5	-3.9	-11.9	-2.0	2.8	-	-	-8.7	-1.7
2021 Q3	-12.9	-0.7	-3.6	-9.9	-4.4	3.8	-	-	-0.6	-0.9
Q4	7.1	-0.5	-3.9	-11.9	-2.0	2.8	-	-	-8.7	-1.7
2022 Q1	5.7	-0.7	-4.0	-13.1	-1.9	2.3	-	-	20.1	31.9
Q2	12.0	0.0	-3.0	-21.3	-1.5	3.2	-	-	29.6	22.2
2022 Feb.	6.2	-0.6	-4.6	-11.9	-0.8	2.3	-	-	14.0	14.3
Mar.	5.7	-0.7	-4.0	-13.1	-1.9	2.3	-	-	20.1	31.9
Apr.	7.4	-0.1	-3.3	-13.3	-1.7	3.1	-	-	35.9	36.7
May	4.5	0.0	-3.1	-20.8	-1.8	3.5	-	-	34.5	36.4
June	12.0	0.0	-3.0	-21.3	-1.5	3.2	-	-	29.6	22.2
July ^(p)	7.6	-0.2	-3.3	-21.0	-2.7	3.9	-	-	28.0	24.8

Source: ECB.

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

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

3) Not adjusted for seasonal effects.

6 Fiscal developments

6.1 Deficit/surplus

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

	Deficit (-)/surplus (+)					Memo item: Primary deficit (-)/surplus (+)
	Total	Central government	State government	Local government	Social security funds	
	1	2	3	4	5	6
2018	-0.4	-1.0	0.1	0.2	0.3	1.4
2019	-0.7	-1.0	0.0	0.0	0.3	1.0
2020	-7.1	-5.8	-0.4	0.0	-0.9	-5.6
2021	-5.1	-5.0	-0.1	0.0	-0.1	-3.6
2021 Q2	-6.8	.	.	.	.	-5.3
Q3	-6.1	.	.	.	.	-4.7
Q4	-5.1	.	.	.	.	-3.6
2022 Q1	-3.9	.	.	.	.	-2.4

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

6.2 Revenue and expenditure

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

	Revenue						Expenditure						
	Total	Current revenue				Capital revenue	Total	Current expenditure				Capital expenditure	
		Direct taxes	Indirect taxes	Net social contributions				Compensation of employees	Intermediate consumption	Interest	Social benefits		
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	
2018	46.4	45.9	12.9	13.0	15.2	0.5	46.9	43.2	9.9	5.3	1.8	22.3	3.7
2019	46.3	45.8	12.9	13.0	15.0	0.5	46.9	43.2	9.9	5.3	1.6	22.4	3.8
2020	46.5	46.1	12.9	12.7	15.6	0.5	53.6	49.1	10.7	5.9	1.5	25.5	4.5
2021	47.3	46.6	13.3	13.2	15.3	0.7	52.4	47.7	10.3	6.0	1.5	24.2	4.8
2021 Q2	46.5	46.0	12.8	12.9	15.5	0.6	53.3	48.6	10.5	6.0	1.5	24.9	4.7
Q3	46.8	46.1	13.0	13.0	15.4	0.7	52.9	48.2	10.4	6.0	1.4	24.6	4.7
Q4	47.4	46.6	13.3	13.2	15.3	0.7	52.5	47.7	10.3	6.0	1.5	24.2	4.8
2022 Q1	47.3	46.6	13.3	13.3	15.2	0.7	51.2	46.5	10.1	5.9	1.5	23.8	4.7

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

6.3 Government debt-to-GDP ratio

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

	Total	Financial instrument			Holder		Original maturity		Residual maturity			Currency		
		Currency and deposits	Loans	Debt securities	Resident creditors	Non-resident creditors	Up to 1 year	Over 1 year	Up to 1 year	Over 1 and up to 5 years	Over 5 years	Euro or participating currencies	Other currencies	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
2018	85.8	3.1	13.7	69.0	48.2	32.5	37.6	8.2	77.7	16.1	28.3	41.4	84.4	1.5
2019	83.8	3.0	12.9	67.9	45.5	30.7	38.3	7.7	76.1	15.7	27.7	40.5	82.5	1.3
2020	97.2	3.2	14.2	79.9	54.5	39.1	42.7	11.3	85.9	19.1	31.5	46.6	95.5	1.7
2021	95.6	3.0	13.6	79.0	55.7	41.8	39.8	10.0	85.6	17.9	31.0	46.6	94.2	1.4
2021 Q2	98.2	3.1	13.9	81.2	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
Q3	97.6	3.0	13.9	80.6	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
Q4	95.7	3.0	13.7	79.0	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
2022 Q1	95.6	3.0	13.4	79.2	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.

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
2018	-2.0	-1.4	0.4	0.4	0.4	-0.1	0.0	0.2	0.0	-0.1	-1.0	0.8
2019	-2.0	-1.0	0.1	0.2	0.1	-0.1	0.0	0.2	-0.2	0.0	-1.1	0.9
2020	13.4	5.6	2.1	2.5	2.0	0.4	-0.1	0.1	-0.4	0.0	5.7	9.6
2021	-1.6	3.6	0.0	0.7	0.4	0.1	0.1	0.1	-0.1	-0.5	-5.3	5.2
2021 Q2	3.4	5.3	-1.3	-0.5	-1.0	0.4	0.0	0.2	-0.3	-0.5	-0.5	5.7
Q3	0.6	4.7	-1.2	-0.4	-0.8	0.2	0.0	0.2	-0.3	-0.5	-2.9	5.2
Q4	-1.7	3.6	0.0	0.7	0.4	0.1	0.1	0.1	-0.1	-0.5	-5.3	5.2
2022 Q1	-4.4	2.4	0.5	0.9	0.5	0.1	0.1	0.2	-0.1	-0.3	-7.3	4.5

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	
2019	12.2	10.8	3.6	1.4	0.4	7.5	2.2	1.3	-0.1	2.5	2.1	0.3	1.1	
2020	14.9	13.6	4.2	1.4	0.3	7.6	1.9	1.1	-0.2	2.2	2.3	0.0	0.8	
2021	14.2	12.9	4.2	1.3	0.3	7.9	1.6	1.1	-0.3	1.9	1.9	-0.1	0.5	
2021 Q2	14.5	13.1	4.8	1.4	0.3	7.9	1.7	0.5	-0.3	2.0	2.1	-0.1	0.5	
Q3	14.6	13.2	4.4	1.4	0.3	7.9	1.7	1.1	-0.3	2.0	1.8	-0.1	0.5	
Q4	14.2	12.9	4.2	1.3	0.3	7.9	1.6	1.1	-0.3	1.9	1.9	-0.1	0.5	
2022 Q1	14.7	13.5	5.0	1.3	0.3	8.0	1.6	1.1	-0.3	1.9	1.7	-0.1	0.4	
2022 Feb.	14.1	12.9	5.2	1.2	0.3	8.0	1.6	1.1	-0.3	1.9	1.7	-0.1	0.5	
Mar.	14.7	13.5	5.0	1.3	0.3	8.0	1.6	1.1	-0.3	1.9	1.7	-0.1	0.4	
Apr.	14.3	13.1	4.5	1.3	0.3	8.0	1.6	1.1	-0.3	1.9	1.8	-0.1	0.5	
May	14.5	13.3	4.0	1.3	0.3	8.1	1.6	1.1	-0.3	1.9	1.8	0.0	0.5	
June	14.7	13.4	4.8	1.3	0.3	8.0	1.6	1.0	-0.2	1.9	1.7	0.1	0.4	
July	14.3	13.0	4.5	1.3	0.3	8.1	1.6	1.1	-0.2	1.9	1.7	0.2	0.5	

Source: ECB.

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

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

3) Residual maturity at the end of the period.

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

6 Fiscal developments

6.6 Fiscal developments in euro area countries

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

	Belgium	Germany	Estonia	Ireland	Greece	Spain	France	Italy	Cyprus	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	
Government deficit (-)/surplus (+)										
2018	-0.9	1.9	-0.6	0.1	0.9	-2.6	-2.3	-2.2	-3.6	
2019	-2.0	1.5	0.1	0.5	1.1	-3.1	-3.1	-1.5	1.3	
2020	-9.0	-4.3	-5.6	-5.1	-10.2	-10.3	-8.9	-9.6	-5.8	
2021	-5.5	-3.7	-2.4	-1.9	-7.4	-6.9	-6.5	-7.2	-1.7	
2021 Q2	-6.5	-5.0	-4.3	-4.3	-11.0	-8.4	-8.2	-8.9	-6.4	
Q3	-6.9	-4.3	-3.9	-3.1	-9.8	-7.8	-7.9	-8.0	-4.7	
Q4	-5.5	-3.7	-2.4	-1.7	-7.4	-6.9	-6.4	-7.2	-1.7	
2022 Q1	-5.5	-2.6	-1.7	-0.1	-5.0	-5.4	-5.0	-6.4	-0.1	
Government debt										
2018	99.8	61.2	8.2	63.1	186.4	100.5	97.8	134.4	98.4	
2019	97.7	58.9	8.6	57.2	180.7	98.3	97.4	134.1	91.1	
2020	112.8	68.7	19.0	58.4	206.3	120.0	114.6	155.3	115.0	
2021	108.2	69.3	18.1	56.0	193.3	118.4	112.9	150.8	103.6	
2021 Q2	113.8	69.6	19.6	58.9	207.5	122.7	113.7	155.7	111.4	
Q3	111.5	69.3	19.7	57.4	201.6	121.7	115.0	154.6	109.0	
Q4	108.4	69.3	18.1	55.3	193.3	118.4	112.5	150.8	103.6	
2022 Q1	107.9	68.2	17.6	53.1	189.3	117.7	114.4	152.6	104.9	
	Latvia	Lithuania	Luxembourg	Malta	Netherlands	Austria	Portugal	Slovenia	Slovakia	Finland
	10	11	12	13	14	15	16	17	18	19
Government deficit (-)/surplus (+)										
2018	-0.8	0.5	3.0	2.1	1.4	0.2	-0.3	0.7	-1.0	-0.9
2019	-0.6	0.5	2.3	0.6	1.7	0.6	0.1	0.4	-1.3	-0.9
2020	-4.5	-7.3	-3.4	-9.5	-3.7	-8.0	-5.8	-7.8	-5.5	-5.5
2021	-7.3	-1.0	0.9	-8.0	-2.5	-5.9	-2.8	-5.2	-6.2	-2.6
2021 Q2	-7.7	-5.4	-0.5	-7.7	-3.9	-9.3	-5.9	-6.6	-6.5	-5.0
Q3	-6.3	-3.5	-0.2	-8.0	-3.6	-7.9	-4.0	-6.5	-5.9	-4.4
Q4	-7.3	-1.0	0.9	-7.9	-2.6	-5.9	-2.8	-5.2	-6.2	-2.7
2022 Q1	-5.1	0.0	0.8	-8.0	-1.5	-3.9	-1.5	-4.1	-5.4	-2.0
Government debt										
2018	37.1	33.7	20.8	43.7	52.4	74.1	121.5	70.3	49.6	59.8
2019	36.7	35.9	22.3	40.7	48.5	70.6	116.6	65.6	48.1	59.6
2020	43.3	46.6	24.8	53.4	54.3	83.3	135.2	79.8	59.7	69.0
2021	44.8	44.3	24.4	57.0	52.1	82.8	127.4	74.7	63.1	65.8
2021 Q2	43.2	44.6	26.1	58.8	54.5	86.4	135.3	80.1	61.1	74.5
Q3	43.5	45.1	25.3	56.3	52.8	84.5	130.6	79.7	61.2	73.8
Q4	44.8	44.3	24.3	56.4	52.4	83.0	127.4	74.7	63.1	72.3
2022 Q1	42.8	40.4	22.3	57.6	50.7	84.1	127.0	75.1	62.4	71.9

Source: Eurostat.

© Banque centrale européenne, 2022

Adresse postale 60640 Frankfurt am Main, Allemagne
Téléphone +49 69 1344 0
Site internet www.ecb.europa.eu

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

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

La date d'arrêt des statistiques figurant dans cette publication est le 7 septembre 2022.

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

ISSN 2363-3425 (PDF)
Numéro de catalogue UE QB-BP-22-006-FR-N (PDF)

Directeur de la publication : Gilles Vaysset

Secrétaire général