



BANQUE CENTRALE EUROPÉENNE
EUROSYSTEME

Bulletin économique

Numéro 1 / 2024



Sommaire

Évolutions économiques, financières et monétaires récentes	2
Synthèse	2
1 Environnement extérieur	7
2 Activité économique	13
3 Prix et coûts	20
4 Évolutions sur les marchés financiers	26
5 Conditions de financement et évolutions du crédit	30
Encadrés	39
1 Le commerce mondial dans l'environnement post-pandémie	39
2 Le PMI est-il un indicateur fiable pour la prévision en temps réel du PIB en volume de la zone euro ?	47
3 Principales conclusions tirées des contacts récents de la BCE avec les sociétés non financières	51
4 Évaluer les effets macroéconomiques des politiques de transition en matière de changement climatique	56
5 Vulnérabilités déclarées par les entreprises participant à l'enquête SAFE	63
6 Erreurs d'anticipations relatives à la politique monétaire au cours du cycle de resserrement récent – indications tirées de l'enquête de la BCE auprès des analystes monétaires	69
7 Estimations du taux d'intérêt naturel pour la zone euro : une actualisation	72
8 Mesures de politique budgétaire en réponse au choc sur l'énergie et l'inflation et au changement climatique	77
Article	81
La réponse de l'Eurosystème aux évolutions des paiements de détail	81
Encadré 1 Évolution des comportements et des préférences des consommateurs	84
Statistiques	97

Évolutions économiques, financières et monétaires récentes

Synthèse

Lors de sa réunion du 25 janvier 2024, le Conseil des gouverneurs a décidé de laisser inchangés les trois taux directeurs de la BCE. Les informations disponibles ont globalement confirmé sa précédente évaluation des perspectives d'inflation à moyen terme. Outre un effet de base haussier lié à l'énergie sur l'inflation totale, la tendance baissière de l'inflation sous-jacente s'est poursuivie, et la transmission des hausses passées des taux d'intérêt aux conditions de financement reste vigoureuse. Les conditions de financement strictes freinent la demande, contribuant ainsi au ralentissement de l'inflation.

Le Conseil des gouverneurs est déterminé à assurer le retour au plus tôt de l'inflation au niveau de sa cible de 2 % à moyen terme. Sur la base de son évaluation actuelle, le Conseil des gouverneurs considère que les taux d'intérêt directeurs de la BCE se situent à des niveaux qui, maintenus pendant une durée suffisamment longue, contribueront fortement à atteindre cet objectif. Les futures décisions du Conseil des gouverneurs feront en sorte que ses taux directeurs soient fixés à des niveaux suffisamment restrictifs, aussi longtemps que nécessaire.

Le Conseil des gouverneurs maintiendra une approche s'appuyant sur les données pour déterminer de manière appropriée le degré et la durée de cette orientation restrictive. Plus particulièrement, les décisions du Conseil des gouverneurs relatives aux taux d'intérêt seront fondées sur son évaluation des perspectives d'inflation compte tenu des données économiques et financières, de la dynamique de l'inflation sous-jacente et de la force de la transmission de la politique monétaire.

Activité économique

L'économie de la zone euro devrait avoir stagné au dernier trimestre 2023¹. Les données disponibles continuent d'indiquer une morosité à court terme. Toutefois, certains indicateurs prospectifs tirés d'enquêtes signalent une reprise de la croissance un peu plus tard dans l'année.

Le marché du travail est demeuré robuste. Le taux de chômage, qui s'est établi à 6,4 % en novembre, est revenu à son plus bas niveau depuis l'introduction de l'euro et la population active compte davantage de travailleurs. Dans le même temps, la demande de main-d'œuvre se ralentit, comme en atteste la baisse des publications d'emplois vacants.

¹ La date d'arrêté des données incluses dans le présent *Bulletin économique* est le 24 janvier 2024. Selon l'estimation rapide préliminaire publiée par Eurostat le 30 janvier 2024, le PIB en volume de la zone euro n'a pas évolué entre le troisième et le quatrième trimestre 2023.

Les pouvoirs publics devraient continuer de retirer les mesures de soutien liées à l'énergie afin de ne pas accentuer les tensions inflationnistes à moyen terme. Les politiques budgétaires et structurelles doivent être définies de manière à améliorer la productivité et la compétitivité de l'économie de la zone euro et à réduire progressivement les ratios élevés de dette publique. Des réformes structurelles et des investissements visant à renforcer la capacité d'offre de la zone euro – que soutiendrait la mise en œuvre intégrale du programme « *Next Generation EU* » – peuvent contribuer à atténuer les pressions sur les prix à moyen terme, tout en encourageant les transitions écologique et numérique. À la suite du récent accord au sein du Conseil Ecofin sur la réforme du cadre de gouvernance économique de l'UE, le processus législatif devrait être conclu rapidement afin que les nouvelles règles puissent être mises en œuvre sans délai. En outre, il est impératif d'accélérer les progrès vers l'union des marchés des capitaux et en vue de l'achèvement de l'union bancaire.

Inflation

L'inflation s'est inscrite en hausse, à 2,9 %, en décembre 2023, certaines mesures budgétaires prises par le passé pour limiter les effets des prix élevés de l'énergie étant sorties du calcul du taux d'inflation annuel ; le rebond de l'inflation a toutefois été moins important que prévu ². Outre cet effet de base, la tendance générale de ralentissement de l'inflation s'est poursuivie. La hausse des prix des produits alimentaires est revenue à 6,1 % en décembre. De même, l'inflation hors énergie et produits alimentaires s'est de nouveau ralentie, à 3,4 %, sous l'effet du recul, à 2,5 %, de la composante biens. La hausse des prix des services est restée stable, à 4,0 %.

Le ralentissement de l'inflation devrait se poursuivre au cours de l'année 2024 à mesure de l'affaiblissement des effets des chocs énergétiques passés, des goulets d'étranglement au niveau de l'offre et de la réouverture de l'économie après la pandémie ainsi que de l'incidence persistante du resserrement de la politique monétaire sur la demande.

Pratiquement toutes les mesures de l'inflation sous-jacente ont de nouveau reculé en décembre. Le taux élevé de la hausse des salaires et la baisse de la productivité du travail alimentent des pressions sur les prix intérieurs élevées, même si celles-ci ont également commencé à se modérer. Dans le même temps, la diminution des bénéfices unitaires a commencé à atténuer l'incidence inflationniste de l'augmentation des coûts unitaires de main-d'œuvre. Les mesures des anticipations d'inflation à court terme se sont nettement réduites, alors que les anticipations à long terme se situent essentiellement autour de 2 %.

² Selon l'estimation rapide d'Eurostat du 1^{er} février 2024, la hausse de l'IPCH est revenue à 2,8 % en janvier 2024.

Évaluation des risques

Les risques pesant sur la croissance économique restent orientés à la baisse. La croissance pourrait être plus faible si les effets de la politique monétaire s'avèrent plus marqués qu'anticipé. Un affaiblissement de l'économie mondiale ou un nouveau ralentissement du commerce international pourraient également peser sur la croissance de la zone euro. La guerre injustifiée menée par la Russie contre l'Ukraine et le conflit tragique au Moyen-Orient constituent des sources importantes de risques géopolitiques. Ceci peut conduire à une baisse de confiance des entreprises et des ménages dans l'avenir et à des perturbations du commerce international. La croissance pourrait se redresser si la hausse des revenus réels se traduit par une augmentation des dépenses plus importante qu'anticipé, ou si l'économie mondiale croît plus fortement que prévu.

Les risques à la hausse pesant sur l'inflation incluent les tensions géopolitiques accrues, en particulier au Moyen-Orient, qui pourraient entraîner un renchérissement de l'énergie et un accroissement des coûts du fret à court terme et freiner les échanges internationaux. L'inflation pourrait aussi être plus élevée qu'anticipé si les salaires augmentent plus qu'attendu ou si les marges bénéficiaires résistent mieux. En revanche, elle pourrait surprendre à la baisse si la politique monétaire freine davantage la demande qu'anticipé ou si l'environnement économique dans le reste du monde se détériore de manière inattendue. L'inflation pourrait aussi se ralentir plus rapidement à court terme si les prix de l'énergie évoluent conformément à la trajectoire baissière récente des anticipations de marché relatives aux prix futurs du pétrole et du gaz.

Conditions financières et monétaires

Les taux d'intérêt de marché ont globalement peu évolué depuis la réunion de politique monétaire du conseil des Gouverneurs du 14 décembre 2023. La politique monétaire restrictive du Conseil des gouverneurs continue de se transmettre fortement aux conditions de financement au sens large. Les taux des prêts bancaires aux entreprises ont légèrement reculé en novembre, à 5,2 %, tandis que les taux des prêts hypothécaires ont encore augmenté, pour atteindre 4,0 %.

Les taux d'emprunt élevés, avec les réductions associées des projets d'investissement et des achats de logements, ont entraîné une nouvelle baisse de la demande de crédits au quatrième trimestre 2023, comme l'a montré l'enquête sur la distribution du crédit bancaire de janvier 2024. Malgré une atténuation du durcissement des critères d'octroi des prêts aux entreprises et aux ménages, ceux-ci restent stricts, reflétant l'inquiétude des banques quant aux risques auxquels leurs clients sont confrontés.

Dans ce contexte, la dynamique du crédit s'est légèrement améliorée, mais reste globalement faible. Après s'être contractés en octobre, les prêts aux entreprises ont stagné en novembre 2023 par rapport à l'année précédente, grâce à un rebond du

flux mensuel de prêts à court terme. Les prêts aux ménages ont quant à eux crû à un rythme annuel modéré de 0,5 %.

Décisions de politique monétaire

Le taux d'intérêt des opérations principales de refinancement ainsi que ceux de la facilité de prêt marginal et de la facilité de dépôt demeurent inchangés, à respectivement 4,50 %, 4,75 % et 4,00 %.

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

Au cours du premier semestre 2024, le Conseil des gouverneurs entend poursuivre le réinvestissement intégral des remboursements au titre du principal des titres arrivant à échéance acquis dans le cadre du programme d'achats d'urgence face à la pandémie (*pandemic emergency purchase programme*, PEPP). Il prévoit de réduire le portefeuille du PEPP de 7,5 milliards d'euros par mois en moyenne au second semestre de l'année. Le Conseil des gouverneurs entend mettre un terme aux réinvestissements dans le cadre du PEPP fin 2024.

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

À mesure du remboursement par les banques des montants empruntés dans le cadre des opérations de refinancement à plus long terme ciblées, le Conseil des gouverneurs évaluera régulièrement la contribution des opérations de prêt ciblées et de ces remboursements à son orientation de politique monétaire.

Conclusion

Lors de sa réunion du 25 janvier 2024, le Conseil des gouverneurs a décidé de laisser inchangés les trois taux directeurs de la BCE. Le Conseil des gouverneurs est déterminé à assurer le retour au plus tôt de l'inflation au niveau de sa cible de 2 % à moyen terme. Sur la base de son évaluation actuelle, le Conseil des gouverneurs considère que les taux d'intérêt directeurs de la BCE se situent à des niveaux qui, maintenus pendant une durée suffisamment longue, contribueront fortement à atteindre cet objectif. Les futures décisions du Conseil des gouverneurs feront en sorte que les taux d'intérêt directeurs de la BCE soient fixés à des niveaux suffisamment restrictifs, aussi longtemps que nécessaire. Le Conseil des gouverneurs maintiendra une approche s'appuyant sur les données pour déterminer le degré et la durée appropriés de cette orientation restrictive.

En toute hypothèse, le Conseil des gouverneurs se tient prêt à ajuster l'ensemble de ses instruments, dans le cadre de son mandat, pour assurer le retour de l'inflation au

niveau de sa cible à moyen terme et pour préserver une bonne transmission de la politique monétaire.

1 Environnement extérieur

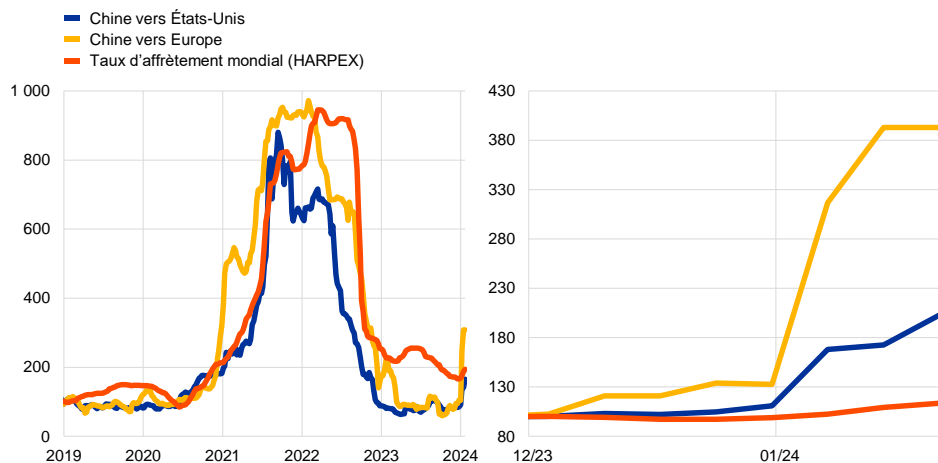
La croissance économique mondiale s'est modérée au quatrième trimestre 2023. Les effets favorables sur les dépenses de consommation résultant des tensions sur les marchés du travail commencent à se dissiper, tandis que le resserrement de la politique monétaire continue de se transmettre à l'économie. L'inflation sous-jacente (core) a continué de baisser au quatrième trimestre, mais cette dynamique pourrait se ralentir face à une progression des salaires toujours marquée et supérieure aux moyennes de long terme. Les prix du pétrole ont augmenté au cours de la période comprise entre la réunion de politique monétaire du Conseil des gouverneurs de décembre et celle de janvier, dans le contexte d'une certaine volatilité, les attaques sur des pétroliers en mer Rouge ayant renforcé les tensions géopolitiques au Moyen-Orient, tandis que les prix européens du gaz ont reculé du fait d'une demande qui reste faible et de stocks de gaz importants dans l'UE.

La croissance économique mondiale s'est modérée en fin d'année. L'indice composite des directeurs d'achat (PMI) pour la production mondiale signale une baisse du taux de croissance du PIB en volume au quatrième trimestre 2023. Des indicateurs à haute fréquence tels que les ventes de détail mondiales suggèrent également un ralentissement des dépenses de consommation vers la fin d'année. Cette tendance reflète la dissipation des effets favorables sur la consommation dans les grandes économies avancées, à mesure que les tensions sur les marchés du travail s'atténuent progressivement, que la croissance des salaires nominaux se modère et que l'excédent d'épargne constitué par les ménages se réduit. Dans le même temps, le resserrement de la politique monétaire de la BCE continue de se transmettre à l'économie mondiale.

La croissance du commerce mondial devrait encore s'améliorer, mais les perturbations du transport maritime créent des risques baissiers. La croissance des échanges de marchandises est redevenue positive en octobre 2023, sur fond d'améliorations généralisées à travers le monde. Le commerce mondial a bénéficié de la dissipation des facteurs post-pandémie qui ont pesé sur les échanges l'année dernière, tels que la réduction des stocks des entreprises constitués en 2022. Cette normalisation de la croissance des échanges pourrait toutefois être soumise à des risques baissiers, certaines entreprises de transport ayant suspendu leurs activités en mer Rouge et dans le canal de Suez à la suite des attaques survenues sur des cargos. Les délais de livraison sont allongés, les navires devant changer d'itinéraire et contourner le cap de Bonne-Espérance, tandis que les taux au comptant pour le transport de conteneurs ont augmenté, en particulier entre la Chine et l'Europe (graphique 1). Bien que la situation reste très incertaine, elle a eu jusqu'ici une incidence sur les flux commerciaux beaucoup plus limitée que celle des perturbations liées à la pandémie en 2021 et 2022. Cela s'explique par la croissance comparativement plus faible de la demande de biens, par l'augmentation des capacités de transport disponibles et par la réduction actuelle de la congestion dans les ports.

Graphique 1 Coût du transport maritime mondial

(indices : janvier 2019 = 100 (partie gauche), novembre 2023 = 100 (partie droite))



Sources : Bloomberg, Freightos, HARPER PETERSEN et calculs des services de la BCE.

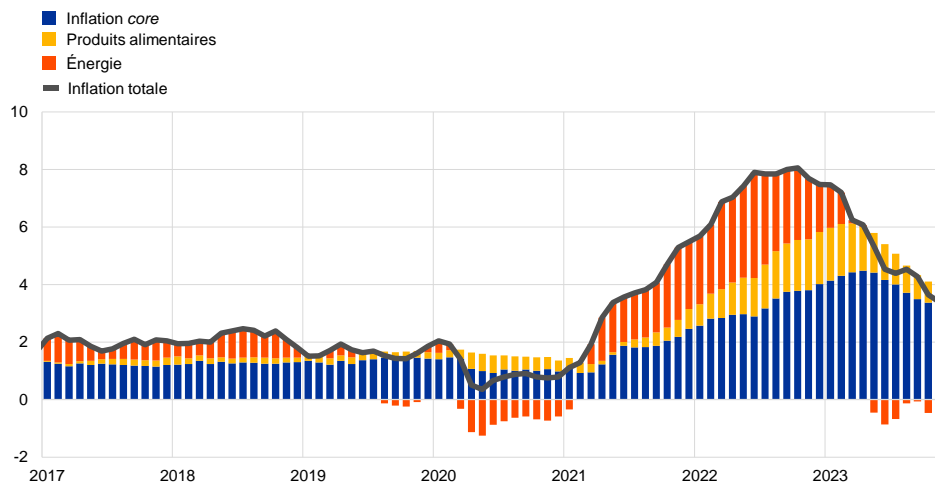
Notes : Le Freightos Baltic Index (FBX) mesure les coûts du fret directionnel (pour les prix des conteneurs de transport équivalents à quarante pieds) entre la Chine et les États-Unis et entre la Chine et l'Europe, entre autres. Le taux d'affrètement mondial, calculé par l'indice HARPEX (HARPER PETERSEN Charter Rates Index), mesure le coût de l'affrètement des porte-conteneurs sur l'ensemble des routes maritimes dans le monde. Les dernières observations se rapportent au 21 janvier 2024.

En décembre 2023, l'inflation core au sein des pays membres de l'Organisation de coopération et de développement économiques (OCDE) a continué de diminuer, mais cette normalisation pourrait se ralentir. L'inflation annuelle totale mesurée par l'indice des prix à la consommation (IPC) dans l'ensemble des pays membres de l'OCDE, à l'exception de la Turquie, est revenue à 3,4 % en novembre contre 3,6 % en octobre, en raison d'un certain ralentissement de la hausse des prix des produits alimentaires (graphique 2). L'inflation core (soit l'inflation totale hors produits alimentaires et énergie) s'est également ralentie en novembre, reculant de 0,2 point de pourcentage à 4,1 %, mais elle demeure élevée. L'indice des directeurs d'achat pour les prix des consommations intermédiaires et les prix à la production, qui présente de solides propriétés d'indicateur avancé de la hausse des prix des biens et des services composant l'inflation core au niveau mondial, indique que la hausse des prix des services reste persistante et revient lentement à sa moyenne de long terme. Cela reflète en partie l'assouplissement des tensions, cependant toujours élevées, sur les marchés du travail.

Graphique 2

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

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



Sources : OCDE et calculs des services de la BCE.

Notes : La hausse des prix dans les pays de l'OCDE exclut la Turquie et est calculée sur la base des indices par pays des prix à la consommation et des pondérations annuelles des dépenses finales de consommation privée exprimées en termes de parité de pouvoir d'achat (PPA). L'inflation core correspond à l'inflation totale, hors produits alimentaires et énergie. Les dernières observations se rapportent à novembre 2023.

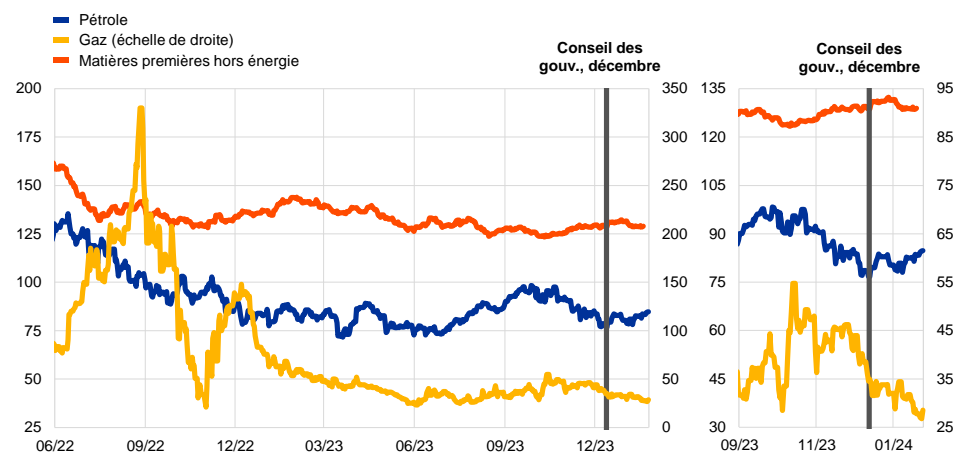
Les évolutions des prix des matières premières énergétiques ont été contrastées depuis la réunion du Conseil des gouverneurs de décembre 2023, sous l'effet d'une hausse des prix du pétrole et d'une baisse des prix du gaz.

Les prix du pétrole en dollars ont enregistré une hausse de 10,4 %, face aux inquiétudes que les attaques sur des navires en mer Rouge entraînent des perturbations du commerce maritime par le canal de Suez, lequel est un point de passage essentiel pour le pétrole mondial transporté par voie maritime (graphique 3). D'après l'Agence internationale de l'énergie, le marché mondial du pétrole devrait rester équilibré au premier trimestre 2024, compte tenu des réductions volontaires de production plus importantes mises en œuvre en début d'année par certains pays membres de l'Organisation des pays exportateurs de pétrole plus d'autres pays producteurs de pétrole (OPEP+). L'offre de pétrole devrait néanmoins s'inscrire en excédent pour le reste de l'année, reflétant des révisions à la hausse de l'offre américaine de pétrole et une demande plus faible des économies avancées, parmi d'autres facteurs. Les prix du gaz en Europe ont chuté de 18,2 %, la demande demeurant faible. La consommation de gaz en Europe est restée au-dessous des normes historiques pour la période de chauffage, en raison des effets conjugués d'un hiver clément, des changements de comportement des consommateurs et d'une activité industrielle atone. Dans le même temps, les pays d'Europe centrale et orientale ont fait usage de leur capacité à pomper du gaz auprès des installations de stockage ukrainiennes, ce qui a également contribué à maintenir des réserves de gaz importantes dans l'UE.

Graphique 3

Évolutions des prix des matières premières

(échelle de gauche : USD/baril (pétrole), indice : 2020 = 100 (toutes matières premières hors énergie) ; échelle de droite : EUR/MWh (gaz))



Sources : LSEG, HWWI et calculs de la BCE.

Notes : Le gaz se rapporte au prix du gaz TTF néerlandais. La ligne verticale représente la date de la réunion du Conseil des gouverneurs de décembre 2023. Les dernières observations se rapportent au 24 janvier 2024 pour le pétrole et le gaz et au 19 janvier 2024 pour les matières premières hors énergie.

Les prix des matières premières hors énergie sont restés stables, avec une légère hausse des prix des métaux mais une baisse des prix des produits alimentaires. Depuis la réunion de décembre du Conseil des gouverneurs, les prix des métaux ont augmenté de 1 %, principalement en raison de la hausse des prix de l'étain, du plomb et de l'aluminium. Une certaine volatilité a été observée pour les prix de l'aluminium, en raison des inquiétudes soulevées par les tensions croissantes sur le marché de l'aluminium, le gouvernement du Royaume-Uni ayant imposé des sanctions sur le commerce des métaux russes et l'explosion d'un dépôt de carburant en Guinée en décembre ayant suscité des craintes au sujet d'une pénurie de bauxite susceptible d'influer sur la production d'aluminium en Chine. Les prix des matières premières alimentaires ont diminué de 1,7 % en raison d'une baisse des prix du soja et des céréales.

Aux États-Unis, des signes de modération de la croissance économique étaient attendus en fin d'année dernière, après une croissance robuste au troisième trimestre³. Des indicateurs à haute fréquence tels que les données relatives aux paiements par carte suggèrent un ralentissement des dépenses de consommation en fin d'année. En parallèle, la hausse des impayés sur les prêts à la consommation indique que les bilans des ménages sont soumis à une pression croissante. En décembre 2023, l'inflation totale mesurée par l'IPC aux États-Unis a augmenté de 0,3 point de pourcentage pour atteindre 3,4 %, la contribution des prix de l'énergie étant devenue moins négative. L'inflation core a reculé de 0,1 point de pourcentage pour s'établir à 3,9 %, la hausse des prix de la composante des services ayant poursuivi sa décélération, bien que lentement. Dans le même temps, le Système fédéral de réserve des États-Unis a maintenu ses taux d'intérêt inchangés lors de sa réunion de décembre, pour la deuxième fois de suite. Il a

³ L'estimation provisoire du PIB des États-Unis pour le quatrième trimestre 2023 a été publiée après la date d'arrêt des données incluses dans le présent *Bulletin économique*.

également revu à la baisse ses projections concernant l'inflation et les taux d'intérêt en 2024, indiquant que la demande est susceptible de peser sur l'économie au cours de l'année.

En Chine, l'activité économique s'est ralentie au quatrième trimestre 2023, toujours freinée par le secteur de l'immobilier. La croissance du PIB en volume en glissement trimestriel est revenue à 1,0 % au quatrième trimestre 2023, après 1,5 % au trimestre précédent. Pour l'année 2023 dans son ensemble, la croissance du PIB a atteint 5,2 %, ce qui est conforme à l'objectif de croissance d'« environ 5 % » du gouvernement chinois pour 2024. Le secteur de l'immobilier continue de peser sur l'économie. Les prix des logements poursuivent leur baisse, et l'activité de construction reste faible, influant sur l'investissement global. Bien que la croissance des dépenses de consommation soit positive en glissement annuel, la consommation de biens et de services liés au logement (le mobilier, par exemple) continue de se contracter. Dans le même temps, les taux de l'inflation totale annuelle mesurée par l'IPC sont restés négatifs au quatrième trimestre, les prix reculant de 0,3 % en décembre, principalement en raison des prix plus bas des produits alimentaires. En revanche, l'inflation core annuelle demeure positive, à 0,6 % au cours du même mois. À court terme, les tensions inflationnistes devraient rester modérées, sous l'effet de la faiblesse des prix des produits alimentaires et de la demande intérieure et extérieure.

Au Japon, les dépenses de consommation montrent les signes d'une reprise modérée, tandis que les tensions inflationnistes persistent. Les indicateurs relatifs à l'activité économique reflètent une demande intérieure qui se redresse progressivement, en raison de l'amélioration de la confiance des consommateurs qui anticipent une hausse des salaires. Toutefois, l'incertitude demeure au sujet des effets économiques du tremblement de terre survenu le 1^{er} janvier dans le centre du Japon, mais les perturbations de la chaîne d'approvisionnement semblent relativement limitées à ce stade. La hausse des prix à la consommation s'est ralentie en décembre, à 2,6 %, contre 2,8 % le mois précédent. Dans le même temps, l'inflation core est en légère hausse, de 0,1 point de pourcentage, pour atteindre 2,8 % en décembre, signalant des tensions sous-jacentes persistantes sur les prix. Si la Banque du Japon a maintenu ses taux d'intérêt directeurs inchangés en décembre, un durcissement de l'orientation de politique monétaire est largement attendu pour 2024.

Au Royaume-Uni, l'activité économique reste atone, tandis que l'inflation devrait poursuivre son ralentissement. La croissance du PIB au troisième trimestre 2023 a été revue à la baisse, à - 0,1 % en glissement trimestriel. Les données à haute fréquence récentes signalent une plus grande résilience, suggérant que la croissance du PIB a enregistré une amélioration modeste au quatrième trimestre. Au cours des prochains trimestres, l'activité économique devrait rester modérée, le resserrement récent de la politique monétaire et les coûts de financement plus élevés pour les entreprises étant susceptibles de peser sur la demande. Néanmoins, la récente baisse des taux hypothécaires a encouragé de nouveaux emprunts hypothécaires et pourrait stimuler les dépenses de consommation dans une certaine mesure. L'inflation totale mesurée par l'IPC a

légèrement surpris à la hausse en décembre, augmentant de 0,1 point de pourcentage en glissement annuel pour atteindre 4,0 %, après une forte décélération au cours des mois précédents. Le ralentissement de l'inflation devrait se poursuivre au cours des prochains mois, bien que plus lentement, car les tensions résultant d'une progression des salaires toujours élevée devraient persister, reflétant un marché du travail qui reste tendu.

2 Activité économique

L'économie de la zone euro a probablement stagné au dernier trimestre 2023, après une année de croissance globalement nulle⁴. Cela s'explique par la faiblesse prolongée du commerce mondial et par la forte transmission de la politique monétaire. Les données disponibles suggèrent un léger renforcement de la croissance au premier trimestre 2024. Le marché du travail demeure résistant, même si des indicateurs plus récents suggèrent des signes de ralentissement à la suite de la période prolongée de faiblesse de l'activité économique. L'économie de la zone euro devrait commencer à s'améliorer progressivement au cours de l'année. La croissance devrait être soutenue par la hausse du revenu disponible réel, qui devrait bénéficier d'une baisse de l'inflation et d'une croissance robuste des salaires. Dans le même temps, les exportations devraient rattraper les améliorations de la demande extérieure.

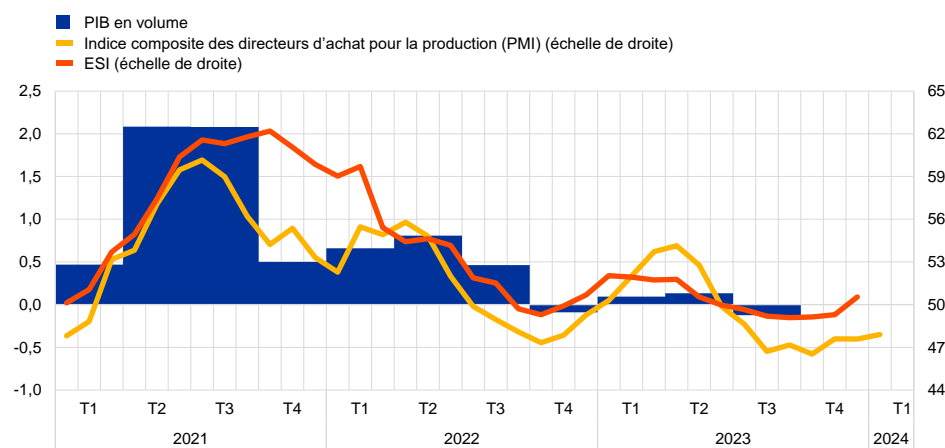
La croissance du PIB en volume de la zone euro devrait être restée faible au dernier trimestre 2023. L'économie de la zone euro s'est légèrement contractée au troisième trimestre 2023 (graphique 4), après une période de stagnation au cours de l'année dernière. Les variations des stocks ont constitué le principal facteur négatif à l'origine des résultats du troisième trimestre. La demande intérieure a apporté une contribution positive, tandis que le solde commercial a eu une incidence neutre. Les données disponibles pour le quatrième trimestre indiquent une faiblesse persistante de la croissance de la production. En octobre et novembre 2023, la production industrielle de la zone euro était inférieure de 1,2 % à son niveau moyen du troisième trimestre, une baisse généralisée dans différents secteurs industriels. En outre, la production de services s'est contractée de 0,9 % en glissement mensuel en octobre, pour s'établir 0,7 % au-dessous de sa moyenne du troisième trimestre, ce qui indique que la faible dynamique de croissance s'est propagée à l'ensemble de l'économie. Des données d'enquêtes plus récentes, recouvrant l'ensemble du quatrième trimestre, corroborent ce tableau d'une croissance faible – voire d'une production en baisse – au cours de cette période. L'indice composite des directeurs d'achat (PMI) pour la production dans la zone euro a diminué, revenant à 47,2 au quatrième trimestre après 47,5 au troisième trimestre, mais s'est redressé, de 46,5 en octobre à 47,6 en décembre 2023, reflétant les évolutions dans l'industrie et les services (cf. encadré 2).

⁴ Selon l'estimation rapide préliminaire publiée par Eurostat le 30 janvier 2024, le PIB en volume de la zone euro a affiché une croissance nulle, en glissement trimestriel, au quatrième trimestre 2023. Cette estimation n'était pas disponible à la date d'arrêt pour ce *Bulletin économique*.

Graphique 4

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

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



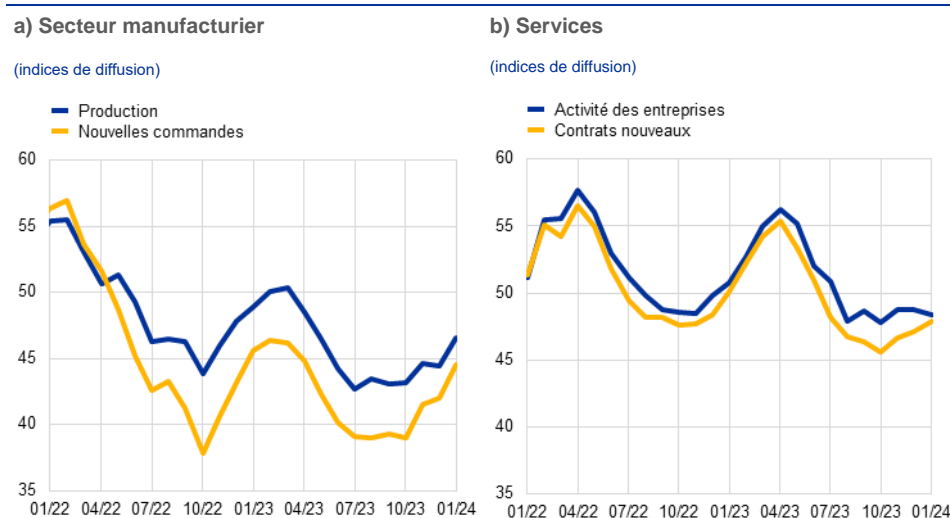
Sources : Eurostat, Commission européenne, S&P Global Market Intelligence et calculs de la BCE.

Notes : Les deux lignes indiquent les évolutions mensuelles ; les barres représentent des données trimestrielles. L'indicateur du climat économique (ESI) de la Commission européenne est normé et recalculé pour obtenir la même moyenne et le même écart type que l'indice composite des directeurs d'achat (PMI) pour la production. Les dernières observations se rapportent au troisième trimestre 2023 pour le PIB en volume, à décembre 2023 pour l'ESI et à janvier 2024 pour l'indice composite des directeurs d'achat (PMI) pour la production.

Bien que la croissance de la production dans la zone euro demeure faible, elle devrait montrer une certaine amélioration début 2024. Les données de l'indice PMI pour janvier affichent une faiblesse persistante au début de l'année, sous l'effet de l'impact croissant de la faiblesse du commerce mondial et de la forte transmission de la politique monétaire. Toutefois, l'indice composite des directeurs d'achat (PMI) pour la production s'est légèrement amélioré, reflétant une forte augmentation de la production manufacturière, parallèlement à une légère baisse de l'activité dans le secteur des services (graphique 5). Les nouvelles commandes dans le secteur manufacturier comme dans les services ont continué d'augmenter entre décembre 2023 et janvier 2024, indiquant une légère amélioration au premier trimestre de cette année. Les principales conclusions tirées des récents contacts de la BCE avec les sociétés non financières (cf. encadré 3) suggèrent également que la croissance se renforcera progressivement. De même, les résultats de l'enquête la plus récente de la BCE auprès des prévisionnistes professionnels (réalisée en janvier) indiquent que l'activité économique commencera à se redresser lentement au premier trimestre 2024.

Graphique 5

Indices PMI dans les différents secteurs de l'économie



Source : S&P Global Market Intelligence.

Note : Les dernières observations se rapportent à janvier 2024.

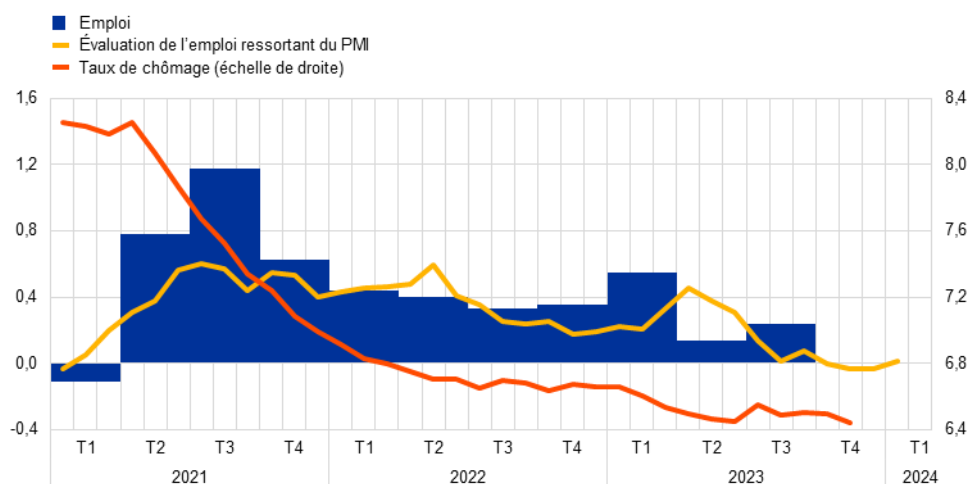
Le marché du travail demeure résistant, même si des indicateurs plus récents signalent un ralentissement à la suite de la baisse de l'activité économique.

La croissance de l'emploi est demeurée robuste au troisième trimestre de l'année, s'établissant à un taux trimestriel de 0,2 %. L'augmentation des niveaux d'emploi a masqué la baisse du nombre d'heures travaillées en raison de la persistance de niveaux élevés de congés maladie et du maintien de sureffectifs. La population active ayant continué d'augmenter, le taux de chômage est revenu à son niveau le plus bas depuis le début de l'euro, s'établissant à 6,4 % en novembre, après 6,5 % en octobre 2023 (graphique 6). Les indicateurs à court terme récents suggèrent un nouveau ralentissement de la création d'emplois dans un contexte d'affaiblissement des évolutions économiques en général. De la même manière, l'indice PMI relatif à l'emploi pour l'ensemble de l'économie suggère un ralentissement de la dynamique de l'emploi au second semestre 2023. D'après l'estimation rapide, l'indice PMI relatif à l'emploi pour janvier s'est établi à 50,1, légèrement au-dessus de sa valeur neutre de 50. En ce qui concerne les différents secteurs, cette estimation suggère que l'emploi a diminué dans le secteur manufacturier mais a continué à augmenter modérément dans le secteur des services. Malgré l'amélioration par rapport à décembre 2023, l'indice composite des directeurs d'achat (PMI) relatif à l'emploi a globalement suivi une tendance baissière depuis avril 2023. Les personnes contactées dans le cadre de l'enquête téléphonique auprès des entreprises (*Corporate Telephone Survey*) ont fait état d'une croissance de l'emploi plus faible au quatrième trimestre 2023. Un nombre croissant d'entreprises ont signalé de légères réductions des taux d'emploi dans l'ensemble, principalement en raison du non-remplacement des effectifs ayant pris leur retraite ou quitté la société.

Graphique 6

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

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



Sources : Eurostat, S&P Global Market Intelligence et calculs des services 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 troisième trimestre 2023 pour l'emploi, à janvier 2024 pour l'évaluation de l'emploi ressortant du PMI et à novembre 2023 pour le taux de chômage.

La croissance de la consommation privée est restée faible au dernier trimestre 2023, reflétant des dépenses en biens toujours modérées.

Cette situation s'explique par la faiblesse persistante des volumes des ventes au détail qui, en octobre et novembre, se sont établis en moyenne au même niveau qu'au troisième trimestre 2023. Dans le même temps, au quatrième trimestre 2023, les nouvelles immatriculations de voitures particulières ont été inférieures de 0,6 % à leur niveau du troisième trimestre, après une forte reprise au troisième trimestre résultant principalement de commandes de voitures électriques qui avaient été précédemment différées. Si l'indicateur de la Commission européenne relatif à la confiance des consommateurs s'est de nouveau amélioré en décembre, il reste nettement inférieur à sa moyenne de long terme.

Les données d'enquêtes devenues disponibles continuent d'indiquer une faiblesse globale des dépenses de biens, parallèlement à de fortes dépenses dans les services au début de l'année.

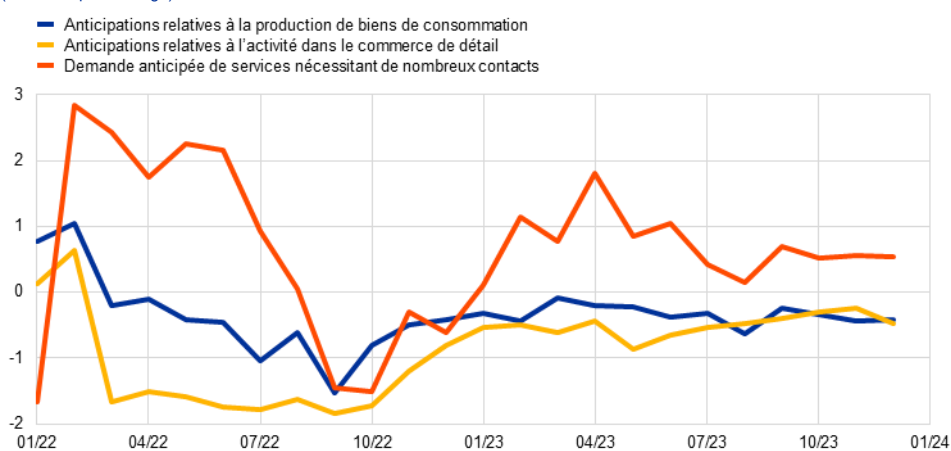
Les indicateurs de la Commission relatifs aux anticipations d'activité dans le commerce de détail et aux intentions des consommateurs de réaliser des achats importants sont restés modérés en décembre 2023, malgré une légère amélioration de ce dernier. En revanche, la demande anticipée de services nécessitant de nombreux contacts n'a pas enregistré de forte correction à la baisse et a continué de se maintenir en décembre, demeurant supérieure à sa moyenne de long terme (graphique 7). De même, l'enquête de la BCE sur les anticipations des consommateurs pour décembre suggère que la demande anticipée de réservations pour les vacances demeure résiliente. Les contacts récents de la BCE avec le secteur non financier indiquent également que la demande de services nécessitant de nombreux contacts devrait rester relativement vigoureuse, tandis que la demande de biens, en particulier de

biens durables, devrait demeurer atone. La transmission du durcissement des conditions de financement à l'économie réelle devrait continuer à réduire les emprunts des ménages, entraînant un niveau d'épargne élevé et la poursuite d'une croissance modérée des dépenses de consommation à court terme. Dans le même temps, les dépenses de consommation devraient bénéficier de l'amélioration du pouvoir d'achat sous l'effet du ralentissement de l'inflation et d'un marché du travail toujours résilient.

Graphique 7

Anticipations relatives à la production de biens de consommation, au commerce de détail et à la demande de services

(soldes en pourcentage)



Sources : Commission européenne et calculs de la BCE.

Notes : Les « services nécessitant de nombreux contacts » se rapportent à la moyenne pondérée des services d'hébergement, de restauration et de voyages. Les dernières observations se rapportent à décembre 2023.

La croissance de l'investissement des entreprises devrait s'être ralentie au quatrième trimestre, dans un contexte d'atonie de la demande et de conditions de financement restrictives.

Après une augmentation de 0,5 % en glissement trimestriel au troisième trimestre 2023, les indicateurs relatifs aux biens d'équipement suggèrent que la croissance de l'investissement des entreprises, à l'exclusion des investissements incorporels en Irlande, devrait s'être affaiblie au quatrième trimestre. Dans le même temps, selon l'enquête de la Commission européenne auprès des consommateurs et des entreprises, si l'indice PMI relatif aux nouvelles commandes a continué d'indiquer une contraction au quatrième trimestre 2023, le stock existant de commandes a toutefois permis d'assurer la production de biens d'équipement sur une période plus longue qu'avant la pandémie (graphique 8, partie a). Cela pourrait avoir soutenu l'investissement à la fin de l'année dernière. Dans le même temps, le nombre de faillites dans la zone euro a augmenté au cours des trois premiers trimestres de 2023 par rapport à la même période en 2022, à partir toutefois de niveaux bas. Cette évolution résulte de la suppression progressive des mesures de soutien liées à la pandémie et aux crises énergétiques, ainsi que du durcissement des conditions de financement. Ces vulnérabilités des entreprises, conjuguées à la faiblesse de la demande et à l'incertitude élevée concernant les conditions géopolitiques et de financement, pourraient peser sur l'investissement cette année, comme le suggère la détérioration

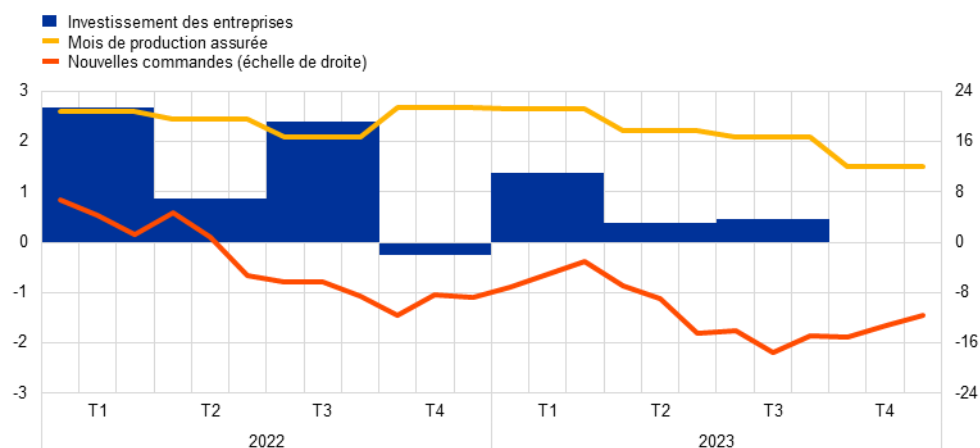
des perspectives d'investissement déclarée par les sociétés contactées (cf. l'encadré 5).

Graphique 8

Investissement dans l'immobilier résidentiel, investissement des entreprises et indicateurs à court terme

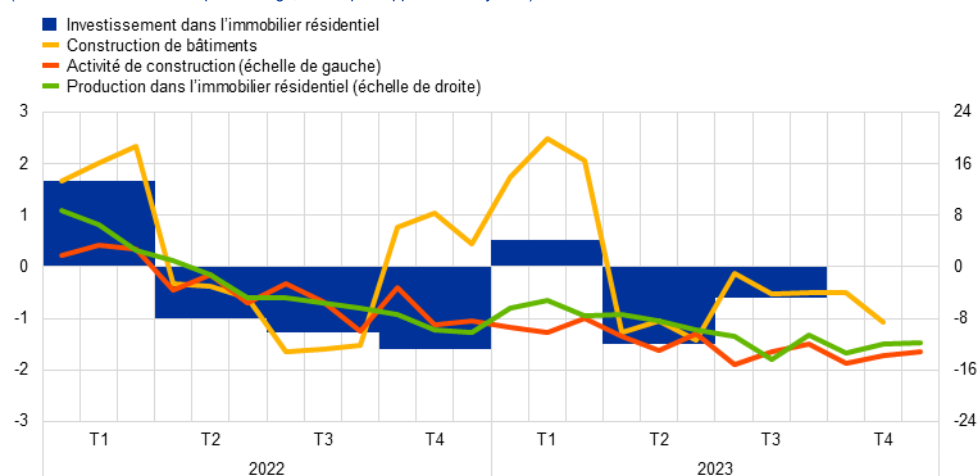
a) Investissement des entreprises

(variations trimestrielles en pourcentage, écarts par rapport à la moyenne)



b) Investissement dans l'immobilier résidentiel

(variations trimestrielles en pourcentage, écarts par rapport à la moyenne)



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

Notes : Les lignes indiquent les évolutions mensuelles ; les barres représentent les données trimestrielles. L'investissement des entreprises est approximé par l'investissement hors construction et exclut les droits de propriété intellectuelle en Irlande. Les investissements des entreprises et l'indice PMI relatif aux nouvelles commandes de biens d'équipement sont exprimés sous la forme d'écarts par rapport à la moyenne 1999-2019. Les mois de production assurée de biens d'équipement hors commandes existantes sont exprimés sous la forme d'écarts par rapport à la moyenne 1999-2019. Les dernières observations se rapportent au troisième trimestre 2023 pour l'investissement, au quatrième trimestre 2023 pour le nombre de mois de production assurée et à décembre 2023 pour les autres variables. L'indice relatif à la production dans la construction de bâtiments est calculé comme la variation en pourcentage par rapport au niveau moyen du trimestre précédent. L'indice de la Commission européenne relatif à l'activité dans la construction de bâtiments au cours des trois derniers mois est calculé comme la variation par rapport au niveau moyen du quatrième trimestre 2021. L'indice PMI pour la production dans le secteur du logement (c'est-à-dire la construction résidentielle) est exprimé sous la forme d'écarts par rapport à 50. Les dernières observations se rapportent au troisième trimestre 2023 pour l'investissement dans l'immobilier résidentiel, à novembre 2023 pour la production dans la construction de bâtiments et à décembre 2023 pour les autres variables.

L'investissement dans l'immobilier résidentiel devrait avoir encore diminué au quatrième trimestre 2023, comme le montrent les indicateurs quantitatifs et qualitatifs. La production dans la construction de bâtiments – un indicateur avancé de l'investissement dans l'immobilier résidentiel – a baissé de 1,1 % en moyenne en

octobre et en novembre par rapport à son niveau moyen au troisième trimestre. En outre, les indicateurs d'activité tirés d'enquêtes, tels que l'indicateur de la Commission européenne relatif à l'activité dans la construction de bâtiments au cours des trois derniers mois et l'indice PMI pour la construction résidentielle, ont continué d'indiquer une contraction jusqu'en décembre 2023, bien qu'ils se soient légèrement améliorés au cours des deux derniers mois du quatrième trimestre de l'année (graphique 8, partie b). Selon l'enquête de la Commission européenne auprès des entreprises et des consommateurs portant sur les facteurs limitant l'activité dans la construction, l'insuffisance de la demande, mentionnée plus fréquemment par les entreprises au quatrième trimestre qu'au troisième trimestre 2023, reste le facteur le plus cité, suivi des pénuries de main-d'œuvre. Le nombre de permis de construire pour des immeubles résidentiels (mesurés en surface) a augmenté en septembre mais a globalement continué à diminuer de façon significative au troisième trimestre, après cinq trimestres consécutifs de baisse. Cette tendance durablement baissière des permis de construire indique que la dynamique de l'investissement dans l'immobilier résidentiel devrait rester atone dans un avenir proche, ce qui est cohérent avec la faiblesse des emprunts des ménages pour l'achat d'un logement.

La dynamique des échanges commerciaux de la zone euro est restée modérée à la fin de l'année. En novembre, les volumes des exportations de biens hors zone euro se sont contractés de 0,4 % en glissement sur trois mois. Si l'atténuation des goulets d'étranglement au niveau de l'offre a continué de soutenir la dynamique des échanges commerciaux, les exportations ont été freinées par la faiblesse de la demande extérieure et par la perte de compétitivité résultant de l'appréciation antérieure de l'euro, ainsi que par le choc énergétique qui continue à peser sur certains secteurs. Dans le même temps, le cycle mondial des stocks a également eu une incidence sur la demande d'exportations (cf. l'encadré 1). À plus long terme, avec la reprise de l'activité mondiale et la diminution du déstockage, le frein exercé sur les exportations de la zone euro devrait progressivement s'estomper. À court terme, les indicateurs prospectifs, tant pour les exportations de biens que pour les exportations de services, continuent d'indiquer une modération. En outre, la situation en mer Rouge fait peser des risques à la baisse supplémentaires sur les perspectives. Les volumes des importations de biens hors zone euro se sont de nouveau contractés, de 2,4 %, en glissement sur trois mois, en raison d'un ralentissement de l'activité et d'une forte réduction des stocks dans la zone euro.

À plus long terme, la croissance du PIB devrait progressivement se renforcer. L'économie de la zone euro devrait commencer à s'améliorer de façon régulière au cours de l'année. La croissance devrait être soutenue par la hausse du revenu disponible réel, qui devrait bénéficier d'une baisse de l'inflation et d'une croissance robuste des salaires. En outre, les exportations devraient rattraper les améliorations de la demande extérieure. La dissipation progressive de l'impact du resserrement de la politique monétaire de la BCE et des conditions défavorables de l'offre de crédit devrait également favoriser cette reprise à moyen terme.

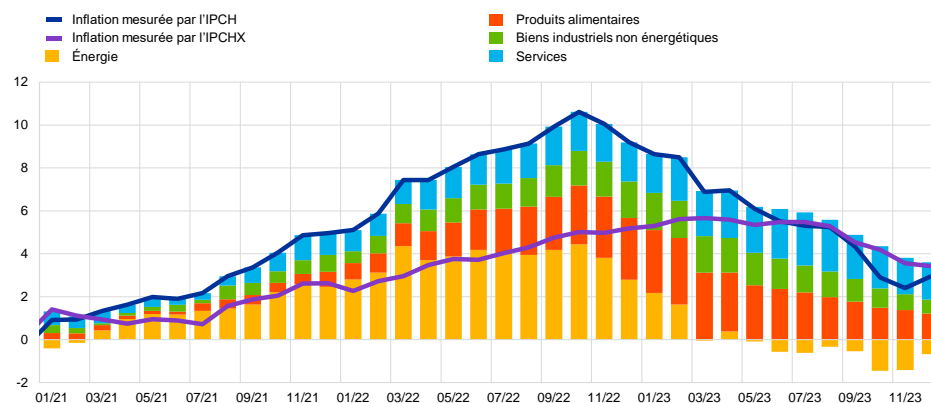
3 Prix et coûts

L'inflation totale a augmenté dans la zone euro, ressortant à 2,9 % en décembre, après 2,4 % en novembre 2023 en raison d'effets de base liés à l'énergie, même si le rebond a été plus faible que prévu et que la tendance baissière de l'inflation sous-jacente s'est poursuivie⁵. L'inflation hors énergie et produits alimentaires s'est encore modérée, revenant de 3,6 % en novembre à 3,4 % en décembre, en raison du ralentissement de la hausse des prix des biens. La quasi-totalité des mesures de l'inflation sous-jacente ont continué de diminuer en décembre. Les niveaux élevés de la croissance des salaires et le ralentissement de la productivité du travail maintiennent des tensions élevées sur les prix intérieurs, même si celles-ci ont commencé à s'atténuer. Les mesures des anticipations d'inflation à long terme s'établissent autour de 2 %, tandis que les mesures des anticipations à plus court terme ont sensiblement baissé.

L'inflation totale dans la zone euro a augmenté, ressortant à 2,9 % en décembre, contre 2,4 % en novembre, après avoir fortement diminué au cours de l'année (graphique 9). La hausse a résulté d'un taux de variation des prix de l'énergie moins négatif, principalement en raison d'effets de base. Parallèlement, la hausse des prix des produits alimentaires et de l'IPCH hors énergie et produits alimentaires s'est encore ralentie.

Graphique 9
Inflation totale et ses composantes principales

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



Sources : Eurostat et calculs de la BCE.

Notes : Les dernières observations se rapportent à décembre 2023.

Comme prévu, la baisse des prix de l'énergie a été moins forte en décembre, mais la variation de -11,5 % en novembre à -6,7 % a été plus faible qu'anticipé. Le principal déterminant de la variation annuelle moins négative des prix de l'énergie a été un important effet de base. Cet effet est lié à la fois aux mesures ponctuelles de soutien relatives au gaz en Allemagne et à une forte baisse des prix des carburants en décembre 2022.

⁵ Selon l'estimation rapide d'Eurostat pour janvier 2024, publiée après la date d'arrêté pour ce *Bulletin économique* (24 janvier), l'inflation totale est revenue de 2,9 % à 2,8 %

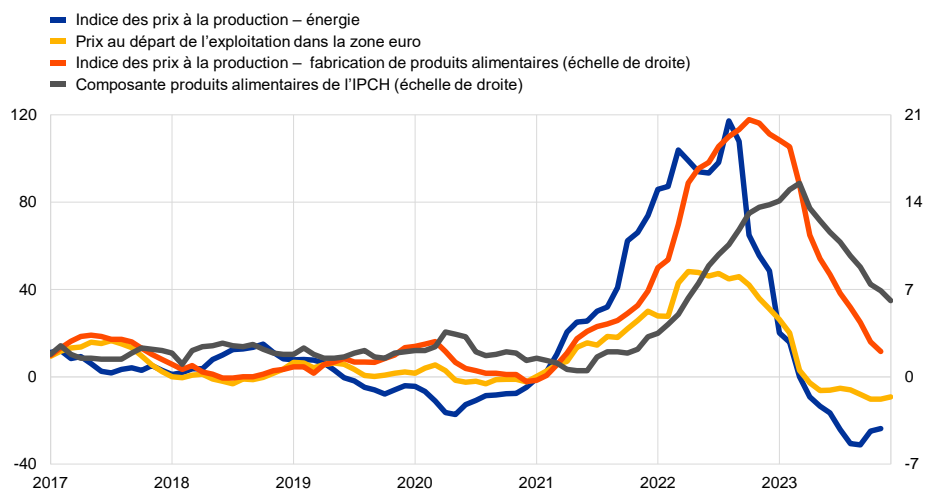
La hausse des prix des produits alimentaires a continué de se ralentir, revenant à 6,1 % en décembre, après 6,9 % en novembre, mais elle est restée élevée (graphique 10). Cette évolution résulte d'une modération de la dynamique des prix des produits alimentaires transformés (leur croissance en glissement annuel s'est établie à 5,9 %, après 7,1 % en novembre). Cela reflète les baisses des coûts de l'énergie et des prix des matières premières alimentaires mesurées, par exemple, par les prix au départ de l'exploitation dans la zone euro. Si la hausse des prix des produits alimentaires non transformés s'est accentuée, passant de 6,3 % en novembre à 6,8 % en décembre, cela a reflété un effet de base résultant des évolutions survenues un an plus tôt et non de la récente dynamique des prix.

L'inflation mesurée par l'IPCH hors énergie et produits alimentaires (IPCHX) s'est ralentie, revenant de 3,6 % en novembre à 3,4 % en décembre. S'agissant des composantes, la hausse des prix des biens industriels non énergétiques est revenue de 2,9 % à 2,5 %, reflétant la dissipation progressive de l'impact des chocs passés. La hausse des prix des services est demeurée inchangée, à 4,0 % en décembre. La persistance relativement plus grande de la hausse des prix des services est en ligne avec la forte croissance des salaires et le rôle plus important que jouent les coûts de main-d'œuvre dans la production de services.

Graphique 10

Les coûts de l'énergie et des intrants alimentaires, et les prix des produits alimentaires mesurés par l'IPCH

(variations annuelles en pourcentage)



Source : Eurostat.

Note : Les dernières observations se rapportent à novembre 2023 pour les indices des prix à la production et à décembre 2023 pour la hausse des prix au départ de l'exploitation et les prix des produits alimentaires mesurés par l'IPCH.

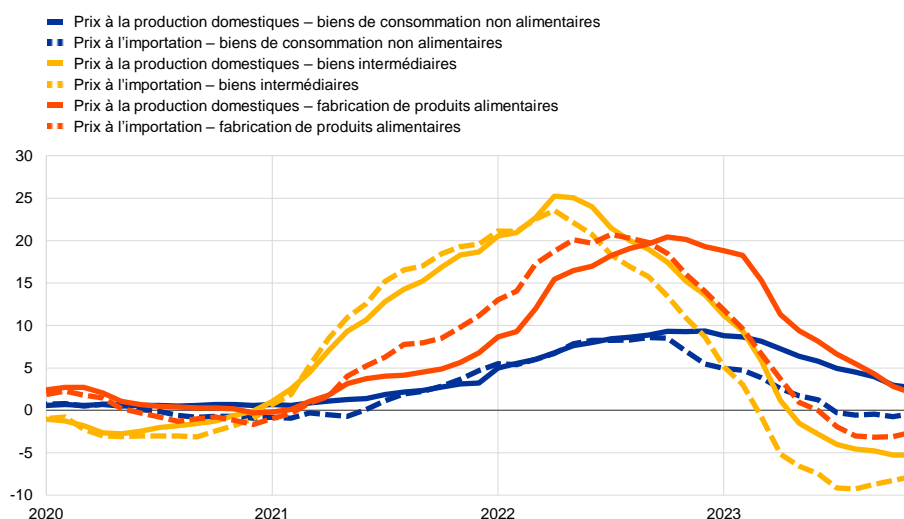
Les pressions sur les prix à la production et à l'importation ont continué de rester négatives dans toutes les principales catégories industrielles (graphique 11). En amont de la chaîne des prix, la variation des prix à la production pour les ventes domestiques de biens intermédiaires a été négative et inchangée (– 5,3 % en novembre et octobre). Les taux de croissance annuels des prix à l'importation de biens intermédiaires sont également restés fortement négatifs, bien que légèrement moins que le mois précédent (– 7,8 % après – 8,3 % en octobre). En

aval de la chaîne des prix, les taux de croissance annuels des prix à l'importation pour les biens de consommation non alimentaires ont continué de baisser, pour s'établir à 2,7 % en novembre, après 3,0 % en octobre, soit leur niveau le plus bas depuis septembre 2021. La contraction des prix à l'importation pour les biens de consommation non alimentaires s'est légèrement accentuée, passant de -0,4 % à -0,6 %. Les mêmes tendances à la modération ont été observées pour les prix à la production et les prix à l'importation dans le segment des biens de consommation manufacturés, ce qui confirme l'atténuation générale et progressive des tensions en amont de la chaîne des prix s'agissant des biens de consommation.

Graphique 11

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 novembre 2023.

Les mesures de l'inflation sous-jacente dans la zone euro ont continué de diminuer à mesure que l'impact des chocs passés s'estompe et que la demande s'atténue dans un contexte de resserrement de la politique monétaire (graphique 12). La fourchette de mesures diminue et se resserre depuis juillet 2023, mais reste relativement élevée, car l'impact des chocs passés ne s'est pas encore entièrement dissipé pour la plupart des mesures. La composante persistante et commune de l'inflation (PCCI) est restée dans le bas de la fourchette, diminuant encore à 1,9 % en décembre.

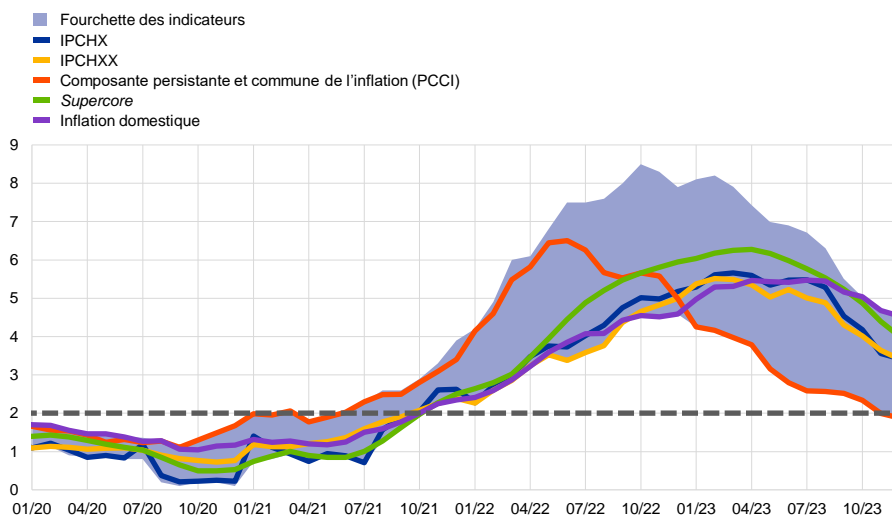
L'inflation mesurée par l'IPCHXX (l'IPCHX hors postes liés aux voyages, habillement et chaussure) a diminué pour s'établir au même taux que l'IPCHX, à 3,4 % en décembre, après 3,6 % en novembre.

L'indicateur Supercore, qui inclut des composantes de l'IPCH sensibles au cycle, a poursuivi son recul, revenant de 4,4 % en novembre à 4,0 % en décembre, mais il reste relativement élevé. L'inflation domestique (comprenant des postes à faible contenu en importations) se modère également à partir de niveaux plus élevés que d'autres mesures. Elle a diminué à 4,5 % en décembre, après 4,7 % en novembre. Le niveau plus élevé et l'atténuation plus progressive de cet indicateur reflète principalement la part importante des rubriques « services » qui y sont inclus, en particulier celles qui sont sensibles aux tensions sur les salaires.

Graphique 12

Indicateurs de l'inflation sous-jacente

(variations annuelles en pourcentage)



Sources : Eurostat et calculs de la BCE.

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

Les mesures de la croissance des salaires se sont globalement stabilisées, à des niveaux élevés.

Les dernières données disponibles, qui correspondent au troisième trimestre 2023, montrent une hausse de 4,7 % du taux de croissance annuel des salaires négociés, après 4,4 % au deuxième trimestre 2023. Les outils prospectifs de suivi des salaires signalent la persistance de fortes tensions sur les salaires, avec toutefois des signes d'atténuation fin 2023. La rémunération par tête et la rémunération horaire, qui mesurent la croissance effective des salaires, ont diminué au troisième trimestre 2023, revenant à 5,3 % et 5,2 %, respectivement, contre 5,5 % et 5,3 %, au deuxième trimestre. Dans le même temps, les coûts de main d'œuvre ont apporté la principale contribution aux tensions d'origine interne sur les prix, mesurées par le taux de croissance annuel du déflateur du PIB, tandis que la contribution des bénéfices unitaires s'est affaiblie au troisième trimestre 2023 après un pic historique au premier semestre.

La plupart des indicateurs tirés d'enquêtes relatifs aux anticipations d'inflation à plus long terme dans la zone euro, ainsi que les mesures de la compensation de l'inflation extraites des instruments de marché corrigées des primes de risque s'établissent autour de 2 % (graphique 13).

Selon l'enquête menée par la BCE auprès des prévisionnistes professionnels (EPP) pour le premier trimestre 2024, la moyenne des anticipations d'inflation à plus long terme (pour 2028) s'établit à 2,0 %, révisée à la baisse après 2,1 % au quatrième trimestre 2023. Les anticipations d'inflation à plus long terme sont également ressorties à 2,0 % dans l'enquête de Consensus Economics réalisée en janvier 2024. Les anticipations médianes à plus long terme sont restées inchangées, à 2,0 %, dans l'enquête de la BCE réalisée en janvier 2024 auprès des analystes monétaires (SMA). Dans l'enquête de la BCE sur les anticipations des consommateurs (CES) réalisée en

décembre 2023, les anticipations médianes sur l'année prochaine ont diminué, revenant de 3,2 % en novembre à 3,1 % en décembre, tandis que celles à trois ans ont augmenté, s'établissant à 2,4 %, après 2,2 % ⁶. En ce qui concerne les perceptions de l'inflation passée, elles n'ont pas suivi le ralentissement de l'inflation mesurée par l'IPCH entre juin et octobre 2023. Cependant, elles se sont considérablement modérées à compter d'octobre 2023, la médiane diminuant de 8,0 % en septembre à 6,2 % en décembre. Les mesures de la compensation de l'inflation extraites des instruments de marché dans la zone euro (basées sur l'IPCH hors tabac) sont restées globalement inchangées entre mi-décembre 2023 et le 24 janvier 2024 après avoir diminué sensiblement au cours des mois précédents. Sur la partie courte de la courbe des rendements, le taux des swaps indexés sur l'inflation à un an dans un an s'est établi à environ 2,1 % fin janvier, soit 9 points de base de moins que les niveaux observés mi-décembre. En parallèle, le taux des swaps indexés sur l'inflation à cinq ans dans cinq ans pour la zone euro est resté globalement inchangé à 2,3 %. Toutefois, il convient de noter que ces mesures de la compensation de l'inflation extraites des instruments de marché ne sont pas une mesure directe des véritables anticipations d'inflation des intervenants de marché, ces mesures incluant des primes de risque sur l'inflation qui compensent les risques pesant sur l'inflation.

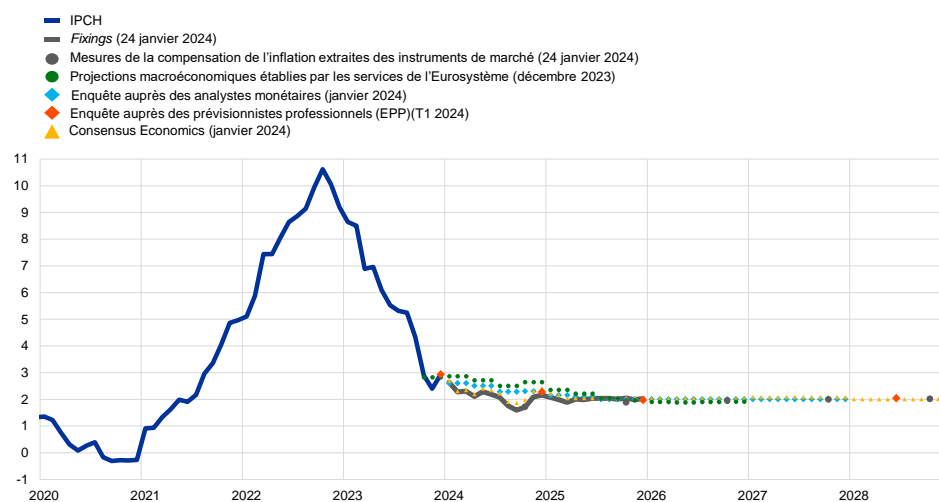
⁶ Cf. « [Résultats de l'enquête de la BCE sur les anticipations des consommateurs – décembre 2023](#) », communiqué de presse, BCE, 6 février 2024.

Graphique 13

Inflation totale, projections d'inflation et anticipations

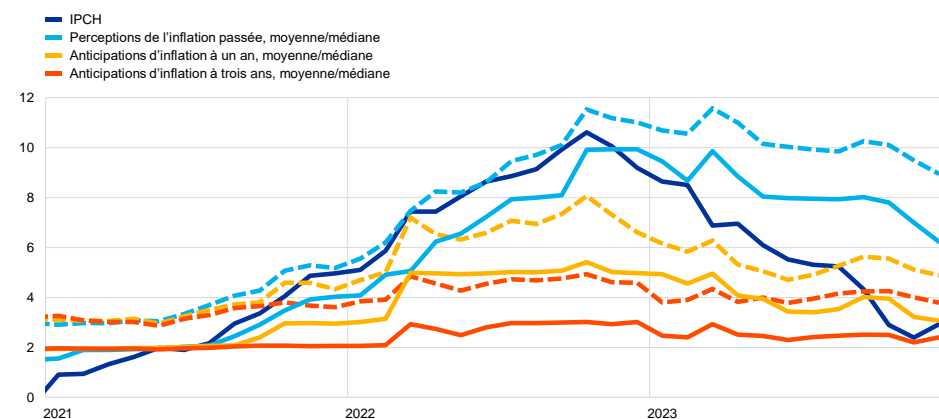
a) Inflation totale, indicateurs des anticipations d'inflation tirés d'enquêtes, projections d'inflation et mesures de la compensation de l'inflation extraites des instruments de marché

(variations annuelles en pourcentage)



B) Inflation totale et enquête de la BCE sur les anticipations des consommateurs (Consumer Expectations Survey, CES).

(variations annuelles en pourcentage)



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

Notes : La série relative aux mesures de la compensation de l'inflation extraites 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 un an, dans 2 ans et dans 3 ans. Pour les mesures de la compensation de l'inflation extraites des instruments de marché, les dernières observations se rapportent au 24 janvier 2024. *Inflation fixings* correspond à l'inflation implicite tirée des *swaps* d'inflation zéro coupon dans la zone euro hors tabac. L'enquête EPP pour le premier trimestre 2024 a été réalisée entre le 5 et le 10 janvier 2024. La date d'arrêt pour les prévisions à long terme de Consensus Economics est janvier 2024. Pour l'enquête CES, les lignes en pointillés représentent la moyenne et les lignes continues la médiane. La date d'arrêt des données incluses dans les projections macroéconomiques établies par les services de l'Eurosystème est le 23 novembre 2023. Les dernières observations se rapportent à décembre 2023.

4 Évolutions sur les marchés financiers

Au cours de la période sous revue (du 14 décembre 2023 au 24 janvier 2024), les évolutions sur les marchés financiers de la zone euro ont reflété les évolutions des anticipations relatives aux taux directeurs, les marchés continuant de se concentrer sur le rythme de la désinflation et sur les ajustements attendus de la politique monétaire. À la suite de la décision de politique monétaire largement attendue, prise en décembre 2023 par le Conseil des gouverneurs, de laisser inchangés les taux directeurs de la BCE, la partie courte de la courbe des taux sans risque de la zone euro n'a varié que marginalement au cours de la période sous revue, reflétant la stabilité des anticipations d'une absence de modification des taux directeurs de la BCE lors de la réunion de janvier. En revanche, les anticipations relatives aux taux directeurs sur des horizons plus longs ont enregistré des fluctuations plus marquées, mais ont terminé la période sous revue à des niveaux proches de ceux de mi-décembre. Les rendements des obligations souveraines dans la zone euro ont évolué en ligne avec les taux sans risque, qui ont légèrement augmenté, et l'annonce faite lors de la réunion de décembre de commencer à réduire progressivement les réinvestissements au titre du programme d'achats d'urgence face à la pandémie (pandemic emergency purchase programme, PEPP) mi-2024 n'a eu aucun impact visible sur les rendements souverains. Les prix des actions sont restés dans les limites de leur fourchette, la baisse des anticipations de bénéfiques ayant été contrebalancée par une réduction de la prime de risque sur actions. Les marchés des obligations d'entreprises de la zone euro ont été globalement stables, enregistrant un léger recul sur le compartiment à haut rendement (high-yield). Sur les marchés des changes, l'euro s'est légèrement apprécié en termes pondérés des échanges commerciaux.

Les taux sans risque à court terme de la zone euro ont terminé la période sous revue globalement en ligne avec les niveaux observés au moment de la réunion de décembre du Conseil des gouverneurs. Le taux à court terme de l'euro (€STR) s'est établi à 3,90 % en moyenne au cours de la période sous revue. L'excédent de liquidité a diminué de 63 milliards d'euros environ pour ressortir à 3 521 milliards. La courbe à terme des taux des swaps au jour le jour (OIS), basée sur le taux de référence €STR, est restée stable pour les échéances à court terme à la suite de la décision de politique monétaire largement attendue, prise en décembre par le Conseil des gouverneurs, de laisser inchangés les trois taux directeurs de la BCE. Les taux anticipés à court terme pour les horizons au-delà de la réunion du Conseil des gouverneurs de janvier 2024 ont toutefois connu une période de volatilité accrue au cours de la période sous revue, les marchés continuant de se concentrer sur le rythme de la désinflation et sur les ajustements attendus de la politique monétaire. Dans l'ensemble, la probabilité intégrée par les marchés d'une première baisse des taux en mars et avril 2024 a légèrement diminué. À la fin de la période sous revue, les marchés avaient pleinement intégré dans leurs prix une baisse des taux de 25 points de base pour juin et des baisses des taux cumulées de 133 points de base d'ici à fin 2024. Les taux d'intérêt sans risque à plus long terme de la zone euro ont légèrement augmenté au cours de la période sous revue, après avoir baissé dans les jours suivant la réunion de politique monétaire du Conseil des gouverneurs de décembre et retrouvé leurs niveaux antérieurs au cours

des premières semaines de 2024. Le taux sans risque nominal à dix ans de la zone euro, par exemple, est revenu à 2,2 % fin décembre avant de rebondir à 2,5 % environ, terminant la période sous revue avec une hausse globale de 16 points de base environ.

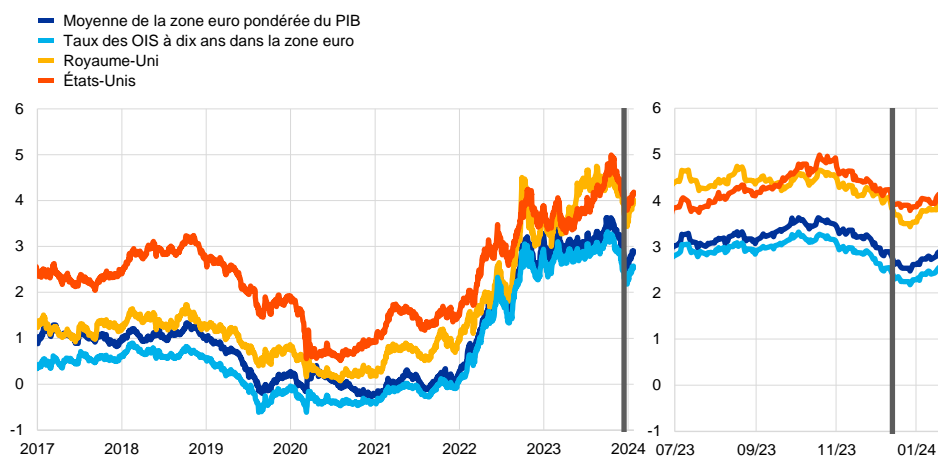
Les rendements des obligations souveraines à long terme ont évolué globalement en ligne avec les taux sans risque, dans un contexte de stabilité globale des écarts de rendement souverains (graphique 14). Le 24 janvier,

le rendement moyen des obligations souveraines à dix ans pondéré par le PIB dans la zone euro s'est établi à 2,9 % environ, soit 19 points de base environ au-dessus de son niveau du début de la période sous revue. Les mouvements des écarts de rendement souverains dans les différentes juridictions de la zone euro ont été étroitement contenus tout au long de la période sous revue et l'annonce faite lors de la réunion de décembre 2023 de commencer à réduire progressivement les réinvestissements au titre du PEPP mi-2024 ne semble pas avoir eu d'effet notable. La hausse des taux à long terme de la zone euro a suivi des dynamiques similaires au niveau mondial : aux États-Unis, le rendement des obligations souveraines à dix ans a augmenté de 26 points de base pour s'établir à 4,2 %, et au Royaume-Uni, le rendement des obligations souveraines a augmenté de 23 points de base pour ressortir à 4,0 %.

Graphique 14

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

(en pourcentage annuel)



Sources : LSEG et calculs de la BCE.

Notes : La ligne verticale grise indique le début de la période sous revue (14 décembre 2023). Les dernières observations se rapportent au 24 janvier 2024.

Les écarts de rendement des obligations d'entreprises sont restés largement inchangés au cours de la période sous revue, une réduction étant observée sur le segment à haut rendement (*high yield*). Les écarts de rendement pour les entreprises les mieux notées (*investment-grade*) ont terminé la période sous revue globalement inchangé, tandis que ceux du compartiment à haut rendement (*high-yield*) ont été plus volatils, se resserrant de 34 points de base.

Les prix des actions de la zone euro sont restés dans les limites de leur fourchette, les baisses des anticipations de bénéfices ayant été contrebalancées par une réduction de la prime de risque sur actions.

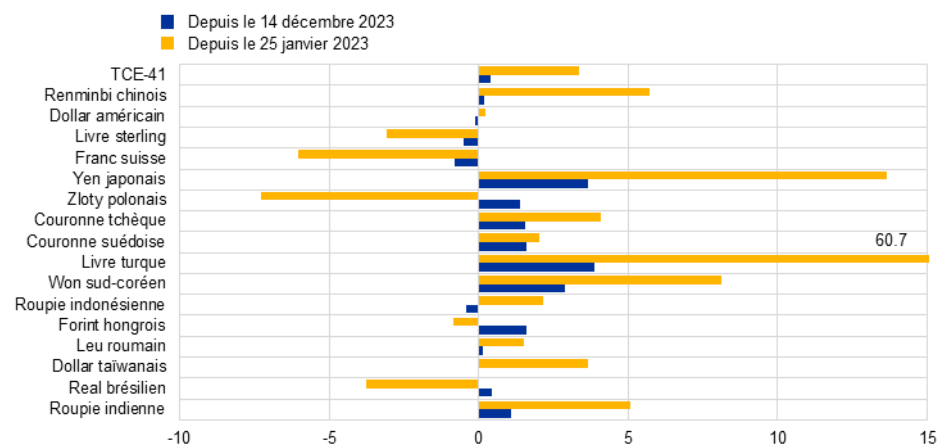
Les indices boursiers larges de la zone euro ont été globalement stables au cours de la période sous revue, dans un contexte de baisse des anticipations de bénéfices, tandis qu'ils ont augmenté de 2,7 % aux États-Unis. Les moins-values sur les actions de la zone euro ont été concentrées dans le secteur non financier, les secteurs sensibles aux taux d'intérêt, tels que la technologie et l'immobilier, affichant des résultats inférieurs à l'indice large, tandis que le secteur financier a continué d'afficher des résultats supérieurs. Dans l'ensemble, les prix des actions des sociétés non financières de la zone euro ont diminué de 0,9 % environ, tandis que ceux des actions des banques de la zone euro et des autres sociétés financières de la zone ont augmenté de 2,4 % et de 3,1 %, respectivement. Aux États-Unis, les prix des actions ont augmenté de 3,1 % pour les sociétés non financières et sont restés globalement inchangés pour les banques.

Sur les marchés des changes, l'euro s'est légèrement apprécié en termes pondérés des échanges commerciaux (graphique 15). Le taux de change effectif nominal de l'euro, mesuré par rapport aux devises des 41 principaux partenaires commerciaux de la zone euro, s'est apprécié de 0,4 % au cours de la période sous revue. Les évolutions attendues de la politique monétaire sont demeurées un déterminant essentiel des fluctuations des taux de change et ont généré une certaine volatilité. Cela étant, l'euro a été relativement stable par rapport au dollar américain, se dépréciant de 0,1 % seulement, les anticipations d'une baisse des taux américains ayant un peu diminué depuis le début de l'année à la suite de la réunion du Comité fédéral de l'*open market* de décembre 2023. S'agissant des évolutions des taux de change bilatéraux vis-à-vis des autres grandes devises, l'euro s'est apprécié vis-à-vis de la livre turque (de 3,9 %) et du yen japonais (de 3,7 %), tandis qu'il s'est déprécié vis-à-vis du franc suisse (de 0,8 %) et de la livre sterling (de 0,5 %).

Graphique 15

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

(variations en pourcentage)



Source : Calculs de la BCE.

Notes : Le « TCE-41 » est le taux de change effectif nominal de l'euro par rapport aux monnaies des 41 principaux partenaires commerciaux de la zone euro. Une variation positive (négative) correspond à une appréciation (dépréciation) de l'euro. Toutes les évolutions sont calculées en utilisant les taux de change enregistrés le 24 janvier 2024.

5 Conditions de financement et évolutions du crédit

En novembre 2023, les coûts de financement composites des banques et les taux débiteurs bancaires appliqués aux entreprises ont légèrement diminué, tandis que les taux des prêts hypothécaires ont continué d'augmenter. Après avoir significativement diminué en novembre, le coût de l'endettement de marché pour les sociétés non financières (SNF) a augmenté entre le 14 décembre 2023 et le 24 janvier 2024, tandis que le coût du financement par émission d'actions a continué de baisser sur cette période. La dernière enquête sur la distribution du crédit bancaire dans la zone euro indique un nouveau durcissement net, quoique modéré, des critères d'octroi des prêts aux entreprises, et un durcissement supplémentaire est attendu au premier trimestre 2024. La demande de prêts des entreprises et des ménages a continué de diminuer sensiblement, mais moins fortement qu'au trimestre précédent. Au second semestre 2023, les conditions d'attribution des prêts bancaires aux entreprises se sont durcies davantage dans les secteurs de l'immobilier et de la construction que dans les autres secteurs. La faiblesse des prêts bancaires aux entreprises et aux ménages s'est poursuivie en novembre, reflétant la transmission vigoureuse du resserrement de la politique monétaire aux taux débiteurs, conjuguée à un fléchissement de la demande et à un durcissement des critères d'octroi. La croissance de la monnaie a continué de se contracter, avec des taux annuels proches des points bas historiques, en raison des coûts d'opportunité élevés, de l'atonie de la croissance du crédit et de la réduction du bilan de l'Eurosystème.

Les coûts de financement des banques de la zone euro ont légèrement diminué en novembre 2023, sous l'effet de la baisse des rendements des obligations bancaires. En novembre, le coût composite du financement par endettement des banques de la zone euro a été légèrement inférieur à celui observé le mois précédent, dans un contexte de forte hétérogénéité entre les pays (graphique 16, partie a). La forte baisse des rendements des obligations bancaires (graphique 16, partie b) a reflété la transmission des diminutions similaires enregistrées par les taux sans risque. Dans le même temps, les taux des dépôts ont continué de s'inscrire en hausse, avec quelques variations selon les instruments et les secteurs. Les taux proposés aux entreprises pour la détention de dépôts à terme ont été proches du taux de la facilité de dépôt de la BCE et sont demeurés supérieurs à ceux offerts aux ménages. De plus, la composition du financement des banques a continué de s'orienter vers des sources plus onéreuses, à savoir les obligations bancaires et les dépôts à terme, dans la mesure où l'augmentation du coût d'opportunité lié à la détention de dépôts à vue a conduit les déposants à remplacer des volumes importants de ces dépôts par des dépôts à terme et d'autres instruments offrant une rémunération plus élevée.

La contraction en cours du bilan de l'Eurosystème a contribué à une réduction de l'excédent de liquidité, mais la liquidité reste abondante à l'échelle du système. Même s'il n'y a pas eu de remboursements au titre des opérations de refinancement à plus terme ciblées (TLTRO) au cours de la période sous revue, l'arrêt en juillet des réinvestissements par l'Eurosystème des remboursements au titre du principal des titres arrivés à échéance a continué de drainer mécaniquement

la liquidité du système financier. Pour compenser la diminution de la liquidité mise à disposition par la BCE, les banques ont accru leurs émissions de titres de créance et d'instruments du marché monétaire. Les émissions d'obligations bancaires, qui sont plus onéreuses pour les banques que les dépôts ont augmenté en volume depuis septembre 2022, dans un contexte de contraction du bilan de l'Eurosystème et de diminution des dépôts à vue.

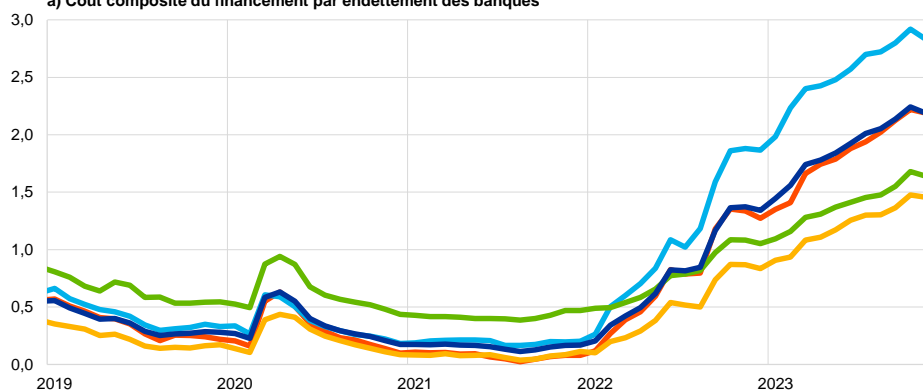
Graphique 16

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

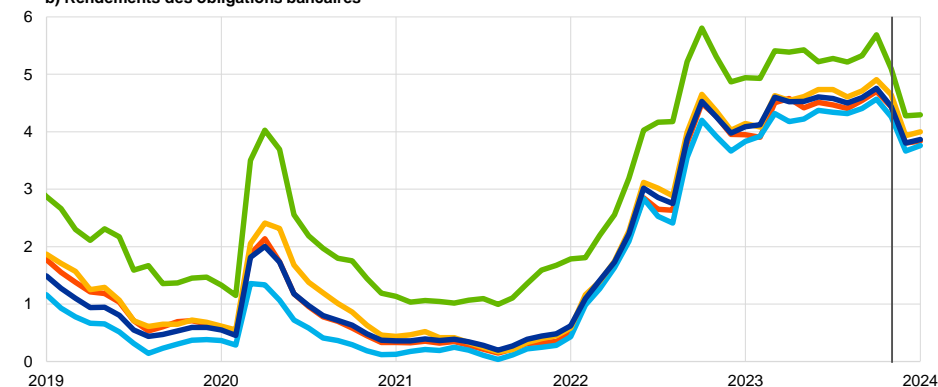
(pourcentages annuels)

- Zone euro
- Allemagne
- France
- Italie
- Espagne

a) Coût composite du financement par endettement des banques



b) Rendements des obligations bancaires



Sources : ECB, S&P Dow Jones Indices LLC et/ou ses sociétés affiliées et calculs de la BCE.

Notes : Les coûts de financement composites des banques correspondent à une moyenne pondérée du coût composite des dépôts et du financement de marché non sécurisé. 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 respectifs. Les rendements des obligations bancaires correspondent aux moyennes mensuelles des obligations de la tranche senior. La ligne verticale grise dans la partie b correspond au 30 novembre 2023. Les dernières observations se rapportent à novembre 2023 pour le coût composite du financement par endettement des banques et au 24 janvier 2024 pour les rendements des obligations bancaires.

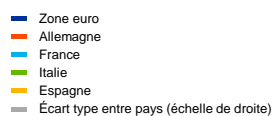
En novembre 2023, les taux débiteurs appliqués aux entreprises ont légèrement diminué pour la première fois depuis juillet 2022, tandis que ceux appliqués aux prêts au logement ont continué d'augmenter. Tandis que les taux débiteurs appliqués aux entreprises et aux ménages ont réagi fortement à la hausse des taux directeurs depuis le début du cycle de resserrement de la politique

monétaire, la réaction aux baisses récentes des taux de marché a été relativement modérée jusqu'à présent. Entre début juillet 2022 et septembre 2023, les taux directeurs de la BCE ont augmenté sensiblement et rapidement, de 450 points de base au total. Cela a entraîné une forte hausse des taux débiteurs tant pour les entreprises que pour les ménages dans les différents pays de la zone euro (graphique 17). Depuis mai 2022, c'est-à-dire avant l'annonce par la BCE du premier relèvement des taux du cycle de resserrement actuel, les taux débiteurs appliqués aux entreprises et aux prêts au logement ont augmenté de 368 points de base et 223 points de base respectivement. En novembre 2023, les taux débiteurs proposés aux entreprises sont revenus à 5,23 % contre 5,27 % en octobre. Cette légère baisse pourrait être une indication précoce que ces taux ont franchi un pic, à la suite du fléchissement des taux sans risque amorcé à l'automne 2023. Cette baisse a été principalement attribuable aux prêts de montant élevé, avec une forte hétérogénéité entre les pays. Les taux appliqués par les banques aux nouveaux prêts à la consommation accordés aux ménages ont diminué, revenant de 7,90 % en octobre à 7,85 % en novembre. Les taux appliqués aux nouveaux prêts de la catégorie « autres prêts aux ménages », qui inclut également les entrepreneurs individuels, ont eux aussi légèrement baissé en novembre, ressortant à 5,55 % contre 5,58 % en octobre. Dans le même temps, les taux débiteurs appliqués aux nouveaux prêts au logement accordés aux ménages ont continué d'augmenter, atteignant 4,01 % en novembre, contre 3,91 % en octobre. Cette hausse a été généralisée pour l'ensemble des pays de la zone euro et des périodes de fixation des taux et s'explique par les marges sur les prêts risqués et d'autres facteurs, en dépit des baisses importantes observées sur les taux de marché pour les échéances à moyen et long termes. Les résultats de l'[enquête sur les anticipations des consommateurs](#) réalisée par la BCE pour novembre 2023 laissent penser que les consommateurs s'attendent à une baisse des taux hypothécaires par rapport à leurs niveaux actuels au cours des douze prochains mois. Un pourcentage net important, mais en baisse, de participants à l'enquête considèrent que les critères d'octroi sont restrictifs et s'attendent à ce que les prêts au logement deviennent plus difficiles à obtenir au cours de cette même période. La dispersion entre pays des taux débiteurs appliqués aux entreprises et aux ménages est restée à un bas niveau (graphique 17), suggérant une transmission sans heurt de la politique monétaire dans les différents pays de la zone euro.

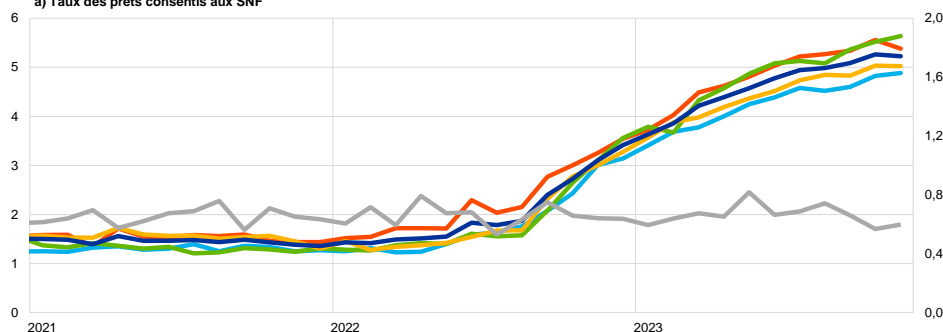
Graphique 17

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

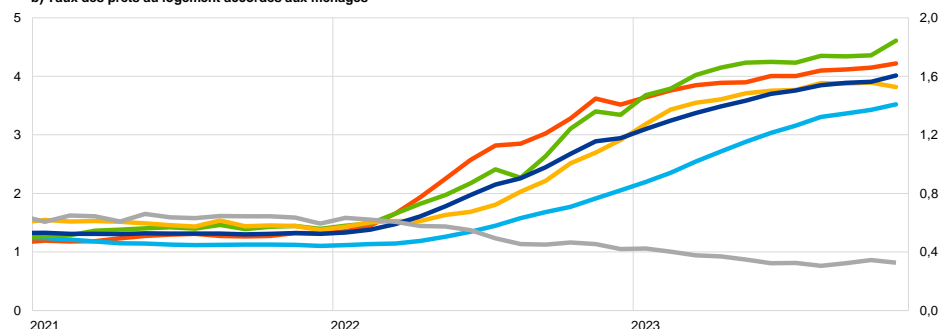
(pourcentages annuels ; écart type)



a) Taux des prêts consentis aux SNF



b) Taux des prêts au logement accordés aux ménages



Sources : BCE et calculs de la BCE.

Notes : Les taux débiteurs bancaires composites appliqués aux sociétés non financières (SNF) sont calculés en agrégeant les taux à court et à long terme à l'aide de la moyenne mobile sur 24 mois des volumes de contrats nouveaux. L'écart type entre pays est calculé pour un échantillon fixe de 12 pays de la zone euro. Les dernières observations se rapportent à novembre 2023.

Après une baisse significative en novembre, les données quotidiennes relatives à la période sous revue – du 14 décembre 2023 au 24 janvier 2024 – montrent que le coût pour les SNF du financement par endettement de marché a augmenté, tandis que celui du financement par émission d'actions a légèrement diminué. En novembre, le coût total du financement des SNF – c'est-à-dire le coût composite de l'endettement bancaire, de l'endettement de marché et des fonds propres – a sensiblement diminué par rapport au point haut sur plusieurs années atteint en octobre et s'est établi à 6,07 %, soit près de 50 points de base de moins que le mois précédent (graphique 18)⁷. Toutes les composantes ont contribué à la baisse du coût du financement en novembre, le coût de l'endettement de marché et celui des fonds propres étant les principaux déterminants. D'après les données quotidiennes, le coût de l'endettement de marché a augmenté entre le 14 décembre et le 24 janvier 2024, en raison d'une hausse du taux sans risque, tandis que les écarts de rendement des obligations émises par les SNF sont restés

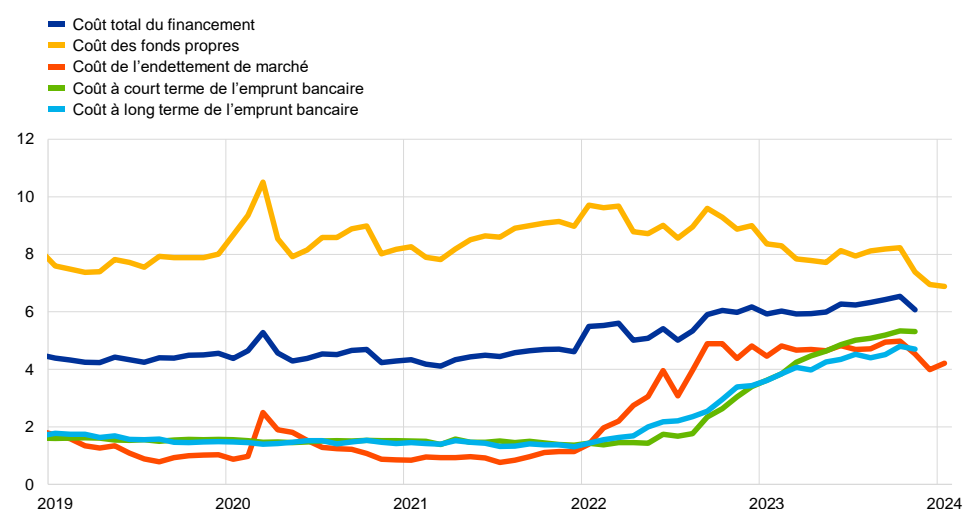
⁷ En raison de décalages dans la disponibilité des données relatives au coût de l'emprunt auprès des banques, les données relatives au coût total du financement des SNF ne sont disponibles que jusqu'à novembre 2023.

stables ou se sont même inscrits en baisse sur le segment bien noté (*investment-grade*) et le segment à haut rendement (*high-yield*), respectivement. Une baisse significative de la prime de risque sur actions a plus que compensé la hausse du taux sans risque (approximé par le taux des *swaps* au jour le jour à dix ans), entraînant ainsi une diminution du coût du financement par émission d'actions (cf. section 4).

Graphique 18

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

(pourcentages annuels)



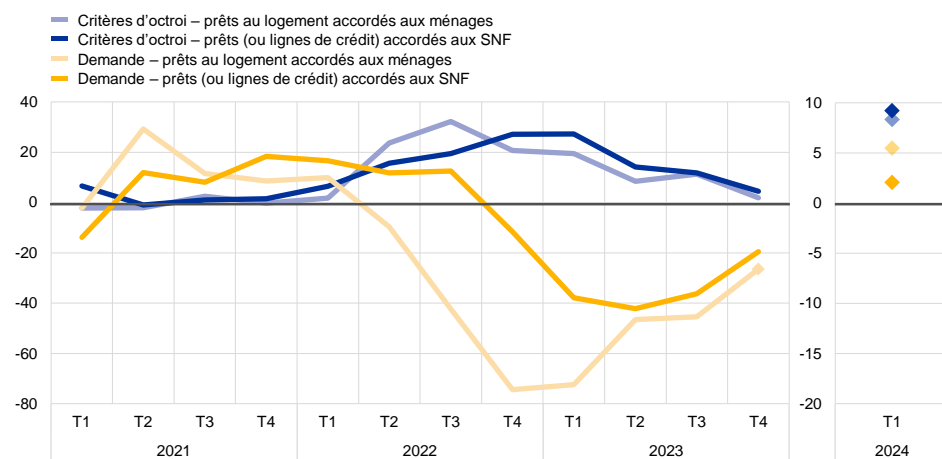
Sources : BCE et estimations de la BCE, Eurostat, Dealogic, Merrill Lynch, Bloomberg et Thomson Reuters.
 Notes : Le coût total du financement des sociétés non financières (SNF) est fondé sur des données mensuelles et calculé comme une moyenne pondérée des coûts de l'emprunt auprès des banques (données moyennes mensuelles), de l'endettement de marché et des fonds propres (données de fin de mois), sur la base de leurs encours respectifs. Les dernières observations se rapportent au 24 janvier 2024 pour le coût de l'endettement de marché et le coût des fonds propres (données quotidiennes) et à novembre 2023 pour le coût total du financement et le coût de l'emprunt auprès des banques (données mensuelles).

Selon l'enquête de janvier 2024 sur la distribution du crédit bancaire dans la zone euro, les critères d'octroi pour les prêts aux entreprises se sont encore légèrement durcis au quatrième trimestre 2023 (graphique 19). Ce durcissement s'ajoute au durcissement cumulé substantiel observé depuis 2022 qui, conjugué à une faible demande, a contribué au ralentissement marqué de la croissance des prêts aux entreprises. Les risques liés aux perspectives économiques et à la situation financière des entreprises ont continué d'exercer un effet de durcissement, tandis que l'impact du coût de financement et des situations bilancielle des banques, de la concurrence et de la tolérance au risque a été globalement neutre au niveau de la zone euro au quatrième trimestre 2023. L'impact du durcissement antérieur continuera de freiner la croissance des prêts au cours des prochains trimestres. Conformément aux propriétés d'indicateur avancé des critères d'octroi – environ cinq à six trimestres avant les évolutions effectives de la croissance des prêts – l'atonie de l'activité de prêt aux entreprises devrait se poursuivre en 2024. Les banques de la zone euro s'attendent à une accentuation du durcissement des critères d'octroi des prêts aux entreprises au premier trimestre 2024.

Graphique 19

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

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



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

Notes : SNF signifie sociétés non financières. Pour les questions de l'enquête relatives aux critères d'octroi, les « pourcentages nets » correspondent à la différence entre la somme des pourcentages des banques ayant répondu « sensiblement durcis » et « légèrement durcis » et la somme des pourcentages des banques ayant répondu « légèrement assouplis » et « sensiblement assouplis ». Pour les questions portant sur la demande de prêts, les « pourcentages nets » sont définis comme la différence entre la somme des pourcentages des banques ayant répondu « augmentation importante » et « légère augmentation » et la somme des pourcentages des banques ayant répondu « légère diminution » et « diminution importante ». Les losanges représentent les anticipations déclarées par les banques dans la campagne d'enquête actuelle. Les dernières observations se rapportent au troisième trimestre 2023.

Les banques ont déclaré un nouveau durcissement net des critères d'octroi des prêts aux ménages au quatrième trimestre 2023, de faible ampleur pour les prêts au logement et plus prononcé pour les crédits à la consommation. La perception des risques a été le principal déterminant du durcissement des critères d'octroi dans les deux catégories, la moindre tolérance au risque des banques jouant également un rôle dans le durcissement des critères pour les crédits à la consommation. Alors que le léger durcissement observé pour le segment des prêts au logement est imputable aux petits pays de la zone euro, les critères d'octroi pour les crédits à la consommation se sont durcis dans les quatre principaux pays de la zone euro. Pour les deux catégories de prêt, le durcissement net a été plus faible qu'au troisième trimestre, en ligne avec les anticipations des banques. Pour le premier trimestre 2024, les anticipations des banques font état d'une accentuation du durcissement net des critères d'octroi pour les prêts au logement, tandis que pour les crédits à la consommation, elles indiquent un durcissement net similaire à celui déclaré pour le dernier trimestre 2023.

La demande de prêts des entreprises et des ménages a continué de diminuer sensiblement au quatrième trimestre 2023, mais moins fortement qu'au trimestre précédent. La baisse de la demande de prêts aux entreprises a été principalement liée à la hausse des taux d'intérêt et au recul de l'investissement fixe, ce qui est cohérent avec la forte diminution nette de la demande de prêts à long terme. S'agissant des prêts au logement et des crédits à la consommation, la baisse a été liée à la hausse des taux d'intérêt et à la faible confiance des consommateurs, les perspectives du marché de l'immobilier résidentiel exerçant également des pressions à la baisse importantes sur la demande de prêts au logement. Les

banques ont également déclaré une nouvelle augmentation nette de la part des demandes refusées pour les prêts aux entreprises et les prêts au logement. Pour le premier trimestre 2024, les banques s'attendent à une légère augmentation nette de la demande de prêts aux entreprises (pour la première fois depuis le deuxième trimestre 2022) et à une hausse de la demande de prêts au logement (pour la première fois depuis le premier trimestre 2022), mais à un nouveau recul de la demande de crédits à la consommation.

Les conditions d'octroi des prêts bancaires se sont durcies davantage dans les secteurs de l'immobilier et de la construction que dans les autres secteurs, d'après les résultats des questions *ad hoc* posées aux participants portant sur le second semestre 2023. Les conditions d'octroi des prêts aux entreprises ont continué de se durcir modérément dans la plupart des secteurs économiques au second semestre 2023, allant d'un durcissement net presque nul dans les services à un durcissement net relativement important dans l'immobilier commercial, la construction et l'immobilier résidentiel. La demande de prêts a diminué en termes nets dans l'ensemble des secteurs économiques, en particulier dans l'immobilier et la construction. Les banques ont également indiqué que leur accès au financement interbancaire s'était un peu amélioré au quatrième trimestre 2023, mais qu'il s'était légèrement resserré pour le financement de détail à court terme et la titrisation. Les mesures prudentielles et réglementaires ont contribué à une augmentation des fonds propres des banques ainsi que de leurs actifs liquides et pondérés des risques, ce qui a contribué à un durcissement des critères d'octroi et des marges appliquées aux crédits pour la plupart des catégories de prêts en 2023. La qualité du crédit perçue dans les portefeuilles de prêts des banques a eu un effet de durcissement modéré sur leurs critères d'octroi des prêts aux entreprises et des crédits à la consommation au second semestre 2023, tandis que l'impact a été neutre pour les prêts au logement. Les banques ont déclaré que la diminution de l'excédent de liquidité détenu auprès de l'Eurosystème au second semestre 2023 n'a eu qu'une incidence limitée sur les conditions d'octroi des prêts bancaires.

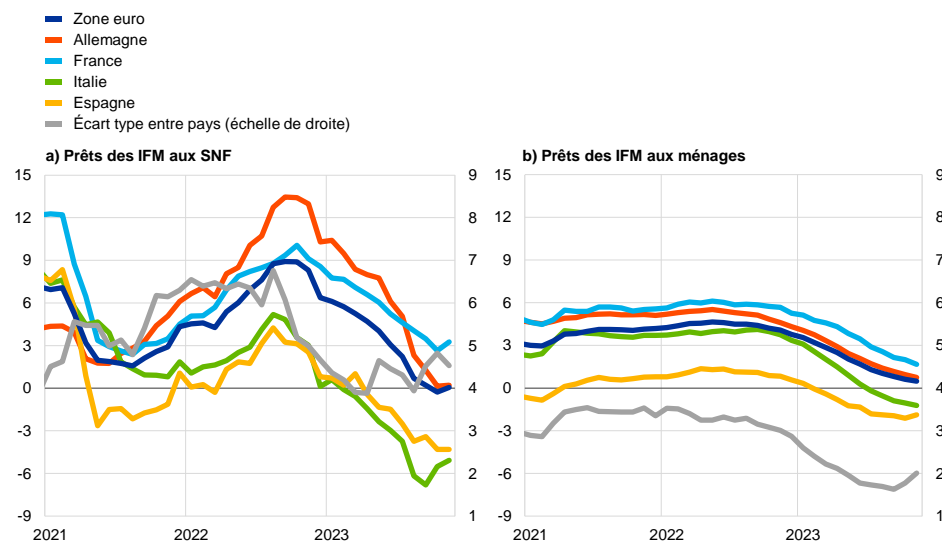
L'atonie des prêts bancaires aux entreprises et aux ménages s'est poursuivie en novembre 2023, reflétant la transmission vigoureuse du resserrement de la politique monétaire aux taux débiteurs, conjuguée à un fléchissement de la demande et à un durcissement des critères d'octroi. Reflétant un important flux mensuel, la croissance annuelle des prêts aux SNF a légèrement rebondi pour s'établir à 0,0 % en novembre, après – 0,3 % en octobre (graphique 20, partie a), dans un contexte de très forte hétérogénéité entre les pays et les échéances. Globalement, la stagnation de la demande de prêts s'explique par les taux débiteurs élevés et les coupes associées dans les plans de dépenses. En outre, l'offre de prêts joue également un rôle, comme le suggère le nouveau durcissement modéré des critères d'octroi au quatrième trimestre 2023. Le taux de croissance annuel des prêts aux ménages a fléchi, revenant à 0,5 % en novembre contre 0,6 % en octobre (graphique 20, partie b), dans un contexte de perspectives négatives pour le marché de l'immobilier résidentiel, d'un léger durcissement des critères d'octroi des banques et d'une hausse des taux débiteurs. Le ralentissement a principalement été lié aux prêts au logement et aux prêts aux entrepreneurs individuels (c'est-à-dire les petites sociétés de personnes), tandis que les prêts à la consommation ont continué de

mieux résister, malgré un nouveau durcissement des critères d'octroi et une faible confiance des consommateurs.

Graphique 20

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

(variations annuelles en pourcentage ; écart type)



Sources : BCE et calculs de la BCE.

Notes : Les prêts des institutions financières monétaires (IFM) sont corrigés des cessions de prêts et de la titrisation ; dans le cas des sociétés non financières (SNF), les prêts sont également corrigés de la centralisation de trésorerie (*cash-pooling*) notionnelle. L'écart type entre pays est calculé pour un échantillon fixe de 12 pays de la zone euro. Les dernières observations se rapportent à novembre 2023.

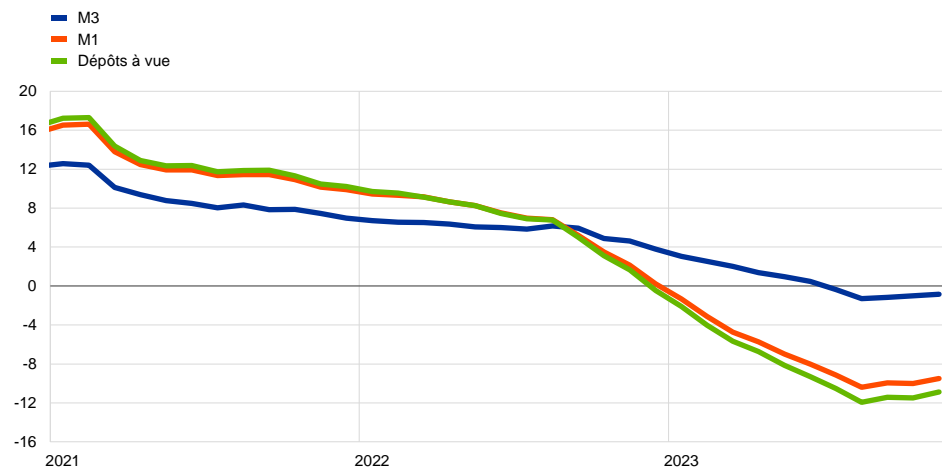
En novembre, les ménages ont continué de réallouer les dépôts à vue vers les dépôts à terme, tandis que les entreprises ont ralenti ces arbitrages au fur et à mesure de la normalisation de la répartition de leurs dépôts. Le taux de croissance annuel des dépôts à vue a continué d'afficher un recul à deux chiffres, s'établissant à $-10,9\%$ en novembre, après $-11,5\%$ en octobre (graphique 21). S'agissant des ménages, un nouveau déplacement mensuel important des dépôts à vue vers les dépôts à terme a été observé en novembre, tandis que les entreprises ont arbitré entre ces deux instruments à un rythme nettement plus lent. La préférence marquée pour les dépôts à terme s'explique par l'élargissement de l'écart entre les taux des dépôts à terme et ceux des dépôts à vue au cours du cycle de resserrement, dans la mesure où, comme lors des cycles de resserrement précédents, les taux d'intérêt sur les dépôts à vue se sont ajustés aux modifications des taux directeurs plus lentement que ceux appliqués aux dépôts à terme⁸. Toutefois, la part des dépôts à vue détenus par les ménages par rapport au total de leurs avoirs en dépôts demeure nettement supérieure aux niveaux historiques, reflétant les effets du faible coût d'opportunité qu'il y avait à détenir de tels dépôts durant une période de taux d'intérêt bas, tandis que cette part est désormais plus faible pour les entreprises.

⁸ Cf. également l'encadré intitulé « [La dynamique monétaire durant le cycle de resserrement](#) », *Bulletin économique*, n° 8, BCE, 2023.

Graphique 21

M3, M1 et dépôts à vue

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



Source : BCE.

Note : Les dernières observations se rapportent à novembre 2023.

En novembre 2023, la croissance de la monnaie a continué de se contracter, enregistrant des taux annuels proches des points bas historiques, en raison des coûts d'opportunité élevés, de l'atonie de la croissance du crédit et de la réduction du bilan de l'Eurosystème. La croissance annuelle de la monnaie au sens large (M3) dans la zone euro s'est stabilisée autour de niveaux historiquement bas, à $-0,9\%$ en novembre, contre $-1,0\%$ en octobre et $-1,2\%$ en septembre (graphique 21). La croissance annuelle de l'agrégat monétaire étroit (M1) a poursuivi sa contraction à un taux proche 10% , la faible dynamique monétaire étant renforcée par des arbitrages de portefeuille. En novembre, elle s'est établie à $-9,5\%$, après $-10,0\%$ en octobre et $-10,4\%$ en septembre. Comme au cours des mois précédents, la réduction du bilan de l'Eurosystème et les acquisitions d'obligations par les détenteurs de monnaie ont continué d'avoir un effet de contraction sur la dynamique monétaire en novembre. De plus, les remboursements au titre des fonds TLTRO et le coût d'opportunité plus élevé pour les déposants de la détention d'actifs liquides conduisent les banques à émettre des obligations assorties d'échéances plus longues, non incluses dans M3. Dans le même temps, l'excédent croissant du compte des transactions courantes dans un contexte de faiblesse des importations a entraîné une augmentation des entrées monétaires en provenance du reste du monde.

Encadrés

1 Le commerce mondial dans l'environnement post-pandémie

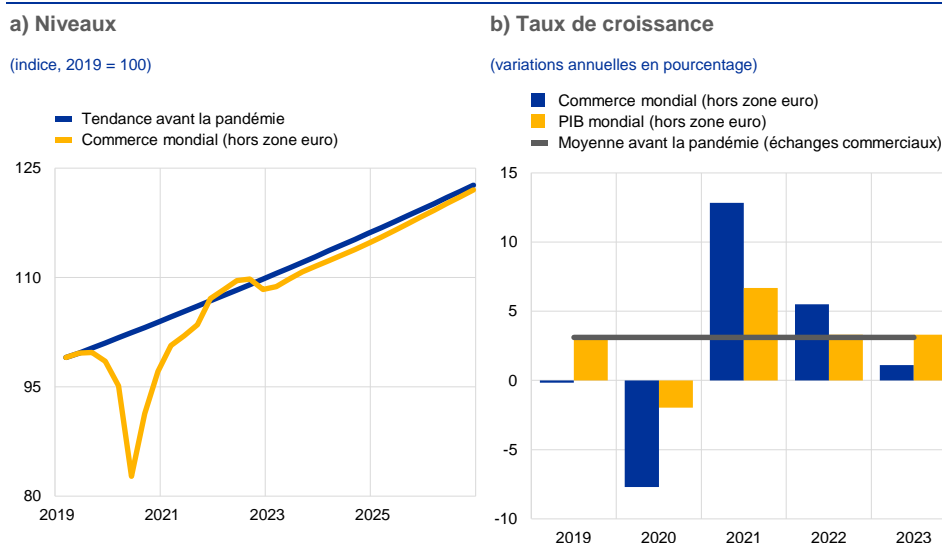
Maria Grazia Attinasi, Lukas Boeckelmann, Laura Hespert, Jan Linzenich et Baptiste Meunier

En 2023, la dynamique du commerce mondial est restée influencée par les répercussions du choc lié à la pandémie. Lorsque l'activité mondiale s'est effondrée au début de la pandémie, déclenchant la récession mondiale la plus profonde (bien que de courte durée) depuis la Seconde Guerre mondiale, dans un contexte de soutien public de grande ampleur, on a également observé une baisse radicale des échanges commerciaux mondiaux. Au cours des deux premiers trimestres de 2020, le commerce mondial s'est contracté de 16 %, dépassant même le choc observé durant la crise financière mondiale. En 2021 et en 2022, il a enregistré une reprise rapide, avec une croissance de 12,8 % et 5,5 %, respectivement, retrouvant ses niveaux d'avant la pandémie au premier trimestre 2021 (graphique A, partie a). Toutefois, au cours du second semestre 2022, la croissance du commerce mondial a commencé à se ralentir fortement et, après avoir chuté en territoire négatif au quatrième trimestre, elle n'a commencé à se redresser progressivement qu'en 2023. Selon les projections macroéconomiques de décembre 2023 établies par les services de l'Eurosystème, le commerce mondial pourrait avoir augmenté de 1,1 % seulement en 2023, soit un niveau nettement inférieur à sa croissance annuelle moyenne au cours de la période qui a précédé la pandémie (de 2012 à 2019) et faible par rapport à la croissance du PIB mondial en 2023 (graphique A, partie b) ¹.

¹ Cf. l'encadré 2 des « [Projections macroéconomiques pour la zone euro établies par les services de l'Eurosystème, décembre 2023](#) » publiées sur le site internet de la BCE le 14 décembre 2023.

Graphique A

Commerce mondial par rapport à la tendance



Sources : Haver Analytics, calculs des services de la BCE et projections macroéconomiques de décembre 2023 établies par les services de l'Eurosystème.

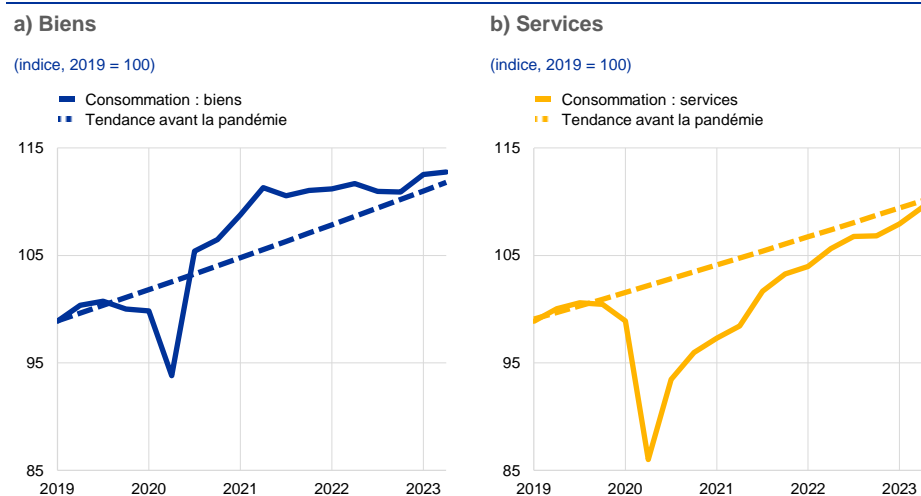
Notes : Le commerce mondial correspond à l'agrégation des importations en volume pour l'ensemble des pays, hors zone euro. Dans la partie a), la croissance tendancielle est fondée sur le taux de croissance moyen de la composante tendancielle du commerce mondial de 2012 à 2019, obtenu par un filtre Hodrick-Prescott des valeurs logarithmiques.

La croissance soutenue du commerce mondial en 2021 et début 2022 a été favorisée par des facteurs spécifiques à la pandémie.

Le plus important d'entre eux a été le rebond de l'activité économique globale après le choc initial lié à la COVID-19. Cette évolution a été amplifiée par la réorientation de la demande mondiale, des services vers les biens. À partir du second semestre 2020, la demande de biens s'est fortement redressée du fait d'une modification exceptionnelle des profils de consommation, la consommation de services nécessitant des contacts étant limitée par les mesures d'endiguement liées à la pandémie (graphique B), dans un contexte de soutien budgétaire de grande ampleur visant à amortir le choc lié à la COVID-19. Compte tenu de l'intensité en échanges plus élevée des biens par rapport aux services, cette modification des profils de la demande a amplifié le fort rebond des échanges commerciaux, qui ont dépassé leur tendance d'avant la pandémie vers fin 2021 (graphique A). Dans le même temps, les perturbations de l'offre liées à la pandémie ont empêché le commerce mondial de croître encore plus fortement, allongeant les délais de livraison à l'échelle mondiale. En 2022, la croissance des échanges commerciaux a été temporairement soutenue par le fait que les entreprises constituaient des stocks par crainte de se trouver en rupture. La normalisation des goulets d'étranglement au niveau de l'offre et l'affaiblissement de la demande mondiale ont aidé les entreprises à résorber progressivement les arriérés de commandes (graphique C). La reprise du tourisme et des transports internationaux a exercé un effet favorable supplémentaire sur le commerce mondial tout au long de l'année.

Graphique B

Consommation mondiale (hors zone euro) par rapport à la tendance

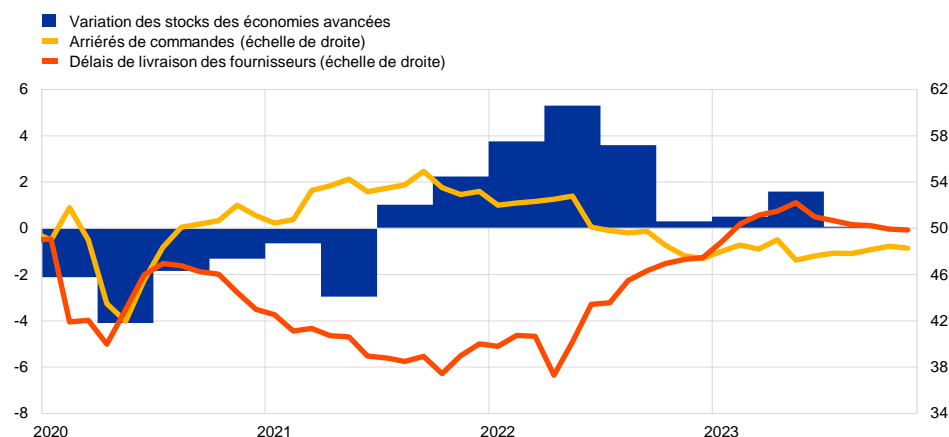


Sources : Sources nationales, Organisation de coopération et de développement économiques et calculs des services de la BCE.
Notes : La consommation mondiale correspond à une agrégation de la consommation intérieure privée dans 16 pays n'appartenant pas à la zone euro, représentant 48 % du PIB mondial, pondérée par les parts des pays dans la consommation mondiale (hors zone euro). La croissance tendancielle est fondée sur le taux de croissance moyen de 2012 à 2019. La dernière observation se rapporte au troisième trimestre 2023.

Graphique C

Stocks, arriérés et goulets d'étranglement

(échelle de gauche : variations normalisées de l'écart par rapport à la moyenne 2012-2019 ; échelle de droite : indice de diffusion)



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

Notes : Hors zone euro. Les stocks réels sont calculés comme la principale composante des mesures normalisées des données des comptes nationaux pour l'Australie, le Canada, le Japon, la Nouvelle-Zélande, la Norvège, la Suède, le Royaume-Uni et les États-Unis. Un indice de diffusion est construit pour les délais de livraison des fournisseurs et les arriérés de commande en fonction de la proportion de participants faisant état d'une amélioration (d'une détérioration) des conditions économiques ; une valeur supérieure à (inférieure à) 50 signifie qu'une proportion plus élevée de participants a signalé une amélioration (une détérioration). La dernière observation se rapporte à novembre 2023 pour les délais de livraison des fournisseurs et les arriérés de commandes, et au troisième trimestre 2023 pour les variations des stocks réels.

La faiblesse du commerce mondial observée par la suite en 2023 reflète une composition de l'activité économique mondiale moins favorable aux échanges commerciaux ainsi que la dissipation des facteurs exceptionnels mentionnés précédemment. Premièrement, la croissance du PIB en volume s'est ralentie plus fortement dans les économies avancées – où la demande intérieure présente une plus forte intensité en importations – que dans les économies de marché

émergentes (EME) ². Deuxièmement, si la consommation privée s'est nettement redressée, l'investissement privé est resté faible, reflétant une combinaison de facteurs : le resserrement de la politique monétaire, l'incertitude plus élevée dans un contexte d'intensification des tensions géopolitiques et le retrait des mesures de soutien budgétaire liées à la pandémie. Les estimations tirées de modèles reliant les importations à la demande suggèrent qu'environ la moitié de la contraction du commerce mondial depuis 2022 peut être attribuée à l'affaiblissement de ces fondamentaux, en particulier à la dynamique morose de l'investissement, qui est devenue négative au dernier trimestre 2022 (graphique D) ³. Au-delà du rôle des fondamentaux, le modèle suggère que d'autres facteurs ont été à l'œuvre début 2023 (évolution qui avait débuté fin 2022), comme l'indiquent les résidus négatifs importants. Ces résidus sont probablement liés à la dissipation des facteurs spécifiques à la pandémie évoqués précédemment, notamment le fait que la demande a commencé à rebasculer des biens à forte intensité en échanges vers les services en raison de l'abandon total des mesures d'endiguement de la pandémie (graphique B), ce qui a pesé encore plus sur la dynamique des échanges commerciaux. Cette modification des profils de consommation est également cohérente avec le ralentissement observé de l'activité manufacturière mondiale. Le secteur manufacturier étant fortement dépendant des échanges commerciaux, un ralentissement prononcé de la production manufacturière est associé à un recul plus marqué du commerce mondial que du PIB mondial ⁴.

² L'intensité en importations correspond à la part de la demande finale d'un pays qui est directement ou indirectement liée aux importations. En moyenne, l'intensité en importations de la demande intérieure ressort à 20 % environ dans les EME, contre 30 % dans les économies avancées. Dans le même ordre d'idées, l'intensité en importations de la consommation mondiale s'établit à 20 % environ, contre 40 % pour l'investissement. Enfin, l'intensité en importations avoisine les 45 % pour la consommation de biens, contre seulement 15 % pour la consommation de services. Les intensités en importations sont calculées sur la base des tableaux d'entrées-sorties relatifs aux échanges en valeur ajoutée (*trade in value added, TiVA*) de l'Organisation de coopération et de développement économiques (OCDE) pour 2019, et en suivant la méthodologie présentée dans Bussière (M.), Callegari (G.), Ghironi (F.), Sestieri (G.) et Yamano (N.), « *Estimating Trade Elasticities : Demand Composition and the Trade Collapse of 20082009* », *American Economic Journal: Macroeconomics*, vol. 5, n° 3, 2013, p. 118-151.

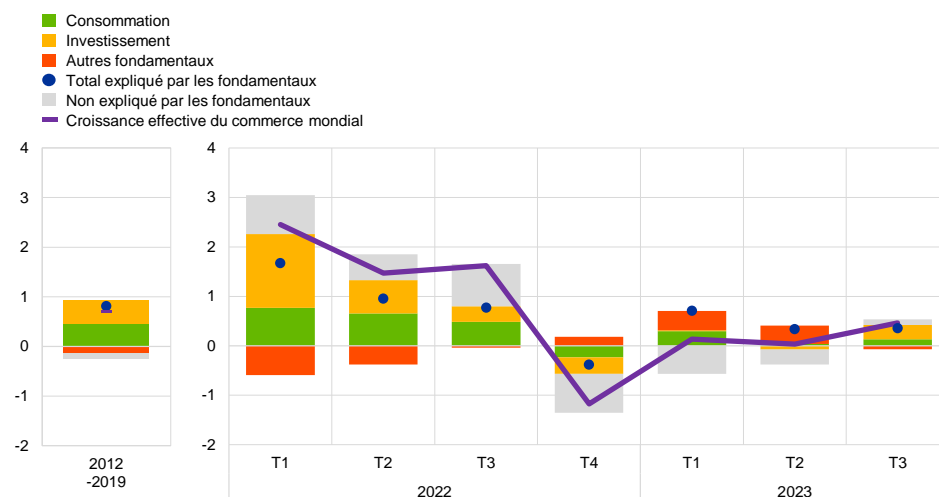
³ Les contributions, telles que présentées dans le graphique D, sont obtenues à partir de modèles à correction d'erreurs pour les différents pays qui établissent un lien entre les volumes d'importations et les composantes de la demande intérieure et les prix relatifs à l'importation. Les mesures de la demande corrigée de l'intensité en importations sont calculées en pondérant les composantes de la demande intérieure en fonction de leur intensité en importations. Les tendances déterministes non linéaires sont incluses dans les relations à long terme pour capturer des facteurs tels que les variations de la compétitivité hors prix ou les évolutions en matière d'ouverture commerciale. « Autres fondamentaux » recouvre les contributions des prix relatifs et des tendances.

⁴ Les produits manufacturés représentent 81 % des importations mondiales totales de biens et services, mais seulement 20 % de la valeur ajoutée mondiale (les services représentant 19 % et 80 %, respectivement).

Graphique D

Contributions à la croissance du commerce mondial

(variations trimestrielles en pourcentage, points de pourcentage)



Sources : Base WIOD (*World Input-Output Database*), Haver Analytics et calculs des services de la BCE.

Notes : Le commerce mondial se rapporte à une agrégation des importations en volume pour 17 pays n'appartenant pas à la zone euro, représentant 58 % des importations mondiales (hors zone euro). En raison d'une insuffisance de données, la Chine ne figure pas dans l'échantillon. La dernière observation se rapporte au troisième trimestre 2023.

Les facteurs à l'origine de ces évolutions peuvent être illustrés par une décomposition structurelle du commerce mondial fondée sur une autorégression vectorielle bayésienne (graphique E) ⁵.

L'effondrement initial des échanges commerciaux s'explique par une forte baisse de la demande au premier semestre 2020, suivie d'une période de demande soutenue, légèrement freinée par les goulets d'étranglement au niveau de l'offre qui se sont matérialisés courant 2021. Le choc lié aux goulets d'étranglement au niveau de l'offre est passé de négatif à positif début 2022 dans un contexte de normalisation progressive des perturbations de l'offre, soutenant les échanges commerciaux alors même que la demande

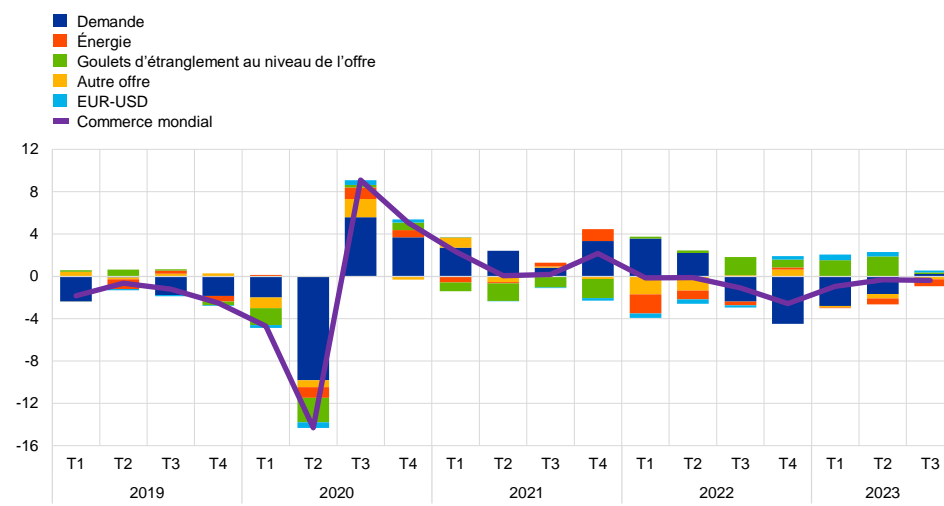
⁵ L'estimation est fondée sur une autorégression vectorielle bayésienne (BVAR) à cinq séries : le *Global Supply Chain Pressure Index* (GSCPI) de la Federal Reserve Bank of New York, les importations mondiales (hors zone euro), les prix à l'exportation mondiaux (hors zone euro) en monnaies nationales, les prix du pétrole et le taux de change EUR/USD. Le modèle est estimé à une fréquence trimestrielle sur la période allant du premier trimestre 1998 au premier trimestre 2023. L'identification des cinq chocs du modèle (demande mondiale, énergie, goulets d'étranglement au niveau de l'offre, autre offre et taux de change EUR/USD) est fondée sur des restrictions à zéro et des restrictions de signe.

commençait à se modérer et qu'intervenait le choc sur l'offre d'énergie⁶. La baisse de la demande intérieure a ensuite entraîné un ralentissement marqué du commerce mondial, notamment au quatrième trimestre 2022. La contribution de la demande au commerce mondial s'est progressivement redressée tout au long de 2023, les facteurs spécifiques à la pandémie se normalisant dans l'ensemble.

Graphique E

Décomposition par choc de la croissance du commerce mondial

(variations trimestrielles en pourcentage de l'écart par rapport à la moyenne 2012-2019, points de pourcentage)



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

Notes : Le commerce mondial se rapporte aux importations mondiales (hors zone euro). La décomposition des chocs est effectuée à l'aide d'un modèle BVAR à cinq variables (importations mondiales, prix des exportations mondiales, *Global Supply Chain Pressure Index*, prix du pétrole et taux de change EUR/USD). L'identification des chocs structurels est réalisée au moyen de restrictions à zéro et de restrictions de signe. La dernière observation se rapporte au troisième trimestre 2023.

La croissance du commerce mondial devrait se redresser sur l'horizon de projection, dans la mesure où les flux commerciaux devraient s'aligner plus étroitement sur les fondamentaux (graphique D) et converger vers la tendance de long terme (graphique A, partie a). Maintenant que les goulets d'étranglement au niveau de l'offre et le cycle des stocks sont globalement revenus à des niveaux normaux (graphique C), l'accumulation de stocks devrait évoluer d'une manière plus conforme aux normes historiques. De plus, les données d'enquêtes devenues disponibles relatives à la production dans le secteur des services font état d'un

⁶ La contribution limitée du choc sur l'offre d'énergie au commerce mondial en 2022 (et sa contribution positive au quatrième trimestre 2021) pourrait résulter des facteurs suivants : (1) la hausse des prix de l'énergie exerce également un effet modérateur sur la demande, dans la mesure où les revenus sont redistribués des importateurs d'énergie vers les exportateurs d'énergie, qui ont généralement une propension marginale à dépenser plus faible, et (2) l'analyse exclut la zone euro, où le choc récent sur les prix de l'énergie a été disproportionnellement fort. L'ampleur du choc sur l'offre d'énergie est robuste aux autres mesures des prix de l'énergie, notamment un indice synthétique combinant les prix du pétrole et du gaz. L'impact limité du choc sur l'offre d'énergie sur le volume des échanges commerciaux est également cohérent avec la littérature – cf., par exemple, Sato (M.) et Dechezleprêtre (A.), « *Asymmetric industrial energy prices and international trade* », *Energy Economics*, vol. 52, 2015, p. 130-141, et avec des estimations similaires des volumes d'échanges fondées sur un modèle VAR structurel. Pour les exportations hors zone euro, cf. l'encadré intitulé « *Choc énergétique, compétitivité-prix et performance des exportations de la zone euro* », *Bulletin économique*, n° 3, BCE, 2023. On suppose que l'effet des facteurs financiers sur le commerce mondial est capturé par le choc de demande, dans la mesure où les contraintes financières limitent les capacités d'emprunt. Toutefois, on estime que les facteurs financiers n'ont joué qu'un rôle limité pour déterminer les échanges commerciaux depuis la pandémie (cf., par exemple, Simola (H.), « *Consumption and service sector demand was a key role in the COVID-19 global trade collapse* », *VoxEU.org*, 24 novembre 2021.

ralentissement significatif par rapport à la forte croissance enregistrée au premier semestre 2023, ce qui suggère que l'élan donné par la réouverture après la pandémie est largement parvenu à son terme. Cela signifie que la composition de la demande des consommateurs est sur une trajectoire de normalisation et que le mouvement de réorientation vers la consommation de services est presque terminé – comme le suggère également le fait que la consommation de biens et celle de services convergent vers leur tendance d'avant la pandémie (graphique B). Les projections macroéconomiques de décembre 2023 établies par les services de l'Eurosystème prévoient une reprise progressive de la croissance du commerce mondial (hors zone euro), qui s'établirait à 3,0 % en 2024 (après 1,1 % en 2023), ce qui est globalement conforme à l'élasticité unitaire à long terme du commerce mondial par rapport au PIB mondial ⁷. Cela impliquerait également que le niveau des échanges commerciaux renouera progressivement avec la tendance d'avant la pandémie vers la fin de l'horizon de projection (graphique A, partie a) ⁸. Les projections relatives aux échanges commerciaux sont également en ligne avec les prévisions établies par des institutions analogues qui font état d'une normalisation des perspectives du commerce mondial à partir de 2024 ⁹.

À plus long terme, la balance des risques pesant sur le commerce mondial est considérée comme globalement équilibrée. Les échanges de biens et services pourraient être dopés, entre autres, par une adoption accrue des services numériques – notamment ceux liés à l'intelligence artificielle. Dans le même temps, l'introduction de politiques visant à relocaliser la production (en particulier pour les biens et les technologies critiques) dans le contexte de tensions commerciales croissantes notamment entre les États-Unis et la Chine (par exemple, le *Chips and Science Act* (loi sur les puces électroniques et la science) aux États-Unis, la stratégie de la double circulation de la Chine et le *Inflation Reduction Act* (loi américaine de réduction de l'inflation)) pourrait réduire les volumes des échanges commerciaux ¹⁰. Plus généralement, une fragmentation des échanges commerciaux en fonction de sphères d'influence politique pourrait peser sur le commerce alors même que les facteurs conjoncturels se normalisent. Même s'il existe jusqu'à présent peu d'éléments indiquant que la démondialisation a considérablement freiné

⁷ Cf. IRC Trade Task Force, « *Understanding the weakness in global trade – What is the new normal?* », *Occasional Paper Series*, n° 178, BCE, Francfort-sur-le-Main, septembre 2016.

⁸ Cf. l'encadré 2 des « *Projections macroéconomiques pour la zone euro établies par les services de l'Eurosystème, décembre 2023* », *op. cit.*

⁹ Par exemple, en 2024, le taux de croissance annuel du commerce mondial devrait atteindre 3,5 % selon le Fonds monétaire international (FMI), 2,7 % selon l'OCDE, 3,3 % selon l'Organisation mondiale du commerce (OMC, pour les échanges de marchandises uniquement), 3,0 % selon la Commission européenne et 2,8 % selon la Banque mondiale. Le chiffre du FMI est tiré des Perspectives de l'économie mondiale d'octobre 2023, celui de l'OCDE des Perspectives économiques de novembre 2023, celui de l'OMC des Perspectives du commerce mondial d'octobre 2023, celui de la Commission européenne de ses Prévisions économiques de l'automne 2023 et celui de la Banque mondiale sont tirés des Perspectives économiques mondiales de juin 2023.

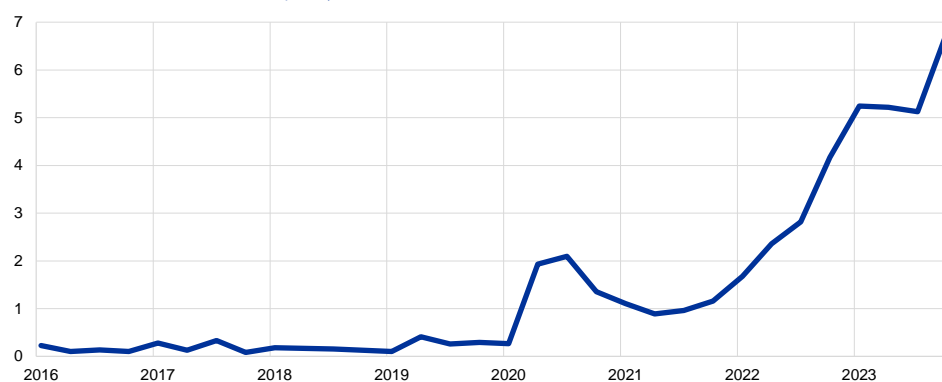
¹⁰ Dans le cadre de la stratégie de la « double circulation » adoptée en 2020, la Chine a pour objectif (1) d'intégrer verticalement sa production et de devenir autosuffisante, soutenue par son vaste marché intérieur, et (2) la mondialisation des entreprises chinoises grâce à l'initiative « la Ceinture et la Route » (*Belt and Road Initiative*). Aux États-Unis, le *Chips and Science Act* de 2022 a mis en place des subventions et des incitations de grande ampleur pour la recherche, le développement et la production de composants technologiques. Le *Inflation Reduction Act* de 2022 vise à accroître la capacité des États-Unis à attirer des technologies vertes essentielles, à l'aide d'importantes subventions à la production par secteur et d'incitations financières significatives (par exemple, des crédits d'impôt pour l'achat de véhicules électriques et les investissements dans des équipements liés aux énergies renouvelables) qui sont conditionnées par des exigences de contenu national.

les échanges commerciaux agrégés, le nombre de barrières commerciales est en augmentation depuis 2019, et les indicateurs qualitatifs fondés sur les téléconférences des entreprises sur les résultats suggèrent que les termes de « *reshoring* » (relocalisation) ou « *friend-shoring* » (relocalisation dans des pays amis) sont nettement plus mentionnés depuis 2022 (graphique F) ¹¹. En outre, une enquête récente de la Banque centrale européenne auprès de grandes entreprises de l'UE montre qu'au cours des cinq prochaines années, ces entreprises prévoient de procéder davantage à des relocalisations de leurs opérations afin de rendre leur modèle d'activité plus résistant ¹².

Graphique F

Fréquence globale des termes liés à la relocalisation dans les conférences sur les résultats des entreprises

(phrases contenant au moins un des termes de recherche, en pourcentage de toutes les phrases enregistrées au cours des conférences sur les résultats des entreprises)



Sources : NL Analytics et calculs des services de la BCE.

Notes : Les taux d'incidence à l'échelle de l'entreprise sont calculés en moyenne pour l'ensemble des entreprises et pour chaque trimestre. Les termes de recherche ont été « *friend-shoring* » (relocalisation dans des pays amis), « *near-shoring* » (délocalisation dans des pays proches), « *on-shoring* » (relocalisation dans le pays) et « *reshoring* » (relocalisation). La dernière observation se rapporte au troisième trimestre 2023.

¹¹ Les données empiriques sur la manière dont la fragmentation géoéconomique affecte les échanges commerciaux sont peu nombreuses, et aucun effet significatif n'a été observé sur les échanges agrégés (Di Sano (M.), Gunnella (V.) et Lebastard (L.), « *Deglobalisation: risk or reality?* », *ECB Blog*, BCE, 12 juillet 2023). D'autres données empiriques montrent que l'application de barrières commerciales entre deux pays se traduit généralement par un détournement des échanges via un pays tiers, ce qui signifie qu'aucun impact n'est observé sur le commerce agrégé (cf. Freund (C.), Mattoo (A.), Mulabdic (A.) et Ruta (M.), « *Is US Trade Policy Reshaping Global Supply Chains?* », *VoxEU.org*, 31 août 2023).

¹² Cf. l'encadré intitulé « *Production mondiale et risques liés aux chaînes d'approvisionnement : indications tirées d'une enquête réalisée auprès de grandes entreprises* », *Bulletin économique*, n° 7, BCE, 2023. L'impact que la relocalisation aura sur la croissance agrégée du commerce mondial n'apparaît toutefois pas clairement. Il dépendra de l'importance de la part des entreprises de la zone euro qui choisiront de relocaliser les fournisseurs situés hors de la zone euro vers la zone euro – ce qui pourrait freiner la croissance agrégée des échanges commerciaux – ou vers d'autres pays situés hors de la zone euro (par exemple de la Chine vers le Vietnam), ce qui, dans ce cas, affecterait la géographie des flux commerciaux, mais n'aurait probablement qu'un impact limité sur la croissance agrégée des échanges.

2 Le PMI est-il un indicateur fiable pour la prévision en temps réel du PIB en volume de la zone euro ?

Gabe de Bondt et Lorena Saiz

L'indice composite des directeurs d'achat (PMI) relatif à la production de la zone euro tend à être fortement corrélé avec la croissance du PIB en volume (graphique A). L'indice composite PMI relatif à la production est un indice de diffusion, qui correspond à la somme du pourcentage des réponses, en rythme mensuel, indiquant que le niveau de production est « plus élevé » et de la moitié du pourcentage de réponses ne signalant « aucun changement ».

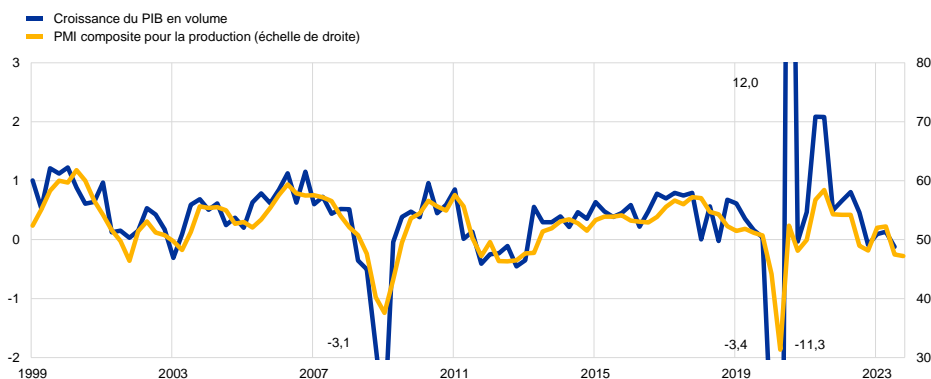
La question de l'enquête PMI relative à la production porte sur le volume unitaire effectif de la production au cours de ce mois par rapport au mois précédent. L'indice indique le degré de diffusion des variations de la production à l'ensemble du panel de participants, son seuil de stabilité se situant à 50. Une simple règle empirique fondée sur le PMI, ci-après dénommée règle de suivi fondée sur le PMI, calcule la croissance trimestrielle du PIB en volume de la zone euro comme étant égale à 10 % de la moyenne trimestrielle du PMI composite relatif à la production moins 50. Cette règle empirique a affiché une bonne performance en matière de prévisions en temps réel (*nowcasting*) au cours de la période pré-Covid-19²¹. Toutefois, le PMI composite relatif à la production étant un indice de diffusion, il fournit des informations sur la marge de variation extensive (le nombre d'entreprises ayant déclaré une variation de leur production) mais pas sur la marge de variation intensive (le volume de variation de la production). Cela implique qu'en période d'extrême volatilité de la production, comme pendant la pandémie de COVID-19, le niveau du PMI composite relatif à la production peut contenir moins d'informations. Une autre limite du PMI composite relatif à la production tient à sa couverture sectorielle incomplète ; l'indice est une moyenne pondérée du PMI relatif à l'activité dans le secteur des services et du PMI relatif à la production dans le secteur manufacturier, d'autres secteurs importants, tels que le commerce de détail, la construction et les administrations publiques ne sont pas pris en compte. De plus, l'indice composite relatif à la production pour la zone euro est fondé uniquement sur les quatre principaux pays de la zone auxquels est ajoutée l'Irlande.

²¹ Cf. de Bondt (G.J.), « *Nowcasting: Trust the Purchasing Managers' Index or wait for the flash GDP estimate?* » in Papanikos (G.T.) (ed.), *Economic essays*, Athens Institute for Education and Research, p. 83–97, 2012 ; et de Bondt, (G.J.), « *A PMI-based real GDP tracker for the euro area* », *Journal of Business Cycle Research*, volume 15, p.147–170, 2019.

Graphique A

PMI composite relatif à la production et croissance du PIB en volume pour la zone euro

(ordonnées de gauche : variations trimestrielles en pourcentage, ordonnées de droite : indice de diffusion)



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

Notes : Les deux échelles d'ordonnées reflètent la règle de suivi fondée sur le PMI, égale à 10 % de la moyenne trimestrielle du PMI composite pour la production moins 50.

Les informations provenant des PMI composite et sectoriel jouent un rôle important pour les outils de prévision du PIB à court terme mécaniques utilisés par la BCE.

Les modèles de prévision mécaniques à court terme de la BCE incluent les régressions linéaires de base, qui relient directement les moyennes trimestrielles des données mensuelles du PMI au PIB en volume²². Ces régressions sont appelées équations bridge car les prédictors du PIB comblent l'écart entre les données à haute fréquence disponibles plus tôt, telles que la production industrielle, et le PIB trimestriel. Les prédictors du PIB font, à leur tour, l'objet d'une prévision avec des modèles satellites qui utilisent des PMI sectoriels, entre autres indicateurs mensuels. Globalement, par rapport aux autres indicateurs, les PMI tendent à avoir un poids relativement élevé dans les modèles de prévision en raison de leur disponibilité rapide.

Après avoir perdu une partie de leur capacité prédictive pendant les confinements et réouvertures liés à la pandémie, les prévisions provenant des modèles de prévision à court terme fondés sur le PMI de la BCE ont vu leur précision s'améliorer (graphique B).

Après une détérioration en 2020 et 2021, la précision des prévisions de l'outil à court terme fondé sur le PMI de la BCE s'est améliorée en 2022 et en 2023, quand les erreurs de prédiction (mesurées par la racine carrée de l'erreur quadratique moyenne) ont fortement baissé et sont progressivement revenues à leurs précédents niveaux plus réguliers tels que mesurés par la moyenne 2016-2019²³. Les modèles fondés sur le PMI ont sous-estimé la croissance du PIB, comme l'indique un biais négatif, en 2021 et 2022 de 0,4 et 0,3 point de pourcentage, respectivement, tandis que le biais moyen était

²² Cf. l'article intitulé, « Les prévisions à court terme de la BCE relatives à l'activité économique dans la zone euro », *Bulletin économique*, n° 2, BCE, 26 mars 2020.

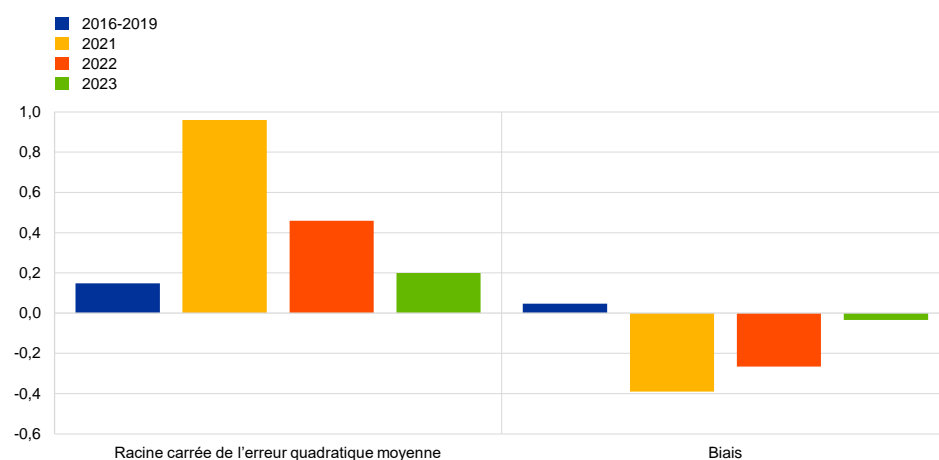
²³ Les résultats pour 2020 ne sont pas présentés dans cet encadré. Pendant la pandémie de COVID-19 en 2020, les outils standard utilisés pour la prévision en temps réel de la croissance du PIB en volume de la zone euro ont nécessité des ajustements, comme expliqué dans l'encadré intitulé « Évaluation des évolutions économiques à court terme en période de COVID-19 », *Bulletin économique*, n° 8, BCE, 5 janvier 2021.

presque nul en 2023. Cela suggère que les déterminants de la croissance en 2021 et 2022 n'ont pas été intégralement pris en compte par les PMI. Plus précisément, s'agissant des évolutions sectorielles, les PMI n'ont pas totalement capturé les effets de la réouverture et des perturbations de l'approvisionnement, ce qui a entraîné une sous-estimation de l'activité dans les services et une surestimation de l'activité industrielle.

Graphique B

Précision des prévisions ressortant de l'outil de prévision à court terme fondé sur le PMI de la BCE

(en points de pourcentage)



Sources : Calculs de la BCE.

Notes : Le graphique présente la racine carrée de l'erreur quadratique moyenne et le biais, qui est défini comme la différence moyenne entre la prévision et le résultat. Les prévisions utilisent des données en temps réel et sont établies deux semaines avant la publication par Eurostat de l'estimation rapide officielle du PIB et évaluées par rapport à celle-ci.

En 2022 et 2023, la précision des prévisions en temps réel fondées sur le PMI a été comparable à la précision des premières estimations du PIB, en prenant pour cible la dernière valeur du PIB (graphique C) ²⁴.

Les erreurs de prévision des modèles de prévision à court terme fondés sur le PMI de la BCE et de la règle de suivi fondée sur le PMI ont également été d'ampleur équivalente à celles des prévisions en temps réel provenant des projections macroéconomiques établies par les services de la BCE/de l'Eurosystème, qui utilisent toutes les informations disponibles en temps réel, y compris les prévisions issues du PMI, ainsi que le jugement d'expert. Généralement, à mesure que davantage d'informations mensuelles deviennent disponibles en temps réel au cours d'un trimestre donné, les erreurs de prévision en temps réel pour la croissance du PIB sur ce même trimestre deviennent plus faibles. En 2022 et 2023, cela n'a pas été le cas pour les prévisions en temps réel du PIB ressortant de l'outil de prévision à court terme fondé sur le PMI de la BCE. La légère détérioration inhabituelle de la performance à mesure que davantage d'informations devenaient disponibles reflète probablement les mesures prises face aux chocs successifs et l'impact sur la croissance de secteurs qui ne sont pas couverts par le PMI composite relatif à la production, tels que les dépenses des administrations publiques. Toutefois, on ne peut tirer de conclusions solides

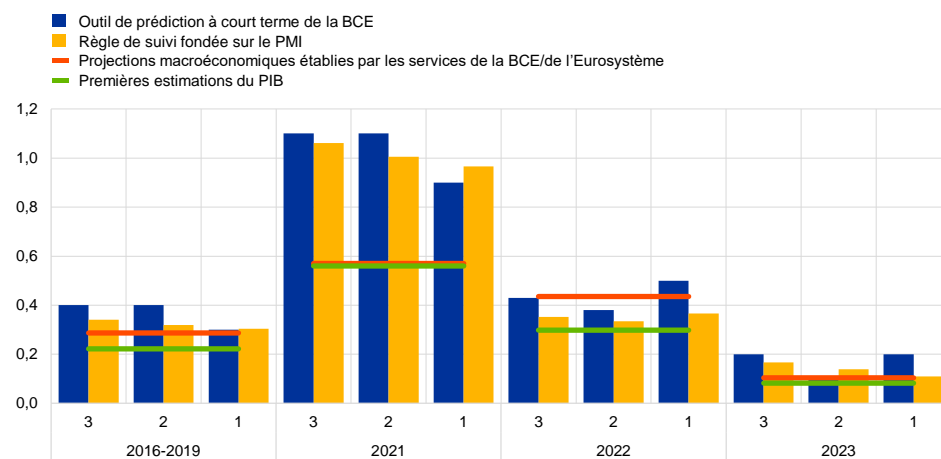
²⁴ Au cours des derniers trimestres, les erreurs, notamment celles provenant de la première publication du PIB pourraient toutefois se révéler faussement faibles, car le PIB sera révisé au fil du temps.

étant donné le faible nombre d'observations par année civile. En résumé, l'indice composite PMI relatif à la production reste un indicateur fiable pour prédire en temps réel la croissance du PIB en volume dans la zone euro.

Graphique C

Racine carrée de l'erreur quadratique moyenne pour la prévision en temps réel de la croissance du PIB en volume de la zone euro sur la base de la dernière valeur disponible du PIB

(en points de pourcentage)



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

Notes : Les chiffres « 3 », « 2 » et « 1 » représentent le nombre de mois avant la publication de la première estimation du PIB. La prévision en temps réel ressortant des projections macroéconomiques établies par les services de la BCE/de l'Eurosystème est disponible environ deux mois avant la première estimation du PIB. Les erreurs de projection sont calculées en utilisant la dernière valeur du PIB disponible (19 janvier 2024) comme cible. L'année 2023 ne correspond qu'aux trois premiers trimestres de 2023, car la première valeur du PIB pour le quatrième trimestre 2023 a été publiée après la date d'arrêt de ce bulletin.

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

Gabe de Bondt, Friderike Kuik et Richard Morris

Cet encadré présente une synthèse des conclusions des contacts récents entre les services de la BCE et les représentants de 70 grandes sociétés non financières opérant dans la zone euro. Ces échanges ont eu lieu entre le 2 et le 10 janvier 2024 ¹.

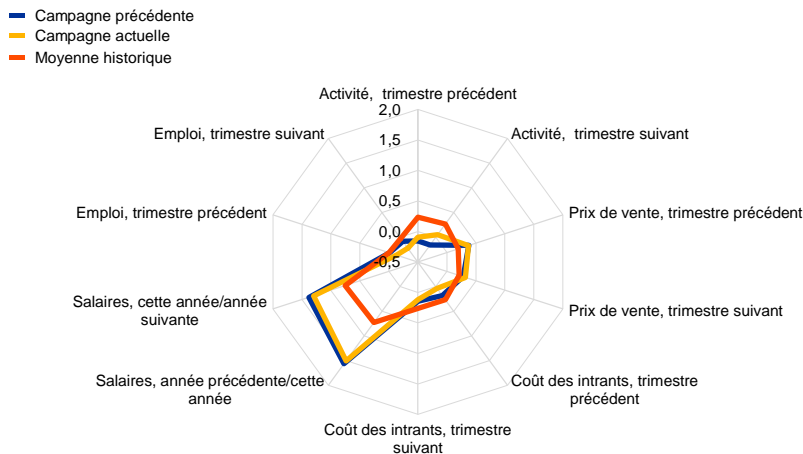
Les personnes contactées ont dressé un tableau largement inchangé d'une stagnation ou d'une légère contraction de l'activité au quatrième trimestre 2023, avec une reprise faible ou inexistante attendue au premier trimestre 2024 (graphique A). De nombreuses différences ont continué d'être constatées en terme de dynamiques déclarées au sein et entre les différents secteurs. L'activité dans le secteur manufacturier et la construction est considérée comme restant atone, de même que l'activité dans les services de transport et de logistique, tandis que les services aux consommateurs axés sur les loisirs et les services numériques constituent les principaux domaines de croissance. La correction des stocks observée depuis un an serait désormais en grande partie arrivée à son terme, entraînant un étiage de la demande pour de nombreux biens intermédiaires. Toutefois, l'accumulation de commandes en carnet causée par les perturbations antérieures de l'offre s'est résorbée, entraînant un ralentissement ou une contraction de la croissance de la production de biens d'équipement. Par conséquent, les évolutions de l'activité manufacturière sont désormais considérées comme reflétant mieux l'évolution de la consommation finale et de la demande d'investissement.

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

Graphique A

Synthèse des opinions sur l'activité, l'emploi, les prix et les coûts

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



Source : BCE.

Notes : Les scores reflètent la moyenne des scores attribués par les services de la BCE dans leur évaluation des déclarations des contacts à propos des évolutions trimestrielles de l'activité (ventes, production et commandes), des coûts des intrants (matériaux, énergie, transport, etc.) et des prix de vente, ainsi qu'à propos des évolutions annuelles des salaires. Les scores vont de -2 (baisse significative) à +2 (hausse significative). Un score de 0 indique qu'aucun changement ne s'est produit. Pour la campagne actuelle, le trimestre précédent se rapporte au quatrième trimestre 2023 et le trimestre suivant au premier trimestre 2024, tandis que pour la campagne précédente, il s'agissait du troisième et du quatrième trimestres 2023. En janvier et mars/avril, les discussions avec les personnes contactées au sujet des évolutions des salaires se concentrent généralement sur les perspectives pour l'année en cours par rapport à l'année précédente, tandis que celles qui se déroulent en juin/juillet et septembre/octobre portent sur les perspectives pour l'année suivante par rapport à l'année en cours. La moyenne historique reflète une moyenne des scores calculée en utilisant des synthèses des contacts antérieurs en remontant jusqu'en 2008.

Les personnes contactées ont indiqué que les consommateurs continuaient à privilégier les services liés aux loisirs par rapport aux biens physiques en général, et aux articles ménagers durables en particulier.

La demande d'appareils de cuisine, de biens de consommation électronique et de meubles a continué de reculer, en raison de la diminution du pouvoir d'achat des ménages conjuguée à la baisse de l'activité sur le marché de l'immobilier résidentiel. La demande de voitures particulières, qui a généralement été inférieure aux niveaux de production en 2023 en raison de la résorption des importants arriérés de commandes, a bien réagi aux récentes mesures d'incitation par les prix. Selon les contacts, les ventes de la plupart des biens de consommation non durables (nourriture, vêtements, etc.) sont relativement stables ou en légère croissance, bien qu'elles portent de plus en plus sur des produits moins onéreux (*downtrading*), de nombreux consommateurs cherchant à optimiser l'utilisation de leur pouvoir d'achat. En revanche, les sociétés contactées ont noté que la demande de services liés aux loisirs, en particulier le tourisme, a continué de croître fortement, 2023 se révélant être une année record et les tendances actuelles en matière de réservations faisant état d'une croissance encore plus importante en 2024.

L'investissement dans l'immobilier résidentiel et dans les machines et équipements s'est contracté, selon les contacts, mais cela a été en partie compensé par l'augmentation des investissements liés à la transition verte et à la transformation numérique.

L'investissement dans les machines et équipements et (plus encore) dans la construction résidentielle a été freiné en particulier par les récentes hausses des taux d'intérêt, la forte incertitude et la faible confiance. La construction résidentielle et l'activité dans le secteur de l'immobilier ont

été considérées comme diminuant fortement, car les projets existants ont été achevés et la demande de nouveaux projets a été très modérée. Les contacts fabriquant des machines industrielles ont déclaré que les entrées de commandes étaient faibles et que la production était – ou serait – réduite car les arriérés de commandes ne permettaient plus de soutenir la production comme en 2023. En revanche, le génie civil, la rénovation et les projets liés à la distribution et à l’offre d’énergies renouvelables continuent de bénéficier d’une demande croissante. En outre, les entreprises ou fournisseurs du secteur des services informatiques et numériques ont fait état d’une croissance continue, ce qui implique une tendance positive des investissements incorporels.

Graphique B

Évolution des opinions sur les évolutions et les perspectives en matière d’activité et de prix

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



Source : BCE.

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

Les perspectives globales à court terme sont encore considérées comme assez moroses, les taux d’intérêt et les incertitudes en matière réglementation et de géopolitique freinant la reprise. La plupart des personnes contactées ont déclaré que l’environnement des affaires « ne se détériorait pas, mais ne s’améliorait pas beaucoup », et une majorité d’entre elles prévoient que l’activité demeurera stable ou n’enregistrera qu’une très légère croissance en 2024. Même si la demande intérieure venait à se redresser, les fabricants européens seraient probablement confrontés à une concurrence accrue des importations, compte tenu de la persistance des coûts élevés de l’énergie. Un grand nombre d’entre eux ont également évoqué le poids croissant des coûts de réglementation, en particulier en ce qui concerne la publication d’informations en matière de durabilité. De nombreux contacts ont indiqué qu’il est peu probable que la confiance des consommateurs et des entreprises s’améliore de manière significative avant qu’un signal plus clair n’indique une inflation maîtrisée et une baisse des taux d’intérêt (ou du moins une stabilisation). Nombre d’entre eux ont également évoqué la prévalence des mauvaises nouvelles et la hausse de l’incertitude dans un contexte d’augmentation

des tensions géopolitiques et des conflits armés, y compris les attaques récentes contre le transport maritime en mer Rouge.

Les personnes contactées ont souligné l'affaiblissement de l'emploi dans un contexte d'incertitude prolongée et de nécessité croissante de contenir les coûts. Si la plupart des contacts ont déclaré que l'emploi dans leur entreprise et/ou secteur était stable, un nombre croissant d'entre eux ont soit laissé les effectifs diminuer de manière passive par le biais des départs non remplacés, soit procédé à des réductions d'effectifs de manière active. Cela a été particulièrement le cas dans les parties à forte intensité énergétique des secteurs des biens intermédiaires, des biens de consommation durables, de la construction et de l'immobilier, ainsi que dans le secteur des transports routiers et de la logistique. Dans ces secteurs, l'ampleur de la baisse de l'activité, le fléchissement de l'activité future anticipée et/ou les tensions sur les coûts et la compression des marges ont rendu impérative la réduction des coûts de main-d'œuvre. Plus généralement, dans l'ensemble de l'économie, les entreprises se sont montrées de plus en plus prudentes en matière d'embauche. Dans de nombreux secteurs, les personnes contactées ont noté que le personnel était de plus en plus réticent à changer d'emploi. Les agences pour l'emploi ont fait état non seulement d'une forte baisse des postes temporaires, mais également d'un ralentissement de l'activité de recrutement en postes permanents. De nombreux contacts considèrent toujours la situation sur le marché du travail comme « tendue », reflétant une pénurie structurelle de l'offre dans de nombreuses professions et zones géographiques, mais d'autres ont également déclaré qu'il leur était plus facile de pourvoir les postes vacants par rapport à quelques trimestres auparavant.

Les sociétés contactées ont déclaré que la croissance des prix de vente est restée modérée au quatrième trimestre 2023, avec un nouveau ralentissement attendu à court terme (graphique B, partie b). L'ampleur et le rythme des hausses des prix de vente restent très variables. Il a été indiqué que les prix de vente étaient généralement stables en moyenne dans les secteurs industriels. Cela reflète une poursuite du recul des coûts des consommations intermédiaires en termes de matériaux, d'énergie et de transport, que la plupart des contacts ont décrits comme stables ou en baisse. Les tensions sur les coûts des consommations intermédiaires hors main-d'œuvre s'atténuant et la demande de nombreux produits manufacturés demeurant faible ou en recul, de nombreux contacts dans les secteurs industriels s'attendent à ce que les prix subissent des pressions à la baisse persistantes ou croissantes ou, au mieux, prévoient de légères hausses des prix à l'avenir. Nombre d'entre eux ont évoqué les attaques contre le transport maritime en mer Rouge et s'attendent à ce que les coûts du fret maritime augmentent en conséquence, sans toutefois atteindre l'ampleur observée durant la pandémie de coronavirus (COVID-19). Les commerces de détail de produits alimentaires et leurs fournisseurs ont fait état de perspectives relativement stables pour les prix des produits alimentaires, bien qu'à des niveaux élevés. Le coût des produits frais a également été affecté par des conditions météorologiques extrêmes en raison du changement climatique. Les contacts du commerce de détail de biens de consommation non-alimentaires ont principalement fait état de prix stables ou en légère hausse, avec toutefois une croissance des prix légèrement plus forte dans les segments du luxe. Dans d'autres

pans du secteur des services, la plupart des personnes contactées ont fait état – et continuent de prévoir, en moyenne – une croissance assez vive des prix de vente. C'est particulièrement le cas pour les services liés au tourisme (même si les prix des billets d'avion auraient atteint un pic), les services numériques (dont la demande est élevée) et les services dont les prix sont déterminés par l'indexation ou l'augmentation des coûts de la main-d'œuvre.

La croissance des salaires devrait se ralentir légèrement cette année.

En prenant une simple moyenne des indications quantitatives fournies, les personnes contactées ont anticipé une baisse de la croissance des salaires, qui reviendrait d'environ 5,3 % en 2023 à 4,4 % en 2024. Cela est légèrement inférieur aux indications basées sur les anticipations moyennes tirées des deux campagnes d'enquête précédentes. En raison de l'effet retardé des négociations (pluriannuelles) passées, il existe encore un élément de rattrapage dans les accords salariaux effectifs ou attendus pour 2024 dans certaines entreprises et certains secteurs. Toutefois, la plupart des contacts considèrent désormais que le ralentissement de l'inflation et l'atonie des perspectives de la demande constituent des facteurs contribuant à la modération, voire à la normalisation, de la croissance des salaires.

Évaluer les effets macroéconomiques des politiques de transition en matière de changement climatique

Marien Ferdinandusse, Friderike Kuik et Romanos Priftis

Cet encadré évalue les effets macroéconomiques des politiques en matière de changement climatique visant à réduire les émissions de gaz à effet de serre.

Pour atteindre l'objectif de réduction des émissions dans l'Union européenne (UE) d'au moins 55 % en 2030 par rapport aux niveaux de 1990, les gouvernements ont commencé à mettre en œuvre différents ensembles de mesures. L'UE a récemment adopté le paquet « Ajustement à l'objectif 55 », qui sera progressivement mis en œuvre entre 2024 et 2034¹. Cet encadré évalue tout d'abord l'impact sur le PIB en volume et l'inflation en zone euro des mesures budgétaires vertes discrétionnaires, telles qu'elles figurent dans les dernières projections macroéconomiques de décembre 2023 établies par les services de l'Eurosystème. Il est peu probable que ces mesures soient suffisantes pour permettre à l'UE d'atteindre pleinement ses objectifs en matière de réduction des émissions, d'efficacité énergétique et de production d'énergie renouvelable dans le cadre du paquet « Ajustement à l'objectif 55 ». L'encadré illustre ensuite l'impact à moyen terme des scénarios alternatifs de la politique de transition à l'aide de simulations fondées sur des modèles.

L'impact des mesures budgétaires vertes incluses dans les projections macroéconomiques établies par les services de l'Eurosystème

Les mesures budgétaires discrétionnaires ayant un effet positif sur la transition verte sont classées comme mesures vertes. Une mesure budgétaire, qu'elle concerne le volet recettes ou le volet dépenses, est considérée comme une mesure verte si elle a une incidence positive en termes de prévention et d'adaptation au changement climatique². Ces mesures relèvent principalement de décisions discrétionnaires prises par les gouvernements nationaux, telles que l'augmentation des taxes nationales sur l'énergie ou des droits d'accises sur les carburants. Elles ne fournissent pas d'indication sur le niveau des recettes ou des dépenses vertes et n'incluent pas l'incidence des fluctuations des prix des quotas d'émission dans le

¹ Cf. la page internet de la Commission européenne « [Ajustement à l'objectif 55 : concrétiser les propositions](#) ».

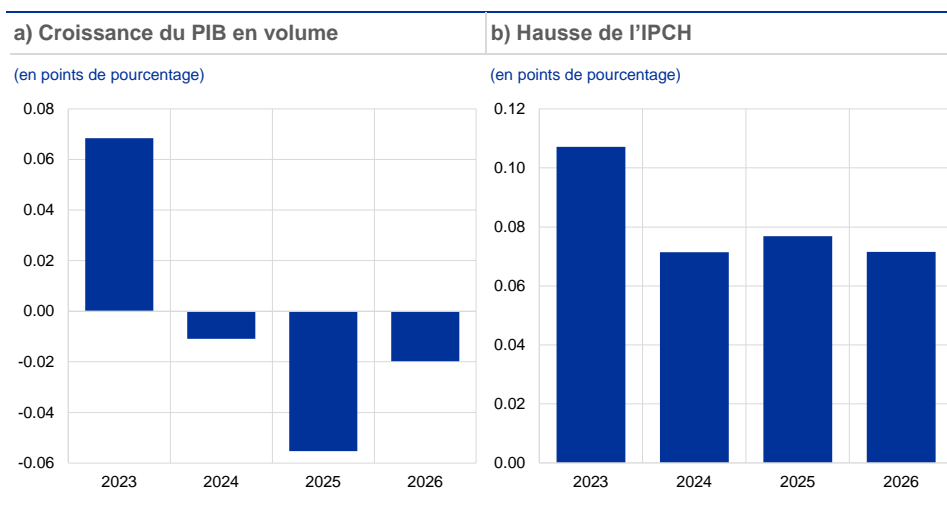
² La BCE a recueilli des informations sur ces mesures depuis la conclusion de son évaluation stratégique en 2021, dans le cadre du plan d'action visant à intégrer les questions liées au changement climatique dans son cadre de politique monétaire. Pour plus d'informations sur la classification des mesures budgétaires liées au climat, cf. l'encadré 5 intitulé « [Les politiques liées au climat dans les projections macroéconomiques établies par les services de l'Eurosystème et de la BCE pour la zone euro et l'impact macroéconomique des mesures budgétaires vertes](#) », *Bulletin économique*, BCE, n° 1, 2023. En ce qui concerne les montants inclus dans les projections de décembre 2023 établies par les services de l'Eurosystème, cf. l'encadré 8 du présent *Bulletin économique*.

cadre du système d'échange de quotas d'émission de l'UE (SEQE-UE)³. Conformément aux principes régissant les projections macroéconomiques établies par les services de la BCE et de l'Eurosystème, les mesures vertes doivent être suffisamment détaillées et pouvoir être approuvées sur le plan législatif pour être incluses dans les projections.

L'effet combiné des mesures budgétaires vertes figurant dans les projections de décembre 2023 établies par les services de l'Eurosystème sur l'inflation totale et la croissance du PIB est faible sur l'horizon de projection. Selon les estimations, l'effet sur l'inflation totale dans la zone euro s'élève à environ 0,1 point de pourcentage pour l'ensemble des années de l'horizon de projection, avec de légères variations (graphique A). En ce qui concerne la croissance du PIB en volume de la zone euro, l'effet est estimé à 0,07 point de pourcentage environ en 2023 et à – 0,01 point de pourcentage en 2024, – 0,06 point de pourcentage en 2025 et – 0,02 point de pourcentage en 2026. L'effet combiné des mesures budgétaires vertes sur l'inflation totale et la croissance du PIB en volume sont hétérogènes d'un pays à l'autre.

Graphique A

Impact des mesures budgétaires discrétionnaires vertes sur la croissance du PIB en volume et l'inflation



Source : Projections macroéconomiques de décembre 2023 établies par les services de l'Eurosystème.

Notes : Une mesure budgétaire est considérée comme verte si elle a un impact positif en termes de prévention ou d'adaptation au changement climatique. Cette classification concerne les mesures discrétionnaires qui n'incluent pas les effets des fluctuations des prix du SEQE-UE.

Les mesures budgétaires incluses dans les projections de référence établies par les services de l'Eurosystème ne seront probablement pas suffisantes pour atteindre pleinement les objectifs de l'UE en matière de réduction des émissions, d'efficacité énergétique et de production d'énergie renouvelable.

Certaines des mesures incluses dans le paquet « Ajustement à l'objectif 55 » figurent dans les projections de référence, en particulier les mesures budgétaires

³ Même si elles ne sont pas considérées comme des mesures budgétaires vertes, les projections macroéconomiques établies par les services de l'Eurosystème reposent sur des hypothèses techniques relatives aux prix du carbone dans le cadre du SEQE UE, qui sont fondées sur les prix des contrats à terme et prévoient une légère augmentation à 85,2 €/tCO₂ en 2026.

vertes permettant aux États membres d'atteindre leurs objectifs nationaux de réduction des émissions. Toutefois, les mesures (et les hypothèses) incluses dans les projections actuelles ne seront probablement pas suffisantes pour atteindre pleinement les objectifs de l'UE et ce, pour plusieurs raisons : a) certaines des mesures axées sur ces objectifs ne seront mises en œuvre qu'après la fin de l'horizon de projection en 2026 ; b) certains des objectifs de l'UE relatifs à l'efficacité énergétique et à la production d'énergie renouvelable doivent encore être transposés dans la législation nationale et européenne ; et c) les objectifs nationaux de réduction des émissions qui ont été renforcés dans le cadre du paquet « Ajustement à l'objectif 55 », de – 29 % à – 40 % d'ici à 2030 par rapport à 2005, doivent encore faire l'objet d'un suivi par les États membres de l'UE. C'est pourquoi les récentes projections d'émissions des États membres indiquent encore un écart important par rapport aux objectifs de l'UE, et des mesures supplémentaires seront nécessaires pour atteindre les objectifs du paquet « Ajustement à l'objectif 55 ».

Impact à moyen terme des politiques de transition compatibles avec les objectifs de réduction des émissions de l'UE

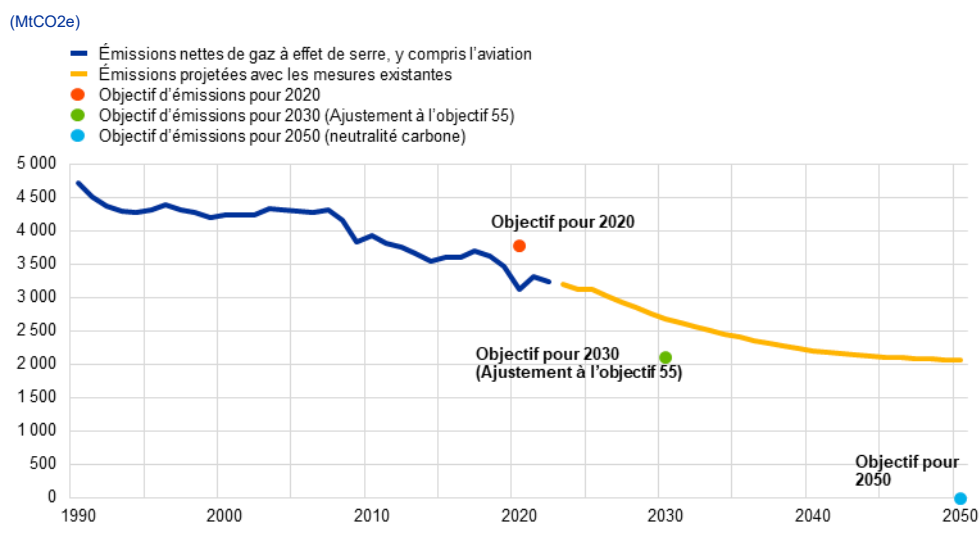
Des simulations de modèles sont utilisées pour étudier les effets de plusieurs scénarios de transition compatibles avec les objectifs de réduction des émissions de l'UE. Les simulations sont réalisées à l'aide du nouveau modèle pour l'ensemble de la zone euro (*New Area-Wide Model*) avec un secteur de l'énergie désagrégé (NAWM-E)⁴. Cette référence reflète les projections actuelles d'émissions communiquées par les pays de la zone euro et se fonde sur les mesures existantes. Pour définir le prix de référence du carbone, les mesures existantes liées à la taxe carbone sont synthétisées dans un prix effectif du carbone calculé par l'Organisation de coopération et de développement économiques (OCDE), correspondant à 87 euros par tonne de CO₂ en 2023. Les simulations prévoient ensuite une réduction supplémentaire des émissions de 18 % d'ici à 2030, en plus de la réduction requise dans le cadre des mesures existantes, conformément à l'objectif de réduction de 55 % des émissions de l'UE d'ici 2030 par rapport aux niveaux de 1990 (graphique B)⁵. De nombreuses combinaisons d'instruments pouvant permettre cette réduction, le présent encadré examine les taxes sur le carbone et, dans un scénario, suppose une plus forte hausse de la productivité du secteur des énergies propres et une transition plus harmonieuse vers l'abandon des énergies sales, sans préciser explicitement comment y parvenir.

⁴ Le NAWM-E enrichit le nouveau modèle de la BCE pour l'ensemble de la zone euro (*New Area-Wide Model - NAWM*) d'une production et une utilisation désagrégées de l'énergie, où la demande d'énergie par les entreprises et les ménages répond à des besoins de production et de consommation (cf. Coenen (G.), Lozej (M.) et Priftis (R.), « *Macroeconomic effects of carbon transition policies : an assessment based on the ECB's New Area-Wide Model with a disaggregated energy sector* », *Working Paper Series*, n° 2819, BCE, 2023).

⁵ Les taux effectifs nets de l'OCDE sur le carbone, qui couvrent le prix effectif du carbone résultant des taxes nationales sur le carbone et l'énergie, du SEQUE-UE et des subventions compensatoires, sont disponibles au plus tôt pour 2021. Pour cet exercice, ils ont été prolongés jusqu'en 2023 sur la base des prix des contrats à terme du SEQUE-UE et dans l'hypothèse que les taxes nationales restent inchangées.

Graphique B

Émissions de gaz à effet de serre de l'UE



Sources : Agence européenne pour l'environnement (AEE) et calculs de la BCE.

Notes : Les projections reposent sur les données déclarées par les États membres à l'AEE, qui n'incluent pas les mesures relatives au paquet « Ajustement à l'objectif 55 ».

Les simulations de modèles étudient les scénarios suivants (tableau A) :

- **Scénario de taxe carbone de l'AIE** : ce scénario considère les taxes sur le carbone comme la seule mesure permettant de réduire les émissions. Cette hypothèse se fonde sur les perspectives énergétiques mondiales (*World Energy Outlook*) 2022 de l'Agence internationale de l'énergie (AIE) et implique une augmentation linéaire de la taxe carbone à 140 euros par tonne de CO₂ d'ici à 2030. À elle seule, cette trajectoire de la taxe carbone est insuffisante pour atteindre les objectifs de l'UE en matière d'émissions (AIE, 2022) ⁶.
- **Scénario de la taxe carbone dans le cadre du paquet « Ajustement à l'objectif 55 »** : ce scénario considère également les taxes sur le carbone comme la seule mesure permettant de réduire les émissions. Les taxes sur le carbone augmentent de façon linéaire pour atteindre 225 euros par tonne de CO₂ en 2030. Cela signifie que le modèle remplit l'objectif de réduction des émissions de l'UE en 2030, indépendamment de l'existence d'une réglementation supplémentaire sur le carbone ou du progrès technologique.
- **Scénario de dosage des politiques (policy mix) dans le cadre de l'« Ajustement à l'objectif 55 »** : ce scénario considère une combinaison d'augmentation des taxes sur le carbone et d'éléments hors taxe carbone. Les taxes sur le carbone augmentent de manière linéaire pour atteindre 180 euros par tonne de CO₂ en 2030. Les éléments hors taxe carbone sont

⁶ Les résultats de ce scénario sont conformes à l'analyse présentée dans Brand (C.), Coenen (G.), Hutchinson (J.) et Saint Guilhem (A.), « [Les conséquences macroéconomiques de la transition vers une économie bas carbone](#) », *Bulletin économique*, n° 5, BCE, 2023, qui utilise une approche fondée sur une suite de modèles pour évaluer l'impact de la taxation du carbone sur la zone euro, ainsi que dans Coenen (G.), Lozej (M.) et Priftis (R.), « [Macroeconomic effects of carbon transition policies : an assessment based on the ECB's New Area-Wide Model with a disaggregated energy sector](#) », *Working Paper Series*, n° 2819, BCE, 2023.

approximés par une augmentation de 1 % de la productivité globale des facteurs (PGF) dans le secteur des énergies propres sur l'horizon de simulation, et par la prise en compte d'élasticité de substitution plus élevées entre énergies sales et énergies propres, ainsi qu'entre l'énergie et les autres intrants de production et de consommation ⁷. Ces éléments hors taxe carbone capturent les éventuelles modifications du mix technologique dans le secteur des énergies propres (résultant, par exemple, d'investissements verts) ainsi que la réglementation environnementale plus stricte. Étant donné que les évolutions technologiques sont supposées se produire sur le plus long terme, ce scénario est illustratif et conçu pour atteindre l'objectif de réduction des émissions de l'UE ainsi que les objectifs de l'UE en matière de production d'énergie propre et de consommation d'énergie d'ici à 2030.

Tableau A

Vue d'ensemble des scénarios

Scénarios à long terme	Instruments		Objectifs atteints par scénarios		
	Taxe sur le carbone (EUR/tCO ₂)	Autre	Ajustement à l'objectif 55 : réduction de 18 % des émissions	Part d'énergie propre + 12,5%	Consommation d'énergie – 11,9%
Taxe carbone de l'AIE	140		x	x	x
Taxe carbone de l'Ajustement à l'objectif 55	225		✓	x	x
Policy mix de l'Ajustement à l'objectif 55	180	Productivité globale des facteurs pour les énergies propres : + 1 % Élasticité de substitution plus élevée entre l'énergie et les autres intrants (0,8) et entre l'énergie sale et l'énergie propre (3)	✓	✓	✓

Source : BCE.

Notes : Le paquet « Ajustement à l'objectif 55 » est conçu pour atteindre les objectifs de l'UE en matière de réduction des émissions et d'autres objectifs via la tarification et la réglementation du carbone. Les objectifs du paquet se rapportent aux émissions de gaz à effet de serre de la zone euro, à la part de l'énergie propre par rapport à l'énergie sale, ainsi qu'à la consommation d'énergie par rapport aux niveaux actuels de l'UE. En ce qui concerne les émissions, on compare les réductions aux projections des pays de la zone euro sur la base des mesures existantes (graphique B).

Les taxes sur le carbone réduisent la demande en énergie sale et incitent les entreprises à remplacer la production du bien énergétique agrégé par de

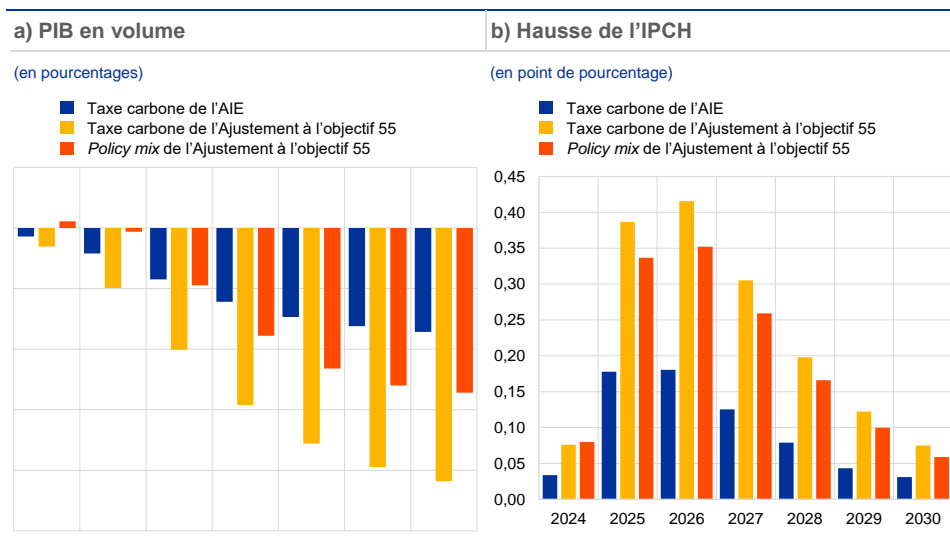
⁷ La PGF exogène approxime les améliorations autonomes de l'efficacité énergétique, qui sont fréquemment utilisées dans les modèles EGC et impliquent que l'utilisation d'énergie propre par unité de production diminue au fil du temps (cf. par exemple Webster (M.), Paltsev (S.) et Reilly (J.), « *Autonomous efficiency improvement or income elasticity of energy demand : Does it matter ?* », *Energy Economics*, vol. 30(6), 2008, p. 2785-2798). Dans le présent encadré, l'augmentation de la PGF est calibrée à 1 %, en ligne avec les taux de croissance historiques de la productivité. Des élasticités de substitution plus élevées peuvent s'expliquer par le biais d'un modèle avec un changement technique orienté (cf. par exemple Hassler (J.), Krusell (P.) et Olovsson (C.), « *Directed Technical Change as a Response to Natural Resource Scarcity* », *Journal of Political Economy*, vol. 129(11), 2021, p. 3039-3072). Porter l'élasticité entre l'énergie et les autres intrants à 0,8 et celle entre l'énergie propre et l'énergie sale à 3 permet de continuer à réduire la consommation d'énergie et d'augmenter l'énergie propre. La valeur plus élevée de l'élasticité de substitution entre les énergies correspond à la partie haute de la fourchette des estimations empiriques dans la littérature (cf. Papageorgiou (C.), Saam (M.) et Schulte (P.), « *Substitution between Clean and Dirty Energy Inputs : A Macroeconomic Perspective* », *The Review of Economics and Statistics*, vol. 99, n° 2, 2017, p. 281-290.

l'énergie propre moins coûteuse. L'augmentation du prix TTC de l'énergie sale, combinée à la hausse du prix de l'énergie propre résultant d'une demande plus élevée, entraîne une augmentation des prix agrégés de l'énergie. La hausse des prix de l'énergie se répercute sur les prix des paniers de consommation des ménages et sur les coûts marginaux des entreprises, ce qui se traduit par une augmentation de l'inflation totale. En termes réels, les entreprises et les ménages enregistrent respectivement une baisse de leur rentabilité actuelle et future attendue et une diminution de leur revenu réel, entraînant une baisse de l'investissement et de la consommation, et donc du PIB. Étant un sous-produit de la production d'énergie sale, les émissions de carbone diminuent, tandis que l'économie connaît une « transition verte », les entreprises utilisant une part plus importante d'énergie propre, mais globalement moins d'énergie pour la production.

Selon le scénario, l'inflation mesurée par l'IPCH est supérieure de 0,2 à 0,4 point de pourcentage en 2025 et 2026 par rapport au scénario de référence sans mesures supplémentaires, tandis que le niveau du PIB en volume est inférieur (graphique C). Les résultats dépendent du scénario : lorsqu'on considère uniquement la politique de taxe carbone, les effets sur le PIB et l'inflation découlent de l'ampleur de la taxe carbone et du degré de substitution entre les différents types d'énergie. Par conséquent, le scénario de taxe carbone de « l'Ajustement à l'objectif 55 » amplifie les effets par rapport au scénario de taxe carbone de l'AIE. Dans le cadre du scénario de dosage des politiques de « l'Ajustement à l'objectif 55 », une augmentation de la PGF du secteur des énergies propres améliore son efficacité, permettant de produire davantage d'énergie par unité d'énergie propre. Des élasticités de substitution plus élevées entre énergie propre et énergie sale renforcent alors la substitution entre les différents types d'énergie. Ensemble, ces éléments entraînent une réduction des émissions de carbone, une augmentation de la part des énergies propres et une diminution de la consommation totale d'énergie, tout en conservant la taxe carbone à un niveau terminal plus bas. Dans l'ensemble, les effets négatifs sur le PIB et l'inflation sont atténués, en particulier à moyen terme, tandis que le PIB augmente légèrement à l'impact en raison de l'effet expansionniste de l'augmentation de la PGF.

Graphique C

Impact des scénarios de politique de transition sur le PIB en volume et l'inflation



Source : BCE.

Notes : Réponses dynamiques fondées sur des simulations du modèle NAWM-E par rapport à une référence utilisant les mesures existantes. Les simulations commencent en 2024 et tiennent compte d'une politique monétaire endogène.

Les simulations du modèle NAWM-E suggèrent que le dosage des politiques de transition est important pour déterminer l'ampleur de la baisse de la croissance et de l'augmentation de l'inflation.

L'analyse fondée sur un modèle appelle cependant une réserve : les éléments réglementaires du paquet « Ajustement à l'objectif 55 » ne sont pas modélisés explicitement, ce qui implique que les objectifs de réduction des émissions de l'UE pourraient en pratique être atteints grâce à d'autres combinaisons des politiques ayant plusieurs effets différents sur la croissance et l'inflation. De même, l'analyse ne modélise pas explicitement les activités d'investissement vert, faisant ainsi abstraction des délais de mise en œuvre et des besoins de financement. D'autres choix de modélisation, tels que la manière dont les recettes liées au carbone sont redistribuées ou les politiques de taxe mises en œuvre (par exemple, en début de période, en fin de période ou de manière échelonnée) peuvent également affecter les résultats⁸. Les scénarios utilisés devraient donc être considérés comme indicatifs. Il convient également de reconnaître la possibilité de définir différents scénarios utilisant des instruments différents, qui permettraient d'atteindre les mêmes objectifs de réduction des émissions, mais auraient des implications macroéconomiques potentiellement différentes.

⁸ Pour plus de détails sur la mise en œuvre de la taxe carbone, cf. Coeney (G.), Lozej (M.) et Priftis (R.), « *Macroeconomic effects of carbon transition policies : an assessment based on the ECB's New Area-Wide Model with a disaggregated energy sector* », Working Paper Series, n° 2810, BCE, 2023.

5 Vulnérabilités déclarées par les entreprises participant à l'enquête SAFE

Carmela Attolini, Annalisa Ferrando et Judit Rariga

Cet encadré analyse les vulnérabilités des entreprises telles qu'elles ressortent des réponses à l'enquête sur l'accès au financement des entreprises (SAFE). Une entreprise est considérée comme vulnérable si elle déclare simultanément une baisse du chiffre d'affaires, une diminution des bénéfices, une augmentation des charges d'intérêts et une hausse ou une stabilité du ratio dette/actifs au cours des six derniers mois ¹. Ce concept est particulièrement pertinent lorsqu'on évalue les implications pour la transmission de la politique monétaire, car il fournit des signaux forts sur la santé financière des entreprises.

La part des entreprises financièrement vulnérables dans l'enquête SAFE, qui est globalement en ligne avec la dynamique des faillites d'entreprises, a récemment augmenté (graphique A). Les faillites d'entreprises ont augmenté dans la zone euro depuis le second semestre 2022. Aux deuxième et troisième trimestres 2023, l'indice de déclarations de faillite a dépassé les niveaux d'avant la pandémie, atteignant son niveau le plus élevé depuis 2015, lorsque l'indice est devenu disponible pour la première fois ². La faillite étant la procédure juridique engagée lorsqu'une entreprise a été déclarée insolvable, les statistiques sur la faillite ne représentent que la partie émergée de l'iceberg pour les entreprises en difficultés financières. L'ampleur et la rapidité auxquelles les entreprises en difficultés financières font faillite dépendent également du système législatif en vigueur dans chaque pays.

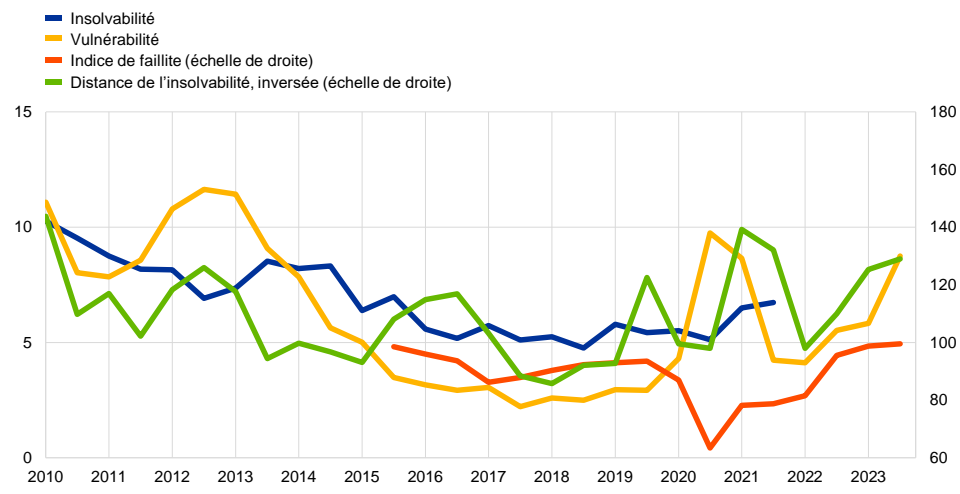
¹ L'indicateur agrégé de la vulnérabilité financière SAFE correspond à la part pondérée par les poids de sondage (*survey-weighted*) des entreprises vulnérables de l'échantillon, les pondérations permettant de garantir la représentativité des résultats dans chaque classe de taille, activité économique et pays pour la population sous-jacente des entreprises.

² L'indice de déclarations de faillite est fondé sur le nombre de faillites déclaré à Eurostat par les États membres de l'UE (sur une base volontaire jusqu'au quatrième trimestre 2020 et à titre obligatoire depuis le premier trimestre 2021). L'année de référence de l'indice est 2015.

Graphique A

Évolution des faillites, des insolvabilités d'entreprises et de la vulnérabilité

(échelle de gauche : pourcentages ; échelle de droite : 2015 = 100)



Sources : BCE et Commission européenne (SAFE), Eurostat, BvD Orbis, LSEG et calculs de la BCE.

Notes : Les entreprises vulnérables sont définies comme les entreprises qui déclarent simultanément une baisse du chiffre d'affaires, une diminution des bénéfices, une augmentation des charges d'intérêts et une hausse ou une stabilité du ratio dette/actifs.

La distance à l'insolvabilité se calcule comme l'inverse de la volatilité du rendement des fonds propres d'une entreprise sur la base d'un échantillon de grandes entreprises cotées de la zone euro. Des valeurs faibles de la mesure indiquent que les entreprises sont plus proches de l'insolvabilité, anticipant une défaillance future. Le graphique présente un indice inversé de la distance à l'insolvabilité (2015 = 100). Le nombre de faillites est représenté par un indice (2015 = 100). L'indicateur d'insolvabilité montre le pourcentage d'entreprises de l'échantillon de l'enquête SAFE qui ont des bénéfices négatifs et qui ne sont pas en mesure de couvrir leurs pertes par des fonds propres. Le graphique est représenté selon une périodicité semestrielle, correspondant à la fréquence des campagnes d'enquête SAFE.

Aux deuxième et troisième trimestres 2023, la part des entreprises vulnérables dans l'enquête SAFE a atteint 9 %, après 6 % lors de la précédente vague d'enquête.

D'un point de vue historique, la dynamique de l'indicateur de la vulnérabilité financière SAFE est globalement en ligne non seulement avec les faillites, mais aussi avec deux autres indicateurs d'insolvabilité : a) une mesure de la solvabilité fondée sur les données du bilan des entreprises montrant la part des entreprises qui ne sont pas en mesure de couvrir leurs pertes par des fonds propres ; et b) une mesure, extraite des instruments de marché, de la distance à l'insolvabilité.^{3,4} Après la crise de la dette souveraine, tous les indicateurs ont commencé à s'améliorer à compter de 2012. En 2020, au début de la pandémie de Covid-19, alors que l'indicateur de la vulnérabilité financière SAFE et les deux indicateurs d'insolvabilité se sont orientés à la hausse en raison de la détérioration des situations financières, les entreprises ont été préservées de la faillite par la fourniture de garanties publiques (dans la littérature, ce phénomène est désigné sous le nom de faillites différées ou « *bankruptcy gap* »)⁵. Plus récemment, comme

³ L'indicateur d'insolvabilité montre le pourcentage d'entreprises de l'échantillon de l'enquête SAFE dont les bénéfices sont négatifs et qui ne sont pas en mesure de couvrir leurs pertes par des fonds propres (cf. Lalinski (T.) et Pal (R.), « *Efficiency and effectiveness of the COVID-19 government support: Evidence from firm-level data* », *EIB Working Paper*, n° 6, Banque européenne d'investissement, juin 2021). En raison du délai de publication des données du bilan, la dernière année disponible présentant une couverture complète des entreprises pour cet indicateur est 2021.

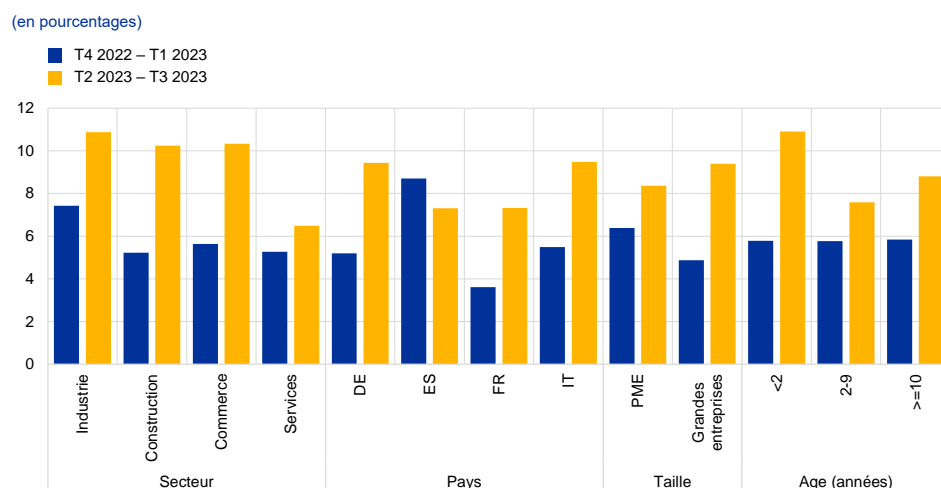
⁴ La distance à l'insolvabilité se calcule comme l'inverse de la volatilité du rendement des fonds propres d'une entreprise sur la base d'un échantillon de grandes entreprises cotées de la zone euro. Pour plus de détail, cf. Ampudia (M.), Busetto (F.) et Fornari (F.), « *Chronicle of a death foretold: does higher volatility anticipate corporate default?* », *Working Paper Series*, n° 2749, BCE, novembre 2022.

⁵ Cf. Banerjee (R.), Noss (J.) et Vidal Pastor (J.M.), « *Liquidity to solvency: transition cancelled or postponed?* », *BIS Bulletin*, n° 40, Banque des règlements internationaux, mars 2021.

l'évolution des faillites et l'indicateur de la vulnérabilité financière SAFE, la distance à l'insolvabilité indique également une augmentation des difficultés des entreprises, bien qu'elle affiche un retard par rapport aux deux autres indicateurs.

Aux deuxième et troisième trimestres 2023, la hausse des vulnérabilités dans l'enquête SAFE est principalement due aux entreprises des secteurs de l'industrie, de la construction et du commerce, et la vulnérabilité est plus marquée pour les grandes entreprises que pour les petites et moyennes entreprises (PME) (graphique B). La vulnérabilité présente une forte hétérogénéité entre les différents secteurs économiques et les différents pays, également en lien avec les caractéristiques des entreprises comme la taille et l'âge. La part des entreprises vulnérables a augmenté dans tous les secteurs par rapport à la précédente campagne d'enquête, bien qu'à des degrés divers. Elle est restée relativement faible dans le secteur des services (6 %) aux deuxième et troisième trimestres 2023, tandis qu'elle a atteint des niveaux légèrement plus élevés dans l'industrie (11 %), la construction (10 %) et le commerce (10 %). Parmi les quatre grands pays de la zone euro, l'Italie et l'Allemagne ont la part la plus élevée d'entreprises vulnérables (9 %). Ces deux pays ont également enregistré récemment une hausse importante de cette part, ce qui reflète leur proportion relativement élevée d'entreprises industrielles. La part des entreprises vulnérables a augmenté davantage dans les grandes entreprises que dans les PME comparativement à la précédente campagne d'enquête, même si les PME ont tendance, historiquement, à être plus fragiles financièrement ⁶. De plus, la part des entreprises vulnérables a récemment augmenté davantage parmi les jeunes entreprises que parmi les plus anciennes.

Graphique B
Hétérogénéité de la vulnérabilité des entreprises dans l'enquête SAFE



Sources : BCE et Commission européenne (SAFE) et calculs de la BCE.
Notes : Les barres représentent la part des entreprises vulnérables dans les secteurs, les pays, la taille des entreprises, l'âge des entreprises au cours des deux dernières campagnes de l'enquête SAFE (T4 2022 – T1 2023 et T2 2023 – T3 2023).

⁶ En général, les PME sont considérées plus fragiles parce que leurs activités sont moins diversifiées et moins flexibles et qu'elles sont moins intensives en capital et donc plus dépendantes des financements externes. Cf. Udell (G.), « *SME Access to Finance and the Global Financial Crisis* », *Journal of Financial Management, Markets and Institutions*, vol. 8, n° 1, 2040003, août 2020.

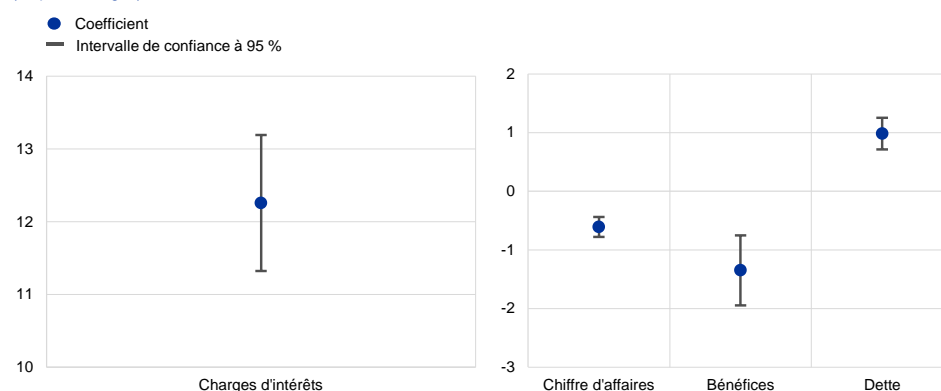
Les augmentations des charges d'intérêts constituent un déterminant important de la probabilité que les entreprises deviennent vulnérables (graphique C).

Des régressions sous forme réduite sont effectuées pour étudier parmi les caractéristiques du bilan des entreprises les plus susceptibles d'accroître leur vulnérabilité. L'analyse suggère que pour l'échantillon des entreprises de l'enquête SAFE disposant d'informations relatives au bilan pour la période 2010-2021, en moyenne, une augmentation de 1 point de pourcentage des intérêts payés en tant que part des bénéfices augmente de 12 % la probabilité de devenir vulnérable. Des variations de la dette, du chiffre d'affaires ou des bénéfices ont un impact beaucoup moins important sur la probabilité de devenir vulnérable. Cela suggère que les augmentations des taux d'intérêt, qui sont nécessaires pour réduire l'inflation à partir de niveaux très élevés, pourraient affecter l'activité économique via leur impact sur les entreprises. De fait, comme expliqué ci-après, les entreprises vulnérables investissent moins que celles qui ne sont pas vulnérables.

Graphique C

La vulnérabilité des entreprises dans l'enquête SAFE et ses déterminants

(en pourcentages)



Sources : BCE et Commission européenne (SAFE), BvD Orbis et calculs de la BCE.

Notes : Le graphique présente les coefficients de régressions pour les effets marginaux moyens, qui montrent l'impact du chiffre d'affaires, des bénéfices, des charges d'intérêts et de la dette sur la probabilité qu'une entreprise devienne vulnérable. Les charges d'intérêts sont mesurées comme le total des intérêts payés sur les bénéfices avant impôts ; les bénéfices sont mesurés comme le revenu net sur les ventes ; le chiffre d'affaires est défini comme les ventes sur le total des actifs ; et la dette est définie comme la dette totale sur le total des actifs. Les régressions comportent des effets fixes par pays, liés au temps, à la taille de l'entreprise et au secteur. Les moustaches représentent les intervalles de confiance à 95 %. L'échantillon couvre les entreprises participant à l'enquête SAFE dont les états financiers sont établis sur la période 2010-2021.

Les entreprises vulnérables dans l'enquête SAFE sont plus susceptibles de détenir des prêts non performants que les entreprises non vulnérables (graphique D).

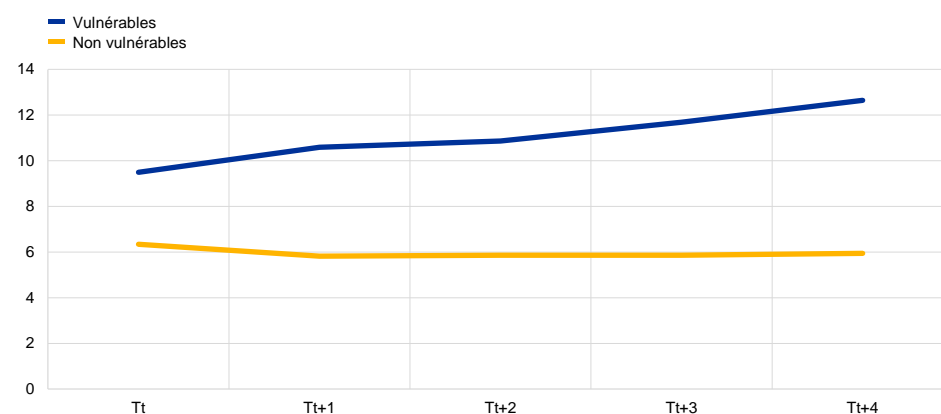
S'agissant des précédentes campagnes d'enquête, en moyenne, pour environ 10 % des entreprises vulnérables dans l'enquête SAFE des prêts ont été déclarés non performants au cours du trimestre durant lequel elles ont été interrogées et considérées comme vulnérables. Le suivi de l'évolution des entreprises vulnérables pendant quatre trimestres après qu'elles ont été identifiées comme vulnérables dans l'enquête montre que la part des entreprises vulnérables détenant des prêts non performants augmente, atteignant en moyenne jusqu'à 13 % un an après que l'entreprise a été identifiée comme vulnérable. En revanche, seulement 6 % environ des entreprises non vulnérables détenaient des prêts non performants au cours des dernières vagues d'enquête, et cette part reste stable sur

les trimestres qui ont suivi l'enquête. Cela confirme que la vulnérabilité pèse fortement sur la capacité des entreprises à rembourser leurs dettes.

Graphique D

Part des entreprises vulnérables et non vulnérables détenant des prêts non performants

(en pourcentages)



Sources : BCE et Commission européenne (SAFE), AnaCredit et calculs de la BCE.

Notes : Le graphique montre la part moyenne des entreprises vulnérables et non vulnérables avec des expositions non performantes comme déclaré dans AnaCredit (le registre des crédits de la zone euro) au cours des campagnes d'enquête 20 (octobre 2018-mars 2019) à 27 (avril 2022-septembre 2022). Au trimestre Tt, le graphique montre la part moyenne des entreprises avec des expositions non performantes pour le dernier trimestre de la campagne d'enquête respective pour les entreprises vulnérables et non vulnérables dans l'enquête SAFE. Ces entreprises sont ensuite suivies pendant quatre trimestres supplémentaires après la campagne d'enquête initiale (Tt+1 à Tt+4).

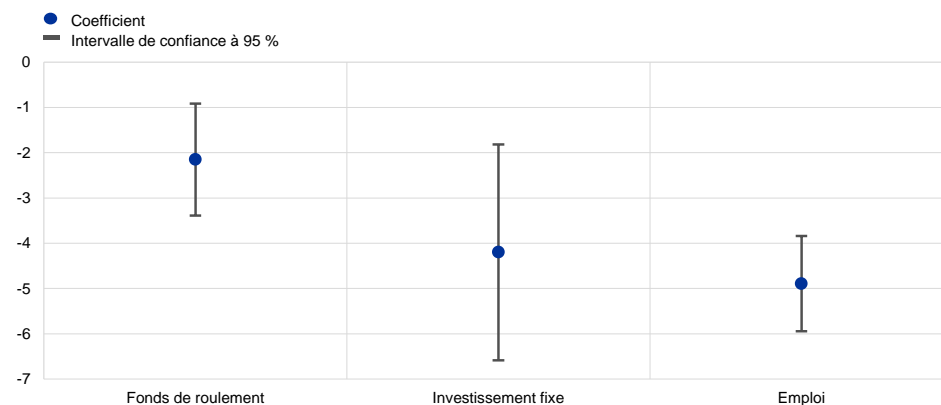
Les données de bilan pour les entreprises de l'enquête SAFE confirment que la vulnérabilité a des répercussions sur les décisions futures des entreprises en matière d'investissement et d'emploi (graphique E).

En se concentrant sur l'échantillon des entreprises dans l'enquête SAFE disposant d'informations relatives au bilan pour période 2010-2021, des régressions simples contrôlant par les fondamentaux de l'entreprise et par une série d'effets fixes structurels montrent que, selon l'indicateur SAFE, la vulnérabilité est associée un fonds de roulement plus faible. Cela confirme les difficultés à court terme des entreprises vulnérables. De plus, la vulnérabilité est également associée à une baisse des investissements fixes futurs et à une baisse de l'emploi futur. Par rapport aux entreprises non vulnérables, les entreprises vulnérables ont en moyenne un taux d'investissement plus faible de 4 points de pourcentage et une croissance de l'emploi plus faible de 5 points de pourcentage. Cela indique que les variations de la fragilité des entreprises, telles que déclarées dans les propres perceptions des entreprises, sont liées aux résultats économiques réels.

Graphique E

Vulnérabilité des entreprises dans l'enquête SAFE et résultats des entreprises

(en points de pourcentage)



Sources : BCE et Commission européenne (SAFE), BvD Orbis et calculs de la BCE.

Notes : Les régressions montrent l'impact de la vulnérabilité des entreprises à la période t sur les fonds de roulement, l'investissement fixe et l'emploi à la période t+1. Le fonds de roulement est la différence entre les actifs courants et les passifs courants sur le total des actifs ; l'investissement est la variation des actifs fixes sur le total des actifs fixes ; l'emploi est la variation du nombre d'employés sur le nombre total d'employés. Les régressions incluent le contrôle des entreprises (bénéfices sur le total des actifs et dette à long terme sur la dette totale) et les effets fixes par pays, par vague, par secteur et par taille. Les moustaches représentent les intervalles de confiance à 95 %. L'échantillon couvre les entreprises participant à l'enquête SAFE dont les états financiers sont établis sur la période 2010-2021.

6 Erreurs d'anticipations relatives à la politique monétaire au cours du cycle de resserrement récent – indications tirées de l'enquête de la BCE auprès des analystes monétaires

Yıldız Akkaya Blake, Lea Bitter, Claus Brand et Diogo Sá

Les informations tirées de l'enquête auprès des analystes monétaires (Survey of Monetary Analysts, SMA) relatives aux anticipations des participants quant à l'évolution future des mesures de politique monétaire de la BCE peuvent apporter un éclairage sur la source des erreurs d'anticipations au cours du cycle de resserrement récent. Depuis juillet 2022, le Conseil des

gouverneurs a relevé les taux directeurs de la BCE de 450 points de base au total en réponse à la flambée exceptionnelle de l'inflation. Après une période prolongée de taux directeurs proches du plancher effectif, les marchés financiers et les analystes prévoyaient une trajectoire des taux d'intérêt beaucoup plus plate que celle qui a été observée en définitive. En conséquence, les erreurs d'anticipations relatives à la politique monétaire ont été importantes et n'ont commencé à diminuer que récemment. Les données de l'enquête SMA peuvent aider à déterminer si ces erreurs sont dues à une perception erronée de la fonction de réaction de la BCE ou bien à de mauvaises appréciations de l'environnement macroéconomique ¹.

Depuis le printemps 2022, les marchés financiers et les analystes ont prévu de manière relativement exacte les décisions immédiates du Conseil des gouverneurs relatives aux taux directeurs, mais ils ont commis des erreurs substantielles dans leurs prévisions à un horizon de trois réunions du Conseil.

En utilisant les anticipations individuelles issues de l'enquête SMA, les rendements excédentaires *ex post*, mesurés comme la différence entre la courbe à terme du taux à court terme de l'euro (€STR) et le taux de la facilité de dépôt réalisé, peuvent être subdivisés en deux composantes ²: a) les primes de risque, approximées par la différence entre la courbe à terme de l'€STR et les anticipations relatives au taux de la facilité de dépôt tirées de l'enquête SMA, et b) les erreurs d'anticipations, à savoir la différence entre les anticipations relatives au taux de la facilité de dépôt tirées de l'enquête SMA et le taux réalisé ³. La décomposition qui en résulte (graphique A) montre qu'au cours de la période d'échantillonnage, les marchés financiers comme les participants à l'enquête SMA ont sous-estimé le rythme du cycle de relèvement des taux d'intérêt. À très court terme (à l'horizon d'une réunion du Conseil des gouverneurs), les anticipations relatives à la politique monétaire ont, dans la plupart

¹ Pour plus de détails sur l'enquête SMA, cf. Brand (C.) et Hutchinson (J.), « L'enquête de la BCE auprès des analystes monétaires : une introduction », *Bulletin économique*, n° 8, BCE, 2021.

² La courbe à terme de l'€STR est corrigée en ajoutant les anticipations individuelles de l'enquête SMA relatives à l'écart entre le taux de la facilité de dépôt et l'€STR.

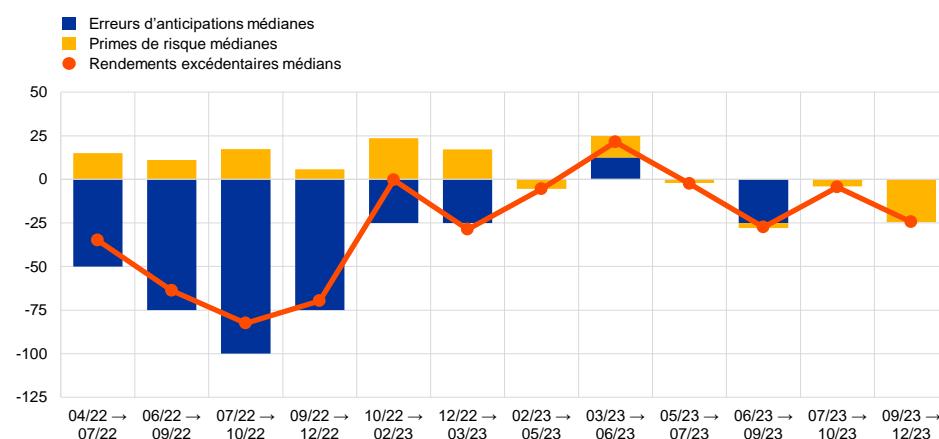
³ Pour des décompositions comparables des rendements excédentaires, cf. Schmelting (M.), Schrimpf (A.) et Steffensen (S.A.M.), « *Monetary policy expectation errors* », *Journal of Financial Economics*, vol. 146, n° 3, décembre 2022, p. 841-858 ; et Cieslak (A.), « *Short-Rate Expectations and Unexpected Return in Treasury Bonds* », *The Review of Financial Studies*, vol. 31, n° 9, septembre 2018, p. 3265-3306.

des cas, correctement prévu les décisions relatives aux taux d'intérêt. Toutefois, sur un horizon plus long (à trois réunions du Conseil des gouverneurs), on constate une forte augmentation des erreurs dans les anticipations relatives à la politique monétaire. Plus précisément, les participants à l'enquête SMA ont systématiquement sous-estimé la trajectoire des taux directeurs en 2022, jusqu'à 1 point de pourcentage.

Graphique A

Erreurs d'anticipations fondées sur l'enquête SMA et primes de risque à l'horizon de trois réunions du Conseil des gouverneurs

(en points de base)



Sources : Enquête SMA et calculs de la BCE.

Notes : Les anticipations de l'enquête SMA sont utilisées pour décomposer les rendements excédentaires *ex post* XR (mesurés comme la différence entre les taux à terme de l'€STR Fwd et le taux de la facilité de dépôt réalisé DFR) en primes de risque RP (approximées par la différence entre les taux à terme de l'€STR et les anticipations relatives au taux de la facilité de dépôt issues de l'enquête SMA) et en erreurs d'anticipations EE (la différence entre les anticipations relatives au taux de la facilité de dépôt issues de l'enquête SMA et le taux de la facilité de dépôt réalisé).

$$XR_t = Fwd_{t-3,t} - DFR_t = \underbrace{(Fwd_{t-3,t} - DFR_{t-3,t}^{SMA})}_{RP_t} + \underbrace{(DFR_{t-3,t}^{SMA} - DFR_t)}_{EE_t}$$

Par exemple, « à l'horizon de trois réunions » signifie qu'à la date d'arrêt de l'enquête SMA précédant la réunion du Conseil des gouverneurs de juillet 2022, ce sont les anticipations relatives à la décision du Conseil des gouverneurs d'octobre 2022 qui sont examinées. La période d'échantillonnage s'étend d'avril 2022 à décembre 2023. Les dernières observations se rapportent au 14 décembre 2023.

L'environnement macroéconomique incertain, qui s'est traduit par d'importantes révisions des anticipations relatives à l'inflation et à la production, a joué un rôle essentiel dans la formation des erreurs d'anticipations relatives à la politique monétaire

⁴. Les données économétriques suggèrent qu'une part considérable de la sous-estimation de la trajectoire des taux directeurs à un horizon de trois réunions du Conseil des gouverneurs est associée à des révisions des anticipations concernant les évolutions macroéconomiques (graphique B). Plus précisément, les révisions des anticipations macroéconomiques, mesurées ici par les révisions des anticipations tirées de l'enquête SMA relatives à la hausse de l'IPCH en glissement annuel et à la croissance trimestrielle du PIB en volume à l'horizon de quatre trimestres, sont fortement liées aux erreurs d'anticipations relatives à la politique monétaire. De même, les révisions à la hausse des anticipations relatives au taux de la facilité de dépôt à long terme peuvent

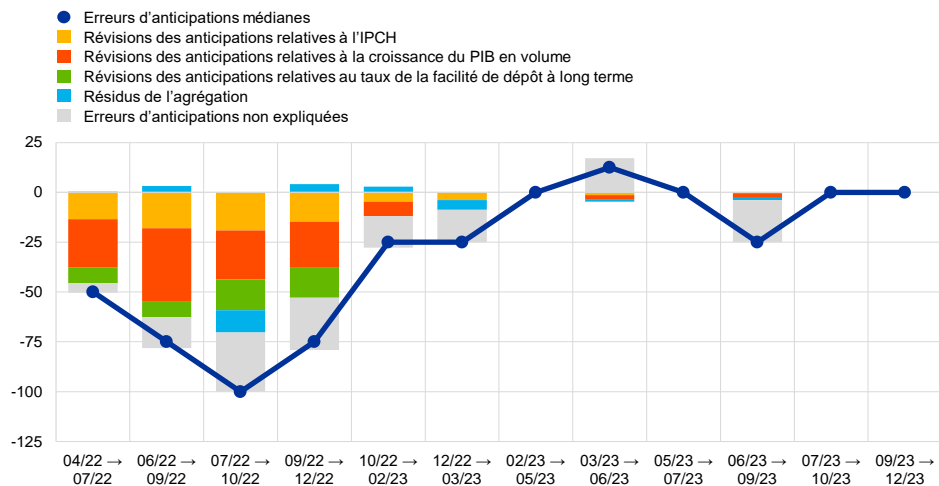
⁴ Pour une analyse similaire, mais avec des coefficients calibrés, cf. Bernardini (M.) et Lin (A.), « *Out of the ELB: expected ECB policy rates and the Taylor Rule* », *Occasional Papers*, n° 815, Banca d'Italia, octobre 2023.

contribuer à expliquer ces erreurs. Par conséquent, la sous-estimation du resserrement de la politique monétaire est corrélée avec le fait que les participants ont constamment révisé à la hausse leurs anticipations relatives à l'inflation et à la baisse celles relatives à la croissance du PIB en volume, reflétant un environnement économique dominé par des chocs d'offre qui entraînent une évolution en sens opposé de l'inflation et de la production. Ces profils de corrélation ne peuvent être interprétés comme une fonction de réaction structurelle perçue de la politique monétaire, en raison de la nature épisodique de l'échantillon court étudié. Ils suggèrent néanmoins que les évolutions des anticipations macroéconomiques constituent un facteur essentiel pour expliquer les erreurs d'anticipations relatives à la politique monétaire.

Graphique B

Décomposition des erreurs d'anticipations à l'horizon de trois réunions du Conseil des gouverneurs

(en points de base)



Sources : Enquête SMA et calculs de la BCE.

Notes : Les erreurs d'anticipations sont décomposées au niveau individuel via une régression *poolée* par la méthode des moindres carrés ordinaires avec des révisions a) des anticipations d'inflation mesurée par l'IPCH à quatre trimestres, b) des anticipations de croissance du PIB en volume à quatre trimestres et c) des anticipations relatives au taux de la facilité de dépôt à long terme comme variables de régression. Le graphique présente les contributions médianes de ces trois composantes. Les résidus d'agrégation correspondent aux différences entre les valeurs ajustées de la régression et la somme de la médiane de ces trois composantes. Les erreurs d'anticipations inexpliquées correspondent aux différences entre les erreurs d'anticipations observées et les valeurs ajustées. Les coefficients sont estimés à partir de l'échantillon des anticipations individuelles issues de l'enquête SMA pour la période allant d'avril 2022 à septembre 2023. Les dernières observations se rapportent au 14 décembre 2023.

Cette analyse suggère que les participants à l'enquête SMA ont perçu une réaction globalement cohérente de la politique monétaire aux évolutions macroéconomiques lors de la formation des anticipations relatives à cette politique. Depuis le début des relèvements des taux directeurs de la BCE, les rendements excédentaires et les erreurs de prévision relatives à la trajectoire du taux de la facilité de dépôt ont été majoritairement négatifs, les marchés financiers et les analystes sous-estimant le rythme et l'ampleur des hausses. L'augmentation des erreurs d'anticipations a été essentiellement liée aux modifications des anticipations macroéconomiques, ce qui laisse penser que les analystes ont perçu une réaction globalement cohérente de la politique monétaire face aux évolutions économiques, mais ont eu des difficultés à prévoir ces évolutions.

Estimations du taux d'intérêt naturel pour la zone euro : une actualisation

Claus Brand, Noémie Lisack et Falk Mazelis

Le taux d'intérêt naturel, r^* , est défini comme le taux d'intérêt réel qui n'entraîne ni hausse ni baisse de l'inflation ¹. Dans le sillage de la crise financière mondiale de 2008, les taux d'intérêt réels (mesurés en retranchant les anticipations d'inflation d'un taux d'intérêt nominal) sont ressortis à des niveaux exceptionnellement bas dans les économies avancées, y compris la zone euro. Ils ne se sont déplacés vers le haut que récemment, avec le resserrement de la politique monétaire à la suite de la forte hausse de l'inflation observée après la pandémie.

Les estimations du r^* disponibles peuvent globalement être classées soit comme des mesures d'équilibre à évolution lente, soit comme des mesures conjoncturelles permettant de stabiliser l'inflation. Dans son évaluation de la stratégie de politique monétaire de 2021, la BCE a présenté les mesures d'équilibre à évolution lente comme plus pertinentes pour évaluer les risques liés au fait que les taux directeurs soient contraints par leur plancher effectif. Les mesures à évolution lente reflètent les niveaux d'équilibre de long terme, déterminés par des facteurs structurels, vers lesquels gravitent les taux d'intérêt réels. Mais sur l'ensemble du cycle conjoncturel, les mesures à évolution lente ne constituent pas un bon indicateur du taux d'intérêt réel à court terme naturel qui élimine les tensions, inflationnistes comme déflationnistes. Évaluer les évolutions du taux naturel au cours du cycle conjoncturel requiert une approche fondée sur un modèle garantissant qu'une banque centrale qui suit le r^* stabilise l'inflation soit en parallèle (dans le modèle d'équilibre général dynamique et stochastique – DSGE – néo-keynésien typique, en l'absence de frictions nominales) soit à moyen terme (dans les modèles économétriques, en l'absence de chocs imprévus).

Les inférences sur les mouvements du r^* sont soumises à une forte incertitude. Le r^* n'est pas observable et son estimation présente de nombreuses difficultés liées à sa mesure et aux spécifications de modèle. En pratique, les estimations de r^* et leur interprétation sont toujours dépendantes d'un modèle et des données, et sont donc soumises à la fois à l'incertitude liée au modèle et à l'incertitude statistique. Lorsque l'on évalue les mouvements du r^* , les modèles utilisés et les spécifications de l'estimation doivent être pris en considération. Ces aspects incluent l'instrument utilisé pour mesurer l'orientation de politique monétaire, la mesure de la sous-utilisation des capacités de production incluse dans

¹ Cet encadré utilise les termes taux d'intérêt « naturel » et « neutre » de manière interchangeable. En revanche, Obstfeld (2023) établit une distinction entre un taux naturel, vu comme le taux d'intérêt réel qui prévaut à l'équilibre de long terme en l'absence de rigidités des prix, et un taux neutre, vu comme le taux directeur réel qui élimine les tensions tant inflationnistes que déflationnistes. Toutefois, ces deux définitions se chevauchent, car les mesures neutres définies de cette manière suivent les évolutions du taux d'intérêt réel exempt de frictions, c'est-à-dire qu'elles sont également dotées de caractéristiques de taux naturel. Cf. Obstfeld (M), « *Natural and Neutral Real Interest Rates: Past and Future* », *NBER Working Paper*, n° 31949, décembre 2023.

l'analyse, le niveau auquel l'inflation se stabilise une fois absorbées les capacités inutilisées et l'horizon temporel auquel cela se produit. La prise en compte ou non du plancher des taux d'intérêt ou des effets des mesures non conventionnelles de politique monétaire dans l'estimation du r^* a également de l'importance pour la validité statistique des mesures.

Les mesures conjoncturelles du r^* de la zone euro diffèrent dans leurs propriétés de stabilisation de l'inflation. Les mesures conjoncturelles ne présentent pas toutes des propriétés de stabilisation de l'inflation souhaitables. Parmi les mesures conjoncturelles examinées dans cet encadré, seules quelques-unes sont obtenues à partir de modèles économétriques ou structurels postulant une relation entre une mesure de la sous-utilisation des capacités de production spécifique au modèle, la différence d'inflation par rapport à la cible de la banque centrale et l'écart de taux réel (la distance qui sépare les taux réels effectifs du r^*)². De plus, pour les mesures fondées sur des modèles économétriques, l'horizon temporel sur lequel la cible d'inflation est atteinte peut fortement varier avec l'ampleur et la persistance des chocs. D'autres mesures, qu'elles soient conjoncturelles ou d'évolution lente, qu'elles dépendent d'un modèle ou soient fondées sur des enquêtes, présentent des propriétés stabilisatrices de l'inflation encore moins bien comprises.

L'environnement économique post-pandémie peut avoir fait augmenter les mesures conjoncturelles du r^* , mais il en a aussi compliqué le calcul. L'impact de la pandémie, les perturbations de la chaîne d'approvisionnement mondiale, le net renchérissement de l'énergie et des politiques budgétaires plus interventionnistes ont contribué à une hausse exceptionnelle de l'inflation en 2021-2022 et pourraient aussi, en principe, être associés à une augmentation temporaire des mesures conjoncturelles du r^* . La forte hausse de l'inflation a initialement fait baisser le taux d'intérêt réel à court terme et ainsi ouvert un large écart de taux réel négatif. En principe, cet écart soutient l'activité économique et alimente ainsi encore l'inflation. De plus, dans la mesure où le redressement post-pandémie de la demande agrégée a dépassé les capacités de production (qui étaient contraintes par de nouveaux chocs d'offre défavorables), le taux d'intérêt réel aurait dû augmenter pour que cette sur-utilisation des capacités soit corrigée, indiquant un r^* conjoncturellement plus élevé³. Une hausse du r^* qui serait substantielle et persisterait au-delà de l'épisode inflationniste post-pandémie saperait les effets de la normalisation et du resserrement de la politique monétaire mis en œuvre depuis fin 2021. Toutefois, la normalisation de l'offre ces dernières années, comme l'illustrent par exemple les améliorations des délais de livraison, œuvrerait en sens inverse, réduisant la hausse du r^* nécessaire pour atteindre l'équilibre.

² La mesure du r^* largement utilisée qui provient de Laubach et Williams (2003) postule une relation rétrospective entre l'écart de taux d'intérêt réel, les capacités inutilisées et l'inflation. L'estimation du r^* qui en résulte stabilise l'inflation autour d'une dérive aléatoire (*random drift*), c'est-à-dire pas nécessairement à un niveau proche de la cible d'inflation de la banque centrale. Cf. Laubach (T.) et Williams (J.C.), « *Measuring the Natural Rate of Interest* », *Review of Economics and Statistics*, vol. 85, n° 4, novembre 2003, p. 1063-70.

³ Les mesures post-pandémie des capacités inutilisées sont supérieures à zéro lorsque l'on tient compte de l'impact des chocs d'offre sur la production potentielle – cf. l'encadré intitulé « Production potentielle en période de chocs d'offre temporaires », *Bulletin économique*, n° 8, BCE, 2023.

Il est peu probable que les mesures à évolution lente du r^* ancrées dans les tendances économiques à long terme aient augmenté récemment. Tandis que les mesures conjoncturelles du r^* pourraient avoir légèrement augmenté, les mesures du r^* à évolution lente qui ne varient que sur plusieurs décennies ne devraient pas avoir augmenté, car leurs déterminants économiques à long terme, tels que la croissance de la productivité, la démographie et l'aversion au risque, n'ont pas fondamentalement changé ⁴. La croissance de la productivité est restée faible et la transition démographique pousse l'épargne à la hausse au niveau mondial, en anticipation de périodes de retraite plus longues. L'aversion au risque et la pénurie d'actifs sûrs ont constitué des facteurs importants à l'origine de la baisse du r^* de la zone euro dans le sillage de la crise financière mondiale. Mais il est difficile d'évaluer comment l'impact de ces facteurs pourrait se dissiper au fil du temps.

Tandis que les estimations du r^* de la zone euro varient fortement pour une suite de modèles, l'estimation médiane a augmenté d'environ 30 points de base par rapport aux niveaux de mi-2019, avant l'émergence de la pandémie (graphique A). Il a été indiqué que le r^* de la zone euro était revenu autour ou au-dessous de zéro après la crise financière mondiale ⁵. En tenant compte de l'incertitude qui entoure les mesures du r^* , le graphique A présente des données fondées sur une suite de modèles et d'approches pour estimer des mesures du r^* à évolution lente et un grand nombre de mesures conjoncturelles du r^* , dont des modèles de structure par terme, des modèles semi-structurels, un modèle DSGE et des estimations fondées sur des enquêtes ⁶. Récemment, le caractère exceptionnel du choc lié à la pandémie a compliqué les inférences fondées sur des modèles concernant les mesures conjoncturelles du r^* . De nombreux modèles n'ont pas été modifiés pour prendre en compte ce choc dans l'estimation du r^* . Dans certains cas, on utilise la moyenne temporelle du r^* ou on autorise une certaine volatilité stochastique dans l'écart de production pour garantir que la forte volatilité macroéconomique au cours de cette période ne se traduise pas mécaniquement par d'importantes fluctuations du r^* . En gardant cette limite à l'esprit, les estimations actualisées suggèrent que le r^* de la zone euro s'est établi en territoire négatif en 2021, la taille de la fourchette des estimations indiquant un degré très élevé d'incertitude liée au modèle. Ensuite, selon les estimations, le r^* devrait s'être rapproché de ses niveaux d'avant la pandémie, quoique dans une fourchette plus étroite autour de zéro, principalement en raison de variations des mesures conjoncturelles. Depuis le second semestre 2023, les estimations obtenues à partir de modèles de structure par terme et de modèles semi-structurels (c'est-à-dire en excluant l'estimation plus volatile fondée sur le modèle DSGE) se situent dans une

⁴ Cesa-Bianchi, Harrison et Sajedi (2023) tirent les mêmes conclusions concernant les évolutions du r^* à l'échelle mondiale, pour des raisons comparables. Selon leurs estimations, le r^* mondial s'est établi autour ou en-deçà de zéro récemment. Cf. Cesa-Bianchi (A.), Harrison (R.) et Sajedi (R.), « *Global R^** », *Staff Working Paper* n° 990, Bank of England, octobre 2023.

⁵ Cf. le rapport de 2018 du groupe de travail sur la modélisation économétrique intitulé « *The natural rate of interest: estimates, drivers, and challenges to monetary policy* », *Occasional Paper Series*, n° 217, BCE, Francfort-sur-le-Main, décembre 2018.

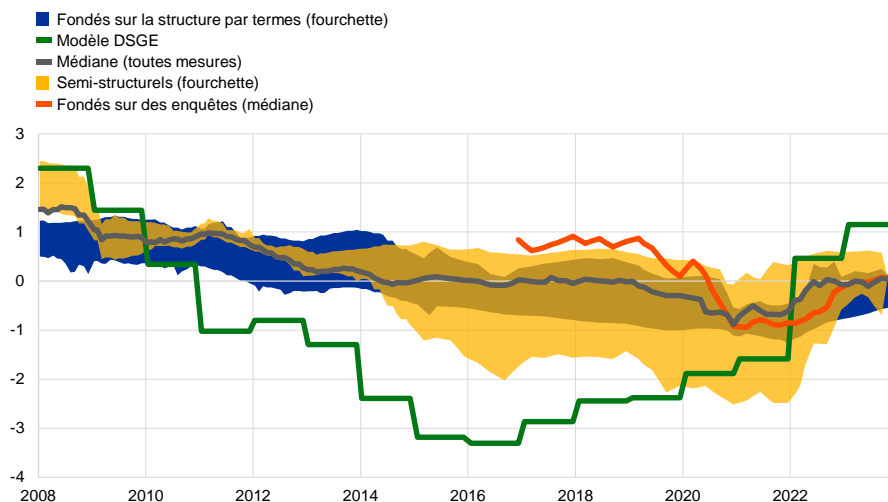
⁶ La fourchette d'estimations obtenue ne prend en compte que l'incertitude liée au modèle et ne recouvre pas l'incertitude statistique qui est beaucoup plus large.

fourchette comprise entre – 0,75 point de pourcentage et environ 0,5 point de pourcentage ⁷.

Graphique A

Taux d'intérêt naturels réels dans la zone euro

(en pourcentage annuel)



Sources : Estimations de l'Eurosystème, calculs de la BCE, Banque fédérale de réserve de New York et Consensus Economics.
Notes : Les estimations fondées sur des enquêtes recouvrent : l'estimation provenant de l'enquête auprès des analystes monétaires, qui est la médiane des anticipations à long terme des participants relatives au taux de la facilité de dépôt de la BCE, moins les anticipations d'inflation à long terme (à partir du deuxième trimestre 2021) ; et l'estimation de Consensus Economics, qui est le taux interbancaire anticipé à trois mois dans dix ans, moins les anticipations d'inflation à long terme. Les estimations fondées sur la structure par terme proviennent de Geiger (F.) et Schupp (F.), « *With a little help from my friends: Survey-based derivation of euro area short rate expectations at the effective lower bound* », *Deutsche Bundesbank Discussion Paper*, n° 27, 2018 ; Joslin (S.), Singleton (K.J.) et Zhu (H.), « *A New Perspective on Gaussian Dynamic Term Structure Models* », *Review of Financial Studies*, vol. 24, Issue 3, janvier 2011, p. 926-970 ; Ajevskis (V.), « *The natural rate of interest: information derived from a shadow rate model* », *Applied Economics*, Vol. 52(47), juillet 2020, p. 5129-5138 ; et Brand (C.), Goy (G.) et Lemke (W.), « *Natural rate chimera and bond pricing reality* », *Working Paper Series*, n° 2612, BCE, Francfort-sur-le-Main, novembre 2021. Les estimations semi-structurelles sont calculées à partir de Holston (K.), Laubach (T.) et Williams (J.C.), « *Measuring the Natural Rate of Interest after COVID-19* », *Federal Reserve Bank of New York Staff Reports*, n° 1063, juin 2023 ; Brand (C.) et Mazelis (F.), « *Taylor-rule consistent estimates of the natural rate of interest* », *Working Paper Series*, n° 2257, BCE, Francfort-sur-le-Main, mars 2019 (y compris la volatilité stochastique de l'écart de production, un taux d'intérêt à long terme, les effets des achats d'actifs et le plancher effectif) ; Carvalho (A.), « *The euro area natural interest rate – Estimation and importance for monetary policy* », *Banco de Portugal Economic Studies*, Vol. IX, n° 3 (fondé sur Holston, Laubach et Williams (2023), avec et sans anticipations d'inflation) ; et Grosse-Steffen (C.), Lhuissier (S.), Marx (M.) et Penalver (A.), « *How to weigh stars? Combining optimally estimates for the natural rate* », document de travail Banque de France, à paraître. Les estimations fondées sur des modèles DSGE proviennent de Gerali (A.) et Neri (S.), « *Natural rates across the Atlantic* », *Journal of Macroeconomics*, vol. 62(C), 2019 (présentés comme une moyenne mobile sur trois ans des estimations). Les dernières observations se rapportent au troisième trimestre 2023 pour Holston, Laubach et Williams (2023), Ajevskis (2020), Grosse-Steffen, Lhuissier, Marx et Penalver (à paraître), Carvalho (2023), et Geiger et Schupp (2018) ; et au quatrième trimestre 2023 pour toutes les autres estimations.

⁷ À titre de comparaison, pour les États-Unis, des résultats contrastés concernant les évolutions du r^* soulignent également l'incertitude liée au modèle. D'après le modèle DSGE de la Banque fédérale de réserve de New York, entre juin 2022 et mars 2023, le taux naturel à court terme nominal a davantage augmenté que le taux des fonds fédéraux (cf. Baker (K.), Casey (L.), del Negro (M.), Gleich (A.) et Nallamotu (R.), « *The Post-Pandemic r^** », *Liberty Street Economics*, août 2023 ; et Baker (K.), Casey (L.), del Negro (M.), Gleich (A.) et Nallamotu (R.), « *The Evolution of Short-Run r^* after the Pandemic* », *Liberty Street Economics*, août 2023). Toutefois, ces résultats restent sujets à discussion dans la mesure où les estimations actualisées de Lubik et Matthes (2015) et les estimations provenant de Holston, Laubach et Williams (2023) évoluent en sens inverse. Les estimations provenant de Holston, Laubach et Williams utilisent un modèle semi-structurel faisant l'hypothèse que le r^* est compatible avec une inflation qui ne s'accélère pas, tandis que les estimations de Lubik et Matthes n'imposent pas de propriétés de stabilisation de l'inflation et définissent le r^* comme la prévision à long terme du taux réel à court terme dans un modèle vectoriel autorégressif à paramètres variables dans le temps. L'écart qui en résulte entre les estimations récentes pour les États-Unis met également en évidence l'incertitude considérable liée au modèle qui entoure les mesures du r^* . Cf. Lubik (T.A.) et Matthes (C.), « *Calculating the Natural Rate of Interest: A Comparison of Two Alternative Approaches* », *Federal Reserve Bank of Richmond Economic Brief*, n° 15-10, octobre 2015 ; et Holston (K.), Laubach (T.) et Williams (J.C.), « *Measuring the Natural Rate of Interest after COVID-19* », *Federal Reserve Bank of New York Staff Reports*, n° 1063, juin 2023.

Globalement, l'incertitude liée aux modèles complique la mesure du r^* et son utilisation comme indicateur pour la politique monétaire. Alors que les mesures conjoncturelles du r^* de la zone euro sont ressorties en légère hausse, les estimations à évolution lente ancrées dans les tendances économiques à long terme ne devraient pas avoir augmenté. Les estimations varient fortement, reflétant un degré élevé d'incertitude liée au modèle et des différences en matière de propriétés de stabilisation de l'inflation spécifiques au modèle. Même si ces caractéristiques compliquent grandement l'utilisation des estimations du r^* comme indicateur pour la politique monétaire à hautes fréquences, la tendance pour les estimations du r^* signale cependant des risques que les taux d'intérêt nominaux soient limités par leur plancher effectif dans le futur.

Mesures de politique budgétaire en réponse au choc sur l'énergie et l'inflation et au changement climatique

Marien Ferdinandusse et Mar Delgado-Téllez

Cet encadré présente des estimations et des projections relatives aux mesures budgétaires discrétionnaires prises par les gouvernements de la zone euro en lien avec la crise énergétique, l'inflation élevée et le changement climatique, mises à jour dans le cadre des projections macroéconomiques de décembre 2023 établies par les services de l'Eurosystème.

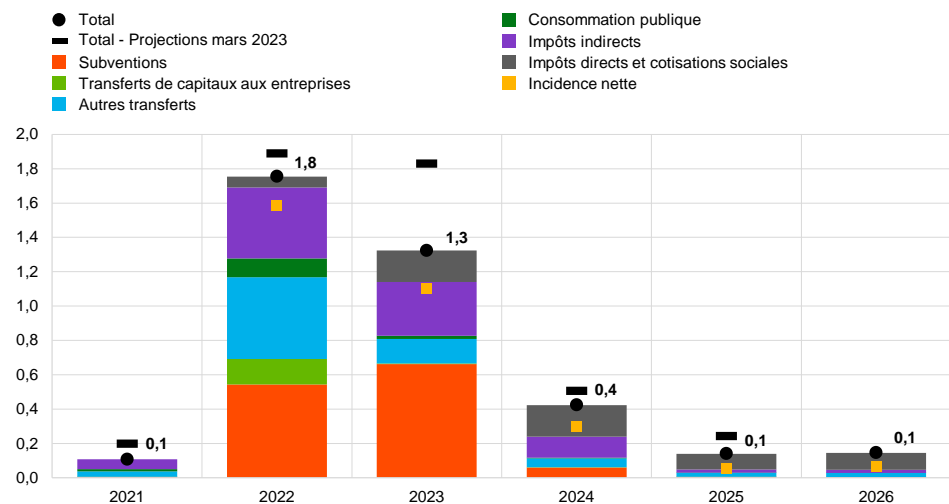
Les mesures budgétaires discrétionnaires visant à soutenir les ménages et les entreprises face aux chocs des prix de l'énergie et de la forte inflation devraient être largement réduites au cours des prochaines années.

Elles devraient représenter 1,3 % du PIB en 2023, après 1,8 % en 2022, et rester inférieures à 0,5 % par an sur l'horizon de projection 2024-2026 (graphique A). Plus précisément, environ deux tiers des mesures de soutien en place en 2023 devraient arriver à leur terme en 2024, puis encore 20 % en 2025. Les mesures restantes devraient être maintenues en 2026. En ce qui concerne la nature de ces mesures, près de la moitié d'entre elles étaient des subventions en 2023. Parmi elles, plus de la moitié étaient liées aux plafonnements des prix de l'énergie en Allemagne, en France et aux Pays-Bas. La part des subventions dans le total des mesures de soutien en matière d'énergie et d'inflation devrait nettement diminuer en 2024 et être négligeable à partir de 2025.

Graphique A

Mesures budgétaires discrétionnaires dans la zone euro en réponse aux niveaux élevés des prix de l'énergie et de l'inflation – par instrument

(en pourcentage du PIB de la zone euro)



Sources : Calculs des services de la BCE à partir des projections macroéconomiques de décembre 2023 établies par les services de l'Eurosystème et des questionnaires budgétaires fournis par le Groupe de travail sur les finances publiques du SEBC.

Les coûts budgétaires, à l'échelle de la zone euro, des mesures de soutien en matière d'énergie et d'inflation ont été révisés à la baisse dans les projections de décembre 2023 établies par les services de l'Eurosystème, les prix de l'énergie étant inférieurs aux anticipations formulées début 2023 ¹. Par rapport aux projections de mars 2023 établies par les services de la BCE, ces coûts budgétaires ont été révisés à la baisse en 2022 et encore davantage en 2023. Cette évolution reflète en partie une baisse plus marquée qu'attendu des prix de l'énergie, ce qui a rendu ces mesures moins coûteuses (graphique A) ². Pour 2024, l'incidence budgétaire est globalement conforme aux projections de mars. Les mesures existantes ont été prolongées, ou de nouvelles mesures ont été introduites au budget 2024 de nombreux pays de la zone euro. Néanmoins, cet effet est largement compensé par la fin du plafonnement des prix de l'énergie en Allemagne, avancée à la fin 2023 au lieu d'avril 2024 en raison de l'arrêt de la Cour constitutionnelle sur l'utilisation des crédits d'urgence ³. Sur l'ensemble de l'horizon de projection, les coûts budgétaires des mesures de compensation ont été révisés à la baisse d'environ 0,7 point de pourcentage du PIB.

À mesure que les programmes de soutien en matière d'énergie et d'inflation diminuent au fil du temps, la part financée par des mesures discrétionnaires augmente. Les mesures de financement discrétionnaires sont constituées principalement : a) d'impôts sur les bénéfices exceptionnels des entreprises du secteur de l'énergie, et b) de hausses de la fiscalité sur l'énergie ou de réductions des subventions ⁴. Les mesures de financement devraient couvrir plus de la moitié des mesures de soutien restantes en 2025 et 2026. Compte tenu de la taille limitée de l'ensemble, en proportion cela est sensiblement plus élevé que les années précédentes.

¹ Cf. l'encadré intitulé « [Le point sur les réactions de la politique budgétaire de la zone euro à la crise énergétique et à l'inflation élevée](#) », *Bulletin économique*, n° 2, BCE, 2023.

² Cf. l'encadré intitulé « [Le point sur les réactions de la politique budgétaire de la zone euro à la crise énergétique et à l'inflation élevée](#) », *Bulletin économique*, n° 2, BCE, 2023. Pour consulter des estimations antérieures des mesures de compensation budgétaire, cf. « [La réponse de politique budgétaire de la zone euro à la guerre en Ukraine et son impact macroéconomique](#) », *Bulletin économique*, n° 5, BCE, 2022 et « [Politique budgétaire et forte inflation](#) », *Bulletin économique*, n° 2, BCE, 2023.

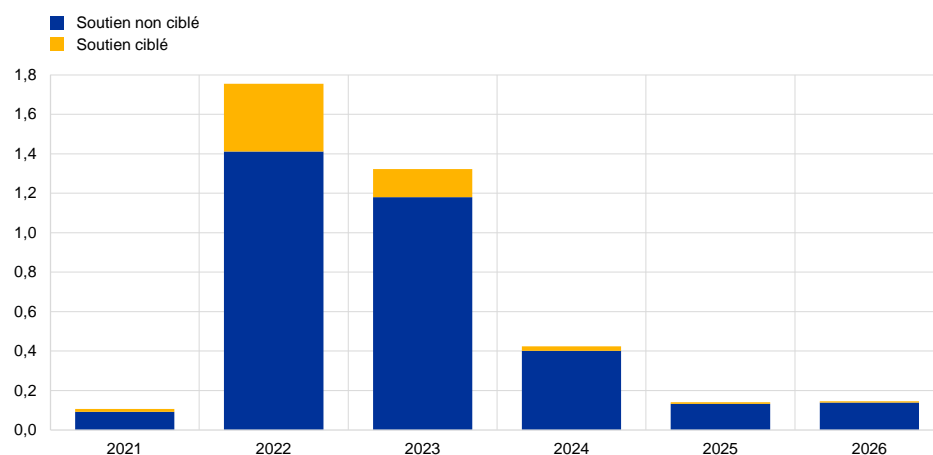
³ Dans certains pays, des mesures ont été prolongées ou nouvellement introduites dans le cadre du processus budgétaire pour 2024 après la date d'arrêt des projections macroéconomiques de décembre 2023 établies par les services de l'Eurosystème.

⁴ Dans les projections de décembre 2023 établies par les services de l'Eurosystème, les pays de la zone euro devraient enregistrer des recettes totales sur l'horizon de projection de l'ordre de 0,1 % du PIB, principalement en 2023.

Graphique B

Mesures budgétaires discrétionnaires en réponse aux niveaux élevés des prix de l'énergie et de l'inflation : part ciblée et non ciblée

(en pourcentage du PIB de la zone euro)



Sources : Calculs des services de la BCE à partir des projections macroéconomiques de décembre 2023 établies par les services de l'Eurosystème et des questionnaires budgétaires fournis par le Groupe de travail sur les finances publiques du SEBC.

Note : Les mesures ciblées désignent des mesures conçues pour soutenir directement les ménages sur la base de critères de revenus sous conditions de ressources clairement définis, cf. « La réponse de politique budgétaire de la zone euro à la guerre en Ukraine et son impact macroéconomique », *Bulletin économique*, n° 5, BCE, 2022.

Pour la zone euro dans son ensemble, la part de mesures ciblées est restée très faible. À l'avenir, la crise énergétique s'atténuant, ne devraient pratiquement persister que des mesures non ciblées.

La réponse au choc des prix de l'énergie comprenait des mesures de compensation ciblant les prix de détail, telles que les plafonnements des prix de l'énergie, ainsi que d'autres mesures qui ont globalement bénéficié à l'ensemble des ménages ou des entreprises. Si ces mesures permettaient une compensation généralisée, elles ont également occasionné un coût budgétaire beaucoup plus important que d'autres mesures plus ciblées, telles que les transferts aux ménages à faibles revenus. La fin des plafonnements et la réduction correspondante des enveloppes budgétaires visant à compenser la hausse des prix de l'énergie et l'inflation devrait coïncider avec une baisse de la part des mesures budgétaires ciblées dans le PIB de la zone euro (graphique B). Il convient de noter que le chiffre agrégé pour la zone euro masque une hétérogénéité considérable entre pays. Plus particulièrement, un certain nombre de petits pays se sont davantage appuyés sur des mesures ciblées, mais en raison de leur poids limité cela n'apparaît pas clairement dans l'agrégat pour la zone euro. Toutefois, même en calculant une moyenne non pondérée des parts des pays, les mesures ciblées ne représenteraient que près d'un cinquième du total en 2025 et 2026.

Le retrait progressif des mesures de compensation en matière d'énergie peut s'observer dans la réduction de mesures budgétaires discrétionnaires défavorables pour le climat.

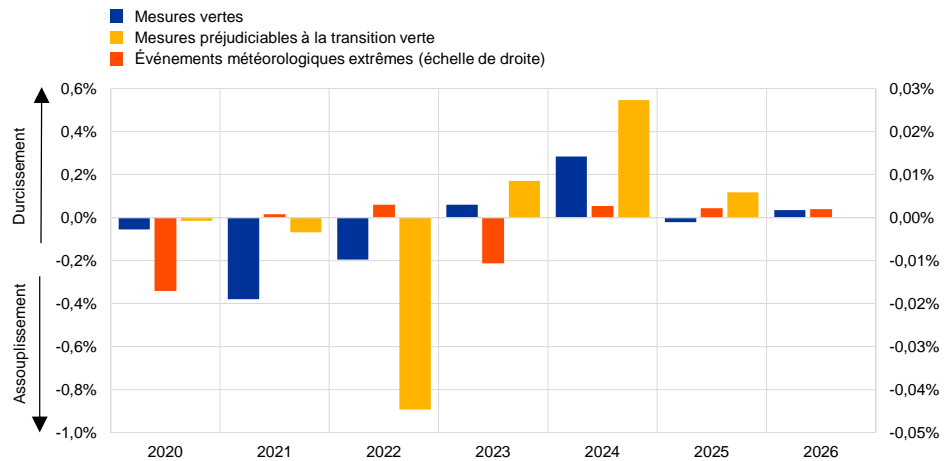
Les mesures de compensation qui influencent le prix de l'énergie ou incitent à l'utilisation de combustibles fossiles, comme les plafonnements de prix ou les réductions des taxes sur l'énergie, sont évaluées comme préjudiciables à la transition verte. En revanche, les mesures de compensation en matière d'énergie n'incitant pas à l'utilisation de combustibles à

base de carbone, telles que les transferts sociaux, ne le sont pas. La plupart des mesures liées au climat (graphique C) sont préjudiciables. Si ces mesures prédominaient sur les mesures vertes ces dernières années, elles ont commencé à être retirées en 2023. Cette évolution devrait se poursuivre sur l’horizon de projection ⁵.

Graphique C

Mesures budgétaires discrétionnaires liées au climat

(en pourcentage du PIB)



Source : SEBC

Notes : Le graphique montre l'incidence sur le solde budgétaire des mesures budgétaires discrétionnaires incluses dans les projections de décembre 2023 des services de l'Eurosystème et liées au changement climatique. Une mesure budgétaire, qu'elle concerne le volet recettes ou le volet dépenses, est considérée comme une politique relative au changement climatique si elle a un impact positif (vert) ou négatif sur la prévention et l'adaptation au changement climatique ou si elle compense les effets des événements météorologiques extrêmes. Cf. également l'encadré 5 « Les politiques liées au climat dans les projections macroéconomiques établies par les services de l'Eurosystème et de la BCE pour la zone euro et l'impact macroéconomique des mesures budgétaires vertes », *Bulletin économique*, n° 1, BCE, 2023 et l'encadré 4 du présent *Bulletin économique*.

⁵ Cf. également l'encadré 5 « Les politiques liées au climat dans les projections macroéconomiques établies par les services de l'Eurosystème et de la BCE pour la zone euro et l'impact macroéconomique des mesures budgétaires vertes », *Bulletin économique*, n° 1, BCE, 2023 et l'encadré 4 du présent *Bulletin économique*.

Article

La réponse de l'Eurosystème aux évolutions des paiements de détail

Patrick Papsdorf et Karine Themejian

1 Introduction

Les paiements de détail – ceux effectués entre les consommateurs, les entreprises et les administrations publiques – connaissent de profonds changements qui reconfigurent le paysage des paiements européens.

La numérisation joue un rôle majeur à cet égard, avec une tendance à un recours croissant aux instruments de paiement scripturaux, à l'instantanéité et à une expérience de paiement véritablement fluide (*seamless*). De nombreuses solutions de paiement innovantes sont développées et proposées. Elles sont rendues possibles par l'utilisation de nouvelles technologies et se caractérisent en outre par le besoin d'améliorer les cas d'usage mondiaux et transfrontières, ainsi que par la prise en compte de la nécessité de pouvoir déployer ces solutions à l'échelle mondiale ¹. Ces tendances et ces évolutions ne sont pas uniquement le fait d'acteurs existants sur le marché des paiements. Les activités de paiement attirent également de jeunes pousses, ainsi que des entreprises établies, mais sans expérience dans ce domaine.

Du point de vue de l'Eurosystème, les évolutions des paiements de détail nécessitent des actions multidimensionnelles afin de garantir un marché des paiements de détail en euro sûr, intégré, innovant et compétitif, avec un accès continu à la monnaie publique. L'Eurosystème – la Banque centrale européenne et les banques centrales nationales des États membres de l'UE qui ont adopté l'euro – a pour mandat de promouvoir le bon fonctionnement du système de paiement dans une perspective globale. Du point de vue des paiements de détail, le bon fonctionnement du système de paiement implique de veiller à ce que, dans leur interaction tangible avec l'euro, les particuliers et les entreprises soient en mesure d'effectuer des paiements sûrs et efficaces et que leur confiance dans la monnaie soit ainsi maintenue. À cette fin, l'Eurosystème est responsable de l'émission de la monnaie publique, actuellement sous forme d'espèces, qui peut éventuellement être complétée par une version numérique, c'est-à-dire l'euro numérique. En outre, l'Eurosystème peut agir : a) comme catalyseur du changement, en promouvant l'efficacité dans le domaine des paiements de détail ; b) comme autorité de surveillance, en définissant des normes et des règles pour les paiements de détail et en garantissant la conformité ; et c) comme opérateur, en ayant la possibilité de mettre en place des infrastructures publiques. Les tendances à l'œuvre dans le

¹ Cf. Panetta (F.), « *Extending the benefits of digital technologies to cross-border payments* », *Blog de la BCE*, BCE, 31 octobre 2023.

paysage des paiements de détail peuvent potentiellement profiter aussi bien aux consommateurs qu'aux entreprises. Toutefois, elles comportent également des risques et nécessiteront que l'Eurosystème prenne des mesures dans les différents domaines relevant de sa compétence.

Le présent article examine l'évolution de l'écosystème des paiements de détail (section 2), avant d'aborder la réponse multidimensionnelle de l'Eurosystème (section 3) et de fournir des perspectives pour l'avenir (section 4).

2 Un écosystème des paiements de détail en évolution

La numérisation transforme notre façon de vivre, de communiquer, de consommer et d'interagir avec le système financier, et en particulier nos modes de paiement. Les consommateurs attendent de plus en plus des entreprises une offre de services en ligne – idéalement 24 heures sur 24, sept jours sur sept – ainsi que la possibilité de payer également en ligne en utilisant leur mode de paiement préféré. De même, dans un point de vente, les consommateurs veulent avoir le choix entre un paiement en espèces et un paiement sans espèces, ou même sans contact, par exemple en utilisant un portefeuille numérique sur un dispositif mobile ². En outre, ils veulent pouvoir payer rapidement et sans attendre trop longtemps l'autorisation de paiement, en ayant l'assurance que les données de paiement resteront confidentielles et que le processus d'achat est intégralement sécurisé. Qui plus est, pour les consommateurs les frais de transaction doivent être faibles, voire nuls. Si ces attentes trouvent certainement un écho auprès de nombreuses entreprises, ils nécessitent des investissements et le soutien des fournisseurs de services de paiement.

Les évolutions de l'écosystème des paiements de détail sont déterminées par de nombreux facteurs. En dehors des préférences et des besoins des consommateurs et des entreprises (encadré 1), les évolutions de l'écosystème des paiements de détail sont également influencées par d'autres facteurs. Les facteurs considérés comme ayant le plus d'impact sont les suivants. Premièrement, l'interaction et l'intégration accrues au niveau mondial, donnent la possibilité d'offrir des solutions de paiement de détail dans différents pays et de répondre aux cas d'usage de paiements transfrontières. Deuxièmement, les crises et les évolutions géopolitiques peuvent entraîner une accélération des tendances actuelles. Par exemple, avec la pandémie de coronavirus, le besoin de paiements en ligne et sans contact a fortement augmenté, la prise de conscience accrue concernant la crise climatique a suscité des demandes en faveur de processus de paiement durables et les évolutions géopolitiques ont attiré l'attention sur les perturbations opérationnelles potentielles et les risques cyber (notamment les coupures d'électricité, les dépendances liées aux chaînes d'approvisionnement et le risque accru de cyberattaques). Troisièmement, les activités réglementaires visant à encourager l'innovation en matière de paiement et à répondre aux risques liés aux paiements de détail (comme le risque de fraude) façonnent le secteur des paiements

² Le glossaire sur l'euro numérique de la BCE définit le point de vente comme une « place physique où les biens et les services sont vendus et payés, comme les magasins et les restaurants ».

de détail. Ces activités incluent, par exemple, les récentes initiatives réglementaires de l'UE dans les domaines des crypto-actifs, de la résilience opérationnelle numérique et des virements instantanés, pour n'en citer que quelques-unes ³.

Les évolutions technologiques constituent un moteur essentiel de l'évolution des paiements de détail. Avec Internet, tout le monde peut se connecter et effectuer des achats et des paiements en ligne. La grande disponibilité des dispositifs intelligents et le développement de la technologie sans contact pour les paiements de proximité se sont ensuite combinés, pour donner les paiements mobiles sans contact. De plus, l'augmentation de la puissance informatique a entraîné des gains massifs de capacité et de rapidité, favorisant des paiements de détail plus rapides et moins coûteux. Par exemple, les applications d'intelligence artificielle peuvent contribuer à l'identification de transactions et de comportements de paiement anormaux afin de prévenir la fraude. Toutefois, cette technologie est également source d'inquiétude, en raison de son utilisation dans des cyberattaques sophistiquées comme l'hameçonnage. Même si elle soulève des questions (notamment quant à la capacité à gérer rapidement d'importants volumes d'activité), la technologie du registre distribué est considérée par certains comme susceptible d'améliorer le traitement des paiements, facilitant potentiellement les paiements pour les services de streaming (*payment for streaming services*), les micro-paiements et la programmabilité des paiements ⁴.

L'innovation de nature technologique dans les services financiers, y compris les paiements de détail, est déterminée par de multiples acteurs. Le Conseil de stabilité financière (CSF) définit les fintech comme une « innovation de nature technologique mise en œuvre dans les services financiers qui pourrait déboucher sur de nouveaux modèles d'activité, de nouvelles applications, de nouveaux processus ou de nouveaux produits et qui s'accompagne d'un effet significatif sur les marchés et établissements financiers et sur la fourniture de services financiers » ⁵. Par conséquent, l'innovation peut être introduite par des acteurs du paiement existants (les « entreprises déjà en place »), ainsi que par des sociétés non financières existantes qui développent leurs services financiers ou par des entreprises entièrement nouvelles (*jeunes pousses*). Les motivations des entreprises actives dans les paiements de détail varient considérablement. Elles peuvent avoir pour objectif de protéger ou d'augmenter leurs parts de marché existantes, ou même de proposer des services plus larges aux clients. Sinon, elles peuvent souhaiter exploiter des chaînes de valeur, avoir accès aux données de paiements ou entrer sur le marché du paiement existant avec de nouveaux modèles d'activité et l'ambition de remédier à certaines inefficacités ou lacunes.

³ Cf. a) Règlement (UE) 2023/1114 du Parlement européen et du Conseil du 31 mai 2023 sur les marchés de crypto-actifs, et modifiant les règlements (UE) n° 1093/2010 et (UE) n° 1095/2010 et les directives 2013/36/UE et (UE) 2019/1937 (JO L 150, 09.06.2023, p. 40) ; b) Règlement (UE) 2022/2554 du Parlement européen et du Conseil du 14 décembre 2022 sur la résilience opérationnelle numérique du secteur financier et modifiant les règlements (CE) n° 1060/2009, (UE) n° 648/2012, (UE) n° 600/2014, (UE) n° 909/2014 et (UE) 2016/1011 (JO L 333, 27.12.2022, p. 1) ; et c) Proposition de règlement du Parlement européen et du Conseil modifiant les règlements (UE) n° 260/2012 et (UE) 2021/1230 en ce qui concerne les virements instantanés en euro (COM/2022/546).

⁴ Cf. par exemple, l'article intitulé « [Le règlement des transactions de gros en monnaie de banque centrale face à l'innovation technologique](#) », *Bulletin économique*, n° 8, BCE, 2023.

⁵ Cf. le site internet du Conseil de stabilité financière à l'adresse www.fsb.org.

Pour décrire les mutations de l'écosystème, on peut également examiner les perspectives offertes aux services financiers et la façon dont ils en sont affectés, en particulier par la technologie. S'ils sont combinés avec des évolutions technologiques, les services financiers – comme les services de paiement – vont évoluer. Par exemple, les virements ont été dotés de l'option de paiement instantané, c'est-à-dire qu'ils peuvent être effectués par les utilisateurs finaux 24 heures sur 24 et réglés en quelques secondes de manière irrévocable. Il s'agit d'une évolution majeure, car les paiements en temps réel n'étaient auparavant disponibles que sur le marché interbancaire, c'est-à-dire pour les institutions financières participant aux systèmes de règlement brut en temps réel. Le cas des crypto-actifs constitue un exemple très différent d'impact technologique. Les termes utilisés dans le domaine des crypto-actifs sont souvent proches de ceux utilisés dans les services financiers, bien qu'ils soient généralement soumis à une réglementation et à une surveillance moins strictes ou ne soient pas (encore) réglementés. Pour ce qui concerne les crypto-actifs, il convient de noter que les crypto-actifs non adossés présentent une forte volatilité des prix en raison de leur absence de valeur inhérente. Ils ne peuvent donc pas être utilisés pour les paiements et sont simplement un instrument spéculatif, que l'on assimile souvent aux jeux d'argent ⁶.

Les évolutions des paiements de détail peuvent être à la fois source d'opportunités et de défis. La numérisation peut libérer des gains d'efficacité et améliorer la compétitivité des acteurs qui l'adoptent. Elle peut également permettre la mise en place de solutions de paiements plus conviviales et potentiellement plus sûres pour les utilisateurs finaux. Elle pourrait même contribuer à renforcer l'inclusion financière. Néanmoins, elle comporte également de nombreux risques. Elle peut introduire une fragmentation du marché des paiements de détail en euro si les solutions de paiements innovantes sont développées comme des solutions en circuit fermé, ce qui signifie qu'une solution ne peut être utilisée que dans un écosystème spécifique sans aucune place pour l'interopérabilité. Elle peut également comporter le risque d'exclure les individus vulnérables qui, pour diverses raisons, pourraient ne pas être en mesure de profiter des solutions de paiement innovantes visant à rendre les paiements de détail sûrs et efficaces. Enfin, plus les interconnexions et les infrastructures numériques sont nombreuses, plus l'exposition aux cyberattaques est forte ⁷.

Encadré 1

Évolution des comportements et des préférences des consommateurs

Le suivi des évolutions des comportements et des préférences des consommateurs en matière de paiement permet à la BCE de garantir la liberté des consommateurs dans le choix de leur façon de payer. La BCE mène donc régulièrement son étude sur les comportements des consommateurs en matière de paiement dans la zone euro (*Study on the payment attitudes of consumers in the euro area*, SPACE) pour comprendre la façon dont les consommateurs utilisent les différents modes de

⁶ Cf. Panetta, (F.), « *Caveat emptor does not apply to crypto* », *Le blog de la BCE*, BCE, 5 janvier 2023.

⁷ Cf. Panetta (F.), « *Adapting to the fast-moving cyber-threat landscape: no room for complacency* », discours d'introduction à la septième réunion du comité de cyber-résilience de l'euro pour les infrastructures financières paneuropéennes, Francfort, 1^{er} juin 2022.

paiement et pour connaître leurs préférences en matière de paiement et leurs perceptions concernant l'accès et l'acceptation de ces moyens de paiement.

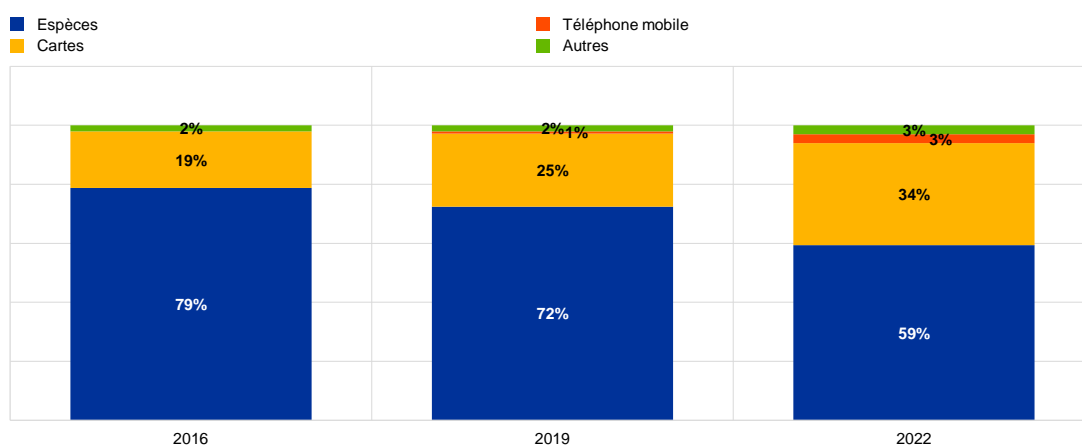
Si les espèces jouent un rôle important dans les paiements des consommateurs de la zone euro, leur utilisation semble diminuer progressivement, avec un passage aux modes de paiement électroniques accéléré par la pandémie. Les espèces continuent d'être l'option de paiement la plus fréquemment utilisée dans les points de vente et pour les paiements de personne à personne. Le graphique A montre que, en 2022, les espèces ont été utilisées pour 59 % des transactions réalisées au point de vente, contre 72 % en 2019 et 79 % en 2016⁸. En termes de valeur, en 2022, pour la première fois, les paiements par carte ont représenté une part plus élevée des paiements au point de vente, avec 46 % par rapport à 42 % pour les espèces.

Graphique A

Part des instruments de paiement utilisés au point de vente en nombre de transactions, et en valeur, dans la zone euro pour la période 2016-2022

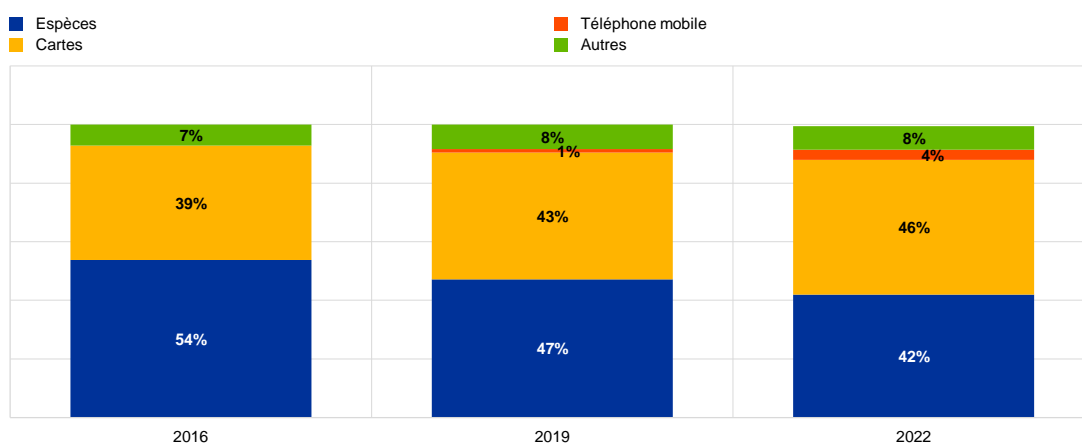
a) Nombre de transactions

(en pourcentages)



b) Valeur de transactions

(en pourcentages)



Sources : Étude de la BCE sur les comportements des consommateurs en matière de paiement dans la zone euro (2022) ; calculs de la De Nederlandsche Bank et de la Dutch Payments Association (2020 et 2022) et de la Deutsche Bundesbank (2018 et 2022).

⁸ Cf. « *Study on the payment attitudes of consumers in the euro area (SPACE)* », BCE, décembre 2022.

Notes : « Autres » inclut les chèques de banque, les virements, les points de fidélité, les bons de réduction et les cartes cadeaux, ainsi que les autres instruments de paiement. La somme des pourcentages peut ne pas être égale au total en raison des arrondis.

Cette évolution dans les moyens de paiement est également influencée par une augmentation des paiements en ligne pour les achats quotidiens des consommateurs, en termes de volumes et de valeur.

En ce qui concerne les paiements électroniques, la plus forte augmentation a été enregistrée pour les paiements par téléphone mobile, bien qu'ils se situent encore à un niveau bas, et pour le paiement par carte. Dans le cas des paiements par carte, les paiements sans contact au point de vente ont fortement augmenté, représentant 62 % de l'ensemble des paiements par carte en 2022. La commodité des paiements sans contact semble être l'un des principaux avantages de l'utilisation des cartes, outre le fait que les consommateurs n'ont pas à transporter d'espèces et que les paiements sans contact sont perçus comme plus rapides. À des fins de paiement, les crypto-actifs semblent n'être utilisés que par un très petit nombre de consommateurs.

Malgré la tendance à utiliser des paiements scripturaux et une préférence déclarée pour les paiements par carte au point de vente, une majorité des consommateurs ont exprimé leur souhait de conserver les espèces comme option de paiement. En 2022, 60 % ont considéré qu'il est important d'avoir la possibilité de payer en espèces, ce qui représente une hausse de 5 points de pourcentage par rapport à 2019. Les espèces sont préférées notamment en raison de leur caractère anonyme et de la protection de la vie privée qu'elles offrent, mais aussi parce qu'elles sont perçues comme permettant aux consommateurs d'être plus conscients de ce qu'ils dépensent.

3 La réponse de l'Eurosystème

Dans le cadre de son mandat, l'Eurosystème examine les évolutions des paiements de détail sous différentes perspectives afin d'apporter une réponse globale. Parmi ses principaux objectifs statutaires, l'Eurosystème promeut le bon fonctionnement des systèmes de paiement. Dans ce contexte, l'Eurosystème suit et évalue activement les évolutions des paiements de détail dans la zone euro et au niveau mondial. Le présent article étant axé sur les stratégies suivies par l'Eurosystème, il ne couvre pas les mesures prises en qualité d'opérateur, notamment l'offre de services pour le règlement instantané des paiements de détail via le service de règlement des paiements instantanés de TARGET.

L'Eurosystème, catalyseur du changement

De nouvelles actions sont nécessaires pour parvenir à un marché intégré, innovant et compétitif des paiements de détail en euros. Malgré les progrès réalisés dans le cadre de l'espace unique de paiement en euros (SEPA), il n'existe pas encore de solution européenne pour les paiements effectués dans les points de vente et pour les achats en ligne. La migration vers le SEPA a été réalisée pour les virements et les prélèvements en euros dans le cadre du « *SEPA end-date Regulation* », qui a fixé les dates-butoir pour la migration vers les virements et les

prélèvements paneuropéens en euros⁹. Compte tenu de la demande accrue d'instantanéité en matière de paiements, un dispositif pour les virements SEPA instantanés en euros a été introduit fin 2017. Toutefois, la migration vers le SEPA demeure inachevée à certains égards, notamment avec la persistance de la discrimination à l'IBAN, pratique illégale qui empêche un payeur d'utiliser un compte de paiement ouvert dans un autre pays du SEPA. En outre, la vision SEPA ne s'est pas concrétisée pour les paiements par carte. Comme indiqué dans l'encadré 1, les cartes sont un instrument de paiement de détail en croissance rapide et, comme le montre le dernier rapport SPACE, en valeur, elles l'ont même emporté pour la première fois sur les espèces dans les points de vente. Pourtant, cet instrument de paiement essentiel pour les consommateurs de la zone euro s'appuie fortement sur les systèmes de paiement par carte internationaux. Pour l'instant, un SEPA pour les cartes n'a pas été mis en place. Une certaine standardisation s'est opérée, mais il n'existe toujours pas de système européen de paiement par carte ni d'interopérabilité des systèmes nationaux¹⁰. L'acceptation transfrontière des systèmes nationaux de paiement par carte repose sur le « co-badgeage » avec les systèmes internationaux de paiement par carte. Cela signifie que les banques commerciales sont également membres d'au moins un système international de paiement par carte et qu'elles proposent des cartes portant à la fois une marque nationale et une marque internationale. Dans les pays où il n'existe pas de système national de paiement par carte, même les transactions domestiques par carte s'appuient sur des systèmes internationaux. L'augmentation des paiements en ligne met encore plus en évidence l'absence d'une solution paneuropéenne pour le commerce électronique. L'innovation technologique, les réformes réglementaires et la numérisation croissante de la vie quotidienne ont reconfiguré le paysage européen des paiements de détail et cela va continuer¹¹.

La forte dépendance d'une part importante des paiements de détail de la zone euro à l'égard d'acteurs non régis par l'Europe a poussé l'Eurosystème à relancer sa stratégie en matière de paiements de détail en novembre 2019, en définissant ses attentes en matière de paiements aux points d'interaction, c'est-à-dire les paiements aux points de vente et le commerce électronique¹².

Si la concurrence constitue un élément important pour garantir que le marché des paiements de détail en euros reste performant et innovant, la prédominance de fournisseurs non européens soulève un certain nombre de préoccupations quant au respect total des exigences du marché européen, aux coûts pour les commerçants et donc pour les utilisateurs finaux et, plus généralement, à la souveraineté européenne. Par conséquent, dans le cadre de la relance de sa stratégie, l'Eurosystème a indiqué qu'elle visait à favoriser le développement de solutions de paiement paneuropéennes pour les paiements aux points d'interaction. En outre,

⁹ Règlement (UE) n° 260/2012 du Parlement européen et du Conseil du 14 mars 2012 définissant des exigences techniques et commerciales applicables aux virements et aux prélèvements en euros et modifiant le règlement (CE) n° 924/2009. Les nouveaux systèmes paneuropéens ont remplacé les systèmes nationaux dans la zone euro le 1^{er} août 2014.

¹⁰ Cf. « *Cards payments in Europe - current landscape and future prospects* », BCE, avril 2019.

¹¹ Cf. « *Implications of digitalisation in retail payments for the Eurosystem's catalyst role* », BCE, juillet 2019.

¹² Cf. Cœuré (B.), « *Towards the retail payments of tomorrow: a European strategy* », discours prononcé lors de la conférence conjointe de la BCE et de la Banque nationale de Belgique « *Crossing the chasm to the retail payments of tomorrow* », Bruxelles, novembre 2019.

l'Eurosystème a défini cinq objectifs que ces solutions devraient remplir : a) la portée paneuropéenne et une expérience client satisfaisante, b) le caractère pratique et peu coûteux, c) la sécurité et l'efficacité, d) la marque et la gouvernance européennes, et e) l'acceptation mondiale (à long terme). Dans ce contexte, l'Eurosystème a accueilli favorablement l'initiative européenne de paiement (*European payments initiative*), une initiative de marché visant à développer une solution de paiement basée sur un portefeuille numérique destinée aux consommateurs et aux commerçants européens, qui couvrirait les paiements en magasin, en ligne et de personne à personne, ainsi que les retraits d'espèces ¹³. Ce faisant, la BCE a encouragé la poursuite de l'objectif d'une solution paneuropéenne et, en ce sens, incluant tous les marchés. L'Eurosystème soutiendrait également d'autres solutions de paiement, sous réserve qu'il soit établi qu'elles permettent de remplir les cinq objectifs clés mentionnés précédemment ¹⁴.

En octobre 2020, l'Eurosystème a complété sa stratégie par des objectifs supplémentaires afin de soutenir le déploiement complet des paiements instantanés, l'amélioration des paiements transfrontières au-delà de L'UE et le soutien actif à l'innovation, en gardant à l'esprit la soutenabilité et l'accessibilité ¹⁵.

En maintenant comme première priorité son soutien à une solution paneuropéenne de paiement aux points d'interaction, l'Eurosystème a cherché à couvrir d'autres domaines nécessitant des efforts pour progresser vers un marché des paiements de détail en euros intégré, innovant et compétitif. La stratégie visait notamment à remédier à la lenteur du déploiement et de l'adoption des paiements instantanés depuis le lancement des virements SEPA instantanés. La fourniture de paiements instantanés sur une base paneuropéenne est un moteur essentiel des solutions de paiement de détail innovantes dans le cadre de SEPA et devrait libérer des gains d'efficacité non réalisés. À ce titre, l'un des principaux objectifs de la stratégie de l'Eurosystème en matière de paiements de détail est le déploiement complet des paiements instantanés.

En plus de continuer à collaborer avec les intervenants de marché, l'Eurosystème a élargi ces dernières années l'éventail des acteurs avec lesquels il interagit. L'Eurosystème collabore avec les acteurs du marché tant du côté de la demande que de l'offre. Compte tenu des caractéristiques de réseau du secteur des paiements de détail, qui nécessite une coopération pour être en mesure d'affronter la concurrence, l'Eurosystème a cherché à rassembler les acteurs concernés. Cet objectif a été atteint notamment via le Conseil des paiements de détail en euros (*Euro Retail Payments Board, ERPB*) qui, dans le cadre d'une structure simplifiée, a réuni une représentation équilibrée de l'offre et de la demande sur le marché des paiements de détail en euros afin de favoriser un marché

¹³ Cf. « [La BCE salue l'initiative de lancement d'une nouvelle solution de paiement européenne](#) », communiqué de presse, BCE, 2 juillet 2020 ; et « [ECB welcomes the EPI's progress on building a European payment solution](#) », MIP News, BCE, 25 avril 2023.

¹⁴ Il convient de noter que d'autres initiatives, reposant par exemple sur l'interopérabilité, visent à remplir les principaux objectifs de la stratégie de l'Eurosystème en matière de paiements de détail.

¹⁵ Cf. Panetta (F.), « [On the edge of a new frontier: European payments in the digital age](#) », discours prononcé lors de la conférence de la BCE intitulée « [A new horizon for pan-European payments and digital euro](#) », Francfort-sur-le-Main, octobre 2020.

innovant, intégré et compétitif ¹⁶. Depuis sa création fin 2013, l'ERPB a joué un rôle déterminant en garantissant que l'évolution du marché des paiements de détail en euros n'entraîne pas une fragmentation. Cela a été le cas pour les paiements instantanés et, plus récemment, pour l'*open banking*, en particulier à l'initiative des différents dispositifs paneuropéens correspondants en développement ¹⁷. En ce qui concerne les tendances émergentes en matière de fraude, l'ERPB a décidé en mai 2023 de remédier à ce problème en priorité. Le résultat de ces travaux devrait permettre d'établir une cartographie des actions possibles en matière de prévention, d'atténuation et d'enquête relatives à la fraude par les différents types d'acteurs. Cette cartographie respectera les exigences en matière de protection des données et sera fondée sur une analyse de l'état actuel de la fraude aux instruments de paiement de détail, en mettant l'accent sur les nouveaux modes opératoires et les nouvelles techniques. Au-delà de cet échange institutionnel structuré via l'ERPB, l'Eurosystème a cherché à élargir le champ de ses interactions en tenant compte de l'évolution de l'écosystème des paiements. À cet égard, dans le cadre de sa stratégie en matière de paiements de détail, l'Eurosystème a mis en place un « dialogue européen sur les paiements des fintechs » (*European fintech payments dialogue*) afin de débattre de thèmes liés aux paiements. Contrairement à l'ERPB, ce dialogue n'est pas organisé sous la forme d'un groupe permanent d'associations d'acteurs, mais plutôt en invitant des entreprises individuelles à participer en fonction du sujet traité.

L'Eurosystème a révisé et actualisé sa stratégie en matière de paiements de détail en 2023, compte tenu des évolutions intervenues depuis son adoption, et a confirmé les objectifs précédents tout en ajoutant la résilience à la liste ¹⁸.

Afin de garantir qu'elle continue de répondre aux objectifs fixés, l'Eurosystème a revu sa stratégie à la lumière des évolutions externes qui ont modifié le paysage des paiements depuis son adoption initiale en 2019 et son extension en 2020. En particulier, elles portent sur la préférence de plus en plus marquée des consommateurs pour les paiements électroniques, le rôle croissant des Big Techs dans les solutions de paiement de détail et la guerre menée par la Russie contre l'Ukraine, qui a entraîné des travaux intenses visant à améliorer la résilience de l'infrastructure des paiements de détail. Ces évolutions ont confirmé les objectifs précédents de la stratégie de l'Eurosystème en matière de paiements de détail, tout en nécessitant de modifier les actions prévues et d'ajouter un nouvel objectif pour renforcer la résilience des paiements de détail. À l'issue de cette révision, la stratégie conserve son objectif premier de promouvoir le développement d'une solution de paiement paneuropéenne aux points d'interaction. Le deuxième objectif majeur de la stratégie, le déploiement complet des paiements instantanés, a été élargi pour couvrir plus généralement le renforcement du « SEPA classique ». Cette activité englobe les aspects supplémentaires suivants : a) la nécessité de rendre pérennes les dispositifs actuels de prélèvements et de virements SEPA ;

¹⁶ Pour plus d'informations sur l'ERPB (mandat, composition, documentation relative aux réunions, déclarations, etc.), cf. la [page de l'ERPB](#) sur le site internet de la BCE.

¹⁷ Pour les paiements instantanés, il s'agit du système de virement SEPA instantané en euros évoqué précédemment dans l'article. Pour l'*open banking*, c'est le système d'accès aux comptes de paiement SEPA (*SEPA Payment Account Access Scheme*).

¹⁸ Cf. « [The Eurosystem's retail payments strategy – priorities for 2024 and beyond](#) ».

b) le développement du système d'accès aux comptes de paiement SEPA (*SEPA Payment Account Access Scheme*) sous l'égide du Conseil européen des paiements comme pierre angulaire du développement de l'*open banking* ; et c) la nécessité de prendre des mesures d'exécution juridique contre la pratique de la discrimination à l'IBAN qui empêche un payeur d'utiliser un compte de paiement ouvert dans un autre pays de l'espace SEPA. L'amélioration des paiements transfrontières et le soutien apporté à l'innovation, à la transformation numérique et à l'écosystème de paiement européen demeurent des objectifs supplémentaires. Compte tenu des récentes évolutions géopolitiques extérieures, l'objectif de renforcer la résilience des paiements de détail a été ajouté à la stratégie afin de refléter la nécessité de mener une action de catalyseur dans les opérations de paiement de détail, à côté des travaux liés à la supervision menés dans ce domaine.

La réponse de l'Eurosystème en matière de surveillance

Les activités de surveillance de l'Eurosystème relatives aux paiements de détail et aux systèmes de paiement de détail visent à garantir leur sécurité et leur efficacité.

La surveillance, mission statutaire de l'Eurosystème, est définie comme « (...) une fonction de banque centrale qui favorise les objectifs de sécurité et d'efficience par le suivi des systèmes existants et à venir, par l'évaluation de ces systèmes à l'aune ces objectifs et, si nécessaire, par l'introduction de changements »¹⁹. La surveillance de l'Eurosystème a une approche holistique du système de paiement comprenant les paiements de gros comme de détail. Pour ces derniers paiements, l'Eurosystème a fixé ses exigences et ses attentes en matière de surveillance des systèmes de paiement de détail²⁰, ainsi que celles qui s'appliquent aux instruments, systèmes et dispositifs de paiement électronique (PISA)²¹. En ce qui concerne la surveillance des systèmes de paiement d'importance systémique (*Systemically Important Payment Systems, SIPS*), la BCE applique une législation contraignante (*hard law*) et a publié un règlement²². S'agissant de la surveillance des paiements non-SIPS et des paiements électroniques dans le cadre du PISA, l'Eurosystème applique une législation souple (*soft law*) fondée sur la persuasion morale – même s'il n'est pas à exclure que l'Eurosystème utilise également ses pouvoirs réglementaires et émette des

¹⁹ Cf. « *Central bank oversight of payment and settlement systems* », Comité sur les systèmes de paiement et de règlement, Banque des règlements internationaux, mai 2005.

²⁰ Cf. « *Revised oversight framework for retail payment systems* », BCE, février 2016. Les systèmes de paiement de détail sont des dispositifs formels de transmission, de compensation et/ou de règlement des obligations monétaires contractées entre leurs membres sur la base des paiements effectués par leurs clients.

²¹ Cf. « *Eurosystem oversight framework for electronic payment instruments, schemes and arrangements* », BCE, novembre 2021.

²² Règlement de la Banque centrale européenne (UE) n° 795/2014 du 3 juillet 2014 concernant les exigences de surveillance applicables aux systèmes de paiement d'importance systémique (JO L 217, 23.07.2014, p. 16).

règlements pour les paiements non-SIPS et les paiements électroniques.
Ces cadres de surveillance sont expliqués plus en détail dans la suite de l'article.

Confrontés à un écosystème des paiements de détail en mutation, les autorités de surveillance suivent et évaluent les diverses évolutions des paiements de détail et s'assurent que les normes, les prévisions et les cadres de surveillance restent adaptés. Les normes de surveillance sont généralement élaborées en premier lieu au niveau international, ainsi que sur la base des contributions des banques centrales. L'Eurosystème contribue à ces initiatives mondiales, par exemple via les travaux du Comité sur les paiements et les infrastructures de marché (CPIM)²³, qui, avec l'Organisation internationale des commissions de valeur (OICV), a établi les principes du CPIM-OICV pour les infrastructures de marchés financiers (PIMF). Ces principes ont ensuite été adoptés au niveau de l'Eurosystème comme normes de surveillance²⁴. Les exigences sont régulièrement examinées pour vérifier qu'elles continuent de répondre aux objectifs fixés. Ainsi, en 2021, le cadre de surveillance PISA de l'Eurosystème a été établi. Ce cadre est fondé sur des normes internationales et élargit le périmètre de surveillance de l'Eurosystème aux jetons de paiement numérique et aux portefeuilles numériques. De même, en 2022, le CPIM-OICV a fourni des orientations sur l'application des PIMF aux dispositifs de jetons de valeur stable (*stablecoins*)²⁵.

Dans le cadre de la surveillance des différents acteurs du paiement au sein de l'écosystème de paiements de détail en mutation, plusieurs principes s'appliquent, notamment le principe « même fonction – même risque – mêmes règles », la neutralité technologique et la proportionnalité. Le premier principe, « même fonction – même risque – mêmes règles », signifie qu'une innovation dans les paiements de détail fait l'objet d'une vérification afin de déterminer si elle a des similarités avec des services existants. S'il existe en matière de fonction et de risque, les mêmes règles sont appliquées. Lorsque de nouveaux risques apparaissent, il est possible que les règles de surveillance prudentielle nécessitent d'être adaptées afin de garantir qu'elles tiennent compte des nouveaux risques et puissent les prendre en compte. Par exemple, dans le cadre de l'ajout des portefeuilles de paiement numériques à son périmètre de surveillance, l'Eurosystème a conclu que les règles prudentielles existantes pouvaient de manière générale s'appliquer, malgré quelques exceptions et clarifications nécessaires. Le deuxième principe, celui de neutralité technologique, signifie que les normes de surveillance ne sont pas conçues pour des technologies spécifiques et ne les déterminent pas, mais sont fondées sur des principes, l'accent étant mis sur les résultats de la surveillance prudentielle. Bien sûr, les nouvelles technologies utilisées dans le domaine des paiements de détail doivent être totalement comprises par les superviseurs afin pour eux d'être capables de juger si ces technologies soulèvent ou non des préoccupations ou des risques spécifiques. La technologie des registres distribués, pour laquelle l'analyse prudentielle se concentre sur les impacts de cette technologie sur, notamment, le risque opérationnel ou le caractère définitif du

²³ Précédemment connu sous le nom de Comité sur les systèmes de paiement et de règlement (CSPR).

²⁴ Cf. « Principes pour les infrastructures de marchés financiers », CSPR-OICV, avril 2012.

²⁵ Cf. « Application des principes pour les infrastructures des marchés financiers », CPIM-OICV, juillet 2022.

règlement, en constitue un exemple. Avec le troisième principe – la proportionnalité – les solutions de paiements de détail qui sont nouvelles et dont l'activité est initialement limitée ou, du point de vue global des systèmes de paiements, sont moins significatives en volume et en valeur, pourraient n'avoir à satisfaire que des exigences moins strictes, être soumises à des déclarations ou autres activités dans le cadre de la surveillance prudentielle moins intensives, voire être totalement exemptées de surveillance. Dans le contexte d'un paysage des paiements de masse en évolution, il est important pour les entreprises de plus petite taille ou nouvelles de pouvoir développer leurs innovations en matière de paiements de détail en étant soumis à une surveillance prudentielle moins stricte (étant donné l'ampleur limitée des risques) et pour les activités de surveillance de se concentrer sur les acteurs des paiements dont la pertinence ou l'importance systémique sont plus élevées. Cela étant, même les entreprises les plus petites ou nouvelles sont explicitement invitées à satisfaire aux exigences prudentielles et devraient avoir pour ambition de le faire.

L'Eurosystème supervise tous les systèmes de paiements de détail de la zone euro. Cela inclut les systèmes de paiements de détail d'importance systémique et classés comme SIPS, les systèmes de paiements de détail d'importance élevée ainsi que les autres systèmes de paiements de détail ²⁶. Les SIPS doivent se conformer au règlement SIPS, qui définit des exigences strictes, juridiquement contraignantes et décrit les outils utilisés par l'Eurosystème pour exercer ses pouvoirs (notamment de possibles visites sur place pour collecter des informations directes et le recours à des sanctions pécuniaires en cas de manquement grave). Les systèmes de paiements de détail qui ne sont pas d'importance systémique doivent satisfaire à des exigences moins nombreuses mais importantes fondées sur une approche prudentielle basée sur la persuasion morale.

À la lumière d'un écosystème de paiements de détail en mutation, les systèmes de paiement candidats à la surveillance prudentielle font l'objet d'un examen régulier. Cela a, par exemple, conduit à l'inclusion des systèmes de paiement instantané et des systèmes de paiement par carte dans le cadre de la surveillance exercée par l'Eurosystème. Autre exemple, la fonction dite de transfert d'un dispositif de jetons de valeur stable (appelés « jetons de monnaie électronique » et « jetons se référant à des actifs » dans le règlement sur les marchés de crypto-actifs de l'UE (*Markets in Crypto-Assets Regulation*, MiCAR)) pourrait relever de la surveillance exercée par l'Eurosystème. De plus, en qualité d'autorité de surveillance, l'Eurosystème évalue également les liens entre les systèmes de paiement de détail, par exemple les liens visant à faciliter les paiements de détail transfrontières.

En 2021, l'Eurosystème a introduit le nouveau cadre de surveillance des instruments, des systèmes et des dispositifs de paiement électronique (cadre de surveillance PISA) ²⁷. Le cadre PISA définit un ensemble de principes de surveillance harmonisés, fondés sur les normes internationales, afin d'évaluer la

²⁶ Pour une vue d'ensemble des systèmes de paiement faisant l'objet d'une surveillance, cf. la [page internet consacrée aux systèmes de paiement](#) sur le site internet de la BCE.

²⁷ Cf. « *The Eurosystem oversight framework for electronic payments (PISA) is published* », *MIP News*, BCE, 22 novembre 2021.

sûreté et l'efficacité des instruments, des systèmes et des dispositifs de paiement électroniques. Il remplace la précédente approche et les précédentes normes de l'Eurosystème en matière de surveillance des instruments de paiement. Le cadre PISA est pérenne et agile et constitue une réponse aux évolutions du marché des paiements de détail. Son périmètre inclut tous les instruments de paiement de détail communs ainsi que les dispositifs de paiement gérés par un organe de gouvernance, qui définit les règles permettant aux utilisateurs finaux d'effectuer un paiement à l'aide d'un instrument de paiement électronique. Les systèmes de paiement par carte, de monnaie électronique, de jetons de paiement numériques et de virements constituent des exemples de ces systèmes de paiement. La surveillance PISA inclut également des dispositifs de paiement, qui sont un ensemble de fonctionnalités opérationnelles facilitant l'utilisation des instruments de paiement électroniques par les utilisateurs finaux. Il s'agit par exemple des portefeuilles de paiement numériques. La politique d'exemption PISA stipule que seules les entités PISA globalement pertinentes pour le système de paiement font l'objet d'une surveillance, tandis que les autres font l'objet soit d'un suivi, soit d'une exemption ²⁸.

L'Eurosystème dans son rôle d'autorité de surveillance met fortement l'accent sur la capacité de résistance opérationnelle numérique ²⁹.

La capacité de résistance opérationnelle numérique est étroitement liée à la numérisation. En 2018, l'Eurosystème a développé sa stratégie de cyber-résistance pour les infrastructures de marchés financiers, qui s'applique également aux systèmes de paiement de détail. Les éléments clés de cette stratégie sont a) l'évaluation des entités surveillées par rapport aux attentes détaillées en matière de surveillance de la capacité de résistance informatique (*cyber resilience oversight expectations*, CROE), b) des enquêtes régulières sur l'informatique afin d'évaluer le niveau du cyber-positionnement des entités surveillées et c) un cadre pour la pratique de tests d'intrusions fondés sur les menaces. Le cadre, appelé cadre européen de tests pour un cyber-piratage éthique fondé sur les renseignements sur les menaces (*Threat Intelligence Based Ethical Red Teaming*, TIBER-EU), est utilisé pour tester la capacité de résistance des entités contre les cyber-attaques en configuration réelle, mais contrôlée. Même si elle ne fait pas partie de la panoplie des outils de surveillance, la stratégie inclut également un pilier sur l'engagement de l'autorité de réglementation et du secteur, dans le cadre duquel le comité de cyberrésistance de l'euro pour les infrastructures financières paneuropéennes (*Euro Cyber Resilience Board for pan-European Financial Infrastructures*, ECRB) a été mis en place. L'ECRB réunit le secteur et les régulateurs au sein d'un groupe de confiance et, sous l'égide de ce groupe (non soumis à la surveillance et au contrôle du respect de la réglementation), un cadre pour le partage des informations et renseignements électroniques entre les infrastructures de marché de l'ECRB a été créé (*Cyber Information and Intelligence Sharing Initiative*, CIISI-EU). Pour les fournisseurs de services liés aux technologies de l'information et de la communication (TIC),

²⁸ Pour une vue d'ensemble des systèmes et des dispositifs de paiement faisant l'objet d'une surveillance, cf. la [page internet consacrée aux systèmes et dispositifs de paiements](#) sur le site internet de la BCE

²⁹ Pour plus d'information, cf. la [page sur la cyber-résistance et les infrastructures de marchés financiers](#) sur le site internet de la BCE.

l'Eurosystème demande à chaque entité contrôlée d'identifier et de gérer avec soin les prestataires de services TIC tiers auxquels elle fait appel. De plus, les autorités de surveillance s'intéressent à l'identification des fournisseurs de services TIC tiers importants pour le système de paiement dans son ensemble. Elles réalisent par conséquent des enquêtes régulières afin d'identifier les fournisseurs de services et surveillent les plus importants d'entre eux, de manière directe ou indirecte.

L'analyse des fraudes aux paiements de détail constitue un autre exemple de la réponse prudentielle à l'évolution de l'écosystème des paiements.

Ces dernières années, l'analyse s'est concentrée sur les fraudes aux cartes de paiement, mais connaît à présent une expansion pour inclure d'autres instruments de paiement de détail compte tenu de la disponibilité d'une quantité plus importante de données³⁰. Cette activité aide les autorités de surveillance à comprendre les tendances et soutient l'élaboration de mesures adaptées pour réduire la fraude, en agissant de concert avec les autres autorités et les législateurs de façon adéquate. Un exemple récent de mesure efficace est la mise en œuvre d'une authentification forte du client, qui a été introduite dans le cadre de la directive révisée de l'UE sur les services de paiement³¹.

La nécessité de garantir un accès continu à la monnaie publique

L'Eurosystème s'engage à garantir que le public conserve la liberté de choix dans son utilisation des instruments de paiement et en particulier l'accès continu à la monnaie publique sous forme d'espèces. Comme souligné dans l'encadré 1, malgré une baisse progressive de l'utilisation des espèces, celles-ci restent un moyen de paiement clef dans les points de vente et pour les paiements de personne à personne. La majorité des consommateurs ont également exprimé le souhait de disposer de l'option d'un paiement en espèces³². La stratégie fiduciaire de l'Eurosystème vise à garantir que les espèces restent largement disponibles et acceptées comme moyen de paiement et comme réserve de valeur³³. Des efforts sont actuellement réalisés au niveau de la zone euro et de chaque pays pour suivre l'adéquation de l'accès aux espèces, notamment l'élaboration et l'amélioration continue d'une méthodologie commune pour l'Eurosystème visant à mesurer l'accès aux espèces³⁴. À cet égard, l'Eurosystème accueille favorablement la proposition de règlement de la Commission européenne sur le cours légal des billets de banque et des pièces en euros³⁵.

³⁰ Cf. « [Report on card fraud in 2020 and 2021](#) », BCE, mai 2023.

³¹ Directive (UE) 2015/2366 du Parlement européen et du Conseil du 25 novembre 2015 concernant les services de paiement dans le marché intérieur, modifiant les directives 2002/65/CE, 2009/110/CE et 2013/36/UE et le règlement (UE) n 1093/2010, et abrogeant la directive 2007/64/CE (JO L 337, 23.12.2015, p. 35).

³² Cf. l'article intitulé « *Is there a digital divide in payments? Understanding why cash remains crucial for many* », *Bulletin économique*, BCE, 2024, à paraître.

³³ Cf. la [page consacrée à la stratégie fiduciaire de l'Eurosystème](#) sur le site internet de la BCE.

³⁴ Cf. l'article intitulé « *Garantir la liberté de choisir son moyen de paiement : l'accès aux espèces dans la zone euro* », *Bulletin économique*, n° 5, BCE, 2022.

³⁵ Cf. « [Avis de la Banque centrale européenne du 13 octobre 2023 sur une proposition de règlement relatif au cours légal des billets de banque et des pièces en euros \(CON/2023/31\)](#) », BCE, octobre 2023.

Compte tenu de la tendance croissante à la numérisation, l'Eurosystème mène un projet d'euro numérique afin de se préparer à mettre la monnaie publique à disposition des personnes et des entreprises sous forme numérique, parallèlement aux espèces. Un euro numérique offrirait aux personnes une option supplémentaire pour opérer des règlements avec un équivalent électronique aux espèces. Il garantirait également que la monnaie publique reste disponible malgré la numérisation croissante des paiements. Un euro numérique coexisterait avec les espèces, sans s'y substituer. Après une phase d'investigation analysant comment un euro numérique pourrait être conçu et distribué, ainsi que l'impact qu'il pourrait exercer sur le marché, en novembre 2023, l'Eurosystème a lancé une phase préparatoire pour poser les bases d'un potentiel euro numérique ³⁶. La première étape de la phase préparatoire devrait permettre la finalisation de certains éléments conceptuels d'un euro numérique et la préparation de l'élaboration et de l'expérimentation de cette architecture. En se fondant sur les résultats de ces travaux, prévus pour durer deux ans, et sur l'élaboration du cadre législatif de l'euro numérique, l'Eurosystème décidera de poursuivre ou non avec une deuxième étape. Le lancement de la phase préparatoire n'exclut cependant pas une décision de l'Eurosystème sur l'émission ou non d'un euro numérique. Il vise simplement à garantir que l'Eurosystème est préparé au cas où la décision de poursuivre plus avant serait prise.

Le projet d'euro numérique est complémentaire aux espèces, mais aussi à l'élaboration d'une solution de paiement paneuropéenne pilotée par le marché sur le point d'interaction et la poursuite du renforcement du SEPA « classique ». Cette approche combinée reflète la nécessité d'atteindre l'autonomie stratégique en matière de paiements de détail, afin de rendre les paiements de détail plus résilients en garantissant la liberté de choix et afin de prendre en considération différents cas d'usage et préférences des usagers. Un euro numérique pourrait contribuer aux objectifs de la stratégie de l'Eurosystème en matière de paiement de détail de multiples façons. Il pourrait par exemple permettre une solution de paiement paneuropéenne, en s'appuyant autant que possible sur les normes, composantes et technologies existantes pour ce secteur et ainsi jouer un rôle clef pour que les solutions de paiement privé atteignent une dimension paneuropéenne et étendent leurs cas d'usage.

4 Pour l'avenir

Les tendances actuellement à l'œuvre sur le marché du paiement de détail en euros vont probablement encore s'accélérer, obligeant l'Eurosystème à rester vigilant afin de garantir la sécurité et l'efficacité des paiements de détail et l'accès à la monnaie publique selon divers scénarios. Cela signifie qu'il conviendra de suivre la stratégie de l'Eurosystème concernant les paiements de détail et de mettre en œuvre un suivi actif. Cela signifie aussi appliquer une surveillance continue des entités contrôlées de façon individuelle, identifier les

³⁶ Cf. « [L'Eurosystème ouvre la prochaine étape du projet d'euro numérique](#) », *communiqué de presse*, 18 octobre 2023 ; et le [la page consacrée à l'euro numérique](#) sur le site internet de la BCE.

tendances en matière de paiements et garantir que les cadres de surveillance restent adaptés à un écosystème en évolution et que les exigences prudentielles soient mises en œuvre de façon approfondie. L'Eurosystème poursuivra également ses travaux sur le projet d'euro numérique afin d'être en mesure d'émettre un euro numérique le cas échéant.

Pour mener à bien ces activités, l'Eurosystème continuera d'interagir avec les parties prenantes et, lorsque cela est pertinent, de renforcer les échanges et la collaboration avec les instances compétentes et les intervenants de marché concernés. L'Eurosystème a instauré deux groupes de haut niveau, qui réunissent les intervenants concernés pour promouvoir un marché des paiements de détail en euros intégré, innovant et compétitif – parallèlement à l'ERP – et pour sensibiliser, catalyser les initiatives conjointes et partager les bonnes pratiques sur la cyber-résistance – avec l'ECRB. Outre ces interactions structurées, la contribution des acteurs de marché autres que les intervenants traditionnels du marché des paiements est sollicitée. L'Eurosystème a nettement intensifié ses interactions avec les fintechs, en organisant des rencontres dédiées sur une sélection de sujets.

L'Eurosystème coopère avec d'autres banques centrales et autorités compétentes dans le monde entier, compte tenu de la nature internationale des évolutions et des cas d'usage. Les normes et la coopération internationales sont essentielles pour faire face à un écosystème des paiements en mutation. En participant à des instances internationales telles que le CPIM, organisé par la Banque des règlements internationaux, la BCE contribue activement à l'élaboration des normes internationales. La coopération internationale est également importante pour la surveillance commune des entités de paiements actives au niveau international et ainsi garantir que les besoins de chaque juridiction concernée soient pris en compte et que tout arbitrage réglementaire soit évité.

Statistiques

(disponible uniquement en anglais)

Statistics

Contents

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

Further information

Data published by the ECB can be accessed from the ECB Data Portal:

<https://data.ecb.europa.eu/>

Detailed tables are available in the "Publications" section of the ECB Data Portal:

<https://data.ecb.europa.eu/publications>

Methodological definitions, general notes and technical notes to statistical tables can be found in the "Methodology" section of the ECB Data Portal:

<https://data.ecb.europa.eu/methodology>

Explanations of terms and abbreviations can be found in the ECB's statistics glossary:

<http://www.ecb.europa.eu/home/glossary/html/glossa.en.html>

Conventions used in the tables

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

1 External environment

1.1 Main trading partners, GDP and CPI

	GDP ¹⁾ (period-on-period percentage changes)						CPI (annual percentage changes)						
	G20	United States	United Kingdom	Japan	China	Memo item: euro area	OECD countries		United States	United Kingdom (HICP)	Japan	China	Memo item: euro area ²⁾ (HICP)
							Total	excluding food and energy					
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
2021	6,5	5,8	8,7	2,6	8,4	5,9	4,0	2,9	4,7	2,6	-0,3	0,9	2,6
2022	3,2	1,9	4,3	1,0	3,0	3,4	9,5	6,7	8,0	9,1	2,5	1,9	8,4
2023	.	.	.	.	.	.	.	.	4,1	7,4	.	0,3	5,4
2022 Q4	0,5	0,6	0,1	0,2	0,8	-0,1	10,1	7,5	7,1	10,8	3,8	1,8	10,0
2023 Q1	1,0	0,6	0,3	1,2	2,3	0,1	8,6	7,2	5,8	10,2	3,6	1,3	8,0
Q2	0,6	0,5	0,0	0,9	0,5	0,1	6,5	6,9	4,0	8,4	3,3	0,1	6,2
Q3	0,7	1,2	-0,1	-0,7	1,3	-0,1	6,2	6,7	3,5	6,7	3,2	-0,1	5,0
2023 July	.	.	.	.	.	.	5,9	6,7	3,2	6,8	3,3	-0,3	5,3
Aug.	.	.	.	.	.	.	6,4	6,8	3,7	6,7	3,1	0,1	5,2
Sep.	.	.	.	.	.	.	6,2	6,6	3,7	6,7	3,0	0,0	4,3
Oct.	.	.	.	.	.	.	5,6	6,5	3,2	4,6	3,3	-0,2	2,9
Nov.	.	.	.	.	.	.	5,4	6,3	3,1	3,9	2,8	-0,5	2,4
Dec.	.	.	.	.	.	.	.	.	3,4	4,0	2,6	-0,3	2,9

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

1) Quarterly data seasonally adjusted; annual data unadjusted.

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

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

	Purchasing Managers' Surveys (diffusion indices; s.a.)									Merchandise imports ¹⁾		
	Composite Purchasing Managers' Index						Global Purchasing Managers' Index ²⁾			Global	Advanced economies	Emerging market economies
	Global ²⁾	United States	United Kingdom	Japan	China	Memo item: euro area	Manufacturing	Services	New export orders			
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
2021	54,7	59,6	55,9	49,4	52,0	54,9	53,7	55,0	52,1	11,3	9,9	12,8
2022	50,6	50,7	53,0	50,3	48,2	51,4	49,9	51,0	47,8	2,7	4,2	1,0
2023	52,0	51,2	51,2	51,8	52,5	49,7	49,8	52,3	47,6	.	.	.
2023 Q1	51,7	49,7	51,3	51,6	53,3	52,0	50,1	52,2	48,3	-1,2	-1,0	-1,3
Q2	54,0	53,6	53,9	53,1	53,9	52,3	51,1	54,9	48,3	-0,3	-1,4	0,9
Q3	51,5	50,8	49,3	52,3	51,5	47,5	50,3	51,8	48,1	-0,7	-0,7	-0,8
Q4	51,0	50,8	50,5	50,0	51,4	47,2	50,3	51,3	48,8	.	.	.
2023 Aug.	51,2	50,2	48,6	52,6	51,7	46,7	50,3	51,5	48,0	-0,8	-1,1	-0,5
Sep.	51,0	50,2	48,5	52,1	50,9	47,2	50,8	51,0	48,7	-0,7	-0,7	-0,8
Oct.	50,6	50,7	48,7	50,5	50,0	46,5	49,7	50,9	48,5	0,4	0,4	0,4
Nov.	50,9	50,7	50,7	49,6	51,6	47,6	50,7	51,0	49,0	0,8	1,1	0,5
Dec.	51,6	50,9	52,1	50,0	52,6	47,6	50,3	52,0	48,9	.	.	.
2024 Jan.	.	52,3	52,5	.	.	47,9	.	.	.	.	.	.

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

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

2) Excluding the euro area.

2 Economic activity

2.1 GDP and expenditure components

(quarterly data seasonally adjusted; annual data unadjusted)

	GDP											
	Total	Domestic demand								External balance ¹⁾		
		Total	Private consumption	Government consumption	Gross fixed capital formation			Changes in inventories ²⁾	Total	Exports ¹⁾	Imports ¹⁾	
					Total construction	Total machinery	Intellectual property products					
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
Current prices (EUR billions)												
2020	11 517,2	11 106,0	5 951,3	2 579,7	2 534,3	1 236,1	689,6	601,8	40,6	411,2	5 222,9	4 811,7
2021	12 474,8	11 979,4	6 352,2	2 737,4	2 728,4	1 390,3	761,3	570,3	161,4	495,5	6 171,6	5 676,2
2022	13 491,9	13 248,2	7 062,9	2 899,2	3 019,6	1 561,8	847,0	603,8	266,4	243,7	7 436,2	7 192,5
2022 Q4	3 457,8	3 383,6	1 828,1	742,7	774,7	398,4	219,0	155,6	38,1	74,2	1 912,7	1 838,5
2023 Q1	3 526,3	3 393,6	1 854,0	738,6	783,5	405,1	223,5	153,1	17,5	132,7	1 894,7	1 762,0
Q2	3 570,5	3 435,1	1 871,4	752,0	787,9	404,2	226,3	155,6	23,7	135,4	1 858,5	1 723,1
Q3	3 592,2	3 457,0	1 894,7	761,0	794,4	406,3	228,9	157,3	6,9	135,2	1 829,1	1 693,9
<i>as a percentage of GDP</i>												
2022	100,0	98,2	52,3	21,5	22,4	11,6	6,3	4,5	2,0	1,8	-	-
Chain-linked volumes (prices for the previous year)												
<i>quarter-on-quarter percentage changes</i>												
2022 Q4	-0,1	-0,5	-0,8	0,5	-0,4	-0,6	-0,8	0,6	-	-	-0,3	-1,1
2023 Q1	0,1	-0,6	0,1	-0,5	0,4	0,8	2,0	-2,8	-	-	-0,4	-1,7
Q2	0,1	0,8	0,0	0,2	-0,1	-0,9	0,2	1,4	-	-	-1,1	0,0
Q3	-0,1	-0,1	0,3	0,4	0,0	-0,4	0,4	0,5	-	-	-1,2	-1,2
<i>annual percentage changes</i>												
2020	-6,1	-5,7	-7,7	1,0	-5,9	-3,4	-11,6	-3,9	-	-	-9,1	-8,5
2021	5,9	4,7	4,4	4,2	3,5	5,9	8,0	-6,5	-	-	11,5	9,2
2022	3,4	3,5	4,2	1,6	2,6	1,4	4,9	2,8	-	-	7,2	7,9
2022 Q4	1,9	1,2	1,3	0,7	0,9	-0,2	7,1	-3,9	-	-	4,6	3,3
2023 Q1	1,3	0,6	1,4	-0,2	1,8	-1,0	5,7	3,5	-	-	2,5	1,4
Q2	0,6	0,7	0,6	0,2	1,1	-1,3	4,7	2,4	-	-	-0,6	-0,4
Q3	0,0	-0,4	-0,4	0,6	-0,1	-1,0	1,8	-0,4	-	-	-3,0	-4,0
<i>contributions to quarter-on-quarter percentage changes in GDP; percentage points</i>												
2022 Q4	-0,1	-0,5	-0,4	0,1	-0,1	-0,1	0,0	0,0	-0,1	0,4	-	-
2023 Q1	0,1	-0,6	0,0	-0,1	0,1	0,1	0,1	-0,1	-0,6	0,7	-	-
Q2	0,1	0,7	0,0	0,1	0,0	-0,1	0,0	0,1	0,7	-0,6	-	-
Q3	-0,1	-0,1	0,1	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	-0,3	0,0	-	-
<i>contributions to annual percentage changes in GDP; percentage points</i>												
2020	-6,1	-5,5	-4,1	0,2	-1,3	-0,4	-0,8	-0,2	-0,3	-0,6	-	-
2021	5,9	4,8	2,4	1,0	0,9	0,7	0,5	-0,3	0,6	1,4	-	-
2022	3,4	3,5	2,2	0,3	0,6	0,2	0,3	0,1	0,3	0,0	-	-
2022 Q4	1,9	1,1	0,7	0,1	0,2	0,0	0,4	-0,2	0,1	0,8	-	-
2023 Q1	1,3	0,6	0,7	0,0	0,4	-0,1	0,3	0,2	-0,4	0,6	-	-
Q2	0,6	0,7	0,3	0,0	0,3	-0,2	0,3	0,1	0,1	-0,1	-	-
Q3	0,0	-0,5	-0,2	0,1	0,0	-0,1	0,1	0,0	-0,4	0,5	-	-

Sources: Eurostat and ECB calculations.

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

2) Including acquisitions less disposals of valuables.

2 Economic activity

2.2 Value added by economic activity

(quarterly data seasonally adjusted; annual data unadjusted)

	Gross value added (basic prices)											Taxes less subsidies on products
	Total	Agriculture, forestry and fishing	Manufacturing energy and utilities	Construction	Trade, transport, accommodation and food services	Information and communication	Finance and insurance	Real estate	Professional, business and support services	Public administration, education, health and social work	Arts, entertainment and other services	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
Current prices (EUR billions)												
2020	10 378,7	175,2	2 009,2	549,4	1 807,3	546,9	486,6	1 210,9	1 203,5	2 066,4	323,2	1 138,5
2021	11 191,7	186,6	2 220,1	594,6	2 021,5	598,5	515,1	1 247,2	1 297,7	2 173,0	337,6	1 283,1
2022	12 152,7	213,1	2 456,6	655,3	2 330,1	633,2	523,6	1 304,0	1 396,7	2 269,7	370,4	1 339,2
2022 Q4	3 134,3	55,8	639,1	169,3	600,9	161,8	138,2	335,5	359,8	579,7	94,2	323,5
2023 Q1	3 197,7	56,3	663,7	178,1	604,7	164,0	144,3	344,5	364,1	581,2	96,7	328,6
Q2	3 232,5	54,4	662,9	179,1	610,7	168,4	149,2	349,1	370,9	589,5	98,2	338,0
Q3	3 245,1	55,0	652,8	180,7	612,2	169,9	151,7	352,6	373,2	597,6	99,5	347,1
<i>as a percentage of value added</i>												
2022	100,0	1,8	20,2	5,4	19,2	5,2	4,3	10,7	11,5	18,7	3,0	-
Chain-linked volumes (prices for the previous year)												
<i>quarter-on-quarter percentage changes</i>												
2022 Q4	-0,1	0,2	-0,3	-0,2	-0,7	0,2	0,4	0,2	0,2	0,3	-1,2	0,0
2023 Q1	0,2	1,0	-1,1	1,9	0,2	0,9	-0,3	0,9	0,1	0,3	2,0	-0,7
Q2	0,0	0,0	-0,4	-0,8	0,0	1,4	0,6	-0,2	0,5	0,1	0,6	1,0
Q3	-0,1	-1,0	-1,0	-0,1	0,0	1,0	0,3	0,1	0,0	0,2	1,6	-0,7
<i>annual percentage changes</i>												
2020	-5,9	-1,8	-6,0	-5,3	-13,9	2,2	-0,5	-0,9	-5,4	-2,9	-18,1	-7,3
2021	5,8	1,1	8,7	2,9	7,9	9,3	5,6	1,9	6,6	3,5	4,3	7,1
2022	3,5	-3,2	1,3	1,1	7,5	5,8	0,2	2,3	4,7	1,9	11,9	2,5
2022 Q4	2,2	-3,1	1,5	-0,6	2,9	4,2	0,4	1,7	3,0	2,1	7,4	-0,9
2023 Q1	1,7	0,3	-0,1	0,7	2,5	5,1	0,3	1,9	1,8	1,7	6,7	-2,5
Q2	0,7	0,9	-1,0	-0,2	0,2	4,7	0,7	1,1	1,4	1,2	3,2	-0,5
Q3	0,1	0,1	-2,8	0,7	-0,5	3,5	0,9	1,1	0,9	0,8	2,9	-0,4
<i>contributions to quarter-on-quarter percentage changes in value added; percentage points</i>												
2022 Q4	-0,1	0,0	-0,1	0,0	-0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,1	0,0	-
2023 Q1	0,2	0,0	-0,2	0,1	0,0	0,0	0,0	0,1	0,0	0,0	0,1	-
Q2	0,0	0,0	-0,1	0,0	0,0	0,1	0,0	0,0	0,1	0,0	0,0	-
Q3	-0,1	0,0	-0,2	0,0	0,0	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,1	-
<i>contributions to annual percentage changes in value added; percentage points</i>												
2020	-5,9	0,0	-1,2	-0,3	-2,6	0,1	0,0	-0,1	-0,6	-0,5	-0,6	-
2021	5,8	0,0	1,8	0,2	1,4	0,5	0,3	0,2	0,8	0,7	0,1	-
2022	3,5	-0,1	0,3	0,1	1,4	0,3	0,0	0,3	0,5	0,4	0,4	-
2022 Q4	2,2	-0,1	0,3	0,0	0,5	0,2	0,0	0,2	0,4	0,4	0,2	-
2023 Q1	1,7	0,0	0,0	0,0	0,5	0,3	0,0	0,2	0,2	0,3	0,2	-
Q2	0,7	0,0	-0,2	0,0	0,0	0,2	0,0	0,1	0,2	0,2	0,1	-
Q3	0,1	0,0	-0,6	0,0	-0,1	0,2	0,0	0,1	0,1	0,2	0,1	-

Sources: Eurostat and ECB calculations.

2 Economic activity

2.3 Employment ¹⁾

(quarterly data seasonally adjusted; annual data unadjusted)

	Total	By employment status		By economic activity									
		Employees	Self-employed	Agriculture, forestry and fishing	Manufacturing, energy and utilities	Construction	Trade, transport, accommodation and food services	Information and communication	Finance and insurance	Real estate	Professional, business and support services	Public administration, education, health and social work	Arts, entertainment and other services
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
Persons employed													
<i>as a percentage of total persons employed</i>													
2020	100,0	86,0	14,0	3,0	14,6	6,2	24,4	3,0	2,4	1,0	13,8	24,8	6,6
2021	100,0	86,1	13,9	3,0	14,4	6,3	24,1	3,1	2,4	1,0	14,0	25,0	6,6
2022	100,0	86,2	13,8	2,9	14,2	6,4	24,4	3,2	2,3	1,0	14,1	24,8	6,5
<i>annual percentage changes</i>													
2020	-1,4	-1,5	-1,1	-2,5	-1,9	0,7	-3,9	1,9	0,4	0,7	-2,0	1,0	-3,0
2021	1,4	1,6	0,4	0,2	0,0	3,2	0,3	4,5	0,6	0,4	2,9	2,1	0,9
2022	2,3	2,4	1,2	-0,9	1,2	3,1	3,4	5,8	0,0	2,9	3,0	1,6	1,4
2022 Q4	1,5	1,7	0,8	-1,3	1,0	2,1	1,8	4,7	0,5	3,2	2,0	1,3	0,9
2023 Q1	1,6	1,7	1,4	-1,4	1,3	1,5	2,3	4,7	1,2	2,6	2,0	1,2	1,1
Q2	1,4	1,4	1,4	-2,4	1,1	0,7	2,0	3,8	1,2	2,7	2,1	1,1	0,3
Q3	1,3	1,2	1,5	-1,1	0,8	1,1	2,1	2,4	1,3	1,7	1,4	1,2	-0,1
Hours worked													
<i>as a percentage of total hours worked</i>													
2020	100,0	82,0	18,0	4,3	15,1	7,0	24,1	3,3	2,6	1,1	13,7	23,1	5,7
2021	100,0	81,8	18,2	4,1	15,0	7,3	24,3	3,4	2,5	1,1	14,0	22,6	5,8
2022	100,0	81,9	18,1	3,9	14,6	7,3	25,2	3,5	2,4	1,1	14,1	22,0	5,9
<i>annual percentage changes</i>													
2020	-8,0	-7,3	-11,2	-3,5	-7,6	-6,1	-14,7	-1,8	-2,2	-5,4	-8,2	-2,0	-12,7
2021	5,9	5,7	6,7	1,1	5,1	9,8	6,8	7,9	3,0	5,9	8,2	3,9	6,5
2022	3,4	3,5	3,0	-1,5	0,9	3,2	7,5	5,9	-0,1	4,6	4,0	0,7	5,8
2022 Q4	2,1	2,2	1,9	-1,3	1,1	3,0	3,1	5,0	1,2	3,7	2,8	1,0	2,6
2023 Q1	1,9	2,2	0,6	-1,0	1,6	1,3	2,8	4,3	1,3	1,9	2,3	1,2	2,1
Q2	1,5	1,6	1,0	-2,7	1,3	1,1	1,7	3,8	1,5	2,2	2,3	1,5	1,0
Q3	1,3	1,3	1,1	-1,3	0,6	1,4	1,8	1,8	1,3	2,0	1,6	1,4	0,9
Hours worked per person employed													
<i>annual percentage changes</i>													
2020	-6,7	-5,9	-10,2	-0,9	-5,8	-6,7	-11,3	-3,7	-2,6	-6,0	-6,4	-3,1	-10,0
2021	4,4	4,1	6,3	0,9	5,1	6,4	6,4	3,2	2,3	5,4	5,1	1,7	5,6
2022	1,1	1,1	1,7	-0,5	-0,3	0,1	4,0	0,2	-0,1	1,7	1,0	-0,9	4,3
2022 Q4	0,6	0,5	1,1	0,0	0,1	0,8	1,3	0,3	0,7	0,5	0,8	-0,4	1,7
2023 Q1	0,3	0,5	-0,8	0,5	0,4	-0,2	0,5	-0,3	0,1	-0,7	0,3	0,1	1,0
Q2	0,1	0,2	-0,4	-0,3	0,2	0,4	-0,3	0,0	0,3	-0,4	0,2	0,4	0,7
Q3	0,0	0,1	-0,4	-0,2	-0,1	0,3	-0,3	-0,6	0,0	0,3	0,2	0,2	1,0

Sources: Eurostat and ECB calculations.

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

2 Economic activity

2.4 Labour force, unemployment and job vacancies

(seasonally adjusted, unless otherwise indicated)

	Labour force, millions	Under-employment, % of labour force	Unemployment 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			51,2		48,8			
2020	162,758	3,5	12,964	8,0	3,0	10,381	7,0	2,584	18,1	6,644	7,6	6,320	8,3	1,8
2021	165,020	3,4	12,790	7,8	3,2	10,305	6,9	2,485	16,9	6,517	7,4	6,273	8,1	2,4
2022	167,789	3,1	11,339	6,8	2,7	9,080	6,0	2,259	14,6	5,686	6,4	5,653	7,2	3,1
2022 Q4	168,605	3,0	11,199	6,6	2,5	8,942	5,8	2,257	14,3	5,587	6,2	5,611	7,1	3,1
2023 Q1	169,462	3,0	11,132	6,6	2,5	8,929	5,8	2,203	13,9	5,596	6,2	5,536	7,0	3,1
Q2	169,827	3,0	11,033	6,5	2,3	8,765	5,7	2,268	14,3	5,567	6,2	5,466	6,9	3,0
Q3	169,965	2,9	11,167	6,6	2,3	8,851	5,7	2,316	14,6	5,634	6,2	5,533	6,9	2,9
2023 June	-	-	10,956	6,4	-	8,723	5,7	2,233	14,0	5,534	6,1	5,422	6,8	-
July	-	-	11,125	6,5	-	8,815	5,7	2,310	14,5	5,616	6,2	5,509	6,9	-
Aug.	-	-	11,016	6,5	-	8,704	5,7	2,311	14,5	5,578	6,2	5,438	6,8	-
Sep.	-	-	11,060	6,5	-	8,730	5,7	2,330	14,6	5,577	6,2	5,483	6,9	-
Oct.	-	-	11,069	6,5	-	8,693	5,6	2,375	14,8	5,570	6,2	5,498	6,9	-
Nov.	-	-	10,970	6,4	-	8,649	5,6	2,321	14,5	5,546	6,1	5,424	6,8	-

Sources: Eurostat and ECB calculations.

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

2) Not seasonally adjusted.

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

2.5 Short-term business statistics

	Industrial production						Construction production	Retail sales				Services production ¹⁾	New passenger car registrations	
	Total (excluding construction)		Main Industrial Groupings					Total	Food, beverages, tobacco	Non-food	Fuel			
	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														
2020	-7,7	-8,2	-7,2	-11,2	-4,3	-4,4	-5,4	-0,8	3,7	-2,3	-14,4	-9,8	-24,3	
2021	8,9	9,8	9,6	11,7	8,1	1,5	6,0	5,1	0,9	7,8	9,6	8,2	-2,9	
2022	2,3	3,0	-1,3	5,5	5,4	-3,7	2,3	0,7	-2,8	2,5	6,3	10,0	-4,3	
2022 Q1	1,6	2,1	1,0	0,3	6,3	-1,4	6,1	6,0	-1,5	11,4	12,4	12,5	-12,3	
Q2	2,0	2,6	-0,3	4,5	3,3	-1,8	2,7	1,1	-2,8	3,2	7,6	13,4	-16,2	
Q3	3,4	4,0	-1,7	9,9	3,1	-1,7	0,7	-0,6	-1,6	-0,6	3,1	9,1	1,5	
Q4	2,2	3,5	-4,4	7,2	8,9	-9,3	0,1	-2,8	-5,1	-2,0	3,4	6,2	15,2	
2023 July	-2,1	-1,9	-5,1	0,7	-1,4	-6,0	1,7	-0,8	-2,1	1,3	-1,6	3,4	16,5	
Aug.	-5,3	-5,0	-5,2	-7,0	-2,7	-5,8	-0,4	-1,8	-2,4	0,1	-7,2	2,6	23,6	
Sep.	-6,7	-6,8	-4,6	-9,5	-5,5	-6,0	0,3	-2,9	-0,8	-3,5	-6,6	2,2	8,8	
Oct.	-6,6	-7,1	-4,1	-9,7	-7,1	-0,9	-0,7	-0,8	-1,2	0,2	-5,9	1,8	14,1	
Nov.	-6,8	-7,6	-5,2	-10,3	-7,0	0,8	-2,2	-1,1	-0,7	-0,2	-4,5	.	6,0	
Dec.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	-4,3
month-on-month percentage changes (s.a.)														
2023 July	-1,3	-4,3	0,1	-3,0	0,8	1,0	0,6	0,0	0,2	0,2	-0,3	0,3	4,3	
Aug.	0,4	0,3	-0,3	0,5	0,4	-0,2	-1,0	-0,8	-0,5	-0,7	-2,4	0,3	4,2	
Sep.	-0,8	-0,5	-0,4	0,0	-1,1	-1,5	0,5	0,0	1,0	-0,8	0,5	-0,2	-1,9	
Oct.	-0,7	-0,7	-0,7	-1,1	-1,3	0,6	-0,6	0,4	-0,9	1,0	0,1	-0,4	-0,6	
Nov.	-0,3	-0,2	-0,6	-0,8	1,0	0,9	-1,0	-0,3	-0,1	-0,4	1,4	.	1,5	
Dec.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	-3,3

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

1) Excluding trade and financial services.

2 Economic activity

2.6 Opinion surveys (seasonally adjusted)

	European Commission Business and Consumer Surveys (percentage balances, unless otherwise indicated)							Purchasing Managers' Surveys (diffusion indices)				
	Economic sentiment indicator (long-term average = 100)	Manufacturing industry		Consumer confidence indicator	Construction confidence indicator	Retail trade confidence indicator	Service industries		Purchasing Managers' Index (PMI) for manufacturing	Manufacturing output	Business activity for services	Composite output
		Industrial confidence indicator	Capacity utilisation (%)				Services confidence indicator	Capacity utilisation (%)				
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
1999-20	99,7	-4,3	80,7	-10,7	-12,4	-7,0	7,3	-	51,4	52,5	52,7	52,6
2021	110,7	9,4	81,8	-7,4	4,2	-1,8	8,3	87,7	60,2	58,3	53,6	54,9
2022	101,9	4,8	82,0	-21,9	5,2	-3,8	9,3	90,1	52,1	49,3	52,1	51,4
2023	96,2	-5,9	.	-17,4	-2,3	-4,3	6,9	.	45,0	45,8	51,2	49,7
2023 Q1	99,0	0,0	81,3	-19,7	1,2	-1,0	9,0	90,0	48,2	49,8	52,8	52,0
Q2	96,8	-5,1	80,6	-17,0	-0,8	-4,1	7,4	90,3	44,7	46,4	54,5	52,3
Q3	94,0	-9,3	79,7	-16,3	-4,9	-5,2	5,0	90,4	43,2	43,1	49,2	47,5
Q4	94,7	-9,3	.	-16,6	-4,5	-6,8	6,3	.	43,9	44,0	48,4	47,2
2023 Aug.	93,8	-9,9	-	-16,0	-5,3	-5,1	4,8	-	43,5	43,4	47,9	46,7
Sep.	93,6	-8,8	-	-17,7	-5,9	-5,8	4,6	-	43,4	43,1	48,7	47,2
Oct.	93,7	-9,2	79,4	-17,8	-5,3	-7,5	5,1	90,1	43,1	43,1	47,8	46,5
Nov.	94,0	-9,5	-	-16,9	-4,4	-7,1	5,5	-	44,2	44,6	48,7	47,6
Dec.	96,4	-9,2	-	-15,0	-3,6	-5,7	8,4	-	44,4	44,4	48,8	47,6
2024 Jan.	.	.	-	-16,1	.	.	.	-	46,6	46,6	48,4	47,9

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

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

	Households							Non-financial corporations					
	Saving rate (gross)	Debt ratio	Real gross disposable income	Financial investment	Non-financial investment (gross)	Net worth ²⁾	Housing wealth	Profit rate ³⁾	Saving rate (gross)	Debt ratio ⁴⁾	Financial investment	Non-financial investment (gross)	Financing
	Percentage of gross disposable income (adjusted) ¹⁾	Annual percentage changes					Percentage of gross value added	Percentage of GDP	Annual percentage changes				
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
2020	19,6	95,5	-0,2	4,2	-1,5	5,5	4,9	45,8	24,6	78,5	3,8	-11,9	2,6
2021	17,5	95,2	2,0	3,7	19,3	8,8	8,9	49,1	27,1	76,0	5,5	9,8	3,4
2022	13,7	92,8	-0,2	2,5	12,2	2,2	8,2	48,9	24,8	71,7	3,0	8,6	1,9
2022 Q4	13,7	92,8	-0,4	2,5	5,3	2,2	8,2	48,9	24,8	71,7	3,0	0,8	1,9
2023 Q1	13,5	90,9	1,2	2,3	5,5	2,5	5,1	48,5	24,8	69,7	2,4	-0,3	1,3
Q2	13,9	89,3	1,3	2,1	1,4	3,1	2,3	48,2	24,5	68,8	1,7	19,4	0,8
Q3	14,1	88,1	0,5	1,9	0,9	2,3	0,9	48,2	24,1	68,0	1,5	-9,8	0,7

Sources: ECB and Eurostat.

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

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

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

4) Defined as consolidated loans and debt securities liabilities.

2 Economic activity

2.8 Euro area balance of payments, current and capital accounts

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

	Current account											Capital account ¹⁾	
	Total			Goods		Services		Primary income		Secondary income		Credit	Debit
	Credit	Debit	Balance	Credit	Debit	Credit	Debit	Credit	Debit	Credit	Debit		
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	
2022 Q4	1 380,2	1 384,8	-4,6	757,9	757,0	313,0	268,8	266,1	276,5	43,2	82,5	58,8	34,0
2023 Q1	1 387,6	1 352,0	35,5	749,4	697,7	323,9	298,5	273,7	280,5	40,6	75,3	35,5	30,8
Q2	1 393,6	1 334,1	59,6	719,3	668,1	327,2	295,1	303,2	284,9	43,9	85,9	25,7	21,5
Q3	1 395,2	1 316,7	78,4	709,5	635,9	324,9	297,5	319,1	298,7	41,7	84,6	28,2	17,4
2023 June	478,5	442,9	35,6	251,0	222,1	109,9	96,8	103,2	94,6	14,4	29,4	12,7	7,1
July	455,1	429,4	25,8	227,1	208,8	108,3	96,1	106,0	95,7	13,7	28,7	7,1	7,0
Aug.	477,6	450,4	27,2	248,0	217,7	108,2	101,1	107,2	103,7	14,1	27,9	7,9	5,5
Sep.	462,4	437,0	25,5	234,3	209,4	108,4	100,3	105,9	99,3	13,8	28,0	13,2	4,9
Oct.	471,8	439,5	32,3	243,9	214,7	108,1	88,8	106,3	108,7	13,6	27,4	10,8	7,8
Nov.	474,8	450,2	24,6	247,6	214,6	113,4	92,9	100,2	116,1	13,6	26,6	9,0	5,5
<i>12-month cumulated transactions</i>													
2023 Nov.	5 572,8	5 341,6	231,2	2 916,1	2 671,7	1 299,4	1 161,4	1 189,7	1 181,1	167,5	327,4	150,2	108,3
<i>12-month cumulated transactions as a percentage of GDP</i>													
2023 Nov.	39,4	37,8	1,6	20,6	18,9	9,2	8,2	8,4	8,3	1,2	2,3	1,1	0,8

1) The capital account is not seasonally adjusted.

2.9 Euro area external trade in goods¹⁾, values and volumes by product group²⁾

(seasonally adjusted, unless otherwise indicated)

	Total (n.s.a.)		Exports (f.o.b.)					Imports (c.i.f.)					
	Exports	Imports	Total			Memo item: Manu- facturing	Total			Memo items:			
			Intermediate goods	Capital goods	Consumption goods		Intermediate goods	Capital goods	Consumption goods	Manu- facturing	Oil		
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	
<i>Values (EUR billions; annual percentage changes for columns 1 and 2)</i>													
2022 Q4	15,4	20,3	737,2	362,1	139,6	221,7	606,0	801,1	481,2	115,0	170,3	521,9	97,2
2023 Q1	8,5	1,0	722,5	347,2	138,3	224,5	595,7	729,6	430,3	114,6	161,8	502,7	78,6
Q2	-1,9	-13,8	708,5	331,9	143,8	216,6	588,6	706,2	410,8	113,3	164,8	501,9	73,9
Q3	-5,4	-22,3	702,3	332,0	141,5	214,3	584,4	677,7	390,2	111,0	158,5	486,4	82,4
2023 June	0,0	-16,1	236,5	111,6	47,0	71,8	196,8	228,3	131,4	36,5	54,0	163,7	24,4
July	-2,7	-18,1	232,9	109,4	46,3	71,4	193,2	228,8	131,6	37,8	54,0	165,4	26,6
Aug.	-3,8	-24,4	235,7	110,7	49,0	71,9	197,3	224,5	128,7	36,7	53,0	161,2	27,3
Sep.	-9,3	-24,0	233,6	111,8	46,2	71,0	193,9	224,5	129,9	36,6	51,5	159,8	28,5
Oct.	-2,5	-16,5	234,6	111,2	47,3	70,3	195,8	223,4	128,8	35,5	52,5	158,5	29,5
Nov.	-4,7	-16,7	236,8	.	.	.	196,5	222,1	.	.	.	154,3	.
<i>Volume indices (2000 = 100; annual percentage changes for columns 1 and 2)</i>													
2022 Q4	1,8	2,9	107,6	104,6	110,4	117,2	107,3	120,9	118,4	122,1	123,7	121,1	146,0
2023 Q1	0,8	-2,1	106,5	102,8	107,0	119,2	106,3	117,1	115,2	121,9	117,0	118,0	146,0
Q2	-2,8	-6,6	105,0	100,6	110,1	115,6	105,6	116,2	115,4	123,2	119,0	119,9	159,5
Q3	-3,9	-10,4	104,1	100,7	107,6	112,5	104,3	112,6	111,6	119,5	117,1	117,2	173,6
2023 May	-2,9	-7,1	106,9	101,1	113,8	117,0	107,7	117,1	115,7	127,4	121,1	121,7	153,5
June	0,2	-7,0	105,0	101,1	107,9	115,0	105,6	112,5	112,3	117,2	116,1	116,5	163,6
July	-1,2	-5,3	103,1	100,2	105,9	112,6	103,4	115,5	114,9	121,8	119,1	119,4	170,2
Aug.	-1,8	-12,0	105,2	100,8	111,9	113,4	105,7	111,6	110,1	118,4	117,9	116,9	175,2
Sep.	-8,1	-13,6	103,8	101,0	104,9	111,4	104,0	110,8	109,9	118,1	114,4	115,3	175,4
Oct.	-1,1	-7,5	103,3	99,7	106,6	110,0	103,5	110,1	108,5	114,9	116,0	115,0	164,2

Sources: ECB and Eurostat.

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

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

3 Prices and costs

3.1 Harmonised Index of Consumer Prices ¹⁾ (annual percentage changes, unless otherwise indicated)

	Total					Total (s.a.; percentage change vis-à-vis previous period) ²⁾						Administered prices	
	Index: 2015 = 100	Total		Goods	Services	Total	Processed food	Unprocessed food	Non-energy industrial goods	Energy (n.s.a.)	Services	Total HICP excluding administered prices	Administered prices
		1	2											Total excluding food and energy	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
% of total in 2023	100,0	100,0	69,8	56,5	43,5	100,0	15,5	4,5	26,3	10,2	43,5	86,8	13,2
2021	107,8	2,6	1,5	3,4	1,5	-	-	-	-	-	-	2,5	3,1
2022	116,8	8,4	3,9	11,9	3,5	-	-	-	-	-	-	8,5	7,8
2023	123,2	5,4	4,9	5,7	4,9	-	-	-	-	-	-	5,5	4,9
2023 Q1	121,3	8,0	5,5	10,3	4,7	0,8	3,4	2,6	1,6	-6,0	1,2	8,1	7,3
Q2	123,2	6,2	5,5	6,8	5,2	0,6	1,8	0,8	0,6	-4,3	1,3	6,1	6,8
Q3	123,9	5,0	5,1	4,5	5,3	1,0	1,1	1,3	0,7	1,3	1,0	5,0	4,5
Q4	124,1	2,7	3,7	1,7	4,2	0,3	0,7	1,0	0,0	-1,1	0,6	3,0	1,3
2023 July	123,4	5,3	5,5	4,8	5,6	0,3	0,4	1,0	0,3	-0,2	0,4	5,2	6,3
Aug.	124,0	5,2	5,3	4,9	5,5	0,5	0,3	-0,2	0,3	3,3	0,3	5,3	5,2
Sep.	124,4	4,3	4,5	4,0	4,7	0,3	0,4	0,3	-0,1	1,5	0,3	4,6	2,2
Oct.	124,5	2,9	4,2	1,7	4,6	0,1	0,2	0,4	0,0	-1,2	0,3	3,2	0,6
Nov.	123,9	2,4	3,6	1,3	4,0	-0,2	0,1	0,9	-0,1	-2,2	-0,1	2,5	1,5
Dec.	124,1	2,9	3,4	2,1	4,0	0,0	0,1	-0,1	0,2	-1,6	0,3	3,1	1,7

	Goods						Services					
	Food (including alcoholic beverages and tobacco)			Industrial goods			Housing	Transport	Communi-cation	Recreation and personal care	Miscel-laneous	
	Total	Processed food	Unpro-cessed food	Total	Non-energy industrial goods	Energy						Rents
14	15	16	17	18	19	20	21	22	23	24	25	
% of total in 2023	20,0	15,5	4,5	36,5	26,3	10,2	9,5	5,6	7,3	2,2	15,2	9,2
2021	1,5	1,5	1,6	4,5	1,5	13,0	1,4	1,2	2,1	0,3	1,5	1,6
2022	9,0	8,6	10,4	13,6	4,6	37,0	2,4	1,7	4,4	-0,2	6,1	2,1
2023	10,9	11,4	9,1	2,9	5,0	-2,0	3,6	2,7	5,2	0,2	6,9	4,0
2023 Q1	14,9	15,4	13,3	7,8	6,7	10,0	3,6	2,5	5,8	0,2	7,2	3,8
Q2	12,5	13,5	9,5	3,7	5,8	-1,8	3,7	2,7	6,1	0,4	7,5	4,1
Q3	9,8	10,3	7,9	1,7	4,6	-4,6	3,7	2,7	5,7	0,0	7,2	4,2
Q4	6,8	7,1	5,9	-1,1	2,9	-9,8	3,5	2,7	3,2	0,4	5,9	4,0
2023 July	10,8	11,3	9,2	1,6	5,0	-6,1	3,7	2,7	7,1	0,0	7,5	4,3
Aug.	9,7	10,3	7,8	2,2	4,7	-3,3	3,7	2,8	6,2	0,0	7,3	4,3
Sep.	8,8	9,4	6,6	1,4	4,1	-4,6	3,7	2,7	3,9	0,0	6,7	4,1
Oct.	7,4	8,4	4,5	-1,4	3,5	-11,2	3,6	2,8	3,9	0,3	6,4	4,1
Nov.	6,9	7,1	6,3	-1,7	2,9	-11,5	3,5	2,7	2,5	0,2	5,9	4,0
Dec.	6,1	5,9	6,8	-0,1	2,5	-6,7	3,5	2,7	3,3	0,5	5,2	3,8

Sources: Eurostat and ECB calculations.

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

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

3 Prices and costs

3.2 Industry, construction and property prices

(annual percentage changes, unless otherwise indicated)

	Industrial producer prices excluding construction ¹⁾										Con- struction ²⁾	Residential property prices ³⁾	Experimental indicator of commercial property prices ³⁾
	Total (index: 2015 = 100)	Total		Industry excluding construction and energy						Energy			
		Manu- facturing	Total	Intermediate goods	Capital goods	Consumer goods							
						Total	Food, beverages and tobacco	Non- food					
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	
% of total in 2015	100,0	100,0	77,3	72,1	28,9	20,7	22,5	16,6	5,9	27,9			
2020	102,0	-2,6	-1,7	-0,1	-1,6	0,9	0,9	1,1	0,6	-9,7	1,7	5,3	1,6
2021	114,5	12,3	7,4	5,8	10,9	2,5	2,1	3,3	1,8	32,2	5,6	8,1	0,5
2022	153,8	34,3	16,9	14,1	20,3	7,2	12,1	16,4	7,7	85,2	11,5	7,1	0,6
2022 Q4	161,9	27,2	14,5	13,1	15,4	7,6	15,3	19,9	9,3	56,1	11,6	2,9	-2,8
2023 Q1	156,2	10,9	9,0	9,8	8,7	7,2	14,1	17,4	8,5	11,5	10,0	0,4	-4,9
Q2	147,2	-1,4	0,9	3,7	-1,1	5,7	9,4	9,6	6,5	-13,1	7,0	-1,5	-9,9
Q3	145,9	-10,5	-0,3	1,1	-4,4	4,5	6,4	5,5	4,5	-28,9	4,4	-2,1	.
2023 June	145,8	-3,4	-1,1	2,5	-2,8	5,3	8,4	8,1	5,8	-16,5	-	-	-
July	145,0	-7,6	-0,8	1,6	-4,0	4,8	7,4	6,6	5,0	-24,2	-	-	-
Aug.	146,0	-11,5	0,0	1,1	-4,6	4,5	6,4	5,5	4,5	-30,6	-	-	-
Sep.	146,7	-12,4	0,0	0,5	-4,8	4,1	5,4	4,3	3,9	-31,2	-	-	-
Oct.	147,1	-9,4	-1,5	-0,2	-5,3	3,6	4,2	2,8	3,0	-24,9	-	-	-
Nov.	146,7	-8,8	-1,4	-0,5	-5,3	3,1	3,5	2,0	2,7	-23,7	-	-	-

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	
2021	109,7	2,2	2,9	2,2	1,8	3,9	5,9	7,9	59,8	29,5	21,4	37,1	29,0	22,0	37,0
2022	114,8	4,6	6,8	6,7	4,3	7,8	12,5	17,6	95,0	18,3	28,8	9,6	19,4	27,7	10,9
2023	.	.	.	.	.	.	.	.	76,4	-13,0	-11,7	-14,3	-13,9	-12,6	-15,3
2023 Q1	119,6	6,1	5,6	8,0	4,1	6,5	5,3	4,1	75,8	-10,5	-5,8	-14,6	-11,5	-7,7	-15,6
Q2	121,0	6,1	4,1	6,9	4,5	4,6	0,3	-3,6	71,6	-18,0	-16,1	-19,9	-18,4	-16,4	-20,8
Q3	121,8	5,9	3,1	5,8	3,9	3,5	-1,9	-7,0	79,8	-13,8	-14,5	-13,0	-14,9	-15,2	-14,5
Q4	.	.	.	.	.	.	.	.	78,5	-9,4	-9,9	-8,8	-10,2	-10,7	-9,6
2023 July	.	.	.	.	.	.	.	.	72,5	-13,5	-13,7	-13,2	-15,0	-15,1	-14,8
Aug.	.	.	.	.	.	.	.	.	78,8	-15,8	-15,9	-15,6	-16,5	-16,0	-17,1
Sep.	.	.	.	.	.	.	.	.	88,1	-12,1	-13,9	-10,1	-13,1	-14,4	-11,4
Oct.	.	.	.	.	.	.	.	.	86,2	-12,2	-13,8	-10,4	-13,1	-14,2	-11,7
Nov.	.	.	.	.	.	.	.	.	76,9	-9,4	-10,6	-8,1	-10,3	-11,5	-8,9
Dec.	.	.	.	.	.	.	.	.	71,4	-6,4	-4,8	-7,9	-7,1	-6,1	-8,3

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
1999-20	4,4	5,5	-	-2,9	27,9	56,5	56,1	-	50,0
2021	31,6	24,0	10,3	19,7	30,4	84,0	61,9	66,8	53,4
2022	48,4	52,9	27,2	42,5	71,6	77,1	75,4	69,6	62,0
2023	9,4	28,6	19,4	13,6	74,5	43,7	64,6	50,0	57,4
2023 Q1	23,7	43,5	25,8	26,9	78,4	51,3	69,9	57,8	61,2
Q2	7,4	29,9	18,1	12,1	76,9	41,6	64,3	49,2	58,0
Q3	3,3	22,1	16,3	6,1	73,3	39,1	62,0	45,7	55,5
Q4	3,1	18,9	17,2	9,3	69,4	42,8	62,0	47,5	54,8
2023 Aug.	3,1	22,6	16,8	6,5	72,9	39,7	62,2	46,2	55,6
Sep.	3,4	20,7	15,5	6,7	73,6	41,9	62,7	45,8	54,7
Oct.	3,6	19,9	15,8	7,5	72,5	42,5	62,0	46,4	54,1
Nov.	2,4	17,7	17,7	9,0	68,9	42,7	62,5	47,2	54,5
Dec.	3,2	19,0	18,1	11,3	66,9	43,1	61,6	48,9	55,6
2024 Jan.	.	.	.	.	.	43,2	62,8	48,6	56,2

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

3.5 Labour cost indices

(annual percentage changes, unless otherwise indicated)

	Total (index: 2020 = 100)	Total	By component		For selected economic activities		Memo item: Indicator of negotiated wages ¹⁾
			Wages and salaries	Employers' social contributions	Business economy	Mainly non-business economy	
	1	2	3	4	5	6	7
% of total in 2020	100,0	100,0	75,3	24,7	69,0	31,0	
2020	100,0	3,1	3,6	1,5	2,7	3,9	1,8
2021	100,9	0,9	1,1	0,5	0,9	1,0	1,3
2022	105,7	4,7	3,9	7,0	4,9	4,0	2,9
2022 Q4	114,1	5,9	5,3	7,9	5,8	6,2	3,1
2023 Q1	102,7	5,3	5,0	6,3	5,7	4,4	4,4
Q2	113,8	4,5	4,6	4,1	4,6	4,2	4,4
Q3	107,4	5,2	5,3	5,1	5,8	4,1	4,7

Sources: Eurostat and ECB calculations.

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

3 Prices and costs

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

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

	Total (index: 2015 =100)	Total	By economic activity									
			Agriculture, forestry and fishing	Manu- facturing, energy and utilities	Con- struction	Trade, transport, accom- modation and food services	Information and commu- nication	Finance and insurance	Real estate	Professional, business and support services	Public ad- ministration, education, health and social work	Arts, enter- tainment and other services
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
Unit labour costs												
2020	110,3	4,6	2,4	2,0	5,2	7,9	-0,2	0,8	1,3	3,4	6,2	16,7
2021	110,1	-0,2	1,8	-3,7	5,6	-1,9	1,2	-1,5	5,0	1,1	0,9	-0,1
2022	113,8	3,4	7,4	3,5	6,2	2,1	3,2	2,9	4,7	3,5	3,4	-3,0
2022 Q4	116,5	4,7	7,8	3,0	7,8	4,2	4,0	3,3	4,2	5,1	4,9	-1,3
2023 Q1	118,9	5,9	4,2	7,1	5,5	6,5	4,5	6,0	4,7	7,2	3,6	0,0
Q2	119,6	6,3	2,7	7,4	6,4	7,9	4,7	4,8	5,7	6,9	4,9	3,1
Q3	121,6	6,7	4,3	9,7	5,7	8,0	4,3	4,7	4,2	6,8	4,9	3,3
Compensation per employee												
2020	107,1	-0,3	3,2	-2,3	-1,0	-3,3	0,0	-0,2	-0,2	-0,2	2,1	-1,5
2021	111,6	4,2	2,7	4,7	5,2	5,5	5,8	3,3	6,6	4,7	2,3	3,3
2022	116,6	4,5	5,0	3,6	4,1	6,2	3,3	3,0	4,2	5,2	3,8	7,0
2022 Q4	119,1	5,0	5,8	3,5	4,9	5,4	3,5	3,1	2,6	6,1	5,7	5,1
2023 Q1	121,1	5,5	6,0	5,6	4,6	6,7	5,0	4,9	4,0	7,0	4,2	5,5
Q2	121,8	5,5	6,1	5,2	5,5	6,0	5,6	4,3	4,1	6,2	5,0	6,1
Q3	123,4	5,3	5,5	5,8	5,3	5,2	5,4	4,3	3,5	6,3	4,5	6,4
Labour productivity per person employed												
2020	97,1	-4,7	0,8	-4,2	-5,9	-10,4	0,2	-0,9	-1,5	-3,5	-3,9	-15,6
2021	101,4	4,4	0,9	8,7	-0,3	7,5	4,6	4,9	1,5	3,6	1,3	3,4
2022	102,5	1,1	-2,3	0,1	-2,0	4,0	0,1	0,2	-0,5	1,7	0,4	10,3
2022 Q4	102,3	0,3	-1,9	0,5	-2,6	1,1	-0,4	-0,1	-1,5	1,0	0,7	6,5
2023 Q1	101,8	-0,4	1,7	-1,3	-0,9	0,2	0,4	-1,0	-0,7	-0,2	0,5	5,5
Q2	101,8	-0,8	3,4	-2,1	-0,8	-1,7	0,8	-0,5	-1,5	-0,6	0,1	2,9
Q3	101,5	-1,3	1,2	-3,6	-0,4	-2,6	1,1	-0,4	-0,6	-0,5	-0,4	3,0
Compensation per hour worked												
2020	114,0	5,9	5,9	3,3	5,1	7,6	3,1	1,8	4,9	5,9	4,9	7,1
2021	114,1	0,1	0,5	-0,1	-0,5	-0,6	2,7	1,2	2,2	0,1	0,8	-1,5
2022	118,0	3,4	6,3	4,0	4,4	1,9	3,2	3,1	2,9	3,9	4,8	3,4
2022 Q4	120,7	4,5	7,4	3,3	4,3	3,9	3,5	2,6	1,9	5,2	6,1	3,8
2023 Q1	122,1	4,9	4,7	5,3	4,5	5,6	5,2	4,9	4,4	6,3	4,0	4,5
Q2	122,7	5,3	6,4	4,9	5,1	6,2	5,5	4,2	4,7	6,0	4,5	4,9
Q3	124,6	5,2	5,1	5,7	5,1	5,5	5,5	4,6	4,7	6,1	4,4	5,0
Hourly labour productivity												
2020	104,7	2,1	1,7	1,6	0,8	1,0	4,1	1,7	4,8	3,1	-0,9	-6,2
2021	104,7	0,0	0,0	3,5	-6,3	1,0	1,3	2,5	-3,7	-1,5	-0,4	-2,1
2022	104,7	0,0	-1,7	0,4	-2,1	0,0	-0,1	0,3	-2,3	0,7	1,3	5,8
2022 Q4	104,6	-0,3	-1,9	0,3	-3,5	-0,2	-0,7	-0,8	-2,0	0,2	1,1	4,7
2023 Q1	103,8	-0,6	1,3	-1,7	-0,7	-0,3	0,7	-1,0	0,0	-0,5	0,4	4,5
Q2	103,6	-0,9	3,7	-2,3	-1,3	-1,5	0,8	-0,8	-1,1	-0,9	-0,3	2,2
Q3	103,6	-1,3	1,4	-3,4	-0,7	-2,2	1,7	-0,3	-0,9	-0,7	-0,6	2,0

Sources: Eurostat and ECB calculations.

4 Financial market developments

4.1 Money market interest rates

(percentages per annum; period averages)

	Euro area ¹⁾					United States	Japan
	Euro short-term rate (€STR)	1-month deposits (EURIBOR)	3-month deposits (EURIBOR)	6-month deposits (EURIBOR)	12-month deposits (EURIBOR)	Secured overnight financing rate (SOFR)	Tokyo overnight average rate (TONAR)
	1	2	3	4	5	6	7
2021	-0,57	-0,56	-0,55	-0,52	-0,49	0,04	-0,02
2022	-0,01	0,09	0,35	0,68	1,10	1,63	-0,03
2023	3,21	3,25	3,43	3,69	3,86	5,00	-0,04
2023 June	3,24	3,34	3,54	3,83	4,01	5,06	-0,07
July	3,40	3,47	3,67	3,94	4,15	5,10	-0,05
Aug.	3,64	3,63	3,78	3,94	4,07	5,30	-0,06
Sep.	3,75	3,76	3,88	4,03	4,15	5,31	-0,05
Oct.	3,90	3,86	3,97	4,11	4,16	5,31	-0,02
Nov.	3,90	3,84	3,97	4,06	4,02	5,32	-0,02
Dec.	3,90	3,86	3,93	3,92	3,67	5,33	-0,01

Source: LSEG and ECB calculations.

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

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
2021	-0,73	-0,72	-0,68	-0,48	-0,19	0,53	1,12	0,45	-0,69	-0,58	-0,12	0,24
2022	1,71	2,46	2,57	2,45	2,56	0,09	-0,84	-0,24	2,85	2,48	2,47	2,76
2023	3,78	3,05	2,44	1,88	2,08	-0,96	-0,92	-1,20	2,25	1,54	1,76	2,64
2023 June	3,39	3,45	3,12	2,58	2,51	-0,94	-1,59	-0,96	3,21	2,45	2,25	2,56
July	3,48	3,42	3,02	2,53	2,54	-0,87	-1,43	-0,86	3,04	2,31	2,33	2,70
Aug.	3,46	3,38	2,95	2,52	2,57	-0,81	-1,30	-0,80	2,96	2,24	2,39	2,77
Sep.	3,70	3,51	3,16	2,78	2,88	-0,64	-0,89	-0,63	3,14	2,56	2,69	3,17
Oct.	3,82	3,39	2,99	2,68	2,82	-0,56	-0,53	-0,48	2,87	2,41	2,67	3,19
Nov.	3,78	3,26	2,81	2,41	2,53	-0,74	-0,83	-0,72	2,67	2,14	2,33	2,88
Dec.	3,78	3,05	2,44	1,88	2,08	-0,96	-0,92	-1,20	2,25	1,54	1,76	2,64

Source: ECB calculations.

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

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
2021	448,3	4 023,6	962,9	289,8	183,0	95,4	164,4	819,0	874,3	377,7	279,6	886,3	4 277,6	28 836,5
2022	414,6	3 757,0	937,3	253,4	171,3	110,0	160,6	731,7	748,4	353,4	283,2	825,8	4 098,5	27 257,8
2023	452,0	4 272,0	968,5	292,7	169,2	119,2	186,7	809,8	861,5	367,8	283,1	803,6	4 285,6	30 716,6
2023 June	455,5	4 324,4	952,1	302,2	170,0	112,7	179,3	835,9	904,5	376,5	277,4	806,2	4 345,4	32 754,5
July	460,1	4 364,5	964,7	305,9	172,9	111,0	185,8	838,3	899,6	375,8	277,8	814,8	4 508,1	32 694,1
Aug.	453,9	4 296,8	966,3	297,6	167,8	115,8	188,6	816,5	867,9	362,6	269,1	828,5	4 457,4	32 167,4
Sep.	447,3	4 227,2	963,8	286,2	161,2	123,9	189,5	787,3	835,7	363,4	280,6	825,2	4 409,1	32 725,6
Oct.	430,8	4 104,0	922,9	274,1	155,6	123,1	186,7	748,8	810,5	344,5	269,0	775,7	4 269,4	31 381,0
Nov.	448,0	4 275,0	963,3	282,6	162,0	123,3	192,5	790,5	885,3	368,0	279,3	742,2	4 460,1	32 960,3
Dec.	472,0	4 508,6	1 019,9	298,5	163,4	122,7	202,0	862,9	950,4	390,0	282,2	749,5	4 688,4	33 118,0

Source: LSEG.

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					
			Up to 2 years	Over 2 years			Floating rate and up to 1 year	Over 1 year			Floating rate and up to 1 year	Over 1 and up to 5 years	Over 5 and up to 10 years	Over 10 years		
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	
2022 Dec.	0,07	0,80	1,42	1,91	5,92	15,90	6,51	6,42	6,98	3,99	3,08	3,16	3,29	2,61	3,18	2,95
2023 Jan.	0,09	0,86	1,60	2,08	6,32	15,99	7,20	6,97	7,58	4,28	3,47	3,32	3,39	2,77	3,39	3,10
Feb.	0,11	1,17	1,91	2,20	6,54	16,08	7,21	7,08	7,78	4,58	3,67	3,48	3,52	2,94	3,55	3,24
Mar.	0,14	1,20	2,11	2,26	6,71	16,07	7,63	7,23	7,90	4,70	3,89	3,78	3,56	3,14	3,72	3,37
Apr.	0,17	1,25	2,28	2,42	6,97	16,23	8,06	7,43	8,11	4,91	4,13	3,85	3,61	3,19	3,81	3,48
May	0,21	1,30	2,47	2,48	7,14	16,34	8,16	7,60	8,31	5,08	4,24	3,98	3,65	3,31	3,93	3,58
June	0,23	1,37	2,71	2,59	7,27	16,27	7,02	7,49	7,99	5,12	4,40	4,07	3,71	3,41	4,05	3,70
July	0,27	1,42	2,82	2,86	7,49	16,40	8,38	7,73	8,41	5,23	4,55	4,14	3,72	3,45	4,09	3,76
Aug.	0,31	1,50	3,04	3,10	7,59	16,47	8,72	7,83	8,49	5,36	4,69	4,21	3,79	3,51	4,16	3,85
Sep.	0,33	1,54	3,08	3,12	7,76	16,54	8,47	7,83	8,56	5,40	4,72	4,24	3,86	3,57	4,24	3,89
Oct.	0,35	1,59	3,27	3,31	7,97	16,56	8,25	7,87	8,54	5,58	4,81	4,28	3,78	3,60	4,27	3,91
Nov. ^(p)	0,36	1,62	3,32	3,42	7,97	16,65	7,27	7,91	8,54	5,55	4,87	4,31	3,89	3,70	4,35	4,01

Source: ECB.

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

2) Including non-profit institutions serving households.

3) Annual percentage rate of charge (APRC).

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

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

	Deposits			Revolving loans and overdrafts	Other loans by size and initial period of rate fixation									Composite cost-of-borrowing indicator
	Over-night	With an agreed maturity of:			up to EUR 0.25 million			over EUR 0.25 and up to 1 million			over EUR 1 million			
		Up to 2 years	Over 2 years		Floating rate and up to 3 months	Over 3 months and up to 1 year	Over 1 year	Floating rate and up to 3 months	Over 3 months and up to 1 year	Over 1 year	Floating rate and up to 3 months	Over 3 months and up to 1 year	Over 1 year	
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
2022 Dec.	0,19	1,80	2,61	3,20	3,74	3,99	4,19	3,47	3,55	3,27	3,29	3,59	3,29	3,41
2023 Jan.	0,23	1,99	2,72	3,57	4,13	4,20	4,39	3,77	3,92	3,45	3,41	3,75	3,39	3,63
Feb.	0,31	2,30	2,81	3,81	4,40	4,54	4,71	4,06	4,09	3,70	3,69	3,54	3,58	3,86
Mar.	0,41	2,57	2,95	4,11	4,70	4,83	4,88	4,33	4,48	3,84	4,07	4,32	3,87	4,22
Apr.	0,44	2,80	3,11	4,39	4,87	4,74	4,96	4,60	4,58	3,98	4,32	4,37	3,69	4,39
May	0,49	2,96	3,13	4,56	5,04	5,07	5,16	4,76	4,84	4,01	4,47	4,58	4,01	4,57
June	0,55	3,20	3,10	4,78	5,24	5,43	5,26	4,95	4,99	4,14	4,71	4,88	4,11	4,78
July	0,60	3,31	3,58	4,88	5,52	5,52	5,43	5,13	5,02	4,30	4,86	5,01	4,32	4,94
Aug.	0,65	3,42	3,53	5,02	5,46	5,65	5,55	5,24	5,16	4,38	5,00	4,89	4,01	4,99
Sep.	0,75	3,59	3,79	5,19	5,58	5,72	5,64	5,40	5,22	4,40	5,04	4,99	4,20	5,09
Oct.	0,80	3,70	3,81	5,31	5,66	5,87	5,73	5,49	5,28	4,52	5,23	5,08	4,54	5,27
Nov. ^(p)	0,83	3,71	3,92	5,32	5,71	5,91	5,79	5,51	5,29	4,53	5,13	5,16	4,36	5,23

Source: ECB.

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

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

4 Financial market developments

4.6 Debt securities issued by euro area residents, by sector of the issuer and original maturity

(EUR billions; transactions during the month and end-of-period outstanding amounts; market values)

	Outstanding amounts							Gross issues ¹⁾						
	Total	MFIs	Non-MFI corporations			General government		Total	MFIs	Non-MFI corporations			General government	
			Financial corporations other than MFIs	FVCs	Non-financial corporations	of which central government	Financial corporations other than MFIs			FVCs	Non-financial corporations	of which central government		
													1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
Short-term														
2020	1 489,4	430,3	126,3	51,6	96,7	836,1	722,5	.	.	.	.	.	.	.
2021	1 406,7	427,2	126,9	50,1	87,9	764,7	674,9	387,1	138,3	79,1	26,3	32,1	137,6	104,8
2022	1 372,2	467,9	142,7	51,9	94,7	667,0	621,7	480,9	182,5	116,4	48,2	48,1	133,9	97,1
2023 July	1 489,0	580,6	138,5	51,4	99,2	670,7	634,6	509,9	187,0	119,4	36,5	56,6	146,9	122,5
Aug.	1 515,0	593,3	142,2	51,5	99,1	680,4	647,9	518,8	230,4	121,9	40,2	40,5	126,0	108,3
Sep.	1 533,6	592,0	138,3	50,4	92,1	711,3	676,2	521,3	213,9	116,1	42,2	46,8	144,5	126,5
Oct.	1 520,5	577,3	139,1	49,1	95,0	709,1	671,7	486,6	197,8	116,3	37,5	51,0	121,5	92,2
Nov.	1 531,2	591,7	135,3	48,5	95,6	708,6	667,8	480,0	188,4	120,4	41,4	44,9	126,2	100,2
Dec.	1 486,5	582,5	126,3	45,1	82,9	694,7	657,2	307,4	134,1	72,6	30,3	30,3	70,4	58,1
Long-term														
2020	19 284,3	4 076,4	3 096,8	1 254,1	1 545,4	10 565,6	9 778,7	.	.	.	.	.	.	.
2021	19 916,6	4 182,2	3 371,8	1 341,1	1 599,6	10 762,9	9 941,9	316,3	67,9	83,4	33,6	23,1	141,8	128,3
2022	17 900,6	3 972,6	3 260,6	1 339,8	1 396,4	9 271,0	8 559,2	298,8	78,5	73,1	29,2	16,6	130,6	121,2
2023 July	18 786,8	4 296,4	3 372,3	1 374,6	1 432,1	9 686,0	8 965,9	347,6	140,9	55,7	15,8	18,8	132,2	127,4
Aug.	18 814,9	4 311,3	3 364,2	1 357,6	1 427,2	9 712,2	8 989,7	205,9	52,3	47,8	12,0	8,4	97,4	93,9
Sep.	18 674,8	4 299,1	3 401,7	1 362,6	1 429,5	9 544,5	8 830,9	351,9	91,3	93,6	21,4	29,3	137,8	127,8
Oct.	18 713,3	4 346,0	3 399,4	1 359,1	1 430,4	9 537,6	8 825,2	335,9	93,7	70,3	19,7	14,4	157,6	151,4
Nov.	19 089,1	4 419,2	3 416,8	1 335,2	1 465,0	9 788,1	9 066,8	307,5	86,7	87,6	20,9	27,1	106,1	101,2
Dec.	19 571,1	4 510,2	3 451,3	1 326,7	1 508,4	10 101,2	9 361,0	199,2	66,9	46,4	12,0	17,2	68,8	67,2

Source: ECB.

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

4.7 Annual growth rates and outstanding amounts of debt securities and listed shares

(EUR billions and percentage changes; market values)

	Debt securities							Listed shares			
	Total	MFIs	Non-MFI corporations			General government		Total	MFIs	Financial corporations other than MFIs	Non-financial corporations
			Financial corporations other than MFIs	FVCs	Non-financial corporations	of which central government					
							1				
Outstanding amount											
2020	20 773,7	4 506,7	3 223,1	1 305,7	1 642,1	11 401,8	10 501,2	8 521,7	473,8	1 339,2	6 707,7
2021	21 323,3	4 609,4	3 498,7	1 391,1	1 687,6	11 527,6	10 616,8	10 375,3	600,0	1 549,5	8 224,7
2022	19 272,9	4 440,5	3 403,3	1 391,7	1 491,0	9 938,0	9 180,9	8 718,4	524,9	1 355,0	6 837,9
2023 July	20 275,8	4 877,0	3 510,9	1 426,0	1 531,3	10 356,7	9 600,5	9 803,6	619,1	1 524,4	7 659,6
Aug.	20 330,0	4 904,6	3 506,4	1 409,1	1 526,3	10 392,6	9 637,7	9 529,8	582,2	1 493,1	7 454,0
Sep.	20 208,4	4 891,1	3 540,0	1 412,9	1 521,5	10 255,8	9 507,1	9 164,7	576,1	1 424,2	7 163,9
Oct.	20 233,8	4 923,3	3 538,5	1 408,2	1 525,4	10 246,6	9 496,9	8 785,7	558,6	1 367,3	6 859,4
Nov.	20 620,3	5 010,9	3 552,0	1 383,7	1 560,6	10 496,7	9 734,6	9 403,0	611,2	1 462,1	7 329,3
Dec.	21 057,5	5 092,7	3 577,6	1 371,8	1 591,3	10 795,8	10 018,2	9 700,5	622,9	1 476,0	7 601,1
Growth rate ¹⁾											
2023 May	4,5	9,1	3,2	2,1	0,5	3,6	4,5	-0,2	-2,6	0,5	-0,1
June	5,3	10,3	4,1	3,4	0,8	4,3	5,1	-0,9	-2,4	1,7	-1,3
July	6,0	12,2	4,0	2,1	1,6	4,7	5,3	-1,0	-2,1	0,9	-1,3
Aug.	5,9	12,2	3,9	1,8	0,9	4,6	5,3	-1,0	-2,0	1,0	-1,2
Sep.	6,4	11,1	4,9	3,7	1,4	5,5	6,2	-0,9	-3,1	0,9	-1,1
Oct.	6,0	10,7	4,8	3,3	1,9	5,0	5,5	-1,3	-3,0	0,7	-1,5
Nov.	5,4	10,1	3,6	0,1	2,0	4,5	4,9	-1,2	-3,3	0,8	-1,4
Dec.	5,7	11,7	3,1	-1,5	1,9	4,6	5,0	-1,3	-2,9	0,8	-1,6

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-18						EER-41	
	Nominal	Real CPI	Real PPI	Real GDP deflator	Real ULCM	Real ULCT	Nominal	Real CPI
	1	2	3	4	5	6	7	8
2021	99,6	93,7	93,5	89,4	68,4	86,9	120,5	94,3
2022	95,3	90,8	93,4	84,4	63,8	82,2	116,1	90,9
2023	98,1	94,0	98,0	.	.	.	121,8	94,7
2023 Q1	97,1	93,0	96,9	86,8	65,8	84,8	119,4	93,4
Q2	98,2	93,8	98,0	88,0	65,0	85,2	121,4	94,6
Q3	98,9	94,9	98,8	88,6	65,2	86,7	123,5	95,9
Q4	98,3	94,2	98,4	.	.	.	123,0	95,1
2023 July	99,2	95,0	98,9	-	-	-	123,7	96,2
Aug.	99,0	95,0	98,9	-	-	-	123,7	96,1
Sep.	98,5	94,6	98,5	-	-	-	123,0	95,5
Oct.	98,0	94,1	98,0	-	-	-	122,5	95,0
Nov.	98,7	94,6	98,8	-	-	-	123,4	95,3
Dec.	98,2	94,0	98,4	-	-	-	123,2	94,9
	<i>Percentage change versus previous month</i>							
2023 Dec.	-0,5	-0,7	-0,4	-	-	-	-0,2	-0,4
	<i>Percentage change versus previous year</i>							
2023 Dec.	1,5	1,5	2,7	-	-	-	3,9	2,2

Source: ECB.

1) For a definition of the trading partner groups and other information see the "Methodology" section of the ECB Data Portal.

4.9 Bilateral exchange rates

(period averages; units of national currency per euro)

	Chinese renminbi	Czech koruna	Danish krone	Hungarian forint	Japanese yen	Polish zloty	Pound sterling	Romanian leu	Swedish krona	Swiss franc	US Dollar
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
2021	7,628	25,640	7,437	358,516	129,877	4,565	0,860	4,9215	10,146	1,081	1,183
2022	7,079	24,566	7,440	391,286	138,027	4,686	0,853	4,9313	10,630	1,005	1,053
2023	7,660	24,004	7,451	381,853	151,990	4,542	0,870	4,9467	11,479	0,972	1,081
2023 Q1	7,342	23,785	7,443	388,712	141,981	4,708	0,883	4,9202	11,203	0,992	1,073
Q2	7,644	23,585	7,450	372,604	149,723	4,537	0,869	4,9488	11,469	0,978	1,089
Q3	7,886	24,126	7,453	383,551	157,254	4,499	0,860	4,9490	11,764	0,962	1,088
Q4	7,771	24,517	7,458	382,125	159,118	4,420	0,867	4,9697	11,478	0,955	1,075
2023 July	7,948	23,892	7,451	379,035	155,937	4,443	0,859	4,9411	11,634	0,966	1,106
Aug.	7,910	24,108	7,452	385,047	157,962	4,460	0,859	4,9411	11,812	0,959	1,091
Sep.	7,797	24,380	7,457	386,429	157,795	4,598	0,862	4,9656	11,842	0,960	1,068
Oct.	7,720	24,584	7,460	385,333	158,038	4,512	0,868	4,9682	11,647	0,955	1,056
Nov.	7,809	24,485	7,458	379,195	161,844	4,402	0,870	4,9703	11,547	0,963	1,081
Dec.	7,787	24,478	7,456	381,803	157,213	4,334	0,862	4,9707	11,203	0,944	1,090
	<i>Percentage change versus previous month</i>										
2023 Dec.	-0,3	0,0	0,0	0,7	-2,9	-1,6	-1,0	0,0	-3,0	-2,0	0,9
	<i>Percentage change versus previous year</i>										
2023 Dec.	5,4	0,9	0,2	-6,3	10,1	-7,5	-0,9	1,0	2,0	-4,3	3,0

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>												
2022 Q4	31 081,0	30 811,8	269,2	12 269,1	10 087,5	11 099,7	12 824,9	18,4	6 579,6	7 899,5	1 114,2	15 838,2
2023 Q1	31 597,9	31 462,3	135,6	12 277,8	10 022,2	11 332,6	13 396,9	-9,4	6 863,4	8 043,2	1 133,5	16 089,2
Q2	31 742,7	31 558,7	184,1	12 170,2	9 895,0	11 711,0	13 708,1	-34,9	6 790,7	7 955,6	1 105,7	16 057,7
Q3	31 882,7	31 556,1	326,7	12 247,4	9 999,7	11 762,3	13 707,3	-57,7	6 816,7	7 849,1	1 114,1	16 042,7
<i>Outstanding amounts as a percentage of GDP</i>												
2023 Q3	225,4	223,1	2,3	86,6	70,7	83,2	96,9	-0,4	48,2	55,5	7,9	113,4
<i>Transactions</i>												
2022 Q4	-514,9	-575,6	60,7	-250,0	-282,3	101,0	87,6	0,1	-375,2	-380,9	9,2	-
2023 Q1	405,4	366,0	39,4	50,5	16,5	63,3	159,7	15,3	295,0	189,8	-18,6	-
Q2	4,7	-45,1	49,8	-108,7	-116,7	205,7	138,0	-4,8	-89,4	-66,4	1,9	-
Q3	102,5	2,1	100,4	6,4	-4,1	86,5	112,5	-3,4	15,2	-106,3	-2,2	-
2023 June	24,7	-54,5	79,2	-8,3	-88,3	100,2	147,3	-10,7	-58,8	-113,5	2,4	-
July	136,7	103,8	32,9	0,5	26,8	52,5	5,1	-8,9	92,3	71,9	0,4	-
Aug.	99,0	77,6	21,5	16,5	4,6	32,7	44,9	3,3	45,3	28,1	1,3	-
Sep.	-133,3	-179,3	46,0	-10,5	-35,5	1,3	62,5	2,2	-122,4	-206,2	-3,9	-
Oct.	9,5	-12,7	22,2	-48,3	-64,8	-19,8	-6,8	17,1	56,7	58,9	3,7	-
Nov.	100,3	29,3	71,0	20,7	24,0	59,4	7,9	1,9	16,8	-2,6	1,5	-
<i>12-month cumulated transactions</i>												
2023 Nov.	58,1	-286,2	344,3	-341,3	-434,9	457,4	408,8	18,2	-67,3	-260,2	-8,9	-
<i>12-month cumulated transactions as a percentage of GDP</i>												
2023 Nov.	0,4	-2,0	2,4	-2,4	-3,1	3,2	2,9	0,1	-0,5	-1,8	-0,1	-

Source: ECB.

1) Net financial derivatives are included in total assets.

5 Financing conditions and credit developments

5.1 Monetary aggregates ¹⁾

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

	M3														
	M2						M3-M2								
	M1		M2-M1				Repos			Money market fund shares			Debt securities with a maturity of up to 2 years		
	Currency in circulation	Overnight deposits	Deposits with an agreed maturity of up to 2 years	Deposits redeemable at notice of up to 3 months											
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12				
Outstanding amounts															
2020	1 364,0	8 905,5	10 269,5	1 028,8	2 448,9	3 477,7	13 747,1	102,2	624,5	9,4	736,1	14 483,2			
2021	1 470,4	9 825,2	11 295,6	918,8	2 504,9	3 423,7	14 719,3	118,7	644,1	25,3	788,1	15 507,4			
2022	1 539,5	9 763,4	11 302,9	1 382,1	2 563,9	3 946,0	15 248,9	124,2	646,1	49,5	819,8	16 068,7			
2022 Q4	1 539,5	9 763,4	11 302,9	1 382,1	2 563,9	3 946,0	15 248,9	124,2	646,1	49,5	819,8	16 068,7			
2023 Q1	1 542,2	9 456,4	10 998,5	1 633,7	2 548,0	4 181,7	15 180,2	102,6	676,7	91,5	870,7	16 050,9			
Q2	1 535,3	9 178,3	10 713,6	1 865,1	2 517,8	4 382,9	15 096,5	114,4	695,9	83,8	894,2	15 990,7			
Q3	1 535,6	8 985,4	10 521,1	2 085,9	2 465,8	4 551,6	15 072,7	131,0	714,4	75,7	921,2	15 993,9			
2023 June	1 535,3	9 178,3	10 713,6	1 865,1	2 517,8	4 382,9	15 096,5	114,4	695,9	83,8	894,2	15 990,7			
July	1 534,5	9 084,0	10 618,5	1 922,2	2 506,8	4 428,9	15 047,4	121,8	694,6	77,8	894,2	15 941,6			
Aug.	1 534,0	9 008,9	10 542,9	1 993,8	2 485,1	4 478,9	15 021,9	122,0	699,5	84,3	905,8	15 927,7			
Sep.	1 535,6	8 985,4	10 521,1	2 085,9	2 465,8	4 551,6	15 072,7	131,0	714,4	75,7	921,2	15 993,9			
Oct.	1 536,0	8 868,5	10 404,5	2 168,9	2 453,3	4 622,2	15 026,7	144,3	711,8	90,1	946,1	15 972,9			
Nov. ^(p)	1 534,0	8 840,0	10 374,0	2 231,5	2 447,0	4 678,5	15 052,5	161,4	719,6	74,0	955,0	16 007,5			
Transactions															
2020	139,5	1 266,9	1 406,4	-33,3	85,9	52,6	1 459,0	19,8	110,1	2,2	132,0	1 591,1			
2021	107,7	910,7	1 018,4	-121,0	65,7	-55,3	963,1	12,3	20,3	13,2	45,8	1 008,9			
2022	69,2	-45,8	23,4	428,9	55,5	484,3	507,7	3,9	2,4	76,6	82,8	590,5			
2022 Q4	1,9	-331,4	-329,5	205,9	10,1	216,0	-113,6	6,2	43,0	0,7	50,0	-63,6			
2023 Q1	1,3	-346,4	-345,1	245,9	-10,8	235,1	-110,0	-22,1	30,4	43,7	52,1	-57,9			
Q2	-6,9	-276,4	-283,3	226,7	-30,2	196,5	-86,9	11,9	19,2	-5,3	25,8	-61,1			
Q3	0,3	-202,2	-202,0	224,0	-52,1	171,9	-30,1	16,0	18,2	-8,9	25,3	-4,7			
2023 June	-1,7	-91,8	-93,5	94,3	-11,3	83,1	-10,4	2,4	5,8	-5,1	3,1	-7,3			
July	-0,9	-91,3	-92,2	58,6	-11,0	47,6	-44,6	7,7	-1,4	-5,0	1,3	-43,3			
Aug.	-0,4	-82,4	-82,9	75,9	-21,7	54,2	-28,7	-0,1	4,8	4,8	9,4	-19,2			
Sep.	1,6	-28,5	-26,9	89,5	-19,4	70,1	43,2	8,5	14,8	-8,6	14,6	57,8			
Oct.	0,4	-114,8	-114,4	83,5	-12,3	71,2	-43,2	13,3	-2,7	13,2	23,7	-19,4			
Nov. ^(p)	-2,0	-22,0	-24,0	66,0	-6,2	59,8	35,9	17,8	7,7	-16,0	9,5	45,3			
Growth rates															
2020	11,4	16,4	15,8	-3,1	3,6	1,5	11,8	24,5	21,2	-	21,7	12,3			
2021	7,9	10,2	9,9	-11,7	2,7	-1,6	7,0	12,1	3,3	158,5	6,2	7,0			
2022	4,7	-0,5	0,2	45,7	2,2	14,1	3,4	3,1	0,4	457,8	11,1	3,8			
2022 Q4	4,7	-0,5	0,2	45,7	2,2	14,1	3,4	3,1	0,4	457,8	11,1	3,8			
2023 Q1	1,4	-5,7	-4,7	69,2	1,3	20,0	1,0	-17,6	15,2	538,5	23,8	2,0			
Q2	0,4	-9,3	-8,0	85,7	-0,3	24,0	-0,6	-2,4	14,4	325,9	22,4	0,5			
Q3	-0,2	-11,4	-9,9	76,3	-3,3	21,9	-2,2	10,3	18,4	64,9	19,9	-1,2			
2023 June	0,4	-9,3	-8,0	85,7	-0,3	24,0	-0,6	-2,4	14,4	325,9	22,4	0,5			
July	0,1	-10,5	-9,1	85,2	-1,0	23,9	-1,4	-1,7	16,7	226,2	21,1	-0,4			
Aug.	-0,2	-11,9	-10,4	85,9	-2,3	23,8	-2,4	-1,2	16,9	162,5	20,4	-1,3			
Sep.	-0,2	-11,4	-9,9	76,3	-3,3	21,9	-2,2	10,3	18,4	64,9	19,9	-1,2			
Oct.	-0,4	-11,5	-10,0	72,9	-3,9	21,4	-2,2	15,9	14,5	264,2	22,9	-1,0			
Nov. ^(p)	-0,5	-10,9	-9,5	68,6	-4,1	20,8	-1,8	18,2	13,0	95,3	17,9	-0,9			

Source: ECB.

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

5 Financing conditions and credit developments

5.2 Deposits in M3 1)

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

	Non-financial corporations 2)					Households 3)					Financial corporations other than MFIs and ICPFs 2)	Insurance corporations and pension funds	Other general government 4)
	Total	Overnight	With an agreed maturity of up to 2 years	Redeemable at notice of up to 3 months	Repos	Total	Overnight	With an agreed maturity of up to 2 years	Redeemable at notice of up to 3 months	Repos			
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
Outstanding amounts													
2020	2 966,2	2 513,8	308,9	140,0	3,5	7 664,8	4 965,6	438,4	2 260,0	0,9	1 118,3	237,4	498,6
2021	3 228,3	2 802,7	289,7	128,4	7,4	8 087,9	5 380,8	374,1	2 332,3	0,7	1 275,4	229,0	546,9
2022	3 360,4	2 721,5	497,6	134,9	6,4	8 373,7	5 536,8	444,9	2 391,1	0,9	1 302,0	236,9	560,6
2022 Q4	3 360,4	2 721,5	497,6	134,9	6,4	8 373,7	5 536,8	444,9	2 391,1	0,9	1 302,0	236,9	560,6
2023 Q1	3 332,6	2 595,7	595,6	132,6	8,6	8 377,5	5 433,2	566,2	2 377,1	0,9	1 227,4	230,5	572,6
Q2	3 333,1	2 502,4	687,7	132,0	11,0	8 364,2	5 311,8	701,6	2 349,9	0,8	1 185,3	229,1	564,0
Q3	3 322,6	2 438,8	737,1	131,9	14,8	8 351,4	5 205,9	847,5	2 297,1	0,8	1 216,1	212,6	565,3
2023 June	3 333,1	2 502,4	687,7	132,0	11,0	8 364,2	5 311,8	701,6	2 349,9	0,8	1 185,3	229,1	564,0
July	3 310,4	2 467,9	700,2	131,6	10,7	8 363,4	5 269,6	755,0	2 338,0	0,8	1 180,3	216,6	564,1
Aug.	3 314,9	2 452,4	719,7	132,1	10,8	8 360,0	5 238,0	804,5	2 316,7	0,8	1 157,2	217,5	560,3
Sep.	3 322,6	2 438,8	737,1	131,9	14,8	8 351,4	5 205,9	847,5	2 297,1	0,8	1 216,1	212,6	565,3
Oct.	3 326,2	2 413,7	768,3	131,4	12,9	8 345,9	5 149,9	909,0	2 286,3	0,7	1 205,7	210,4	546,7
Nov. (p)	3 328,7	2 408,1	772,2	132,0	16,4	8 363,4	5 114,8	969,0	2 278,8	0,8	1 226,1	223,4	538,5
Transactions													
2020	510,7	465,0	55,6	-6,9	-3,0	612,6	561,7	-53,7	104,6	0,0	159,6	20,9	35,5
2021	248,2	272,8	-21,3	-6,9	3,6	422,2	411,3	-65,0	76,1	-0,2	161,7	-10,4	46,0
2022	121,5	-89,4	206,5	5,9	-1,4	296,5	167,9	74,6	53,9	0,1	1,5	8,2	14,6
2022 Q4	8,6	-104,7	113,4	1,5	-1,7	30,7	-52,9	75,1	8,6	-0,1	-153,8	-6,2	11,6
2023 Q1	-37,0	-136,3	97,7	-0,6	2,3	-25,3	-132,2	115,9	-9,1	0,1	-74,2	-5,1	8,2
Q2	0,9	-91,8	90,9	-0,6	2,4	-13,2	-121,2	135,2	-27,1	-0,1	-43,2	-1,2	-11,3
Q3	-13,8	-65,7	48,3	-0,1	3,7	-14,9	-111,3	149,3	-52,9	0,0	30,6	-17,3	1,1
2023 June	17,7	-26,8	44,5	0,0	0,0	-4,2	-41,4	47,6	-10,4	-0,1	-26,5	1,9	4,8
July	-20,8	-33,3	13,0	-0,3	-0,2	-0,2	-41,9	53,7	-12,0	0,0	-2,8	-12,4	0,1
Aug.	2,9	-16,6	19,1	0,4	0,0	-4,9	-36,7	53,1	-21,3	0,0	-22,9	0,6	-4,0
Sep.	4,1	-15,8	16,2	-0,2	3,9	-9,8	-32,7	42,5	-19,7	0,0	56,2	-5,5	5,0
Oct.	5,4	-23,7	31,4	-0,4	-1,9	-5,3	-55,9	61,5	-10,8	-0,1	-9,7	-2,0	-18,6
Nov. (p)	6,8	-2,8	5,1	0,7	3,7	18,8	-34,4	60,5	-7,4	0,1	24,9	13,5	-8,2
Growth rates													
2020	20,6	22,5	21,6	-4,6	-45,1	8,7	12,8	-10,9	4,9	-5,4	15,9	9,6	7,7
2021	8,4	10,8	-6,9	-5,0	103,4	5,5	8,3	-14,8	3,4	-18,4	14,4	-4,3	9,3
2022	3,7	-3,2	70,1	4,6	-16,4	3,7	3,1	20,1	2,3	19,9	0,4	3,6	2,7
2022 Q4	3,7	-3,2	70,1	4,6	-16,4	3,7	3,1	20,1	2,3	19,9	0,4	3,6	2,7
2023 Q1	1,2	-9,4	105,8	3,1	-18,7	2,0	-1,3	56,8	1,4	-10,8	-8,4	0,3	3,2
Q2	0,7	-12,7	125,2	2,1	10,4	1,1	-4,4	97,1	-0,3	20,9	-14,2	0,5	-2,4
Q3	-1,2	-14,1	90,6	0,2	83,5	-0,3	-7,4	127,5	-3,4	-14,5	-16,4	-12,3	1,8
2023 June	0,7	-12,7	125,2	2,1	10,4	1,1	-4,4	97,1	-0,3	20,9	-14,2	0,5	-2,4
July	-0,6	-14,0	118,3	1,9	12,7	0,6	-5,7	111,8	-1,1	6,4	-15,3	-9,3	-1,8
Aug.	-2,3	-15,7	107,5	0,8	37,5	0,2	-6,7	124,2	-2,4	-1,0	-18,6	-7,5	-2,4
Sep.	-1,2	-14,1	90,6	0,2	83,5	-0,3	-7,4	127,5	-3,4	-14,5	-16,4	-12,3	1,8
Oct.	-2,0	-14,2	73,0	0,7	45,8	-0,5	-8,3	134,0	-4,0	-28,7	-10,7	-16,0	-2,9
Nov. (p)	-1,8	-12,9	59,1	1,1	102,5	-0,3	-8,5	131,9	-4,3	-18,6	-8,3	-9,1	-4,6

Source: ECB.

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

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

3) Including non-profit institutions serving households.

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

5 Financing conditions and credit developments

5.3 Credit to euro area residents ¹⁾

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

	Credit to general government			Credit to other euro area residents								
	Total	Loans	Debt securities	Total	Loans					Debt securities	Equity and non-money market fund investment fund shares	
					Total	To non-financial corporations ³⁾	To households ⁴⁾	To financial corporations other than MFIs and ICPFs ³⁾	To insurance corporations and pension funds			
					Adjusted loans ²⁾							
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
Outstanding amounts												
2020	5 898,2	996,3	4 889,9	14 325,2	11 917,4	12 294,2	4 709,1	6 132,1	908,1	168,1	1 543,2	864,5
2021	6 531,5	994,3	5 535,3	14 805,8	12 340,5	12 722,7	4 864,8	6 372,6	941,9	161,1	1 577,2	888,1
2022	6 361,6	1 004,6	5 332,0	15 390,1	12 990,2	13 183,7	5 131,4	6 632,1	1 079,1	147,6	1 563,7	836,3
2022 Q4	6 361,6	1 004,6	5 332,0	15 390,1	12 990,2	13 183,7	5 131,4	6 632,1	1 079,1	147,6	1 563,7	836,3
2023 Q1	6 353,2	995,3	5 333,0	15 426,3	13 019,5	13 214,7	5 136,1	6 665,6	1 076,5	141,4	1 556,9	849,9
Q2	6 275,3	986,6	5 263,3	15 426,5	12 982,2	13 210,7	5 126,9	6 634,3	1 078,5	142,5	1 575,1	869,3
Q3	6 211,4	989,2	5 197,2	15 428,9	12 977,5	13 194,2	5 114,6	6 633,5	1 092,2	137,2	1 576,8	874,6
2023 June	6 275,3	986,6	5 263,3	15 426,5	12 982,2	13 210,7	5 126,9	6 634,3	1 078,5	142,5	1 575,1	869,3
July	6 239,5	984,3	5 229,8	15 438,4	12 988,8	13 215,7	5 125,2	6 628,6	1 099,6	135,4	1 573,3	876,4
Aug.	6 256,9	987,3	5 244,5	15 414,5	12 963,8	13 186,6	5 119,9	6 632,8	1 079,9	131,2	1 573,7	877,1
Sep.	6 211,4	989,2	5 197,2	15 428,9	12 977,5	13 194,2	5 114,6	6 633,5	1 092,2	137,2	1 576,8	874,6
Oct.	6 196,3	987,3	5 183,9	15 451,3	13 008,6	13 224,3	5 112,7	6 641,7	1 119,1	135,1	1 562,4	880,3
Nov. ^(p)	6 213,5	985,9	5 202,4	15 489,3	13 036,2	13 247,1	5 121,3	6 652,3	1 128,5	134,1	1 575,2	877,9
Transactions												
2020	1 037,1	12,8	1 024,1	736,4	538,3	558,9	288,5	209,1	22,6	18,0	170,0	28,1
2021	663,0	-0,9	673,6	563,0	475,8	509,2	176,9	261,7	47,4	-10,1	78,0	9,2
2022	175,9	9,4	165,7	634,8	624,3	680,6	269,9	242,0	125,8	-13,4	16,9	-6,4
2022 Q4	31,1	3,0	27,5	20,1	-7,8	37,8	-6,5	26,8	-16,2	-11,8	15,7	12,1
2023 Q1	-72,9	-17,5	-55,3	2,5	3,7	7,7	-2,2	14,8	-3,0	-5,9	-9,7	8,5
Q2	-75,1	-8,6	-67,0	0,9	-32,0	-1,0	-5,2	-28,6	0,8	1,0	17,6	15,3
Q3	-19,1	1,6	-20,4	8,0	-0,2	-11,6	-8,5	1,6	12,1	-5,3	2,4	5,8
2023 June	10,8	-3,7	14,7	-8,3	-10,3	-13,1	-3,6	3,9	-11,9	1,3	-1,9	3,9
July	-34,9	-2,4	-32,6	15,0	11,0	8,5	0,7	-4,8	22,1	-7,0	-2,1	6,0
Aug.	14,9	2,4	12,9	-23,5	-24,1	-27,9	-3,9	4,2	-20,1	-4,3	0,3	0,3
Sep.	1,0	1,6	-0,6	16,5	12,9	7,8	-5,3	2,2	10,1	6,0	4,1	-0,5
Oct.	-16,6	0,8	-17,6	31,7	36,9	34,1	2,5	9,9	26,3	-1,8	-13,3	8,2
Nov. ^(p)	-25,9	-1,9	-24,0	38,3	36,3	30,6	12,6	12,3	12,3	-0,8	9,5	-7,5
Growth rates												
2020	22,1	1,3	27,8	5,4	4,7	4,7	6,5	3,5	2,5	10,2	11,4	3,3
2021	11,3	-0,1	13,8	3,9	4,0	4,2	3,8	4,3	5,2	-4,6	5,2	1,0
2022	2,7	0,9	3,0	4,3	5,0	5,4	5,5	3,8	13,4	-7,9	1,1	-0,6
2022 Q4	2,7	0,9	3,0	4,3	5,0	5,4	5,5	3,8	13,4	-7,9	1,1	-0,6
2023 Q1	-0,1	-1,5	0,1	2,9	3,5	3,9	4,5	2,9	5,0	-9,7	-1,3	2,0
Q2	-2,5	-2,3	-2,5	1,5	1,4	2,0	2,5	1,1	0,6	-12,2	1,0	4,5
Q3	-2,1	-2,1	-2,2	0,2	-0,3	0,3	-0,4	0,2	-0,6	-13,9	1,7	5,0
2023 June	-2,5	-2,3	-2,5	1,5	1,4	2,0	2,5	1,1	0,6	-12,2	1,0	4,5
July	-2,8	-2,3	-3,0	1,3	1,1	1,7	1,7	0,7	3,2	-15,0	1,1	5,4
Aug.	-2,1	-2,1	-2,1	0,6	0,1	0,7	0,1	0,4	0,4	-13,9	1,7	5,2
Sep.	-2,1	-2,1	-2,2	0,2	-0,3	0,3	-0,4	0,2	-0,6	-13,9	1,7	5,0
Oct.	-2,6	-1,8	-2,7	0,4	0,0	0,4	-0,9	0,2	4,7	-14,2	1,3	5,0
Nov. ^(p)	-3,0	-1,7	-3,3	0,4	0,1	0,4	-0,4	0,2	3,4	-10,5	0,9	3,9

Source: ECB.

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

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

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

4) Including non-profit institutions serving households.

5 Financing conditions and credit developments

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

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

	Non-financial corporations ²⁾					Households ³⁾				
	Total	Adjusted loans ⁴⁾	Up to 1 year	Over 1 and up to 5 years	Over 5 years	Total	Adjusted loans ⁴⁾	Loans for consumption	Loans for house purchase	Other loans
	1					2					3	4	5	6	7	8	9	10
Outstanding amounts										
2020	4 709,1	4 830,6	897,6	1 008,9	2 802,6	6 132,1	6 401,8	700,5	4 724,9	706,7
2021	4 864,8	4 995,8	889,0	1 005,2	2 970,7	6 372,6	6 637,3	698,3	4 970,8	703,5
2022	5 131,4	5 139,0	967,2	1 078,9	3 085,3	6 632,1	6 831,4	717,2	5 214,6	700,3
2022 Q4	5 131,4	5 139,0	967,2	1 078,9	3 085,3	6 632,1	6 831,4	717,2	5 214,6	700,3
2023 Q1	5 136,1	5 150,3	940,7	1 092,7	3 102,6	6 665,6	6 870,6	723,6	5 236,0	706,0
Q2	5 126,9	5 147,0	924,2	1 088,2	3 114,5	6 634,3	6 868,1	726,0	5 207,9	700,4
Q3	5 114,6	5 124,5	902,8	1 085,3	3 126,5	6 633,5	6 863,0	731,6	5 210,5	691,4
2023 June	5 126,9	5 147,0	924,2	1 088,2	3 114,5	6 634,3	6 868,1	726,0	5 207,9	700,4
July	5 125,2	5 144,4	919,8	1 088,6	3 116,8	6 628,6	6 863,4	727,4	5 205,0	696,2
Aug.	5 119,9	5 124,1	902,0	1 085,1	3 132,8	6 632,8	6 863,9	729,8	5 209,0	694,0
Sep.	5 114,6	5 124,5	902,8	1 085,3	3 126,5	6 633,5	6 863,0	731,6	5 210,5	691,4
Oct.	5 112,7	5 121,0	897,3	1 087,7	3 127,7	6 641,7	6 862,1	731,0	5 222,8	688,0
Nov. ^(p)	5 121,3	5 136,8	904,8	1 088,0	3 128,6	6 652,3	6 866,8	731,6	5 231,5	689,1
Transactions										
2020	288,5	325,6	-53,8	138,4	203,9	209,1	193,4	-11,7	210,7	10,2
2021	176,9	208,8	-1,6	2,3	176,1	261,7	266,8	10,7	255,0	-3,9
2022	269,9	309,7	78,6	77,7	113,6	242,0	249,5	22,6	218,5	1,0
2022 Q4	-6,5	22,8	-28,7	18,6	3,6	26,8	35,6	4,9	22,5	-0,7
2023 Q1	-2,2	5,7	-24,1	11,1	10,9	14,8	22,0	4,6	15,0	-4,7
Q2	-5,2	-1,2	-15,1	-2,9	12,8	-28,6	-0,6	3,9	-27,6	-4,9
Q3	-8,5	-18,8	-21,8	-3,3	16,6	1,6	-2,2	7,6	2,7	-8,8
2023 June	-3,6	-2,3	-0,5	-6,6	3,4	3,9	-1,5	0,5	4,1	-0,7
July	0,7	-0,9	-3,1	0,6	3,2	-4,8	-3,7	2,3	-2,9	-4,2
Aug.	-3,9	-18,7	-18,9	-3,2	18,3	4,2	0,6	2,7	3,9	-2,3
Sep.	-5,3	0,8	0,1	-0,6	-4,9	2,2	1,0	2,6	1,8	-2,2
Oct.	2,5	-0,3	-4,2	3,2	3,5	9,9	0,3	0,2	12,4	-2,7
Nov. ^(p)	12,6	19,6	10,4	0,2	2,0	12,3	5,9	1,1	9,3	1,9
Growth rates										
2020	6,5	7,1	-5,6	15,9	7,8	3,5	3,1	-1,6	4,7	1,5
2021	3,8	4,3	-0,2	0,2	6,3	4,3	4,2	1,5	5,4	-0,6
2022	5,5	6,4	8,8	7,7	3,8	3,8	3,8	3,2	4,4	0,1
2022 Q4	5,5	6,4	8,8	7,7	3,8	3,8	3,8	3,2	4,4	0,1
2023 Q1	4,5	5,3	4,0	9,1	3,1	2,9	2,9	3,1	3,3	-0,8
Q2	2,5	3,1	-1,9	6,3	2,5	1,1	1,7	2,5	1,3	-1,7
Q3	-0,4	0,2	-9,0	2,2	1,4	0,2	0,8	2,9	0,2	-2,7
2023 June	2,5	3,1	-1,9	6,3	2,5	1,1	1,7	2,5	1,3	-1,7
July	1,7	2,2	-3,1	5,1	2,0	0,7	1,3	2,6	0,8	-2,1
Aug.	0,1	0,7	-7,8	2,6	1,8	0,4	1,0	3,0	0,5	-2,5
Sep.	-0,4	0,2	-9,0	2,2	1,4	0,2	0,8	2,9	0,2	-2,7
Oct.	-0,9	-0,3	-9,6	1,5	1,1	0,2	0,6	2,8	0,3	-3,1
Nov. ^(p)	-0,4	0,0	-7,6	1,6	1,2	0,2	0,5	2,6	0,3	-2,9

Source: ECB.

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

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

3) Including non-profit institutions serving households.

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

5 Financing conditions and credit developments

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

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

	MFI liabilities						MFI assets			
	Central government holdings ²⁾	Longer-term financial liabilities vis-à-vis other euro area residents					Net external assets	Other		
		Total	Deposits with an agreed maturity of over 2 years	Deposits redeemable at notice of over 3 months	Debt securities with a maturity of over 2 years	Capital and reserves		Total		
								Repos with central counterparties ³⁾	Reverse repos to central counterparties ³⁾	
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	
Outstanding amounts										
2020	711,2	6 952,7	1 915,1	42,1	1 988,5	3 006,9	1 441,7	482,0	136,7	141,1
2021	736,9	6 881,5	1 838,9	37,1	1 994,5	3 010,9	1 377,6	411,1	128,5	136,8
2022	649,3	6 746,9	1 782,6	45,9	2 116,1	2 802,4	1 333,4	379,7	137,8	147,6
2022 Q4	649,3	6 746,9	1 782,6	45,9	2 116,1	2 802,4	1 333,4	379,7	137,8	147,6
2023 Q1	574,1	6 915,1	1 791,9	55,5	2 171,6	2 896,2	1 426,2	334,4	152,1	165,8
Q2	485,8	6 985,6	1 806,8	61,4	2 231,2	2 886,2	1 465,2	295,1	168,6	172,6
Q3	456,3	7 137,8	1 825,0	72,9	2 361,9	2 878,0	1 635,2	312,4	153,8	163,3
2023 June	485,8	6 985,6	1 806,8	61,4	2 231,2	2 886,2	1 465,2	295,1	168,6	172,6
July	464,6	7 096,6	1 807,0	64,5	2 319,6	2 905,5	1 547,9	277,0	153,8	156,4
Aug.	439,8	7 138,3	1 807,1	68,0	2 340,6	2 922,5	1 580,4	253,9	165,9	161,8
Sep.	456,3	7 137,8	1 825,0	72,9	2 361,9	2 878,0	1 635,2	312,4	153,8	163,3
Oct.	440,3	7 220,0	1 819,7	77,6	2 410,7	2 912,0	1 738,3	247,1	163,1	151,4
Nov. ^(p)	407,8	7 257,8	1 811,2	83,7	2 426,4	2 936,5	1 777,6	192,6	170,4	162,0
Transactions										
2020	288,3	-36,9	-14,8	-8,0	-101,4	87,3	-66,8	135,9	-43,6	-47,5
2021	26,3	-38,6	-74,9	-5,0	-40,0	81,4	-111,2	-118,2	-8,3	-4,3
2022	-84,5	37,7	-89,7	-4,4	14,8	117,0	-70,5	-196,4	10,5	17,9
2022 Q4	2,2	57,9	-12,4	1,1	50,5	18,7	49,2	-103,9	-10,2	1,0
2023 Q1	-81,9	89,3	5,9	5,0	67,3	11,2	63,7	-43,8	15,0	18,9
Q2	-88,1	95,1	13,9	6,1	60,1	15,0	93,0	-72,9	16,5	6,7
Q3	-29,7	90,5	17,3	11,4	38,5	23,4	128,1	-60,8	-13,0	-6,0
2023 June	-13,0	31,2	2,9	2,6	24,4	1,3	37,9	-29,4	-5,4	-11,5
July	-21,2	29,2	0,8	3,0	16,1	9,3	42,1	-57,5	-14,8	-16,2
Aug.	-24,8	27,1	0,1	3,5	15,6	7,9	28,1	-36,4	12,1	5,4
Sep.	16,3	34,2	16,3	4,9	6,8	6,3	57,9	33,1	-10,3	4,8
Oct.	-16,1	34,5	-4,4	4,7	26,1	8,0	61,5	-77,6	9,3	-12,0
Nov. ^(p)	-32,5	31,9	-7,1	6,1	32,4	0,6	54,9	-22,6	7,3	10,7
Growth rates										
2020	82,2	-0,5	-0,8	-15,9	-4,7	3,0	-	-	-24,2	-25,2
2021	3,7	-0,6	-3,9	-11,9	-2,0	2,7	-	-	-6,0	-3,0
2022	-11,5	0,6	-4,8	-13,0	0,6	4,1	-	-	7,9	12,7
2022 Q4	-11,5	0,6	-4,8	-13,0	0,6	4,1	-	-	7,9	12,7
2023 Q1	-22,6	2,4	-3,4	-0,5	4,9	4,0	-	-	-4,2	1,3
Q2	-37,6	3,5	-2,2	25,0	8,7	3,0	-	-	1,7	10,2
Q3	-30,3	4,9	1,4	48,7	10,4	2,4	-	-	5,7	14,1
2023 June	-37,6	3,5	-2,2	25,0	8,7	3,0	-	-	1,7	10,2
July	-38,9	4,0	-1,5	32,5	9,7	2,7	-	-	-10,9	-1,6
Aug.	-34,9	4,5	-0,4	37,0	10,1	2,9	-	-	5,9	11,5
Sep.	-30,3	4,9	1,4	48,7	10,4	2,4	-	-	5,7	14,1
Oct.	-34,5	5,6	1,7	57,7	11,1	3,0	-	-	14,9	-0,6
Nov. ^(p)	-40,3	5,5	1,2	68,3	11,1	2,9	-	-	7,5	-2,7

Source: ECB.

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

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

3) Not adjusted for seasonal effects.

6 Fiscal developments

6.1 Deficit/surplus

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

	Deficit (-)/surplus (+)					Memo item: Primary deficit (-)/ surplus (+)
	Total	Central government	State government	Local government	Social security funds	
	1	2	3	4	5	6
2019	-0,6	-1,0	0,1	0,1	0,3	1,0
2020	-7,1	-5,8	-0,4	0,0	-0,9	-5,5
2021	-5,2	-5,2	0,0	0,1	0,0	-3,8
2022	-3,6	-3,9	0,0	0,0	0,3	-1,9
2022 Q4	-3,6	.	.	.	.	-1,9
2023 Q1	-3,7	.	.	.	.	-2,0
Q2	-3,8	.	.	.	.	-2,1
Q3	-3,5	.	.	.	.	-1,7

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

6.2 Revenue and expenditure

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

	Revenue						Expenditure						
	Total	Current revenue				Capital revenue	Total	Current expenditure				Capital expenditure	
		Direct taxes	Indirect taxes	Net social contributions				Compensation of employees	Intermediate consumption	Interest	Social benefits		
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	
2019	46,3	45,8	12,9	13,1	15,0	0,5	46,9	43,2	9,9	5,4	1,6	22,4	3,8
2020	46,4	45,9	12,9	12,7	15,5	0,5	53,5	48,9	10,6	5,9	1,5	25,3	4,6
2021	47,0	46,2	13,2	13,1	15,1	0,8	52,2	47,2	10,2	5,9	1,5	23,9	5,0
2022	46,9	46,1	13,5	12,9	14,8	0,8	50,5	45,4	9,9	5,9	1,7	22,8	5,1
2022 Q4	46,9	46,1	13,5	12,9	14,8	0,8	50,5	45,4	9,9	5,9	1,7	22,8	5,1
2023 Q1	46,6	45,8	13,4	12,8	14,8	0,8	50,3	45,2	9,8	5,8	1,7	22,7	5,1
Q2	46,4	45,6	13,4	12,7	14,8	0,8	50,2	45,1	9,8	5,8	1,7	22,7	5,1
Q3	46,4	45,6	13,4	12,6	14,8	0,8	49,8	44,8	9,8	5,8	1,7	22,6	5,0

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

6.3 Government debt-to-GDP ratio

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

	Total	Financial instrument			Holder			Original maturity		Residual maturity			Currency	
		Currency and deposits	Loans	Debt securities	Resident creditors	Non-resident creditors	Up to 1 year	Over 1 year	Up to 1 year	Over 1 and up to 5 years	Over 5 years	Euro or participating currencies	Other currencies	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
2019	84,1	3,0	13,2	67,8	45,8	30,8	38,3	7,7	76,3	15,6	27,9	40,6	82,7	1,3
2020	97,2	3,2	14,5	79,5	54,6	39,1	42,5	11,1	86,0	18,9	30,9	47,3	95,5	1,7
2021	94,7	3,0	13,8	77,9	55,2	41,3	39,5	9,8	84,9	17,5	30,1	47,1	93,3	1,4
2022	90,9	2,7	13,2	75,0	53,4	40,2	37,5	8,8	82,1	16,3	28,9	45,7	90,0	0,9
2022 Q4	90,9	2,7	13,2	75,0	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
2023 Q1	90,7	2,5	12,8	75,3	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
Q2	90,3	2,5	12,5	75,3	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
Q3	89,9	2,5	12,2	75,1	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.

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

6 Fiscal developments

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

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

	Change in debt-to-GDP ratio ²⁾	Primary deficit (+)/surplus (-)	Deficit-debt adjustment							Interest-growth differential	Memo item: Borrowing requirement	
			Total	Transactions in main financial assets				Revaluation effects and other changes in volume	Other			
				Total	Currency and deposits	Loans	Debt securities					Equity and investment fund shares
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
2019	-2,0	-1,0	0,1	0,2	0,1	0,0	0,0	0,2	-0,1	0,0	-1,2	0,9
2020	13,1	5,5	2,2	2,5	2,0	0,4	-0,1	0,1	-0,3	0,0	5,3	9,6
2021	-2,4	3,8	-0,2	0,6	0,4	0,1	0,0	0,1	-0,1	-0,7	-6,0	5,1
2022	-3,8	1,9	-0,3	-0,2	-0,7	0,2	0,1	0,2	0,6	-0,6	-5,4	2,7
2022 Q4	-3,8	1,9	-0,3	-0,2	-0,7	0,2	0,1	0,2	0,6	-0,6	-5,4	2,7
2023 Q1	-3,8	2,0	-0,7	-0,7	-1,1	0,1	0,1	0,1	0,7	-0,7	-5,1	2,3
Q2	-3,2	2,1	-0,7	-1,0	-1,4	0,1	0,2	0,1	0,7	-0,4	-4,5	2,4
Q3	-2,3	1,7	0,0	-0,5	-0,7	-0,2	0,2	0,1	0,6	-0,1	-4,1	2,8

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

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

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

6.5 Government debt securities ¹⁾

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

	Debt service due within 1 year ²⁾					Average residual maturity in years ³⁾	Average nominal yields ⁴⁾						
	Total	Principal		Interest			Outstanding amounts				Transactions		
		Maturities of up to 3 months	Maturities of up to 3 months	Total	Floating rate		Zero coupon	Fixed rate	Maturities of up to 1 year	Issuance	Redemption		
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
2020	14,9	13,5	4,2	1,4	0,4	7,6	2,0	1,2	-0,1	2,2	2,1	0,0	0,8
2021	14,0	12,7	4,2	1,3	0,3	7,9	1,6	1,1	-0,4	1,9	1,9	-0,1	0,5
2022	13,2	11,9	4,2	1,3	0,3	8,0	1,6	1,2	0,4	1,8	1,9	1,1	0,5
2022 Q3	13,0	11,7	3,7	1,3	0,3	8,1	1,6	1,1	0,0	1,9	1,9	0,6	0,4
Q4	13,2	11,9	4,2	1,3	0,3	8,0	1,6	1,2	0,4	1,8	1,9	1,1	0,5
2023 Q1	13,5	12,3	4,2	1,2	0,3	8,1	1,8	1,3	1,0	1,9	2,0	2,1	0,7
Q2	13,6	12,3	3,6	1,3	0,3	8,1	1,9	1,4	1,5	1,9	2,0	2,8	1,1
2023 July	13,6	12,3	4,0	1,3	0,3	8,1	1,9	1,3	1,5	2,0	1,9	3,0	1,2
Aug.	13,5	12,2	4,0	1,3	0,3	8,1	1,9	1,4	1,7	2,0	1,9	3,2	1,4
Sep.	13,8	12,4	3,8	1,3	0,3	8,1	1,9	1,2	1,8	2,0	1,7	3,4	1,5
Oct.	13,4	12,0	3,5	1,4	0,3	8,2	2,0	1,2	1,9	2,0	1,7	3,5	1,7
Nov.	13,6	12,3	3,8	1,4	0,4	8,2	2,0	1,2	2,0	2,0	1,7	3,6	1,8
Dec.	13,8	12,5	4,4	1,4	0,3	8,1	2,0	1,2	2,1	2,0	1,7	3,6	1,9

Source: ECB.

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

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

3) Residual maturity at the end of the period.

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

6 Fiscal developments

6.6 Fiscal developments in euro area countries

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

	Belgium	Germany	Estonia	Ireland	Greece	Spain	France	Croatia	Italy	Cyprus
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
Government deficit (-)/surplus (+)										
2019	-2,0	1,5	0,1	0,5	0,9	-3,1	-3,1	0,2	-1,5	0,9
2020	-8,9	-4,3	-5,4	-5,0	-9,7	-10,1	-9,0	-7,3	-9,6	-5,7
2021	-5,4	-3,6	-2,5	-1,5	-7,0	-6,7	-6,5	-2,5	-8,8	-1,9
2022	-3,5	-2,5	-1,0	1,7	-2,4	-4,7	-4,8	0,1	-8,0	2,4
2022 Q4	-3,5	-2,5	-1,0	1,7	-2,4	-4,7	-4,8	0,1	-8,0	2,4
2023 Q1	-3,9	-3,0	-1,3	2,0	-2,5	-4,4	-4,6	-0,2	-8,1	3,0
Q2	-4,0	-3,1	-1,7	2,2	-2,4	-4,6	-4,9	-0,4	-7,9	3,4
Q3	-4,1	-2,7	-2,2	1,9	-1,2	-4,4	-4,8	0,3	-6,8	3,2
Government debt										
2019	97,6	59,6	8,5	57,1	180,6	98,2	97,4	70,9	134,2	93,0
2020	111,8	68,8	18,6	58,1	207,0	120,3	114,6	86,8	154,9	114,9
2021	108,0	69,0	17,8	54,4	195,0	116,8	112,9	78,1	147,1	99,3
2022	104,3	66,1	18,5	44,4	172,6	111,6	111,8	68,2	141,7	85,6
2022 Q4	104,3	66,1	18,5	44,4	172,6	111,6	111,8	68,2	141,7	85,6
2023 Q1	106,4	65,7	17,2	43,6	169,3	111,2	112,3	69,1	140,9	83,1
Q2	105,9	64,7	18,5	43,2	167,1	111,2	111,8	66,5	142,5	85,1
Q3	108,0	64,8	18,2	43,6	165,5	109,8	111,9	64,4	140,6	79,4
	Latvia	Lithuania	Luxembourg	Malta	Netherlands	Austria	Portugal	Slovenia	Slovakia	Finland
	11	12	13	14	15	16	17	18	19	20
Government deficit (-)/surplus (+)										
2019	-0,5	0,5	2,2	0,5	1,8	0,6	0,1	0,7	-1,2	-0,9
2020	-4,5	-6,5	-3,4	-9,6	-3,7	-8,0	-5,8	-7,6	-5,4	-5,6
2021	-7,2	-1,1	0,6	-7,5	-2,2	-5,8	-2,9	-4,6	-5,2	-2,8
2022	-4,6	-0,7	-0,3	-5,7	-0,1	-3,5	-0,3	-3,0	-2,0	-0,8
2022 Q4	-4,6	-0,7	-0,3	-5,6	-0,1	-3,5	-0,3	-3,0	-2,0	-0,5
2023 Q1	-4,4	-1,2	-0,6	-4,8	-0,1	-3,3	0,1	-3,2	-2,6	-0,4
Q2	-3,0	-1,2	-0,7	-4,2	-0,2	-3,6	0,0	-3,2	-3,4	-1,1
Q3	-3,3	-1,1	-0,4	-3,4	0,1	-3,5	0,5	-3,5	-4,7	-1,5
Government debt										
2019	36,7	35,8	22,4	40,0	48,6	70,6	116,6	65,4	48,0	64,9
2020	42,2	46,2	24,6	52,2	54,7	83,0	134,9	79,6	58,9	74,7
2021	44,0	43,4	24,5	54,0	51,7	82,5	124,5	74,4	61,1	72,5
2022	41,0	38,1	24,7	52,3	50,1	78,4	112,4	72,3	57,8	73,3
2022 Q4	41,0	38,1	24,7	51,6	50,1	78,4	112,4	72,3	57,8	73,3
2023 Q1	43,0	38,1	28,3	51,5	48,3	80,2	112,3	72,0	58,0	73,3
Q2	39,5	38,1	28,2	49,6	46,9	78,5	110,0	70,4	59,6	74,5
Q3	41,4	37,4	25,7	49,3	45,9	78,2	107,5	71,4	58,6	73,8

Source: Eurostat.

© **Banque centrale européenne, 2024**

Adresse postale 60640 Frankfurt am Main, Allemagne

Téléphone +49 69 1344 0

Site internet www.ecb.europa.eu

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

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

La date d'arrêt des statistiques figurant dans cette publication est le 24 janvier 2024.

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-24-001-FR-N (PDF)

Directeur de la publication : Claude Piot

Secrétaire général