



BANQUE CENTRALE EUROPÉENNE
EUROSYSTEME

Bulletin économique

Numéro 2 / 2024



Sommaire

Évolutions économiques, financières et monétaires	3
Vue d'ensemble	3
1 Environnement extérieur	8
2 Activité économique	15
3 Prix et coûts	23
4 Évolutions sur les marchés financiers	30
5 Conditions de financement et évolutions du crédit	36
6 Évolutions budgétaires	43
Encadrés	46
1 Spéculation sur les prix du pétrole et du gaz en période de risques géopolitiques	46
2 Comment la géopolitique modifie les échanges commerciaux	53
3 Comment les ménages ont-ils ajusté leur comportement d'épargne et de dépense pour faire face à la forte inflation ?	59
4 Quels ont été les déterminants de l'inflation alimentaire dans la zone euro au cours des deux dernières années ?	66
5 Une actualisation de l'exactitude des projections récentes relatives à l'inflation à court terme établies par les services de l'Eurosystème/de la BCE	73
6 Conditions de la liquidité et opérations de politique monétaire du 1 ^{er} novembre 2023 au 30 janvier 2024	81
7 L'euro comme monnaie mondiale : une approche fondée sur les paiements	88
8 Le plan sur le climat et la nature 2024-2025 de la BCE	92
Articles	97
1 L'incidence des chocs récents et des changements structurels en cours sur la croissance de la productivité dans la zone euro	97
2 Existe-t-il une fracture numérique dans les paiements ? Comprendre pourquoi les espèces restent importantes pour de nombreuses personnes	120

Encadré 1 Non bancarisés hors de la zone euro : les profils de
détention numérique diffèrent-ils à l'étranger ?

132

Statistiques

136

Évolutions économiques, financières et monétaires

Vue d'ensemble

Lors de sa réunion du 7 mars 2024, le Conseil des gouverneurs a décidé de laisser inchangés les trois taux directeurs de la BCE. Depuis sa réunion de politique monétaire du 25 janvier 2024, l'inflation a encore diminué. Dans les projections macroéconomiques de mars 2024 établies par les services de la BCE pour la zone euro, l'inflation a été révisée à la baisse, en particulier pour 2024, ce qui reflète principalement une moindre contribution des prix de l'énergie. Les projections tablent désormais sur une hausse des prix moyenne de 2,3 % en 2024, 2,0 % en 2025 et 1,9 % en 2026. Les projections relatives à l'inflation hors énergie et produits alimentaires ont également été revues à la baisse et s'établissent en moyenne à 2,6 % pour 2024, 2,1 % pour 2025 et 2,0 % pour 2026. La plupart des mesures de l'inflation sous-jacente ont encore diminué, mais les tensions sur les prix d'origine intérieure demeurent élevées, en raison notamment d'une forte croissance des salaires. Les conditions de financement sont restrictives et les hausses passées des taux d'intérêt continuent de peser sur la demande, ce qui contribue au ralentissement de l'inflation. Les services de la BCE ont revu à la baisse leur projection de croissance pour 2024, à 0,6 %, l'activité économique devant rester modérée à court terme. L'économie devrait ensuite se redresser et croître de 1,5 % en 2025 et 1,6 % en 2026, soutenue dans un premier temps par la consommation, puis également par l'investissement.

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, ses décisions relatives aux taux directeurs resteront fondées sur son évaluation des perspectives d'inflation compte tenu des données économiques et financières, de la dynamique de l'inflation sous-jacente et de la force de la transmission de la politique monétaire.

Activité économique

L'économie reste atone. Les consommateurs ont continué de restreindre leurs dépenses, l'investissement s'est ralenti et les entreprises ont moins exporté, reflétant

un affaiblissement de la demande extérieure et des pertes de compétitivité. Toutefois, les enquêtes indiquent un redressement progressif au cours de l'année 2024. À mesure que l'inflation recule et que la progression des salaires se poursuit, les revenus réels vont rebondir et contribuer à la croissance. En outre, l'effet modérateur des hausses passées des taux d'intérêt va s'atténuer progressivement et la demande d'exportations adressée à la zone euro devrait repartir à la hausse.

Le taux de chômage se situe à son point le plus bas depuis l'introduction de l'euro. L'emploi a enregistré une hausse de 0,3 % au quatrième trimestre 2023, encore une fois plus forte que l'évolution de l'activité économique, entraînant une nouvelle baisse de la production par tête. Dans le même temps, les publications de postes vacants ont diminué et les entreprises sont moins nombreuses à faire état de limites à la production dues à des pénuries de main-d'œuvre.

Selon les projections de mars 2024, la croissance économique devrait s'accélérer progressivement en 2024, tirée par la hausse du revenu disponible réel, dans un contexte de baisse de l'inflation et de croissance soutenue des salaires, ainsi que par l'amélioration des termes de l'échange. Les perturbations actuelles du transport maritime en mer Rouge étant peu susceptibles de déboucher sur de nouvelles contraintes d'approvisionnement importantes, la croissance des exportations devrait combler son retard par rapport au raffermissement de la demande extérieure. À moyen terme, la reprise serait également soutenue par la dissipation progressive des effets du resserrement de la politique monétaire de la BCE. Dans l'ensemble, la croissance annuelle moyenne du PIB en volume devrait s'établir à 0,6 % en 2024, avant de se renforcer par la suite, à 1,5 % en 2025 et 1,6 % en 2026. Par rapport aux projections macroéconomiques de décembre 2023 établies par les services de l'Eurosystème pour la zone euro, les perspectives de croissance du PIB ont été révisées à la baisse pour 2024, en raison d'effets de report liés à des surprises antérieures négatives et d'informations prospectives plus faibles, elles sont inchangées pour 2025 et ont été révisées légèrement à la hausse pour 2026.

Les pouvoirs publics devraient continuer de retirer les mesures de soutien liées à l'énergie pour permettre au processus de désinflation de se poursuivre durablement. Les politiques budgétaires et structurelles doivent être renforcées afin d'améliorer la productivité et la compétitivité de l'économie de la zone euro, d'accroître la capacité d'offre et de réduire progressivement les ratios élevés de dette publique. Une mise en œuvre plus rapide du programme *Next Generation EU* et des efforts accrus pour lever les obstacles nationaux à une intégration plus large et plus profonde du secteur bancaire et des marchés de capitaux sont de nature à encourager les investissements dans les transitions écologique et numérique et à réduire les tensions sur les prix à moyen terme. Le cadre de gouvernance économique révisé de l'UE doit par ailleurs être mis en place sans délai.

Inflation

L'inflation s'est légèrement ralentie, ressortant à 2,8 % en janvier et, selon l'estimation rapide d'Eurostat, a encore diminué en février, revenant à 2,6 %. La hausse des prix des produits alimentaires s'est de nouveau atténuée, à 5,6 % en janvier et 4,0 % en février, alors que les prix de l'énergie ont poursuivi leur dégrèvement au cours de ces deux mois par rapport à leur niveau d'il y a un an, mais à un rythme plus lent qu'en décembre. La hausse des prix des biens s'est aussi de nouveau ralentie, à 2,0 % en janvier et 1,6 % en février. L'inflation dans le secteur des services, après être ressortie à 4 % pendant trois mois de suite, s'est inscrite en légère baisse à 3,9 % en février.

La plupart des mesures de l'inflation sous-jacente ont encore diminué en janvier à mesure que l'incidence des chocs d'offre passés continue de s'estomper et en raison des effets de la politique monétaire restrictive sur la demande. Cela étant, les tensions sur les prix d'origine intérieure restent élevées, du fait notamment d'une croissance vigoureuse des salaires et d'une baisse de la productivité du travail. Dans le même temps, certains signes indiquent que la hausse des salaires commence à se modérer. De plus, les bénéfices absorbent une partie de l'augmentation des coûts de main-d'œuvre, ce qui réduit les effets inflationnistes.

Cette tendance baissière de l'inflation devrait se poursuivre au cours des prochains mois. Au-delà, elle devrait revenir à la cible du Conseil des gouverneurs, avec la modération des coûts de main-d'œuvre et l'atténuation des effets des chocs énergétiques passés, des goulets d'étranglement du côté de l'offre et de la réouverture de l'économie après la pandémie. Les mesures des anticipations d'inflation à long terme restent globalement stables, s'établissant pour la plupart autour de 2 %.

Selon les projections de mars 2024, l'inflation devrait continuer de se modérer en raison de l'atténuation en cours des tensions en amont de la chaîne de production et de l'impact du resserrement de la politique monétaire, à un rythme toutefois plus mesuré qu'en 2023. Les tensions en amont sur les prix continueraient de s'estomper, les perturbations du transport maritime en mer Rouge n'exerçant qu'une incidence haussière limitée. Compte tenu de la baisse des prix de l'énergie, les fortes variations des coûts de main-d'œuvre devraient constituer le principal moteur de l'inflation hors énergie et produits alimentaires. La croissance des salaires nominaux devrait rester élevée, sous l'effet de tensions persistantes sur le marché du travail. Néanmoins, cette progression s'atténuerait progressivement sur l'horizon de projection à mesure que se dissipent les effets haussiers liés aux mesures de compensation prises face à l'inflation. Une reprise de la croissance de la productivité devrait favoriser la modération des tensions sur les coûts de main-d'œuvre. En outre, la croissance des bénéfices s'affaiblirait sur l'horizon de projection et permettrait d'amortir la répercussion des coûts de main-d'œuvre. Dans l'ensemble, en moyenne annuelle, l'inflation totale devrait se ralentir, revenant de 5,4 % en 2023 à 2,3 % en 2024, 2,0 % en 2025 et 1,9 % en 2026. Étant données la faiblesse des perspectives d'inflation pour le secteur de l'énergie, l'inflation totale devrait rester inférieure à l'inflation hors énergie et produits alimentaires tout au long de l'horizon

de projection. Par rapport aux projections de décembre 2023, l'inflation totale a été révisée à la baisse pour 2024 et 2025, principalement en raison des effets directs et indirects d'hypothèses moins élevées concernant les prix des matières premières énergétiques et d'une atténuation des tensions sur les coûts de main-d'œuvre ; l'inflation totale est inchangée pour 2026.

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 majeures 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 être plus élevée si l'inflation baisse plus rapidement que prévu et 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 perturber les échanges mondiaux. 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.

Conditions financières et monétaires

Les taux de marché ont augmenté depuis la réunion du Conseil des gouverneurs du 25 janvier 2024 et la politique monétaire suivie a maintenu des conditions de financement globales restrictives. Les taux des prêts bancaires aux entreprises se sont largement stabilisés, tandis que les taux des prêts hypothécaires ont diminué en décembre et janvier. Néanmoins, les taux débiteurs demeurent élevés, à 5,2 % pour les prêts aux entreprises et 3,9 % pour les prêts hypothécaires.

Les prêts bancaires aux entreprises sont devenus positifs en décembre, augmentant à un taux annuel de 0,5 %. Mais en janvier, ils ont légèrement diminué, revenant à 0,2 % en raison d'un flux négatif au cours du mois. La croissance des prêts aux ménages a continué de se ralentir, revenant à 0,3 % en rythme annuel en janvier. La monnaie au sens large, mesurée par M3, a augmenté à un taux modéré de 0,1 %.

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

Le Conseil des gouverneurs a décidé, lors de sa réunion du 7 mars 2024, 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 de manière appropriée le degré et la durée de cette orientation restrictive. Dans tous les cas, 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 vers son objectif de 2 % à moyen terme et pour préserver la bonne transmission de la politique monétaire.

La croissance mondiale s'est modérée au tournant de l'année, le resserrement monétaire se transmettant à l'économie mondiale. Le ralentissement de la croissance de la consommation reflète en partie la dissipation des effets favorables dans les principales économies avancées, où les marchés du travail connaissent une accalmie progressive, bien que demeurant relativement tendus, et où l'excédent d'épargne accumulé pendant la pandémie s'est largement résorbé. En Chine, les dépenses de consommation sont restées modestes dans un contexte d'atonie du marché de l'immobilier. Les taux de croissance annuels mondiaux devraient baisser progressivement au cours de la période 2024-2026 et rester légèrement inférieurs à moyen terme aux niveaux observés au cours des dix dernières années. Par rapport aux projections macroéconomiques de décembre 2023 pour la zone euro établies par les services de l'Eurosystème, la croissance mondiale a été révisée à la hausse pour cette année dans les projections macroéconomiques de mars 2024 établies par les services de la BCE, en raison principalement d'une plus forte croissance aux États-Unis. Le commerce mondial devrait se redresser cette année et croître ensuite plus en phase avec l'activité mondiale. La projection pour le commerce mondial est globalement inchangée par rapport aux projections de décembre 2023, mais celui-ci devrait rester au-dessous de sa tendance historique au cours de l'horizon de projection. L'inflation totale devrait se ralentir sur la même période.

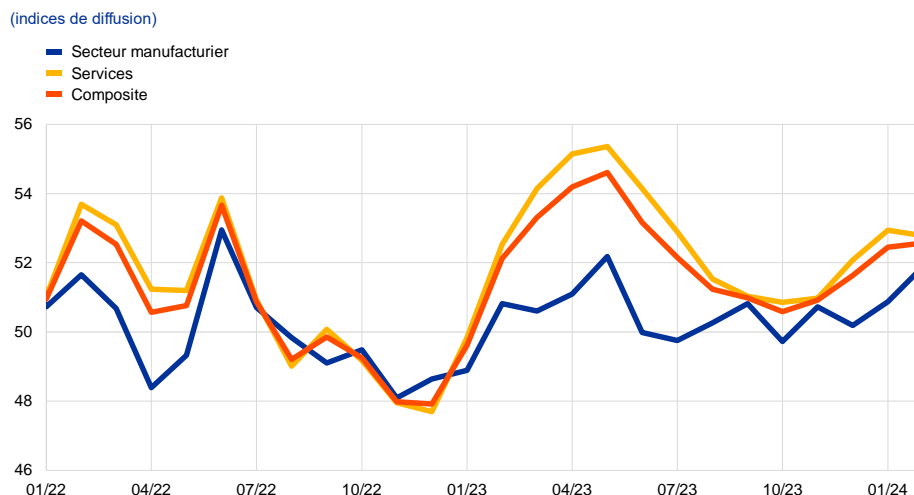
La croissance économique mondiale s'est modérée au tournant de l'année, le resserrement monétaire se transmettant à l'économie mondiale. Selon les estimations, la croissance du PIB mondial en volume se serait ralentie de 0,8 % au quatrième trimestre, contre 1,0 % au troisième trimestre 2023 ¹. Dans l'ensemble, l'activité économique mondiale aurait augmenté de 3,5 % en 2023, un rythme similaire à celui observé l'année précédente et au taux de croissance moyen des dix dernières années. Ce taux est également supérieur de 0,2 point de pourcentage au taux de croissance mondial anticipé dans les projections macroéconomiques de décembre 2023 établies par les services de l'Eurosystème. Les données récentes suggèrent néanmoins que la croissance de la consommation mondiale se tasse, les effets favorables sur les dépenses de consommation se dissipant. Même s'ils restent relativement tendus, les marchés du travail des principales économies avancées connaissent une accalmie progressive, comme l'indique la baisse des ratios vacance d'emploi-chômage, tandis que la croissance des salaires nominaux se ralentit elle aussi progressivement. De plus, l'excédent d'épargne accumulé pendant la pandémie s'est largement résorbé. En Chine, les dépenses de consommation restent faibles dans le contexte des évolutions du marché de l'immobilier résidentiel. Par conséquent, les dépenses de consommation mondiales, qui ont soutenu l'activité économique dans la reprise post-pandémie, restent modestes. Plus récemment, l'indice composite des directeurs d'achat (PMI) pour la production mondiale a enregistré une légère hausse en février, suggérant un renforcement de l'activité dans les secteurs manufacturier et des services (graphique 1). Ce signal

¹ La présente section étant consacrée aux évolutions de l'environnement mondial, toutes les références aux indicateurs économiques mondiaux et/ou agrégés au niveau mondial excluent la zone euro.

doit néanmoins être interprété à la lumière d'un ensemble plus large de données récentes, qui continuent d'indiquer une activité mondiale modérée dans son ensemble.

Graphique 1

Indice PMI pour la production mondiale



Sources : S&P Global Market Intelligence et calculs des services de la BCE.
Note : Les dernières observations se rapportent à février 2024.

La croissance mondiale devrait se ralentir progressivement au cours de l'horizon de projection. La croissance légèrement plus faible cette année reflète l'atténuation progressive de l'incidence des effets favorables évoqués ci-dessus, qui ont soutenu les dépenses de consommation dans les économies avancées à la suite de la pandémie. Les effets du resserrement de la politique monétaire ainsi que l'incertitude accrue liée aux tensions géopolitiques ont contribué à ces évolutions. Dans l'ensemble, la croissance du PIB mondial en volume devrait être de 3,4 % cette année, avant de se ralentir à 3,2 % par an en 2025 et en 2026, un rythme légèrement inférieur à celui observé au cours des dix dernières années. La croissance mondiale a été révisée à la hausse pour cette année par rapport aux projections de décembre 2023, en raison principalement de l'effet de report d'une plus forte croissance aux États-Unis.

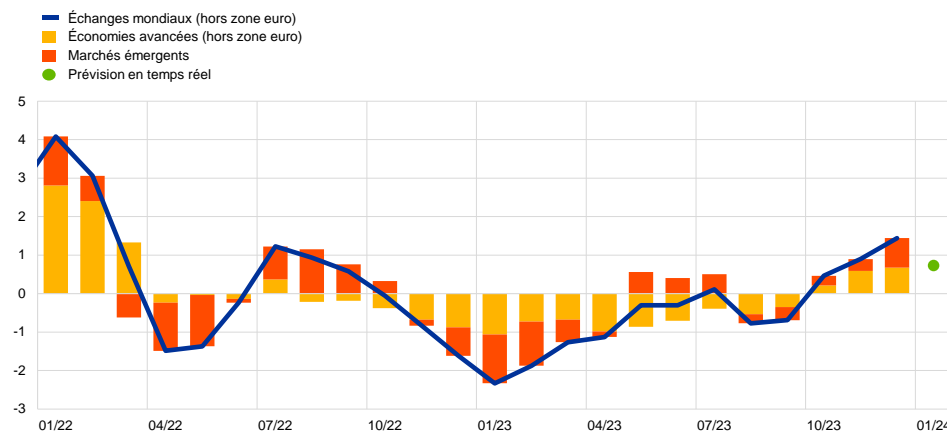
La croissance des échanges mondiaux de biens demeure positive.

La croissance des échanges de marchandises dans le monde est devenue positive au quatrième trimestre 2023 et devrait l'être restée en janvier 2024 (graphique 2). Cette amélioration reflète une correction des évolutions caractérisant la reprise à la suite de la pandémie, telles que le rééquilibrage des dépenses des biens vers les services et un ajustement des stocks mondiaux. La reprise des échanges mondiaux devrait se poursuivre, l'incidence des évolutions à la suite de la pandémie devant s'estomper progressivement et le cycle manufacturier mondial ainsi que l'investissement privé semblant se stabiliser début 2024. L'amélioration du « cycle

de la tech » mondial, un indicateur précoce de la croissance globale du secteur manufacturier, devrait également soutenir les échanges à court terme ².

Graphique 2 Croissance des échanges de biens

(importations en volume, variation en pourcentage en glissement sur trois mois annualisée, points de pourcentage)



Sources : Bureau néerlandais d'analyse de la politique économique (CPB), sources nationales via le LSEG et calculs des services de la BCE.

Notes : La prévision en temps réel (rowcast) intègre les dernières données publiées, en utilisant une prévision des agrégats mondiaux et un ensemble de variables macroéconomiques. Les dernières observations se rapportent à décembre 2023 pour les données officielles du CPB et à janvier 2024 pour la prévision en temps réel.

Les perturbations du transport maritime dans la mer Rouge pourraient entraver la reprise des échanges mondiaux de marchandises, bien que leur incidence soit jugée limitée à ce jour.

Les volumes de transit en mer Rouge ont fortement baissé, les sociétés de transport maritime évitant la région et dérivant les bateaux pour contourner le cap de Bonne-Espérance. Jusqu'à présent, les chaînes d'approvisionnement mondiales sont toutefois demeurées robustes dans l'ensemble, les délais de livraison des fournisseurs ne s'étant que légèrement allongés au niveau mondial cette année. Ils restent conformes à leur moyenne de long terme, à un niveau nettement inférieur à ceux observés en 2021-2022 lorsque les chaînes d'approvisionnement mondiales étaient soumises à de fortes tensions. Plusieurs facteurs d'atténuation sont à l'œuvre. Premièrement, les capacités de transport maritime inutilisées semblent abondantes : la demande mondiale de biens est relativement faible alors que la flotte mondiale des navires de fret s'est accrue. Deuxièmement, les niveaux de congestion des ports sont quasi stables dans le monde, ce qui reflète leur capacité à faire face aux déroutements des navires. Enfin, les stocks importants des fabricants permettent d'atténuer les effets de l'allongement des délais de livraison sur la production. Néanmoins, les risques pesant sur le commerce mondial et l'inflation demeureront si les perturbations en mer Rouge s'aggravent et persistent ³.

² Les évolutions de l'activité manufacturière mondiale pour les biens technologiques, comme les ordinateurs ou les équipements électroniques et électriques, sont considérées comme une source d'information pour les futures évolutions du secteur manufacturier mondial et de l'économie mondiale en général. Cf. l'encadré intitulé « [Que signale la maturité du cycle de la tech pour l'économie mondiale ?](#) », *Bulletin économique*, n° 3, BCE, 2019.

³ Pour une évaluation détaillée des perturbations en mer Rouge et de leur incidence sur l'économie mondiale et la zone euro, cf. l'encadré 3 des « [Projections macroéconomiques établies par les services de la BCE pour la zone euro, mars 2024](#) », publiées sur le site internet de la BCE le 7 mars 2024.

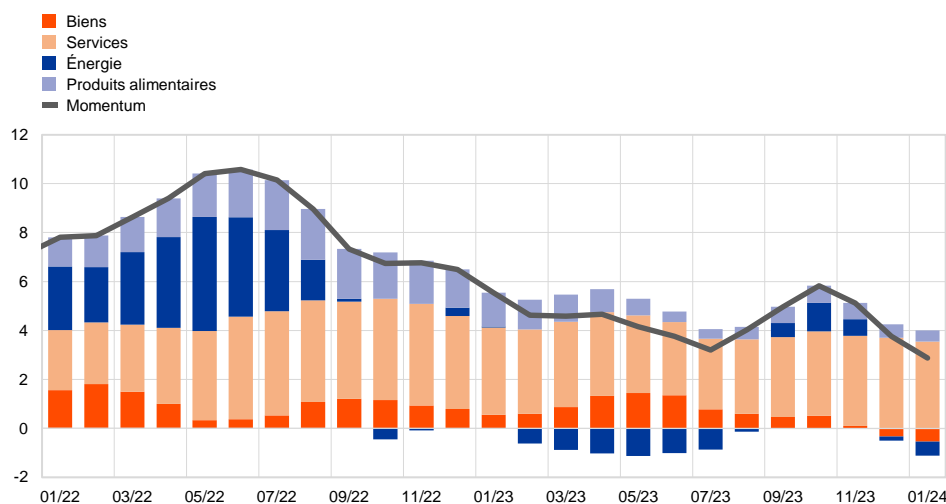
Le commerce mondial devrait se redresser progressivement cette année et croître plus en ligne avec l'activité mondiale par la suite. La croissance des importations mondiales devrait augmenter, de 1,2 % en 2023 à 2,8 % cette année, avant de s'accélérer progressivement pour atteindre 3,1 % en 2025 et 3,2 % en 2026, des niveaux globalement inchangés par rapport aux précédentes projections. Malgré la reprise attendue, le commerce mondial devrait rester au-dessous de sa trajectoire de long terme, reflétant l'impact des changements structurels en cours dans les relations commerciales induits par le renforcement des tensions géopolitiques. La demande extérieure adressée à la zone euro devrait se redresser plus progressivement qu'anticipé dans les précédentes projections, freinée par la plus faible croissance l'année dernière des importations de certains des principaux partenaires commerciaux de la zone euro, notamment le Royaume-Uni et les pays d'Europe centrale et de l'Est. Cette faiblesse a pour effet de report un redressement plus progressif cette année de la demande extérieure adressée à la zone euro par rapport aux projections de décembre 2023.

La tendance de désinflation progressive s'est poursuivie. L'inflation totale mesurée par l'indice des prix à la consommation (IPC) dans les pays membres de l'Organisation de coopération et de développement économiques (OCDE) est revenue à 5,7 % en janvier, contre 6,0 % le mois précédent. L'inflation *core* (hors produits alimentaires et énergie) a légèrement diminué en janvier, ressortant à 6,6 % après 6,7 % en décembre. Le momentum de l'inflation mesurée par l'IPC total, qui correspond à la variation en glissement sur trois mois annualisé, suggère que la tendance désinflationniste mondiale devrait se poursuivre en 2024, même si le rythme de la désinflation devrait se ralentir par rapport à l'année dernière (graphique 3). Cette hypothèse est soutenue par les dernières données relatives aux indices des directeurs d'achat pour les prix des consommations intermédiaires et les prix à la production, qui possèdent des propriétés d'indicateurs avancés pour l'inflation *core* des biens et des services dans le monde. D'après les projections macroéconomiques de mars 2024 établies par les services de la BCE, la désinflation vers les objectifs des banques centrales devrait se poursuivre de manière progressive au cours de l'horizon de projection dans les économies avancées, tandis que l'inflation s'accélérerait légèrement dans les économies de marché émergentes cette année, avant de fléchir à nouveau. Cette évolution reflète le renforcement de l'inflation escompté dans certaines grandes économies, telles que la Chine, la Russie et la Turquie. La croissance des prix à l'exportation des concurrents de la zone euro devrait devenir positive cette année et rester proche de sa moyenne de long terme estimée sur le reste de l'horizon de projection. Cette croissance a été revue légèrement à la baisse en 2024 par rapport aux projections de décembre 2023, dans un contexte d'assouplissement des tensions en amont et de recul des prix des matières premières énergétiques.

Graphique 3

Momentum de la hausse des prix à la consommation totale dans les pays de l'OCDE

(variation en pourcentage en glissement sur trois mois annualisée, contributions en points de pourcentage)



Sources : OCDE et calculs de la BCE.

Notes : Les contributions des différentes composantes du momentum de l'inflation totale dans les pays de l'OCDE présentées dans le graphique sont construites en utilisant une approche ascendante (*bottom-up*) sur la base des données nationales disponibles, qui représentent ensemble 84 % de l'agrégat des pays de l'OCDE. La hausse des prix des biens est calculée comme le résidu de la contribution du total des biens moins les contributions de l'énergie et des produits alimentaires. Les dernières observations se rapportent à janvier 2024.

Depuis les projections de décembre 2023, les prix du pétrole brut sont globalement inchangés, tandis que les prix du gaz en Europe ont nettement baissé. Les prix du pétrole demeurent relativement stables, en dépit de

l'accentuation du risque géopolitique au Moyen-Orient. Les attaques de rebelles houthis contre des navires en mer Rouge ont perturbé en partie le commerce du pétrole. Toutefois, le commerce du pétrole par le détroit d'Ormuz, bien plus important, n'a pratiquement pas été touché, ce qui a atténué l'impact économique de ces attaques. En outre, le transport maritime empruntant la mer Rouge a été dérivé sur le cap de Bonne-Espérance, limitant les tensions à la hausse sur les prix du pétrole résultant de l'augmentation des coûts de transport, qui ne représentent que 1 % à 2 % du prix du pétrole. Les prix du pétrole n'ont également été que très peu touchés par les réductions de l'offre annoncées par l'OPEP+ fin novembre, qui étaient en place pour le premier trimestre 2024 et ont récemment été prolongées pour le deuxième trimestre. Dans l'ensemble, le marché mondial du pétrole devrait rester équilibré au premier trimestre 2024 et s'inscrire en excédent le reste de l'année, en raison d'une augmentation de l'offre de pétrole des États-Unis et d'une demande en baisse dans les économies avancées. Les prix du gaz en Europe sont en forte baisse, en raison essentiellement d'une demande plus faible, qui reflète une conjonction de facteurs tels qu'un hiver doux, la réduction de la consommation de gaz des ménages et activité industrielle plus faible. Les facteurs d'offre ont également favorisé la baisse des prix du gaz, les réserves de gaz restant importantes.

Aux États-Unis, la croissance reste robuste mais devrait se modérer cette année. Des indicateurs à haute fréquence tels que la confiance des consommateurs et les ventes de détail fournissent des signaux plutôt contrastés pour les dépenses

de consommation début 2024, à la suite de la performance solide observée au quatrième trimestre 2023. La hausse des impayés sur les prêts à la consommation indique que les bilans des ménages sont de plus en plus exposés, le taux d'épargne des ménages se situant à un bas niveau (4 %). De plus, la politique monétaire restrictive du Système fédéral de réserve des États-Unis continue de peser sur l'activité économique. La situation sur le marché du travail, si elle reste tendue par rapport aux tendances historiques, se détend progressivement et la croissance des salaires est en légère baisse, bien que toujours à un niveau élevé. L'inflation totale mesurée par l'IPC a légèrement diminué en janvier, revenant à 3,1 % sous l'effet des prix de l'énergie, tandis que l'inflation *core* annuelle est restée stable à 3,9 %. Les prix des services « *core* » ont augmenté modérément, en raison principalement de la remontée des composantes hors logement. Une ventilation par secteur de la hausse des prix des dépenses de consommation personnelles (*personal consumption expenditures*, PCE) montre la transmission effective de la politique monétaire de la Réserve fédérale pendant ce cycle de resserrement, les secteurs sensibles aux taux d'intérêt affichant une baisse plus importante de l'inflation que les autres secteurs.

En Chine, les indicateurs d'activité récents fournissent des signaux contrastés, dans un contexte d'ajustement du marché de l'immobilier résidentiel.

Si la croissance de la production industrielle a légèrement progressé pour atteindre 6,5 % en rythme annuel en décembre, les données tirées d'enquêtes montrent des signaux contrastés pour les premiers mois de l'année. La faiblesse du secteur de l'immobilier résidentiel reste le frein principal à l'activité économique et pèse plus particulièrement sur la croissance de la consommation privée. L'ajustement dans le secteur du logement a continué en 2024, les nouvelles ventes de logement ayant fortement fléchi et les mises en chantier ainsi que les ventes immobilières stagnant encore à des niveaux très bas. Face à ces évolutions défavorables, le marché des actions a récemment connu une forte volatilité, et la confiance des consommateurs s'est stabilisée à un niveau historiquement bas. L'inflation totale annuelle mesurée par l'IPC est tombée à -0,8 % en janvier, contre -0,3 % le mois précédent, reflétant principalement de nouvelles baisses des prix des produits alimentaires. L'inflation *core* (hors produits alimentaires et énergie) annuelle mesurée par l'IPC est restée positive, à 0,4 %. Cette faiblesse de l'inflation *core* reflète une demande des consommateurs très modérée.

Au Japon, le PIB en volume a enregistré une baisse inattendue au dernier trimestre 2023.

L'activité économique a de nouveau reculé au quatrième trimestre, de 0,1 %, après une contraction de 0,8 % révisée à la baisse au troisième trimestre. Ce résultat reflète la faiblesse relativement généralisée de la demande intérieure. La croissance devrait devenir positive en début d'année 2024, soutenue par des indicateurs tirés d'enquêtes plus favorables, en particulier pour le secteur des services, et par l'amélioration de la confiance des consommateurs. L'inflation totale annuelle s'est établie à 2,2 % en janvier 2024, au-dessus des anticipations des opérateurs de marché mais sous les niveaux observés en fin d'année dernière. Le ralentissement de l'inflation totale reflète essentiellement la décélération de la hausse des prix des produits alimentaires et la baisse des prix de l'énergie.

L'inflation *core* mesurée par l'IPC est revenue à 2,6 % en janvier, après 2,8 % en décembre.

Au Royaume-Uni, l'activité économique a de nouveau reculé au quatrième trimestre. La croissance du PIB en volume a surpris à la baisse au quatrième trimestre, se situant à -0,3 % après -0,1 % au troisième trimestre. Cette contraction s'explique par une diminution des exportations nettes, reflétant une forte baisse des exportations de services. La consommation privée et les dépenses des administrations publiques ont également été inférieures aux attentes, avec les retombées sur les dépenses publiques de grèves récurrentes dans le secteur public. L'indice PMI composite, les ventes de détail et les indicateurs de confiance ont tous continué d'augmenter en janvier 2024, signalant une reprise de la dynamique de croissance au Royaume-Uni à mesure que les coûts de financement plus faibles, la hausse du revenu disponible réel et le marché du travail résilient soutiennent la demande intérieure. La situation sur le marché du travail se détend progressivement, mais des tensions persistent par rapport aux normes historiques. Les vacances d'emploi ont diminué, mais les tensions sur le marché du travail, mesurées par le ratio emplois vacants/chômeurs, demeure supérieure aux moyennes historiques. Les dernières données sur les revenus privés suggèrent que la croissance des salaires nominaux s'est ralentie au cours de la période de trois mois s'achevant en décembre, à 6,2 %, contre 6,6 % au cours de la période de trois mois s'achevant en novembre, et devrait continuer à se ralentir. En janvier, l'inflation totale et l'inflation *core* mesurées par l'IPC sont restées stables, à 4,0 % et 5,1 % respectivement. Au cours des prochains mois, l'inflation totale devrait se rapprocher de la cible de 2 % de la Banque d'Angleterre, mais seulement de manière temporaire en raison des effets de base de précédentes hausses des factures d'énergie réglementées.

2 Activité économique

La production dans la zone euro a continué de stagner fin 2023, affectée par la faiblesse du commerce mondial, les déstockages et la transmission du resserrement de la politique monétaire de la BCE. L'activité devrait rester modérée à court terme et se redresser progressivement plus tard dans l'année, sous l'effet du ralentissement de l'inflation, de la croissance soutenue des salaires et du renforcement de la demande étrangère. Les données d'enquêtes continuent d'indiquer une croissance faible ou nulle à court terme, mais les indicateurs les plus prospectifs tirés d'enquêtes font état de certains signes d'amélioration.

La consommation privée demeure faible, les consommateurs restant sensibles aux prix et retardant leurs achats importants ; elle devrait toutefois s'améliorer avec le redressement du revenu disponible réel. La réduction des arriérés de commande et la politique monétaire restrictive pèsent sur les perspectives d'investissement à court terme des entreprises, même si une amélioration de la confiance des investisseurs suggère que les conditions préalables pourraient être réunies pour une reprise plus tard dans l'année. En revanche, l'investissement dans l'immobilier résidentiel devrait rester faible. Même si la demande de main-d'œuvre continue de se ralentir, l'emploi a encore augmenté au quatrième trimestre 2023, en ligne avec l'accroissement de la population active. À moyen terme, la reprise sera également soutenue par la dissipation progressive de l'impact de la politique monétaire restrictive.

Ces perspectives se reflètent dans les projections macroéconomiques de mars 2024 établies par les services de la BCE pour la zone euro, qui tablent sur une croissance annuelle du PIB en volume de 0,6 % en 2024, se redressant à 1,5 % en 2025 et 1,6 % en 2026. Par rapport aux projections macroéconomiques de décembre 2023 établies par les services de l'Eurosystème pour la zone euro, les perspectives de croissance du PIB ont été révisées à la baisse pour 2024, tout en demeurant globalement inchangées pour 2025 et 2026.

La production dans la zone euro a continué de stagner fin 2023.

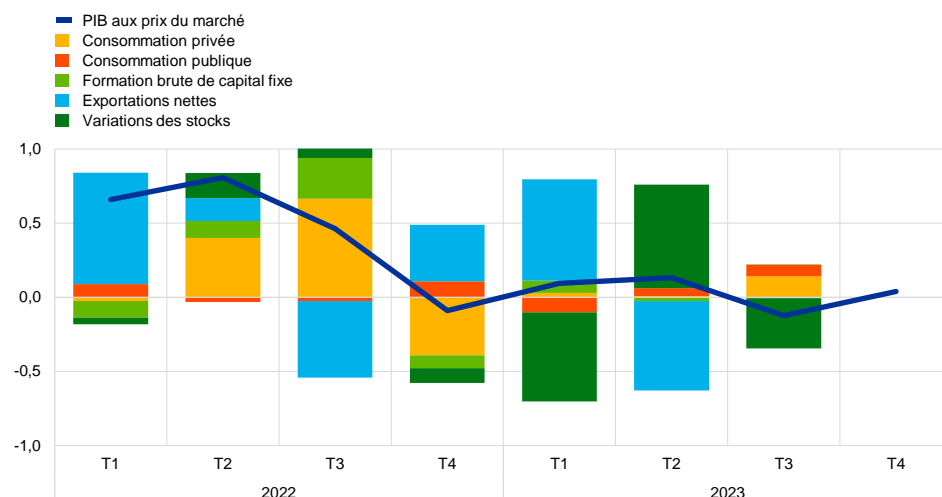
Selon l'estimation rapide d'Eurostat, la croissance du PIB en volume a été nulle, en rythme trimestriel, au quatrième trimestre 2023, sous l'effet de l'impact croissant de la faiblesse du commerce mondial et de la forte transmission de la politique monétaire (graphique 4). Cela implique que la production est demeurée globalement stable depuis le troisième trimestre 2022 ⁴.

⁴ La ventilation des composantes de la dépense du PIB pour le quatrième trimestre 2023 a été publiée après la date d'arrêté des données incluses dans le présent *Bulletin économique*.

Graphique 4

PIB en volume de la zone euro et ses composantes

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



Sources : Eurostat et calculs de la BCE.

Note : Les dernières observations se rapportent au quatrième trimestre 2023 pour le PIB et au troisième trimestre 2023 pour toutes les autres rubriques.

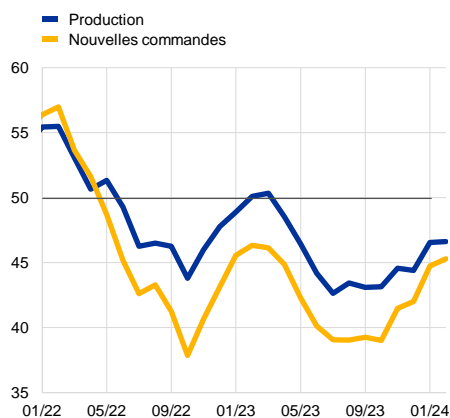
L'activité devrait rester faible au premier trimestre 2024. L'indice composite des directeurs d'achat (PMI) relatif à la production est ressorti à 48,6 en moyenne en janvier et février, après 47,2 au quatrième trimestre 2023. Même s'il s'est nettement redressé par rapport à son point bas le plus récent de 46,5 en octobre 2023, l'indice est toujours inférieur au seuil de 50 qui indique une croissance. S'agissant des différents secteurs, l'indice des directeurs d'achat pour la production dans le secteur manufacturier a continué de faire état d'une contraction en février, en dépit d'une hausse régulière par rapport à l'été de l'année dernière (graphique 5, partie a). L'indice relatif aux nouvelles commandes a affiché une amélioration légèrement plus marquée, probablement liée à la diminution des arriérés de travail. L'activité dans le secteur des services a affiché une dynamique plus stable à un niveau plus élevé, mais toujours réduit ces derniers mois, avant de se redresser en février, ce qui suggère que le recul amorcé l'année dernière s'est interrompu (graphique 5, partie b).

Graphique 5

Indices des directeurs d'achat (PMI) dans les différents secteurs de l'économie

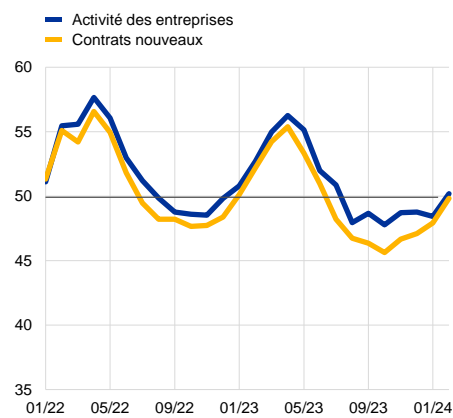
a) Secteur manufacturier

(indices de diffusion)



b) Services

(indices de diffusion)



Source : S&P Global Market Intelligence.

Note : Les dernières observations se rapportent à février 2024.

Dans l'ensemble, le marché du travail a bien résisté au ralentissement de l'activité économique au quatrième trimestre 2023. L'emploi a augmenté

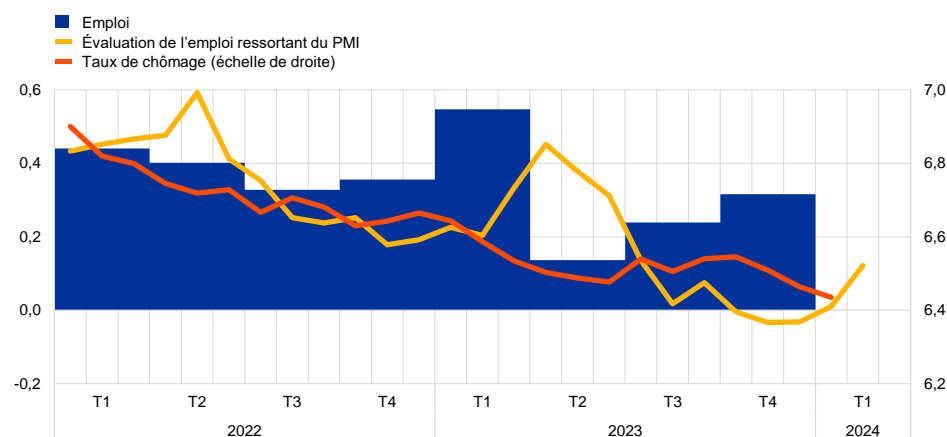
de 0,3 % au quatrième trimestre (graphique 6, partie a), principalement sous l'effet de la poursuite de la croissance de la population active, qui s'est également accrue de 0,3 % au quatrième trimestre 2023. En revanche, les données préliminaires suggèrent une baisse du nombre moyen d'heures travaillées au quatrième trimestre 2023, ce qui indique le maintien de sureffectifs (la part du facteur travail qui n'est pas pleinement utilisée par une entreprise dans son processus de production). Le taux de chômage a légèrement diminué pour s'établir à 6,4 % en janvier, après 6,5 % en décembre, atteignant son plus bas niveau depuis l'introduction de l'euro. La demande de main-d'œuvre a fléchi, mais reste à des niveaux élevés, le taux de vacance d'emploi étant revenu à 2,7 % au quatrième trimestre 2023, soit 0,2 point de pourcentage de moins qu'au trimestre précédent.

Graphique 6

Emploi, évaluation de l'emploi ressortant du PMI et taux de chômage dans la zone euro, et indices PMI relatifs à l'emploi par secteur

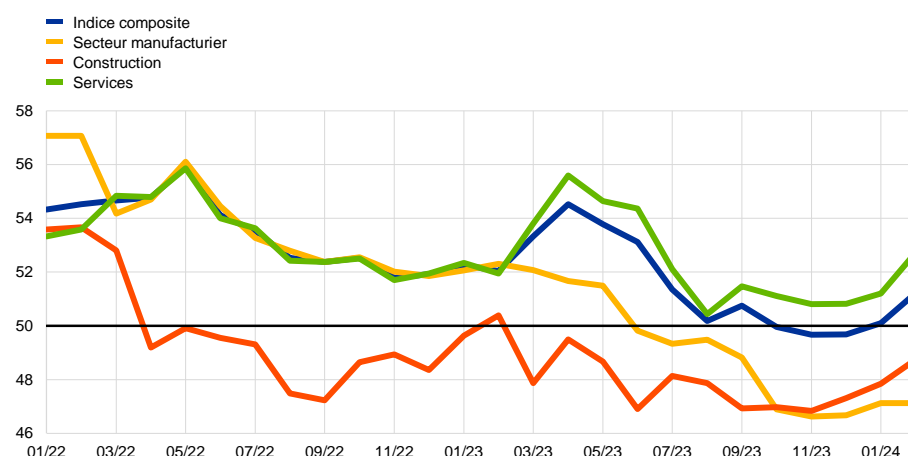
a) Emploi, évaluation de l'emploi ressortant du PMI et taux de chômage dans la zone

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



b) Indices PMI relatifs à l'emploi par secteur

(indices de diffusion)



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

Notes : Dans la partie a, les deux lignes indiquent les évolutions mensuelles, tandis que les barres représentent les données trimestrielles. Le PMI est exprimé comme un écart par rapport à 50, puis divisé par 10. Les dernières observations se rapportent au quatrième trimestre 2023 pour l'emploi, à février 2024 pour l'évaluation de l'emploi ressortant du PMI et à janvier 2024 pour le taux de chômage. Dans la partie b, les dernières observations se rapportent à février 2024.

Les indicateurs à court terme du marché du travail vont dans le sens d'une poursuite de la croissance de l'emploi au premier trimestre 2024.

L'indice composite mensuel des directeurs d'achat (PMI) relatif à l'emploi a augmenté, passant de 50,1 en janvier à 51,2 en février, suggérant une nouvelle hausse de l'emploi. Cet indicateur a nettement diminué par rapport à son pic d'avril 2023, mais a de nouveau légèrement augmenté au cours des deux derniers mois, sous l'effet du secteur des services (graphique 6, partie b). L'indice des directeurs d'achat pour les services est passé de 51,2 en janvier à 52,7 en février. En revanche, l'indice relatif au secteur manufacturier a continué d'indiquer une contraction.

La consommation privée devrait avoir stagné au quatrième trimestre 2023 et les données disponibles indiquent la persistance de perspectives modérées à court terme. Une agrégation des données par pays disponibles relatives à la consommation privée fait état d'une stagnation au quatrième trimestre de l'année dernière, la consommation de services ayant probablement enregistré une légère hausse, contrebalancée par une contraction des dépenses en biens ⁵. Cela se reflète dans la faiblesse persistante des volumes de ventes au détail et des ventes de voitures, qui sont tous deux restés modérés à la fin de l'année et ont été inférieurs à leur moyenne du quatrième trimestre en janvier. En outre, les données d'enquêtes devenues disponibles continuent d'indiquer une faiblesse globale des dépenses en biens au début de l'année. L'indicateur de la Commission européenne relatif à la confiance des consommateurs s'est faiblement redressé en février, mais demeure légèrement inférieur à sa moyenne de long terme. Dans le même temps, les indicateurs de la Commission relatifs aux anticipations des entreprises concernant le commerce de détail sont restés modérés au cours des deux premiers mois de 2024 et les ventes attendues de véhicules à moteur ont diminué par rapport au quatrième trimestre 2023. Les anticipations des entreprises pour les services nécessitant de nombreux contacts ont diminué en janvier, mais ont rebondi en février, continuant de faire état d'une croissance (graphique 7). L'enquête de la BCE sur les anticipations des consommateurs (*Consumer Expectations Survey*, CES) pour janvier indique également que la demande attendue de réservations pour les vacances est résiliente. Globalement, la divergence actuelle entre la consommation de biens et celle de services est confortée par l'analyse de l'enquête CES, qui indique que les ménages ont principalement ajusté leur consommation de biens pour faire face aux tensions inflationnistes au cours des dernières années, tandis que les dépenses consacrées aux loisirs et aux voyages ont continué d'augmenter, ce qui suggère un changement dans les préférences ⁶.

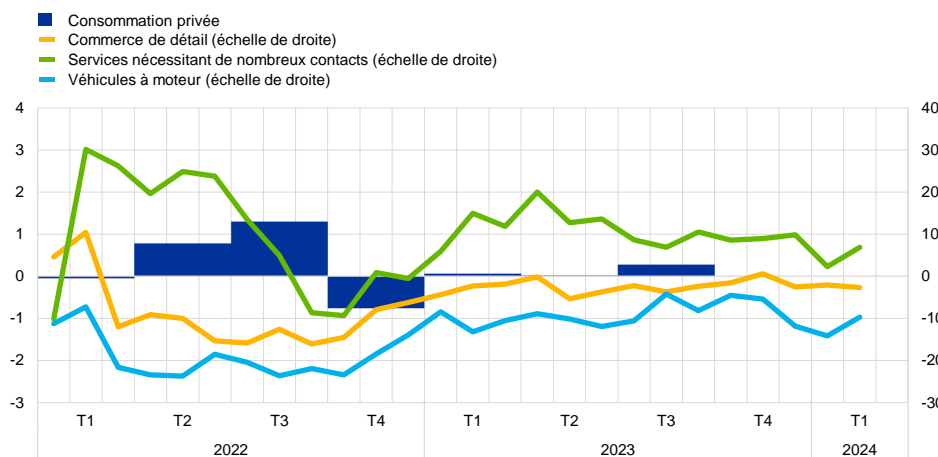
⁵ La couverture des pays pour la ventilation des dépenses du PIB est d'environ 89 %.

⁶ Cf. l'encadré 3 du présent *Bulletin économique*.

Graphique 7

Consommation privée et anticipations des entreprises relatives au commerce de détail, aux services et aux véhicules à moteur

(variations trimestrielles en pourcentage ; soldes nets en pourcentage)



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

Notes : Les anticipations des entreprises concernant le commerce de détail (hors véhicules à moteur), la demande attendue de services nécessitant de nombreux contacts et les ventes attendues de véhicules à moteur pour les trois prochains mois se rapportent à des soldes nets en pourcentage ; les « services nécessitant de nombreux contacts » recouvrent l'hébergement, les voyages et la restauration. Les dernières observations se rapportent au troisième trimestre 2023 pour la consommation privée et à février 2024 pour les anticipations des entreprises relatives au commerce de détail, aux services nécessitant de nombreux contacts et aux véhicules à moteur.

L'investissement des entreprises devrait s'être contracté fortement au quatrième trimestre 2023 et devrait rester faible à court terme.

Une agrégation des données par pays disponibles relatives à l'investissement hors construction (hors actifs incorporels irlandais) fait état d'une baisse de 1,6 %, en rythme trimestriel, au quatrième trimestre 2023, tandis que la production industrielle dans le secteur des biens d'équipement de la zone euro (hors Irlande), qui fournit les biens d'investissement aux entreprises de la zone euro et au-delà, a encore diminué⁷. Dans un contexte de réduction des arriérés de commande, qui avaient soutenu l'investissement des entreprises au cours des derniers trimestres, la forte baisse enregistrée au quatrième trimestre a probablement reflété la faiblesse de l'activité dans un contexte de forte transmission de la politique monétaire. S'agissant des perspectives à court terme, l'indice des directeurs d'achat (PMI) pour le secteur des biens d'équipement a fait état d'un ralentissement de la baisse de la production et des nouvelles commandes au quatrième trimestre de l'année (graphique 8, partie a). Toutefois, des données plus prospectives concernant l'économie au sens large, telles que reflétées dans le sous-indice Sentix relatif à la confiance des investisseurs pour les six prochains mois, indiquent une reprise depuis septembre 2023, l'indice atteignant une moyenne trimestrielle qui n'avait pas été observée depuis début 2022. De plus, l'enquête de janvier 2024 sur la distribution du crédit bancaire dans la zone euro a signalé que la demande de prêts à plus long terme (généralement utilisés pour les investissements en capital fixe) devrait redevenir positive au premier trimestre 2024. À plus long terme, les versements retardés des fonds au titre du programme *Next Generation EU* devraient également contribuer à

⁷ Les données devenues disponibles après la date d'arrêté pour le présent *Bulletin économique* confirment largement ce constat.

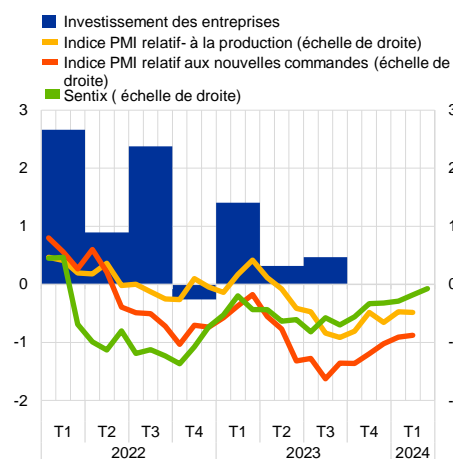
stimuler les investissements des entreprises dans le cadre des transitions écologique et numérique.

Graphique 8

Dynamique de l'investissement réel et données d'enquête

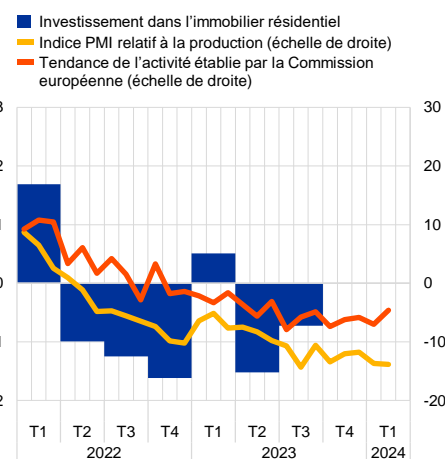
a) Investissement des entreprises

(variations trimestrielles en pourcentage ; soldes en pourcentage et indices de diffusion)



b) Investissement dans l'immobilier résidentiel

(variations trimestrielles en pourcentage ; soldes en pourcentage et indices de diffusion)



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

Notes : Les lignes indiquent les évolutions mensuelles, tandis que les barres se rapportent aux données trimestrielles. Les PMI sont exprimés comme un écart par rapport à 50. Dans la partie a, l'investissement des entreprises est mesuré par l'investissement hors construction en excluant les actifs incorporels irlandais. Les courbes se rapportent aux réponses du secteur des biens d'équipement, à l'exception du sous-indice Sentix à six mois, qui reflète une confiance plus large des investisseurs pour la période à venir (série divisée par trois pour être remise à l'échelle). Les dernières observations se rapportent au troisième trimestre 2023 pour l'investissement des entreprises, à mars 2024 pour l'indice Sentix et à février 2024 pour toutes les autres rubriques. Dans la partie b, la courbe correspondant à l'indicateur relatif à la tendance l'activité élaboré par la Commission européenne se rapporte à l'évaluation de la tendance de l'activité du secteur de la construction de bâtiments par rapport aux trois mois précédents. Les dernières observations se rapportent au troisième trimestre 2023 pour l'investissement dans l'immobilier résidentiel et à février 2024 pour toutes les autres rubriques.

L'investissement dans l'immobilier résidentiel devrait avoir légèrement diminué au quatrième trimestre 2023 et poursuivre son recul à court terme.

Une agrégation des données de comptes nationaux disponibles montre que l'investissement dans l'immobilier résidentiel dans la zone euro a diminué de 0,4 % au quatrième trimestre 2023 par rapport au troisième trimestre, tandis que la construction de bâtiments dans la zone euro – un indicateur avancé de l'investissement dans l'immobilier résidentiel – a reculé de 0,5 %. Les indicateurs à court terme vont dans le sens d'une nouvelle baisse de l'investissement dans l'immobilier résidentiel au premier trimestre 2024, l'indice des directeurs d'achat (PMI) pour la production de logements et l'indicateur de la Commission européenne relatif à l'activité dans la construction de bâtiments continuant tous deux de faire état d'une contraction au début de l'année (graphique 8, partie b). Globalement, la poursuite de la tendance baissière de l'investissement immobilier résidentiel reflète la forte hausse des taux hypothécaires résultant du resserrement de la politique monétaire et son impact négatif sur l'accessibilité financière du logement. La persistance d'un niveau élevé des taux d'intérêt devrait maintenir l'accessibilité financière du logement à un niveau faible et continuer de peser sur la dynamique de l'investissement immobilier résidentiel.

La croissance des exportations de la zone euro est restée atone au tournant de l'année. Les exportations de biens hors zone euro ont diminué en rythme trimestriel en décembre, l'atonie de la demande mondiale continuant de freiner les exportations. En particulier, l'atonie de l'économie chinoise s'est reflétée dans la faiblesse des exportations vers la Chine, tandis que des signes de reprise des exportations vers les États-Unis ont été observés. Dans le même temps, des défis liés à la compétitivité-prix ont pesé sur les exportations, reflétant les prix de l'énergie élevés, bien qu'en baisse, ainsi que l'appréciation antérieure de l'euro. De plus, les importations de la zone euro sont restées modérées en décembre en raison de l'atonie de l'activité dans la zone euro. Les importations continuant de diminuer à un rythme plus rapide que les exportations, la contribution des exportations nettes au PIB est restée positive au quatrième trimestre. À plus long terme, les exportations devraient commencer à se redresser à mesure que la demande mondiale rebondira et que les tensions d'origine externe sur la compétitivité-prix s'atténueront. Toutefois, à court terme, les indicateurs tirés d'enquêtes font état d'une faiblesse persistante des exportations de la zone euro, les nouvelles commandes à l'exportation de produits manufacturés et de services continuant d'indiquer une contraction.

La croissance dans la zone euro devrait entamer une reprise conjoncturelle au cours de cette année. Sauf nouveaux chocs, cette reprise résultera initialement d'une hausse du revenu réel disponible apportant un soutien à la consommation privée, dans un contexte de ralentissement de l'inflation et de forte croissance des salaires. À moyen terme, la reprise sera également soutenue par l'investissement, reflétant en partie la dissipation progressive de l'impact du resserrement de la politique monétaire de la BCE.

Les projections macroéconomiques de mars 2024 établies par les services de la BCE pour la zone euro tablent sur une croissance annuelle du PIB en volume de 0,6 % en 2024, se redressant à 1,5 % en 2025 et 1,6 % en 2026.

Par rapport aux projections macroéconomiques de décembre 2023 établies par les services de l'Eurosystème pour la zone euro, les perspectives de croissance du PIB ont été révisées à la baisse pour 2024, tout en demeurant globalement inchangées pour 2025 et 2026 ⁸.

⁸ Cf. les « [Projections macroéconomiques pour la zone euro établies par les services de l'Eurosystème, mars 2024](#) », publiées sur le site internet de la BCE le 7 mars 2024.

3 Prix et coûts

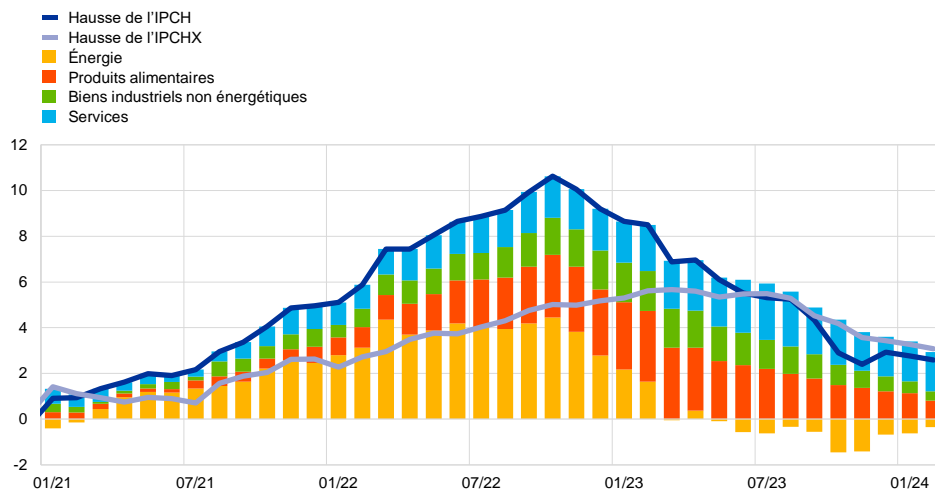
L'inflation totale dans la zone euro est revenue à 2,6 % en février 2024, après 2,8 % en janvier. La plupart des mesures de l'inflation sous-jacente ont de nouveau reculé en janvier et la hausse de l'IPCH hors énergie et produits alimentaires s'est également ralentie en février. Néanmoins, les tensions sur les prix d'origine intérieure restent élevées, en partie du fait d'une croissance vigoureuse des salaires et d'une baisse de la productivité du travail. Les mesures des anticipations d'inflation à long terme sont restées globalement stables en février et s'établissent pour la plupart autour de 2 %. Les projections macroéconomiques de mars 2024 établies par les services de la BCE pour la zone euro prévoient que l'inflation totale ralentira progressivement, revenant, en moyenne, à 2,3 % en 2024, 2,0 % en 2025 et 1,9 % en 2026.

Selon l'estimation rapide d'Eurostat, l'inflation totale mesurée par l'indice des prix à la consommation harmonisé (IPCH) est revenue à 2,6 % en février, après 2,8 % en janvier (graphique 9). Ce ralentissement a résulté d'une baisse des taux d'inflation pour l'ensemble des principales composantes, à l'exception des prix de l'énergie, dont la hausse est devenue moins négative en février (– 3,7 %, après – 6,1 % en janvier). La hausse des prix des produits alimentaires a continué de s'atténuer, revenant de 5,6 % en janvier à 4,0 % en février. Ce ralentissement a reflété un rythme annuel de variation plus modéré des prix des produits alimentaires transformés et non transformés, en particulier pour ces derniers en raison d'un effet de base négatif résultant des évolutions enregistrées en 2023. L'inflation mesurée par l'IPCH hors énergie et produits alimentaires (IPCHX) a de nouveau diminué, ressortant à 3,1 % en février contre 3,3 % en janvier, en raison d'un ralentissement de la hausse des prix des biens industriels non énergétiques (1,6 % en février, après 2,0 % en janvier) et des prix des services (3,9 % en février, après 4,0 % en janvier). La baisse des taux de croissance pour les produits alimentaires transformés et les biens industriels non énergétiques reflète l'atténuation continue des tensions en amont sur les prix, tandis que la hausse plus persistante des prix des services est liée, entre autres facteurs, au rôle plus important des coûts de main d'œuvre dans certaines rubriques de ce secteur.

Graphique 9

Inflation totale et ses composantes principales

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



Sources : Eurostat et calculs de la BCE.

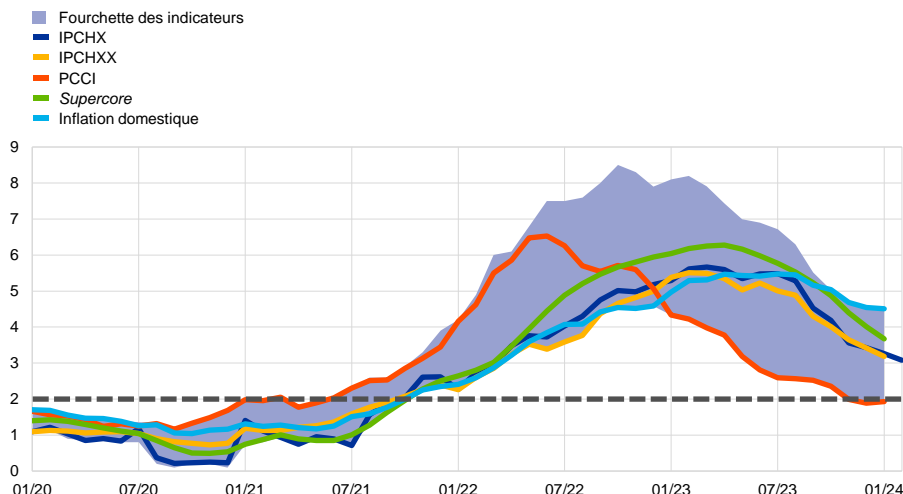
Note : Les dernières observations se rapportent à février 2024 (estimation rapide).

Selon les dernières données disponibles, la plupart des indicateurs de l'inflation sous-jacente ont continué de baisser, reflétant la dissipation des effets des précédents chocs sur les coûts de l'énergie et des perturbations des chaînes d'approvisionnement, ainsi qu'une plus faible demande dans un contexte de resserrement de la politique monétaire (graphique 10). Les valeurs de l'indicateur étaient comprises entre 1,9 % et 4,5 % en janvier, la composante persistante et commune de l'inflation (PCCI) se situant au bas de la fourchette et l'indicateur de l'inflation domestique en haut. L'inflation mesurée par l'IPCHXX (qui correspond à l'inflation mesurée par l'IPCHX hors postes liés aux voyages, habillement et chaussure) s'est ralentie, revenant de 3,4 % en décembre à 3,2 % en janvier. L'indicateur *Supercore*, qui comprend les composantes de l'IPCH sensibles au cycle d'activité, est revenu de 4,0 % en décembre à 3,7 % en janvier, tandis que la mesure de la composante persistante et commune de l'inflation fondée sur un modèle est demeurée inchangée, à 1,9 %, sur la même période. L'indicateur de l'inflation domestique (à l'exclusion des postes ayant un fort contenu en importations) a été la mesure la plus élevée et la plus persistante, s'établissant à 4,5 % en décembre 2023 et janvier 2024, reflétant l'importance relative des tensions sur les salaires.

Graphique 10

Indicateurs de l'inflation sous-jacente

(variations annuelles en pourcentage)



Sources : Eurostat et calculs de la BCE.

Notes : La fourchette des indicateurs de l'inflation sous-jacente inclut l'IPCH hors énergie, l'IPCH hors énergie et produits alimentaires non transformés, l'IPCHX, 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 février 2024 (estimation rapide) pour l'IPCHX et à janvier 2024 pour le reste.

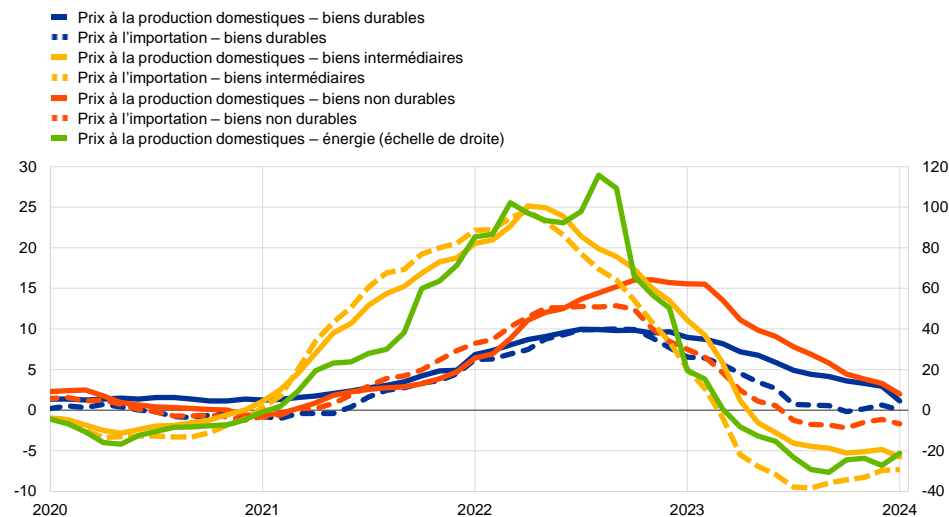
Les tensions en amont ont continué de s'atténuer à mesure que les effets cumulés des chocs antérieurs ont continué de se dissiper (graphique 11).

En amont de la chaîne des prix, la contraction des prix à la production de l'énergie, qui s'est amorcée en mars 2023, s'est atténuée, s'établissant à $-21,3\%$ en janvier, après $-27,3\%$ en décembre. Le taux de croissance annuel des prix à la production pour les ventes domestiques de biens intermédiaires est également resté négatif ($-5,8\%$ en janvier, contre $-4,8\%$ en décembre). Il en va de même pour le taux de variation des prix à l'importation de ces biens ($-7,3\%$ en janvier, après $-7,4\%$ en décembre). Dans le même temps, en aval de la chaîne des prix, la hausse des prix à la production domestiques des biens de consommation durables s'est ralentie à $1,1\%$ en janvier, contre $2,9\%$ en décembre, et le taux de croissance annuel correspondant pour les prix à l'importation était nul en janvier après $0,6\%$ en décembre. Cela confirme l'atténuation progressive en cours des tensions accumulées en amont sur les prix. Un nouveau ralentissement a également été observé pour la hausse des prix à la production des biens non durables, qui a de nouveau reculé en janvier, à $2,0\%$, son niveau le plus bas depuis mai 2021. Le taux de croissance annuel des prix à l'importation des biens non durables est resté négatif ($-1,7\%$ en janvier, après $-1,2\%$ en décembre). Les biens de consommation non durables incluent les produits alimentaires, qui ont initialement enregistré une baisse plus rapide de leurs taux annuels de variation des prix à la production que les biens non alimentaires. Toutefois, plus récemment, ils ont convergé vers les biens non alimentaires en termes de vitesse de modération.

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 janvier 2024.

Selon les dernières données disponibles au moment de l'analyse, les tensions d'origine interne sur les coûts, mesurées par la croissance du déflateur du PIB, ont commencé à s'atténuer. Le taux de croissance annuel du déflateur du PIB est revenu à 5,9 % au troisième trimestre 2023, contre 6,1 % au trimestre précédent, en raison d'une faible contribution des profits unitaires (graphique 12). Les dernières données ont donc corroboré l'amortissement attendu face aux plus fortes tensions liées aux coûts de main d'œuvre. La croissance annuelle légèrement plus forte des coûts unitaires de main d'œuvre au troisième trimestre reflète un taux de variation plus négatif pour la productivité du travail, masquant le fait que la croissance des salaires mesurée en termes de rémunération par tête ou de rémunération horaire s'est inscrite en baisse. Les informations disponibles pour un grand nombre de pays ont fait état d'un nouveau ralentissement de la croissance des salaires dans la zone euro et d'une certaine modération de la croissance des coûts unitaires de main-d'œuvre au quatrième trimestre 2023⁹. La croissance des salaires négociés a diminué, revenant à 4,5 % au quatrième trimestre 2023, après 4,7 % au trimestre précédent, confirmant l'atténuation des tensions sur les salaires dans la deuxième partie de l'année. Les données relatives aux derniers accords salariaux indiquent une atténuation progressive en cours des tensions sur les salaires, qui demeurent cependant à des niveaux relativement élevés au cours de la période à venir¹⁰.

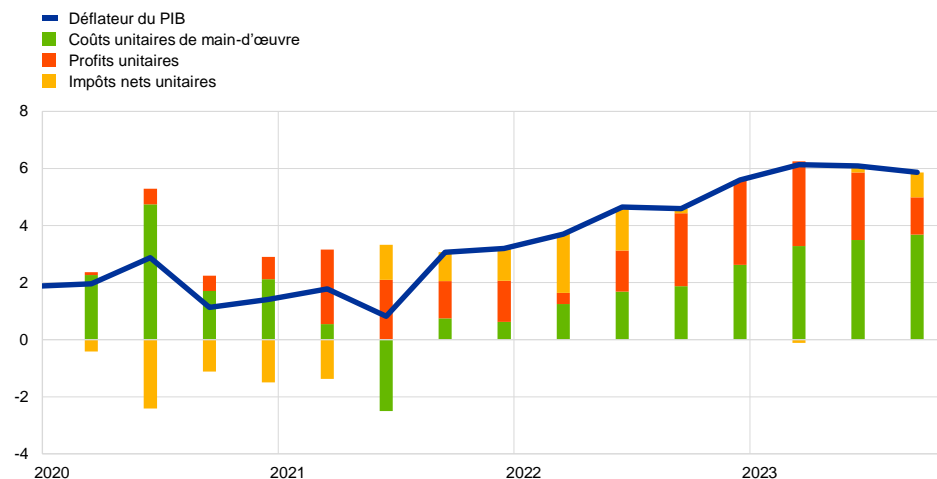
⁹ La date d'arrêt des données incluses dans le présent *Bulletin économique* est le 6 mars 2024. Les données des comptes nationaux publiées le 8 mars 2024 indiquent une croissance annuelle plus faible de la rémunération par tête au quatrième trimestre 2023 (4,6 % après 5,1 % au troisième trimestre) ainsi que des coûts unitaires de main d'œuvre (5,8 % après 6,5 % au troisième trimestre). Le taux de croissance annuel du déflateur du PIB a diminué, à 5,3 % au quatrième trimestre 2023, contre 5,9 % au troisième trimestre, en tenant compte également de la baisse de la croissance des profits unitaires, à 2,8 % après 4,7 %.

¹⁰ Cf. Górnicka et Koester (éditeurs), « *A forward-looking tracker of negotiated wages in the euro area* », *Occasional Paper Series*, n° 338, BCE, février 2024.

Graphique 12

Décomposition du déflateur du PIB

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



Sources : Eurostat et calculs de la BCE.

Notes : Les dernières observations se rapportent au troisième trimestre 2023. La rémunération par tête apporte une contribution positive aux variations des coûts unitaires de main-d'œuvre, tandis que la productivité du travail apporte une contribution négative.

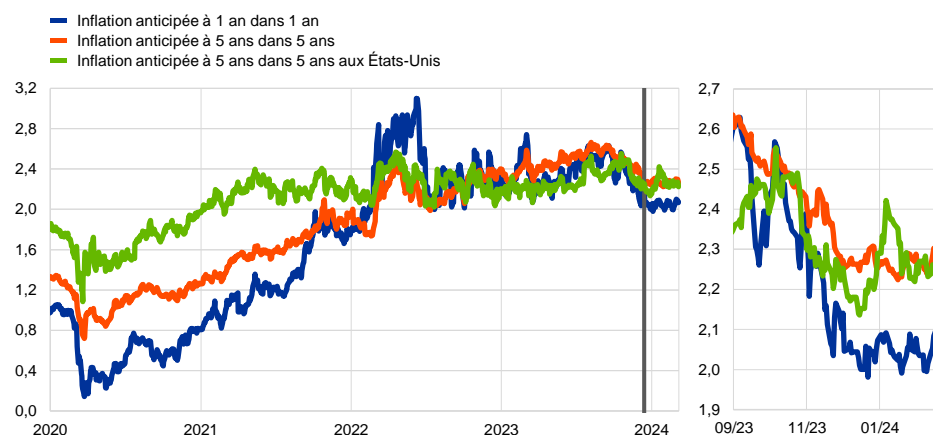
Les indicateurs tirés d'enquêtes relatifs aux anticipations d'inflation à plus long terme et les mesures de la compensation de l'inflation extraites des instruments de marché sont demeurées globalement inchangées, la plupart s'établissant autour de 2 % (graphique 13). Dans l'enquête de la BCE auprès des prévisionnistes professionnels (EPP) pour le premier trimestre 2024 et dans l'enquête réalisée en mars 2024 par la BCE auprès des analystes monétaires (*Survey of Monetary Analysts*), la moyenne des anticipations d'inflation à plus long terme (pour 2028) s'établit à 2,0 %. Les mesures de la compensation de l'inflation extraites des instruments de marché (basées sur l'IPCH hors tabac) sur la partie longue de la courbe ont été stables, le taux des *swaps* indexés sur l'inflation à cinq ans dans cinq ans s'établissant à 2,3 % environ, après le pic pluriannuel qu'il a atteint début août 2023. Toutefois, il convient de noter que ces mesures de la compensation de l'inflation extraites des instruments de marché ne constituent pas une évaluation directe des véritables anticipations d'inflation des intervenants de marché, car elles incluent des primes de risque sur l'inflation. Les estimations fondées sur des modèles des véritables anticipations d'inflation, hors primes de risque sur l'inflation, indiquent que les intervenants de marché s'attendent à ce que l'inflation s'établisse autour de 2 % à plus long terme. Les mesures extraites des instruments de marché pour les résultats d'inflation à court terme dans la zone euro suggèrent que les investisseurs s'attendent à ce que l'inflation fléchisse encore en 2024, s'établissant en moyenne à 2 % au second semestre de l'année. Le taux des *swaps* indexés sur l'inflation à un an dans un an est resté globalement inchangé au cours de la période sous revue, s'établissant à 2,1 %. Du côté des consommateurs, selon l'enquête de la BCE sur les anticipations des consommateurs (*Consumer Expectations Survey*) de janvier 2024, les anticipations médianes d'inflation totale pour l'année à venir s'établissent à 3,3 %, par rapport à 3,2 % en décembre, tandis que les anticipations d'inflation à trois ans sont demeurées à 2,5 %.

Graphique 13

Mesures de la compensation de l'inflation extraites des instruments de marché et anticipations d'inflation des consommateurs

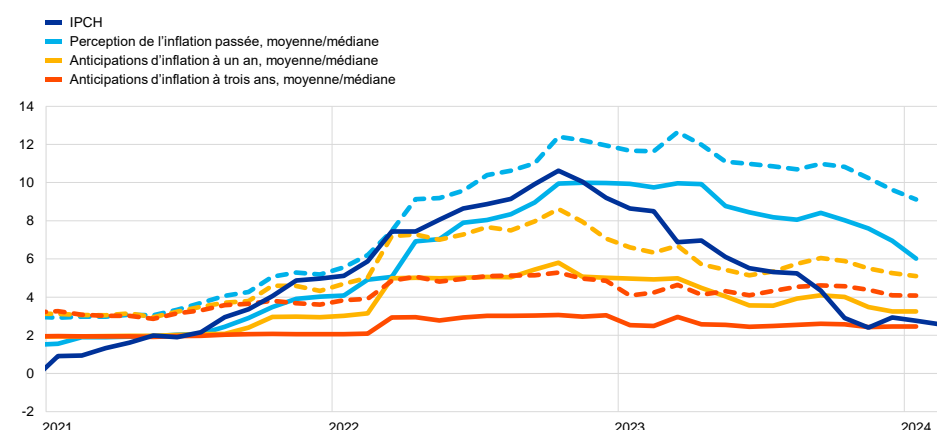
a) Mesures de la compensation de l'inflation extraites des instruments de marché

(variations annuelles en pourcentage)



b) Inflation totale et enquête de la BCE sur les anticipations des consommateurs

(variations annuelles en pourcentage)



Sources : Refinitiv, Bloomberg, Eurostat, enquête CES et calculs de la BCE.

Notes : La partie a présente les taux à terme des *swaps* indexés sur l'inflation à différents horizons pour la zone euro et les points morts d'inflation anticipés à cinq ans dans cinq ans pour les États-Unis. La ligne verticale grise indique le début de la période sous revue (14 décembre 2023). Dans la partie b, les lignes en pointillés représentent la moyenne et les lignes continues, la médiane. Les dernières observations se rapportent au 6 mars 2024 pour les taux à terme, à février 2024 (estimation rapide) pour l'IPCH et à janvier 2024 pour le reste.

Les projections macroéconomiques de mars 2024 établies par les services de la BCE prévoient que l'inflation totale devrait encore se modérer, s'établissant à 2,3 % en 2024, 2,0 % en 2025 et 1,9 % en 2026 (graphique 14) ¹¹.

Cette modération reflète la poursuite de la dissipation des tensions en amont ainsi que l'impact du resserrement de la politique monétaire. La croissance des salaires devrait rester élevée, sous l'effet de la forte inflation et des tensions sur le marché du travail. Toutefois, la croissance des salaires nominaux devrait progressivement baisser, mais rester élevée, permettant d'ici 2025 un rattrapage des salaires réels par rapport aux niveaux prévalant avant la poussée de l'inflation. Par rapport aux projections de décembre 2023, les projections pour l'inflation totale ont été révisées

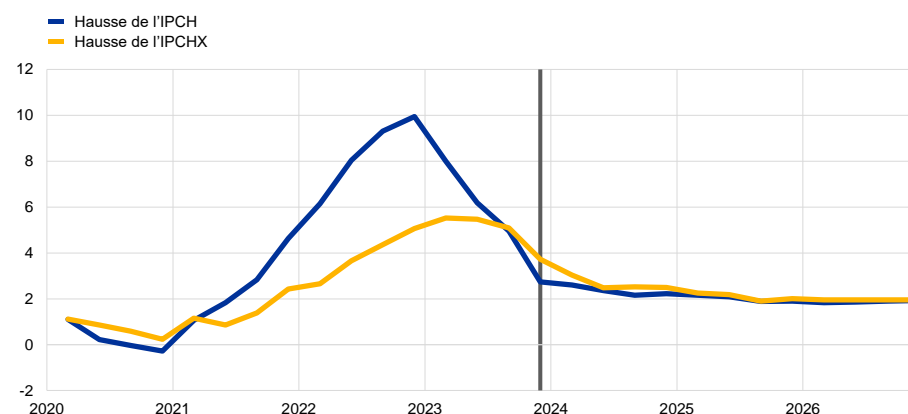
¹¹ Cf. les [Projections macroéconomiques de mars 2022 établies par les services de la BCE](#) pour plus de détails.

à la baisse pour 2024 et 2025, de 0,4 et 0,1 point de pourcentage respectivement, en raison principalement des effets directs et indirects d'une réduction des hypothèses relatives aux prix des matières premières énergétiques et d'une atténuation des tensions sur les coûts de main-d'œuvre. Les projections pour l'inflation totale en 2026 sont inchangées. L'inflation mesurée par l'IPCHX devrait encore s'atténuer au cours des prochaines années et devrait s'établir en moyenne à 2,6 % en 2024, 2,1 % en 2025 et 2,0 % en 2026. Par rapport aux projections de décembre 2023, l'inflation mesurée par l'IPCHX a été révisée à la baisse pour l'ensemble de l'horizon de projection. En particulier, elle a été révisée à la baisse de 0,1 point de pourcentage pour 2024, 0,2 point de pourcentage pour 2025 et 0,1 point de pourcentage pour 2026.

Graphique 14

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

(variations annuelles en pourcentage)



Sources : Eurostat et [Projections macroéconomiques de mars 2024 établies par les services de la BCE](#).

Notes : La ligne verticale indique le début de l'horizon de projection. Les dernières observations se rapportent au quatrième trimestre 2023 pour les données et au quatrième trimestre 2026 pour les projections. Les projections macroéconomiques de mars 2024 établies par les services de la BCE pour la zone euro ont été finalisées le 21 février et la date d'arrêt des hypothèses techniques est le 9 février 2024. Les données historiques et effectives relatives à l'inflation mesurée par l'IPCH et l'IPCHX sont trimestrielles.

4 Évolutions sur les marchés financiers

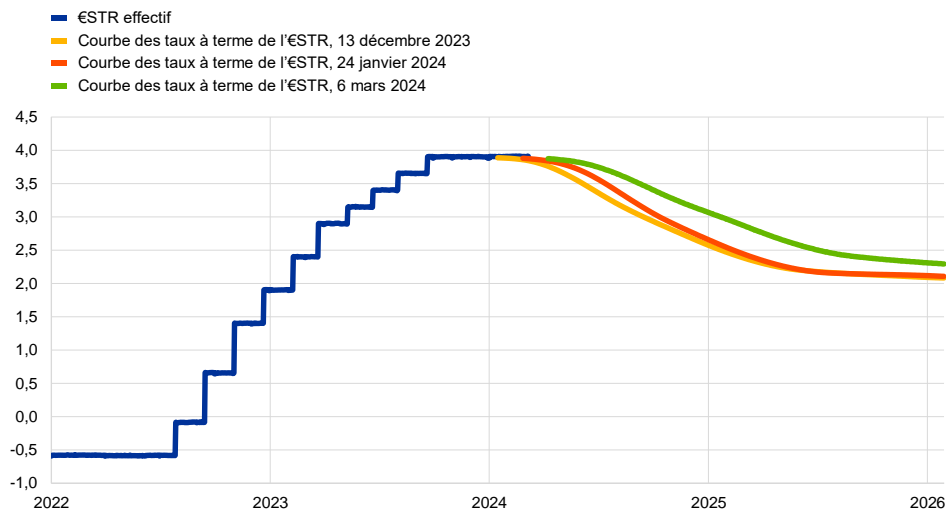
Au cours de la période sous revue, du 14 décembre 2023 au 6 mars 2024, les marchés financiers de la zone euro sont restés attentifs au calendrier et à l'ampleur des baisses éventuelles des taux de politique monétaire. Les taux sans risque à court terme se sont déplacés vers le haut, les intervenants de marché ayant révisé leurs anticipations en faveur de baisses des taux directeurs de la BCE plus tardives et moins nombreuses en 2024. Plus précisément, à la fin de la période sous revue, la courbe à terme du taux à court terme de l'euro (€STR) intégrait presque totalement une première baisse de taux de 25 points de base au deuxième trimestre 2024 et des baisses cumulées de 100 points de base courant 2024. Les taux d'intérêt sans risque à plus long terme ont initialement diminué après la réunion de décembre, mais se sont inversés par la suite, ce qui est également cohérent avec une réévaluation plus marquée de la courbe aux États-Unis, les résultats de la croissance et de l'inflation ayant surpris à la hausse. Les rendements des obligations souveraines ont évolué pratiquement en ligne avec les taux sans risque, la dispersion des écarts de rendement souverains par rapport au taux des swaps au jour le jour (OIS) se réduisant et les volumes plus importants d'émissions d'obligations étant bien absorbés par les investisseurs. Les prix des actions de la zone euro ont légèrement augmenté, mais ont affiché des résultats inférieurs à ceux des États-Unis, tirés vers le bas par de nouvelles révisions à la baisse des anticipations de bénéfices dans la zone euro. Enfin, sur les marchés des changes, l'euro s'est légèrement apprécié en termes pondérés des échanges commerciaux, mais s'est un peu déprécié par rapport au dollar américain.

La courbe à terme des taux OIS s'est déplacée vers le haut depuis la réunion du Conseil des gouverneurs de décembre, les intervenants de marché ayant reporté la première réduction attendue des taux à une date ultérieure au deuxième trimestre 2024 (graphique 15). Le taux de référence à court terme de l'euro (€STR) est demeuré stable à 3,9 % au cours de la période sous revue, reflétant le taux inchangé de la facilité de dépôt, que le Conseil des gouverneurs a maintenu à 4 % depuis la réunion de politique monétaire de septembre 2023. L'excédent de liquidité a diminué de 83 milliards d'euros environ pour ressortir à 3 500 milliards. Cela reflète principalement les remboursements dans le cadre de la troisième série d'opérations de refinancement à plus long terme ciblées (TLTRO III) et la réduction de la taille du portefeuille du programme d'achats d'actifs (APP), l'Eurosystème ne réinvestissant plus les remboursements au titre du principal des titres arrivant à échéance dans ce portefeuille. Les taux à terme des *swaps* au jour le jour (OIS) basés sur l'€STR et couvrant les prochaines réunions du Conseil des gouverneurs ont augmenté depuis la réunion de décembre. Ce mouvement indique que les intervenants de marché s'attendent à une première baisse des taux directeurs un peu plus tardive et à des réductions des taux moins nombreuses d'ici la fin de l'année que prévu précédemment. Plus précisément, à la fin de la période sous revue, la courbe à terme intégrait presque totalement une première baisse des taux de 25 points de base au deuxième trimestre 2024 et des baisses cumulées de 100 points de base courant 2024.

Graphique 15

Taux à terme de l'€STR

(en pourcentage annuel)



Sources : Bloomberg et calculs de la BCE.

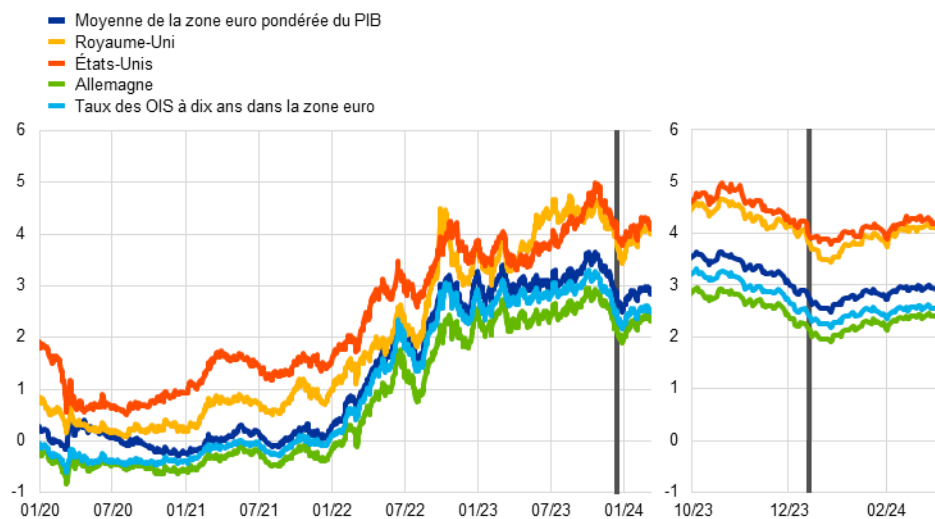
Note : La courbe des taux à terme est estimée à l'aide des taux OIS (€STR) au comptant.

Les taux sans risque à long terme de la zone euro ont augmenté en raison d'une réévaluation encore plus prononcée de la courbe des taux d'intérêt aux États-Unis, l'économie américaine ayant continué de bien résister (graphique 16). Au début de la période sous revue, les taux sans risque à long terme ont nettement diminué : fin décembre, le taux des OIS à dix ans de la zone euro était inférieur de 20 points de base environ à celui enregistré au début de la période sous revue. Par la suite, le mouvement des taux sans risque à long terme de la zone euro s'est largement inversé, globalement en ligne avec les mouvements plus marqués des rendements des titres du Trésor américain, reflétant en partie de nouvelles données macroéconomiques plus solides que prévu aux États-Unis et une réévaluation de la politique monétaire de part et d'autre de l'Atlantique. Le taux des OIS à dix ans dans la zone euro s'est établi *in fine* à quelque 2,5 %, environ 10 points de base au-dessus de son niveau du début de la période sous revue. Le rendement des titres du Trésor américain à dix ans a augmenté de 19 points de base environ pour ressortir à 4,1 %, tandis que son équivalent au Royaume-Uni a augmenté de quelque 21 points de base, à 4 % environ.

Graphique 16

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.

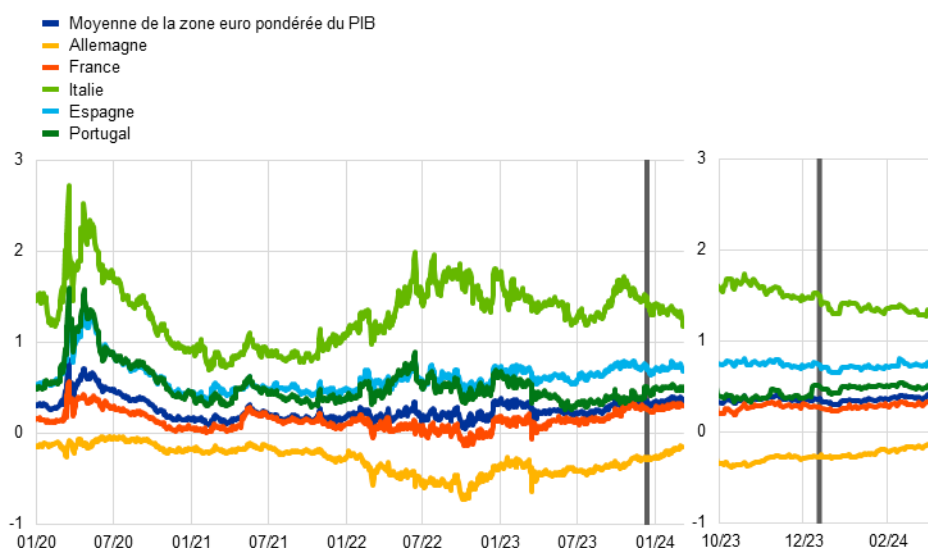
Notes : La ligne verticale grise indique le début de la période sous revue (14 décembre 2023). Les dernières observations se rapportent au 6 mars 2024.

Les rendements des obligations souveraines de la zone euro ont évolué en ligne avec les taux sans risque, les *spreads* sur les obligations souveraines demeurant pratiquement inchangés (graphique 17). À la fin de la période sous revue, le rendement pondéré du PIB des obligations souveraines à dix ans de la zone euro s'est établi à un niveau supérieur de 11 points de base environ, à 2,8 % environ, entraînant une légère augmentation seulement de son écart de rendement par rapport au taux des OIS basé sur le €STR. Les *spreads* sur les obligations souveraines se sont resserrés dans l'ensemble des pays, les *spreads* sur certaines obligations souveraines à rendement élevé (*higher-yield*) ayant diminué et le rendement souverain allemand ayant réduit son écart négatif par rapport au taux des OIS. La période sous revue a été marquée par la résilience du marché des obligations souveraines, les volumes plus importants des émissions d'obligations ayant été bien absorbés par les investisseurs privés.

Graphique 17

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

(en points de pourcentage)



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 6 mars 2024.

Les *spreads* sur les obligations d'entreprises à rendement élevé se sont nettement resserrés dans un contexte de sentiment favorable à l'égard du risque.

Au cours de la période sous revue, les *spreads* sur les obligations d'entreprises à rendement élevé ont nettement diminué, de 37 points de base environ, en particulier après le tournant de l'année. La baisse a été plus marquée pour les sociétés financières que pour les sociétés non financières (SNF).

En revanche, les *spreads* sur les obligations d'entreprises bien notées (*investment-grade*) n'ont que légèrement fluctué, demeurant globalement inchangés.

Dans une perspective à plus long terme, les niveaux actuels des *spreads* sur les obligations d'entreprises restent bas au regard des évolutions passées, en particulier pour les obligations à rendement élevé, s'établissant à des niveaux inférieurs de 50 points de base environ à ceux décembre 2021, après avoir augmenté en 2022 pour ressortir 250 points de base environ au-dessus de ces niveaux. Les *spreads* plus faibles ont contribué à contenir l'augmentation du coût de l'endettement de marché dans un contexte de hausses importantes et rapides des taux sans risque.

Les prix des actions de la zone euro se sont renforcés, soutenus par le sentiment de marché, malgré de nouvelles dégradations des anticipations relatives aux bénéfices et des taux d'actualisation légèrement plus élevés (graphique 18).

Au cours de la période sous revue, l'indice boursier large de la zone euro a augmenté, mais moins qu'aux États-Unis. Les deux indices ont augmenté d'environ 6 % et 8 % respectivement, dans la mesure où la hausse des bénéfices nominaux devrait être considérablement moins élevée dans la zone euro qu'aux États-Unis courant 2024. Les performances plus faibles dans la zone euro, non seulement au cours de la période sous revue mais également depuis le point bas de

fin octobre, ont été relativement vastes, les indices de capitalisation boursière comme les indices équipondérés progressant dans une moindre mesure qu'aux États-Unis. Si le taux de croissance des prix des actions des sociétés financières a été comparable de part et d'autre de l'Atlantique, le secteur non financier a enregistré de moins bonnes performances dans la zone euro qu'aux États-Unis. Les prix des actions de la zone euro ont été soutenus par la baisse des primes de risque sur actions, qui a largement compensé la révision à la baisse des prévisions de bénéfices et les taux d'actualisation plus élevés.

Graphique 18
Indices boursiers dans la zone euro et aux États-Unis



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 6 mars 2024.

Sur les marchés des changes, l'euro s'est légèrement apprécié en termes pondérés des échanges commerciaux mais s'est un peu déprécié vis-à-vis du dollar américain (graphique 19). Au cours de la période sous revue, le taux de change effectif nominal de l'euro, mesuré par rapport aux devises des 41 principaux partenaires commerciaux de la zone euro, s'est apprécié de 0,8 %.

La légère appréciation de l'euro reflète les plus-values vis-à-vis des devises de plusieurs économies avancées (par exemple, de 5 % par rapport au yen japonais), économies émergentes et États membres de l'UE n'appartenant pas à la zone euro.

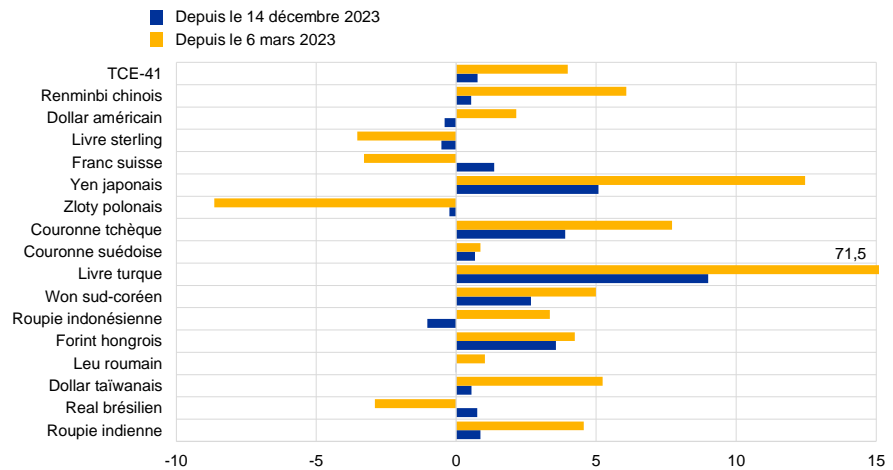
En revanche, l'euro s'est légèrement déprécié vis-à-vis du dollar américain (de 0,4 %) dans un contexte de fluctuations sur la période, reflétant principalement les évolutions des anticipations des intervenants de marché concernant la vigueur relative de l'économie et les taux directeurs. Entre mi-décembre et le tournant de l'année, l'euro s'est apprécié par rapport au dollar américain, les intervenants de marché ayant interprété la réunion de décembre du Comité fédéral de l'*open market* (FOMC) comme un pivotement *dovish* (conciliant), tandis que le renforcement de l'appétence pour le risque a pesé sur le dollar américain. Depuis début 2024, l'euro s'est déprécié vis-à-vis du dollar américain, reflétant la meilleure résilience économique des États-Unis par rapport à la zone euro, et les intervenants de

marché ont abaissé leurs anticipations de réductions imminentes des taux américains à la suite d'une communication plus prudente du Système fédéral de réserve lors de la réunion du FOMC de janvier. Cette interprétation a été renforcée par des données solides sur le marché du travail américain et par des chiffres plus élevés que prévu de l'indice des prix à la consommation aux États-Unis en février.

Graphique 19

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

(variations en pourcentage)



Source : BCE.

Notes : Le « TCE-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 6 mars 2024.

5 Conditions de financement et évolutions du crédit

Après avoir diminué au quatrième trimestre 2023, les coûts de financement composites des banques ont de nouveau légèrement augmenté en janvier 2024, demeurant à des niveaux élevés au regard des évolutions historiques. Sur la période sous revue allant du 14 décembre 2023 au 6 mars 2024, le coût du financement par endettement de marché pour les sociétés non financières (SNF) a légèrement augmenté, tandis que le coût du financement par émission d'actions a légèrement diminué. Les taux des prêts bancaires accordés aux entreprises sont demeurés globalement inchangés, tandis que ceux des prêts au logement accordés aux ménages ont légèrement baissé. Le taux de croissance annuel de l'agrégat monétaire large (M3) est resté proche de zéro, en raison des coûts d'opportunité élevés, de la stagnation des prêts et de la réduction du bilan de l'Eurosystème.

Les coûts de financement des banques de la zone euro sont demeurés à un niveau élevé au regard des évolutions historiques, malgré des rendements obligataires en baisse. En janvier 2024, le coût composite du financement par endettement des banques de la zone euro a de nouveau légèrement augmenté, dans un contexte de forte hétérogénéité entre les pays, après avoir baissé par rapport au pic atteint en octobre 2023 (graphique 20, partie a). Après avoir fortement baissé au quatrième trimestre 2023, les rendements obligataires des banques ont rebondi au premier trimestre 2024 (graphique 20, partie b), reflétant des évolutions comparables de la courbe des taux sans risque (cf. section 4). En janvier 2024, les taux des dépôts (agrégés), qui représentent l'essentiel des coûts de financement composites des banques, ont encore augmenté, avec des variations selon les instruments et les secteurs. Tandis que les taux des dépôts à vue ont légèrement augmenté, les taux des dépôts à terme ont baissé en janvier, entraînant un léger resserrement du large écart de rendement entre les dépôts à terme et les dépôts à vue. L'intensification de la concurrence entre les banques pour les dépôts des clients a accru les coûts du financement par les dépôts pour les banques. En ce qui concerne les banques de détail, qui sont fortement dépendantes du financement par les dépôts, les coûts ont continué d'augmenter en raison des tensions durables à la hausse résultant de la faiblesse des volumes agrégés de dépôts. En revanche, les banques recourant au financement interbancaire ont davantage bénéficié de la baisse des rendements des obligations bancaires au quatrième trimestre 2023, même si elles ont également subi une hausse plus importante et plus rapide des coûts du financement par les dépôts aux premiers stades du cycle de resserrement. En général, la composition du passif des banques a continué de s'orienter vers des sources de financement plus coûteuses. De plus, la liquidité a été mécaniquement drainée du système financier du fait de la poursuite de la normalisation du bilan de l'Eurosystème.

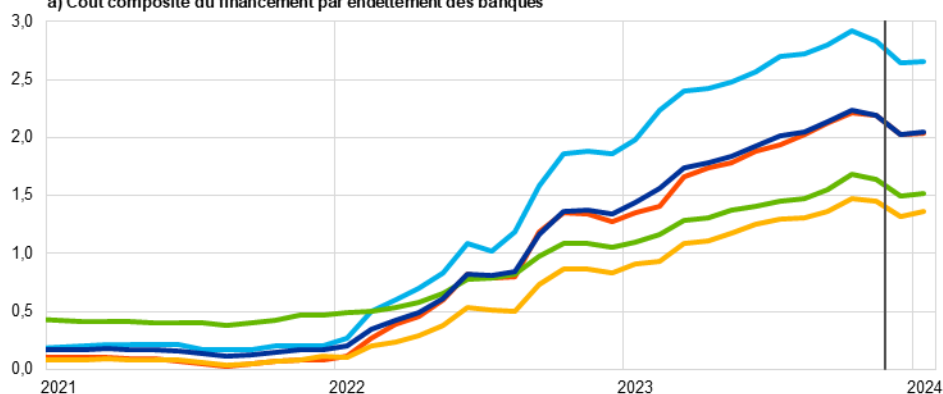
Graphique 20

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

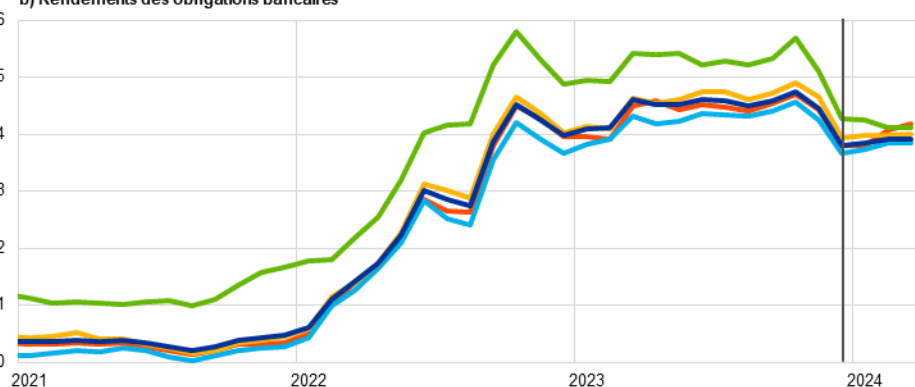
(pourcentages annuels)

— Zone euro
— Allemagne
— France
— Italie
— Espagne

a) Coût composite du financement par endettement des banques



b) Rendements des obligations bancaires



Sources : BCE, S&P Dow Jones Indices LLC et/ou ses filiales, 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 les parties a) et b) correspond au 31 octobre 2023. Les dernières observations se rapportent à janvier 2024 pour le coût composite du financement par endettement des banques et au 6 mars 2024 pour les rendements des obligations bancaires.

En janvier 2024, les taux des prêts bancaires accordés aux entreprises sont demeurés globalement inchangés, tandis que ceux des prêts au logement accordés aux ménages ont diminué. Les taux des prêts accordés aux entreprises et aux ménages dans les différents pays de la zone euro ont commencé à s'inscrire en forte hausse début 2022 et montrent des signes de stabilisation à ces niveaux élevés depuis novembre 2023 (graphique 21). En janvier 2024, les taux des prêts accordés aux entreprises se sont établis à 5,22 %, après 5,25 % en décembre 2023, tandis que ceux appliqués aux nouveaux prêts au logement consentis aux ménages ont enregistré une légère baisse, revenant à 3,87 % en janvier, après 3,97 % en décembre. Cette baisse a concerné tous les grands pays de la zone euro et a été plus prononcée pour les prêts assortis de périodes de fixation des taux à moyen et long terme. Les variations de l'ampleur de la baisse ont contribué à réduire la

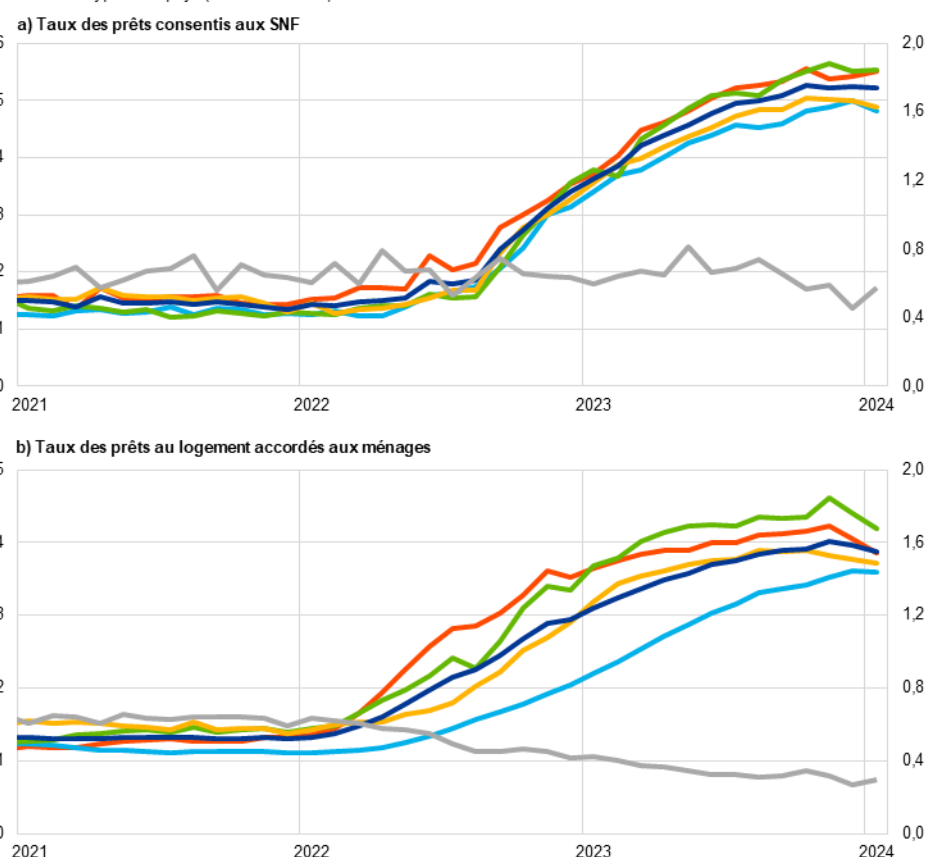
dispersion des taux débiteurs. Dans le même temps, les taux appliqués par les banques aux nouveaux prêts à la consommation accordés aux ménages, ainsi qu'aux découverts et au crédit à la consommation ont continué d'augmenter en janvier. La dispersion entre pays des taux débiteurs appliqués aux entreprises et aux ménages est restée à un bas niveau (graphique 21), suggérant une transmission sans heurt de la politique monétaire dans les différents pays de la zone euro. La hausse des taux des prêts bancaires continuant de se transmettre aux encours de prêts aux logements et le coût du service de la dette s'inscrivant en hausse, une proportion croissante de ménages, en particulier dans les quintiles de revenus inférieurs, ont déclaré dans l'enquête de la BCE sur les anticipations des consommateurs (*Consumer Expectations Survey*) de janvier 2024 qu'ils s'attendaient à rencontrer des difficultés à faire face à leurs paiements hypothécaires au cours des trois prochains mois.

Graphique 21

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

(pourcentages annuels ; écart type)

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



Sources : BCE et calculs de la BCE.

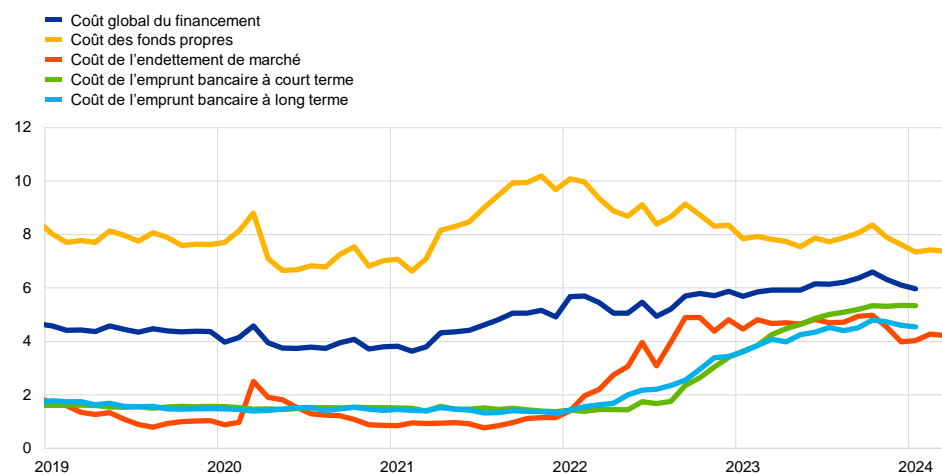
Notes : Les taux débiteurs bancaires composites sont calculés en agrégeant les taux à court et à long terme à l'aide de la moyenne mobile sur 24 mois des volumes de contrats nouveaux. L'écart type entre pays est calculé pour un échantillon fixe de 12 pays de la zone euro. Les dernières observations se rapportent à janvier 2024.

Les données quotidiennes pour la période sous revue (du 14 décembre 2023 au 6 mars 2024) indiquent une légère hausse du coût, pour les SNF, du financement par endettement de marché et une légère baisse du coût du financement par émission d'actions. En données mensuelles, le coût total du financement des SNF pour janvier 2024 (c'est-à-dire le coût composite de l'emprunt bancaire, de l'endettement de marché et des fonds propres) a sensiblement diminué par rapport au point haut sur plusieurs années atteint en octobre 2023, s'établissant à 6,0 %, soit près de 10 points de base de moins qu'en décembre (graphique 22)¹². Cela reflète principalement la baisse du coût des fonds propres, étant donné l'absence de variation significative des autres composantes du coût de financement. D'après les données quotidiennes, le coût de l'endettement de marché a augmenté au cours de la période sous revue, en raison d'une hausse du taux sans risque qui n'a pas été intégralement compensée par une compression des écarts de rendement des obligations émises par les SNF sur le segment à haut rendement (*high-yield*). Dans le même temps, le coût du financement par émission d'actions a légèrement baissé, reflétant une diminution de la prime de risque sur actions qui a plus que compensé la hausse mentionnée précédemment du taux sans risque (approximé par le taux des *swaps* au jour le jour à dix ans) (cf. section 4).

Graphique 22

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

(pourcentages annuels)



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

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 6 mars 2024 pour le coût de l'endettement de marché et le coût des fonds propres (données quotidiennes) et à janvier 2024 pour le coût total du financement et le coût de l'emprunt auprès des banques (données mensuelles).

Les prêts bancaires aux entreprises et aux ménages se sont stabilisés à de bas niveaux en janvier 2024, dans un contexte de taux débiteurs élevés, d'atonie de la demande de prêts et de critères d'octroi restrictifs. La croissance annuelle des prêts aux SNF est revenue à 0,2 % en janvier 2024, après 0,5 % en

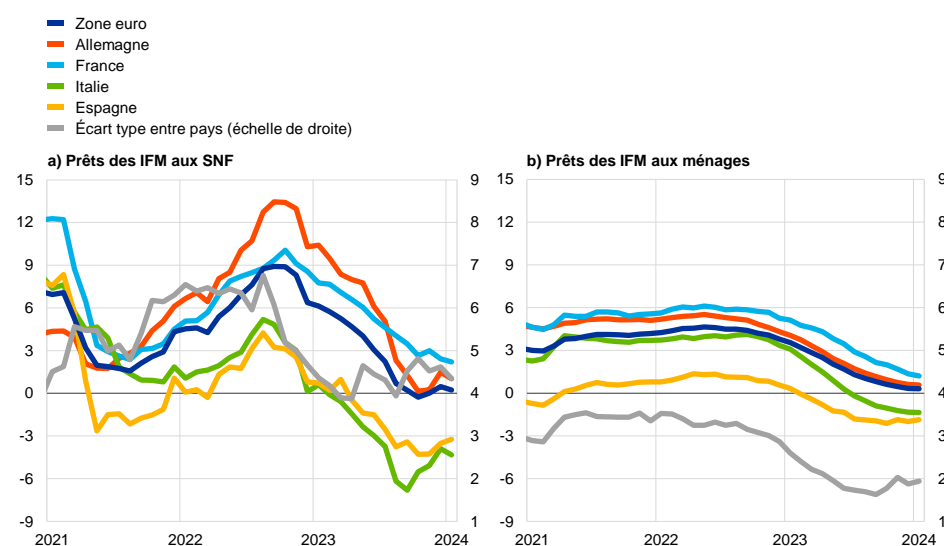
¹² En raison de décalages dans la disponibilité des données relatives au coût de l'emprunt auprès des banques, les données relatives au coût total du financement des SNF ne sont disponibles que jusqu'à janvier 2024.

décembre 2023 (graphique 23, partie a), dans un contexte de forte hétérogénéité entre les pays. Dans le même temps, la volatilité s'est accrue, comme en témoigne la forte contraction des prêts à court terme en janvier qui a inversé une hausse de proportions similaires au cours des deux mois précédents. Globalement, la faiblesse persistante de la croissance des prêts reste en ligne avec l'atonie de la dynamique des prêts observée depuis début 2023 en raison de la faiblesse de la demande agrégée, de critères d'octroi stricts et de la politique monétaire restrictive. Le taux de croissance annuel des prêts aux ménages a légèrement fléchi, revenant à 0,3 % en janvier 2024 après 0,4 % en décembre 2023 (graphique 23, 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 de taux débiteurs élevés. Cette baisse résulte principalement des prêts au logement et des prêts aux entrepreneurs individuels (c'est-à-dire les petites sociétés de personnes), tandis que la croissance des prêts à la consommation est restée stable, en raison essentiellement de la demande provenant des quintiles de revenu inférieurs, ce dont témoigne une hausse des refus de demandes de prêts. De plus, les résultats de l'enquête de la BCE sur les anticipations des consommateurs (*Consumer Expectations Survey*) en janvier 2024 suggèrent qu'un pourcentage net important des participants à l'enquête considèrent que les critères d'octroi sont restrictifs et prévoient que les prêts au logement deviendront plus difficiles à obtenir au cours des 12 prochains mois.

Graphique 23

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 janvier 2024.

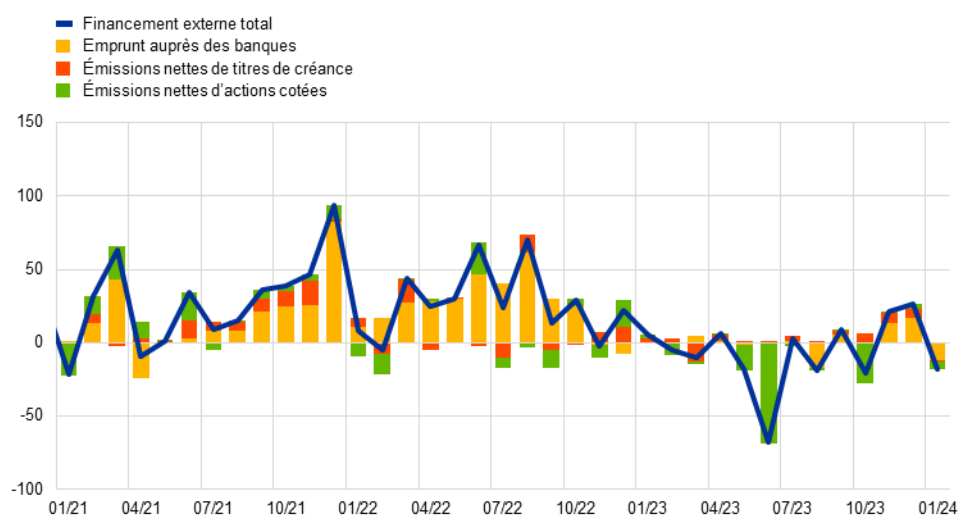
La croissance du financement externe net des entreprises de la zone euro est demeurée faible au quatrième trimestre 2023 et en janvier 2024, reflétant les bas niveaux du financement par endettement. Alors que le taux de croissance annuel du financement externe net est passé de 0,9 % en octobre 2023 à 0,8 % en

janvier 2024, le flux mensuel est redevenu négatif en janvier (graphique 24). Contrairement aux précédents épisodes de faiblesse de la dynamique des prêts, les émissions d'obligations d'entreprise n'ont pas compensé la baisse globale des prêts bancaires. En janvier, la demande de prêts des entreprises a principalement concerné les échéances à court terme, les prêts à long terme étant remplacés par des obligations d'entreprise. De plus, les émissions d'actions cotées sont restées atones.

Graphique 24

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

(flux mensuels ; en milliards d'euros)



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

Notes : Le financement externe net correspond à la somme des emprunts auprès des banques (prêts des IFM), des émissions nettes de titres de créance et des émissions nettes d'actions cotées. Les prêts des IFM sont corrigés des activités de cession de prêts, de titrisation et de centralisation de trésorerie (*cash-pooling*). Les dernières observations se rapportent à janvier 2024.

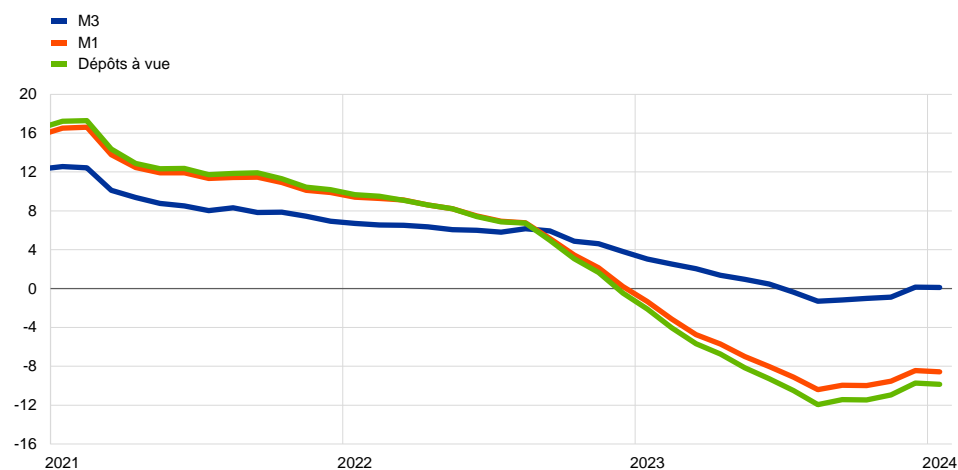
Les entreprises et les ménages ont continué de réallouer les dépôts à vue vers les dépôts à terme en janvier 2024. Le taux de croissance annuel des dépôts à vue a continué de se contracter et s'est établi à 9,9 % en janvier 2024, après 9,7 % en décembre 2023 (graphique 25). La forte préférence pour les dépôts à terme s'explique par l'écart de rendement important entre les taux des dépôts à terme et ceux des dépôts à vue, qui reflète les coûts d'opportunité élevés de la détention d'instruments très liquides¹³. En janvier, 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. On a observé un autre déplacement mensuel important des dépôts à vue vers les dépôts à terme pour les ménages et une accélération du rythme auquel les entreprises rééquilibrent ces deux instruments, après un ralentissement considérable au quatrième trimestre 2023.

¹³ Comme lors des précédents cycles de resserrement, les taux d'intérêt des dépôts à vue se sont ajustés plus lentement aux variations des taux directeurs que les taux des dépôts à terme. Cf. également l'encadré intitulé « [La dynamique monétaire durant le cycle de resserrement](#) », *Bulletin économique*, n° 8, BCE, 2023.

Graphique 25

M3, M1 et dépôts à vue

(variations annuelles en pourcentage, corrigées des variations saisonnières et des effets de calendrier)



Source : BCE.

Note : Les dernières observations se rapportent à janvier 2024.

En janvier 2024, le taux de croissance annuel de M3 est resté proche de zéro, en raison de coûts d'opportunité élevés, de la stagnation des prêts et de la réduction du bilan de l'Eurosystème. La croissance de M3 dans la zone euro a légèrement diminué et s'est établie à 0,1 % en janvier 2024, après 0,2 % en décembre 2023 (graphique 25). En janvier, la contraction en rythme annuel de l'agrégat monétaire étroit (M1), qui recouvre les actifs liquides de M3, s'est légèrement accentuée, pour ressortir à – 8,6 %, après – 8,5 % en décembre. Après l'entrée relativement importante enregistrée au quatrième trimestre 2023, M3 a enregistré une sortie mensuelle significative en janvier, dans un contexte de volatilité accrue et d'arbitrages de portefeuille au détriment de M3 qui ont confirmé la faible dynamique monétaire. La sortie enregistrée en janvier reflète une inversion partielle des achats d'obligations d'État par les banques en décembre, correspondant à un accroissement de la détention d'obligations d'État par le secteur détenteur de monnaie, et le renouvellement des émissions d'obligations bancaires à long terme avant le remboursement au titre des fonds TLTRO à venir en mars 2024. Ces sorties ont été en partie compensées par des entrées plus élevées en provenance de l'étranger qui reflètent un excédent important du compte des transactions courantes dans un contexte de faiblesse des importations, et un intérêt accru pour les titres de la zone euro de la part des investisseurs étrangers. De plus, la réduction du bilan de l'Eurosystème a continué d'exercer un effet de contraction sur la création monétaire, tout comme la stagnation des prêts au secteur privé.

6 Évolutions budgétaires

D'après les projections macroéconomiques de mars 2024 établies par les services de la BCE, le déficit budgétaire des administrations publiques de la zone euro s'améliorera modérément en 2024 pour ressortir à 2,9 % du PIB, puis de façon marginale seulement, se fixant à 2,8 % en 2025 et 2026. La réduction progressive du déficit budgétaire enregistrée depuis le pic de la pandémie devrait donc s'interrompre, voire céder la place à un léger creusement. Reflétant largement ces évolutions, l'orientation budgétaire de la zone euro devrait se resserrer sensiblement en 2024, mais pour ainsi dire plus par la suite. Ce durcissement de l'orientation budgétaire traduit le fait que l'on s'attend à ce que les pouvoirs publics continuent de retirer les mesures de soutien liées à l'énergie. Étant donné que ce resserrement n'est pas destiné à se poursuivre au-delà de 2024, le ratio dette/PIB de la zone euro demeurerait élevé et augmenterait marginalement sur l'horizon de projection, passant de 88,3 % en 2023 selon les estimations à quelque 88,6 % en 2026. Le 21 février 2024, la Commission a publié l'évaluation à mi-parcours de la facilité pour la reprise et la résilience (FRR). Si la réalisation de certains progrès est soulignée, il demeure essentiel d'accélérer la mise en œuvre du programme NGEU afin d'en exploiter pleinement le potentiel. À la suite de l'accord politique provisoire conclu récemment entre le Conseil Ecofin et le Parlement européen sur la réforme du cadre de gouvernance économique de l'UE, le processus législatif devrait être finalisé rapidement afin que les nouvelles règles puissent être appliquées sans tarder.

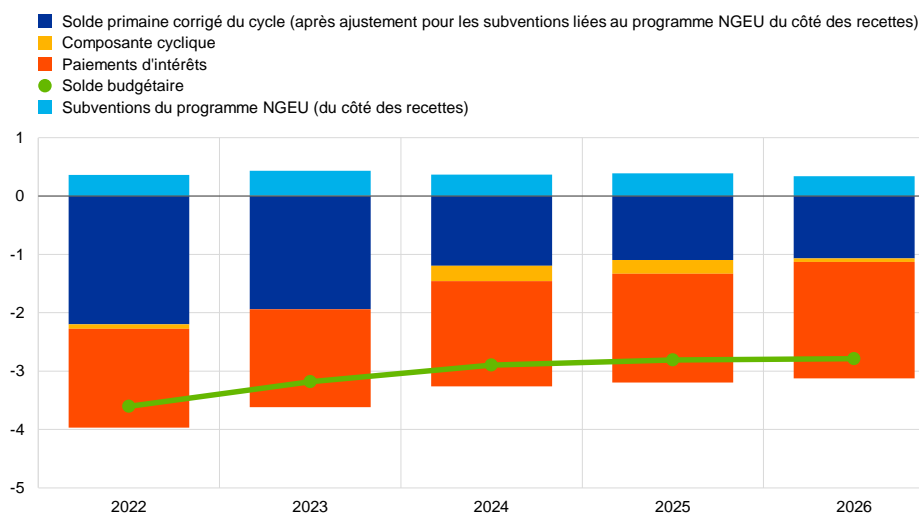
D'après les projections macroéconomiques de mars 2024 établies par les services de la BCE, le solde budgétaire total des administrations publiques de la zone euro s'améliorera modérément en 2024, mais à peine marginalement en 2025¹⁴. Selon les prévisions, le déficit budgétaire de la zone euro serait retombé de 3,6 % du PIB en 2022 à 3,2 % du PIB en 2023 et poursuivrait sur cette lancée pour s'établir à 2,9 % du PIB en 2024, puis à 2,8 % en 2025, niveau qu'il conserverait en 2026 (graphique 26). La trajectoire projetée reflète principalement un solde primaire corrigé du cycle moins négatif en 2024 et, dans une faible mesure, en 2025. L'allègement des déficits primaires n'est que partiellement compensé par l'accroissement des charges d'intérêts vu que la longueur des échéances résiduelles de la dette souveraine, dont la moyenne dans la zone euro est actuellement légèrement inférieure à huit ans (en hausse par rapport à 2015, lorsqu'elle était de 6,5 ans), rendra la répercussion des hausses passées des taux d'intérêt progressive. La baisse du déficit primaire corrigé du cycle en 2024 est quant à elle largement attribuable à la levée graduelle des mesures de soutien budgétaire mises en œuvre par les pouvoirs publics à la faveur de l'atténuation du choc énergétique et des poussées inflationnistes. Les estimations actuelles chiffrent désormais ces mesures à l'échelle de la zone euro à 1,3 % du PIB en 2023 et prévoient qu'elles retomberont à 0,4 % du PIB en 2024, puis à quelque 0,2 % du PIB en 2025 et 2026.

¹⁴ Cf. les « [Projections macroéconomiques pour la zone euro établies par les services de la BCE, mars 2024](#) » publiées le 7 mars 2024 sur le site internet de la BCE.

Graphique 26

Solde budgétaire et ses composantes

(en pourcentage du PIB)



Source : Projections macroéconomiques de mars 2024 pour la zone euro établies par les services de la BCE.

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

Par rapport aux projections macroéconomiques de décembre 2023 établies par les services de l'Eurosystème, le solde budgétaire a été légèrement réduit, de 0,1 point de pourcentage par an en 2023, 2024 et 2025 et de 0,2 point de pourcentage en 2026. Ces révisions peuvent s'expliquer par des ajustements à la baisse de la composante cyclique sur l'ensemble de l'horizon de projection (compris entre 0,1 et 0,2 point de pourcentage par an), qui sont partiellement compensés par des révisions à la baisse des paiements d'intérêts dues aux conditions de financement plus favorables.

L'orientation budgétaire de la zone euro devrait se resserrer sensiblement en 2024, mais peu par la suite¹⁵. La variation annuelle du solde primaire corrigé du cycle, déduction faite des subventions accordées aux pays dans le cadre du programme NGEU, pointe un durcissement significatif des politiques budgétaires dans la zone euro sur les années 2023 et 2024 réunies, une grande partie des mesures de soutien en matière d'énergie et d'inflation instaurées en 2022 étant progressivement retirées. Durant les dernières années de l'horizon de projection, soit 2025 et 2026, l'orientation budgétaire devrait être neutre. Malgré la levée en cours des mesures de soutien liées à l'énergie, le niveau de l'aide budgétaire dans la zone euro demeurerait largement accommodant sur l'ensemble de la période des projections, puisque le solde budgétaire corrigé du cycle demeure bien en deçà de

¹⁵ L'orientation budgétaire reflète la direction et l'ampleur de la relance des politiques budgétaires sur l'économie, au-delà de la réaction automatique des finances publiques au cycle conjoncturel. Elle est mesurée ici comme la variation du ratio du solde primaire corrigé du cycle, déduction faite du soutien des pouvoirs publics au secteur financier. Étant donné que les recettes budgétaires plus importantes liées aux subventions accordées au titre du programme *Next Generation EU* (NGEU) qui proviennent du budget de l'UE n'ont pas pour effet de comprimer la demande, le solde primaire corrigé du cycle est ajusté dans ce contexte afin d'exclure lesdites recettes. Pour plus de détails concernant l'orientation budgétaire de la zone euro, cf. l'article intitulé « *L'orientation budgétaire de la zone euro* », *Bulletin économique*, n° 4, BCE, 2016.

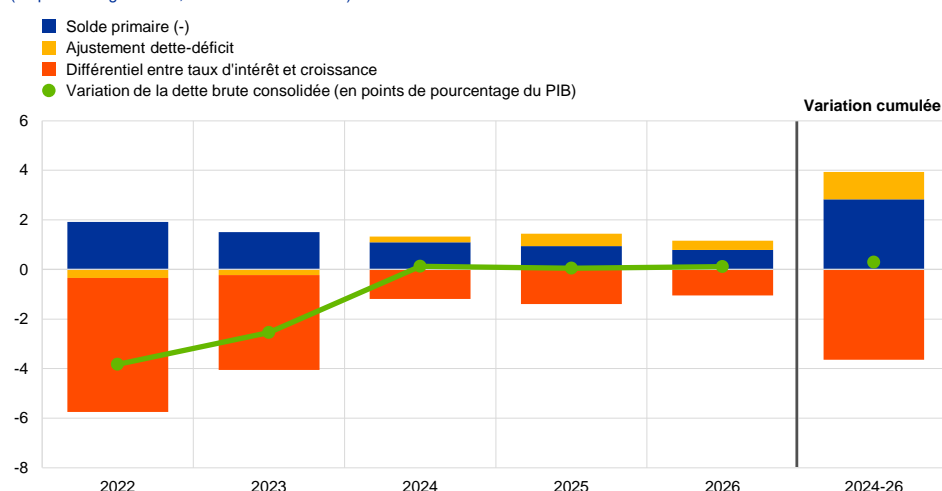
son niveau d'avant la pandémie sous l'effet des mesures expansionnistes adoptées pendant la crise, qui se sont avérées durables jusqu'ici.

Le ratio dette/PIB du secteur des administrations publiques de la zone euro resterait supérieur à son niveau pré-pandémique et s'accroîtrait même doucement sur l'horizon de projection, passant de quelque 88,3 % en 2023 à 88,6 % en 2026. Le taux d'endettement a augmenté significativement pendant la pandémie pour avoisiner 97 % en 2020, mais il a progressivement reflué depuis lors. Cette tendance à l'amélioration semble toutefois s'être interrompue, et le ratio d'endettement devrait plutôt enfler légèrement sur l'horizon de projection, sous l'effet des déficits primaires et des ajustements dette-déficit positifs escomptés, qui ne sont que partiellement contrebalancés par des différentiels taux d'intérêt-croissance toujours négatifs (graphique 27).

Graphique 27

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

(en pourcentage du PIB, sauf mention contraire)



Source : Projections macroéconomiques de mars 2024 pour la zone euro établies par les services de la BCE.

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

Il importe que les administrations publiques progressent rapidement tant dans la mise en œuvre du programme NGEU que sur le cadre de gouvernance économique réformé de l'UE. Le 21 février 2024, la Commission a publié l'évaluation à mi-parcours de la facilité pour la reprise et la résilience (FRR).

Si celle-ci met en évidence certains progrès dans la concrétisation du programme NGEU, elle constate également à ce jour la présence de retards dans les décaissements et les investissements, ce qui a conduit à une incidence positive sur la croissance nettement moindre qu'initialement escompté. Il est désormais essentiel d'accélérer la mise en place du programme NGEU afin d'en exploiter pleinement le potentiel. Enfin, à la suite de l'accord politique provisoire conclu récemment entre le Conseil Ecofin et le Parlement européen sur la réforme du cadre de gouvernance économique de l'UE, le processus législatif devrait être finalisé rapidement afin que les nouvelles règles puissent être appliquées sans tarder.

Encadrés

1 Spéculation sur les prix du pétrole et du gaz en période de risques géopolitiques

Livia Chițu, Massimo Ferrari Minesso et Ana-Simona Manu

Les variations importantes des prix du pétrole et du gaz, associées à une volatilité accrue dans le contexte de la pandémie, de la guerre en Ukraine et des tensions géopolitiques croissantes au Moyen-Orient ont soulevé la question de la mesure dans laquelle la spéculation détermine ces prix. Les prix du pétrole ont augmenté significativement depuis la fin de la pandémie, une volatilité de grande ampleur étant observée au cours de la reprise post-pandémie. Plus récemment, les attaques terroristes en Israël et les tensions croissantes en mer Rouge ont suscité un regain d'inquiétudes quant à une volatilité accrue des prix, mais dans une moindre mesure que lors de la reprise post-pandémie, exerçant des pressions à la hausse sur les prix du *Brent* (graphique A, partie a) ¹. À l'heure actuelle, cependant, les pressions à la hausse sur les prix du pétrole liées aux tensions géopolitiques et aux réductions de production de l'OPEP+ sont contrebalancées par la faiblesse de la demande et l'augmentation de la production hors OPEP. Même si les prix du gaz ont également réagi aux tensions géopolitiques récentes, ils sont restés nettement inférieurs aux niveaux de 2022. Dans ce contexte, tenter de comprendre les déterminants des prix du pétrole et du gaz suscite un regain d'attention. La question de savoir si les prix reflètent principalement des facteurs fondamentaux (c'est-à-dire l'offre et la demande mondiales de pétrole et de gaz) ou davantage des facteurs non fondamentaux liés à des prises de positions spéculatives est particulièrement intéressante. Le sujet fait l'objet de vifs débats depuis plus de deux décennies, certains observateurs évoquant la spéculation et la financiarisation des marchés de matières premières comme principaux déterminants des envolées des prix du pétrole. Cependant, les recherches académiques ne constatent généralement pas d'éléments probants montrant que la spéculation financière joue un rôle important ².

¹ Pour une estimation de la réaction des prix du pétrole aux chocs géopolitiques, cf. l'encadré intitulé « Risques géopolitiques et prix du pétrole », *Bulletin économique*, n° 8, BCE, 2023.

² Cf., par exemple, Kilian (L.), « *Not All Oil Price Shocks Are Alike: Disentangling Demand and Supply Shocks in the Crude Oil Market* », *American Economic Review*, vol. 99, n° 3, 2009, p. 1053-1069, et Vansteenkiste (I.), « *What is driving oil futures prices? Fundamentals versus speculation* », *Working Paper Series*, n° 1371, BCE, 2011.

Graphique A

Évolutions des prix du pétrole et du gaz et principaux événements

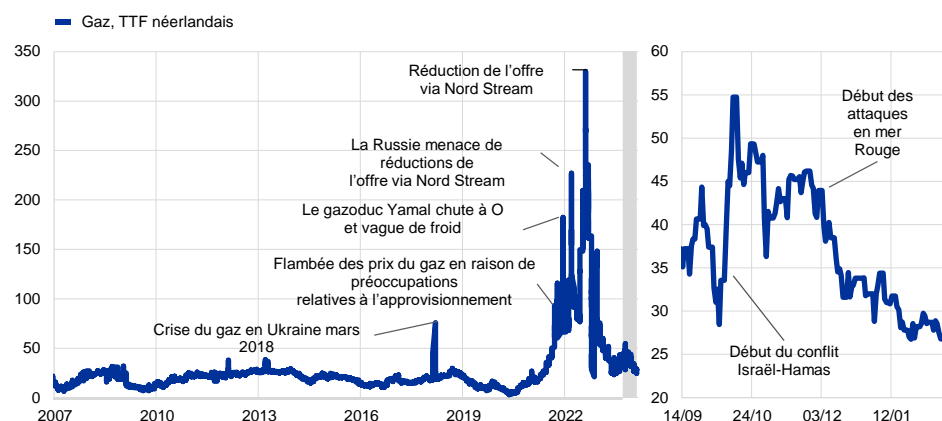
a) Prix du pétrole

(en dollars par baril)



B) Prix du gaz

(en euros par MWh)



Sources : LSEG et calculs des services de la BCE.

Notes : Le TTF néerlandais constitue le prix de référence européen pour le gaz naturel. La zone ombrée correspond à la fenêtre de zoom. Les dernières observations se rapportent au 15 février 2024.

Les indicateurs de marché montrent généralement que la spéculation joue un rôle limité au-delà des besoins de couverture. L'importance de la spéculation peut être mesurée en construisant des indices de spéculation pour les marchés du pétrole et du gaz à l'aide de l'« indice T de Working ». En utilisant les données relatives aux positions sur le marché américain des contrats à terme extraites du rapport sur les engagements des négociants (*Commitments of Traders (COT) report*) publié par la *Commodity Futures Trading Commission (CFTC)*, l'indice mesure la spéculation comme étant le montant des contrats à terme détenus par les opérateurs non commerciaux (comme approximation pour les spéculateurs) au-delà de ce qui est nécessaire pour équilibrer les positions de couverture détenues par les opérateurs commerciaux (qui sont mesurées par l'établissement

déclarant)³. Les valeurs supérieures à 1 indiquent que les opérateurs détiennent plus de contrats que nécessaire pour couvrir le risque de marché. La spéculation pourrait amplifier les variations des prix (à la hausse comme à la baisse) en fonction de la position prise par les investisseurs ; l'impact moyen des activités spéculatives dans l'échantillon est évalué dans la deuxième partie de cet encadré. Si l'on examine les évolutions antérieures, l'indice relatif au pétrole est resté stable jusqu'à fin 2002 environ, avec une moyenne proche de 1. L'indice a ensuite régulièrement augmenté jusqu'en 2010 environ – puis une fois de plus en 2015 – pour atteindre un pic à près de 1,3, mais il a fléchi depuis lors (graphique B, partie a)⁴. Globalement, la corrélation entre l'indice de spéculation et le prix du pétrole semble limitée.

Les indices de spéculation relatifs au marché du gaz sont restés globalement stables aux États-Unis et en Europe ces dernières années. Les marchés du gaz étant moins intégrés au niveau mondial que ceux du pétrole, une distinction supplémentaire est établie entre le marché américain et le marché européen. Celle-ci est fondée sur les données de la CFTC pour les États-Unis et sur les informations fournies par l'Autorité européenne des marchés financiers (AEMF) pour la dynamique en Europe. L'analyse suggère que la spéculation au-delà du besoin de couverture est historiquement plus élevée en Europe qu'aux États-Unis (graphique B, partie b)⁵. Du point de vue européen, l'indice de spéculation relatif au gaz a augmenté à la suite de l'invasion de l'Ukraine par la Russie, même s'il est resté relativement stable lorsque les prix du gaz ont de nouveau flambé à l'été 2022. La corrélation entre l'indice de spéculation et le prix du gaz semble globalement limitée, avec un découplage des séries au cours des derniers mois.

³ Les établissements déclarants définissent les positions comme étant spéculatives ou de couverture en fonction du contrat sous-jacent et de la contrepartie concernée. Il est important de noter que les données présentent plusieurs limites, par exemple le fait que la *Commodity Futures Trading Commission* classe les positions par entité (commerciale ou non commerciale) et non par type d'activité de marché (spéculation ou couverture). Cf. également Vansteenkiste (I.), *op. cit.*, pour une utilisation similaire des données de la *Commodity Futures Trading Commission* et des applications de l'indice T de Working.

⁴ Il convient de noter qu'alors que l'indice de spéculation a augmenté en 2015, les prix du pétrole ont chuté en raison d'un excès d'offre résultant d'une période de faible demande et d'une augmentation de l'offre en raison de la production élevée de pétrole de schiste aux États-Unis et de la levée des quotas d'exportation par l'OPEP ; cf. Baumeister (C.) et Kilian (L.), « *Forty Years of Oil Price Fluctuations: Why the Price of Oil May Still Surprise Us* », *Journal of Economic Perspectives*, vol. 30, n° 1, 2016, p. 139-160.

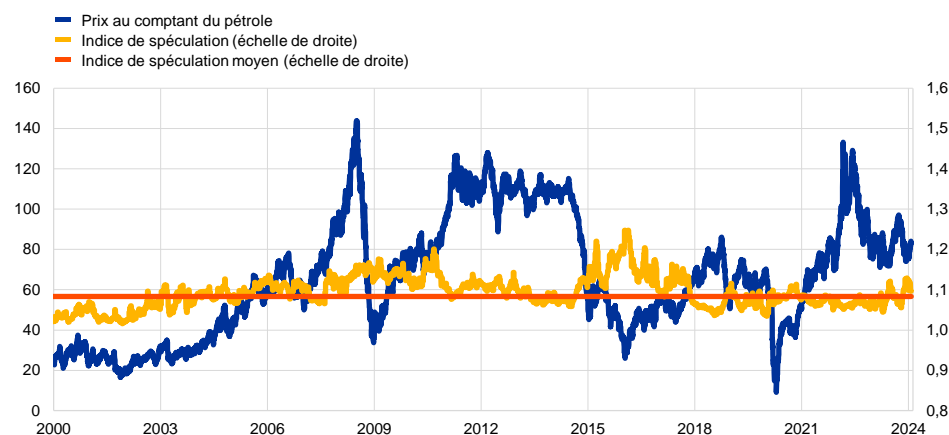
⁵ Dans le cas de l'AEMF, la couverture temporelle est toutefois beaucoup plus courte, les données n'étant déclarées qu'après 2018.

Graphique B

Indices de spéculation sur les marchés du pétrole et du gaz

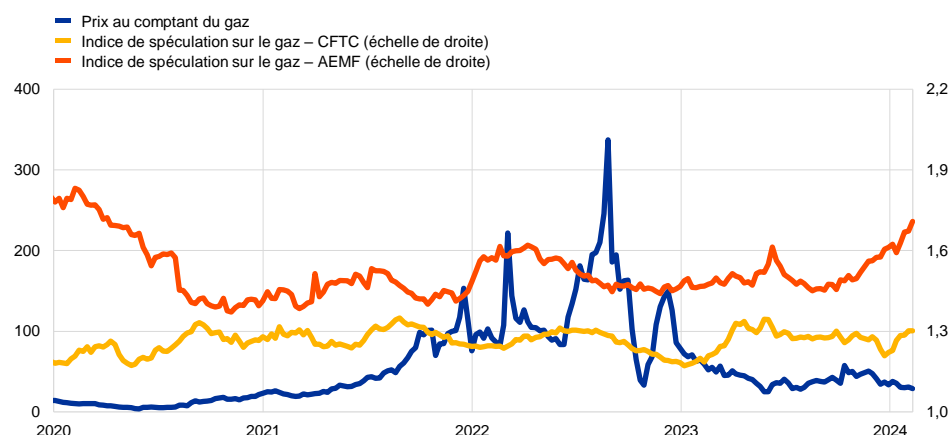
a) Prix au comptant du pétrole et indice de spéculation sur le pétrole fondé sur les données de la CFTC

(échelle de gauche : en dollars par baril ; échelle de droite : en pourcentage)



b) Prix au comptant du gaz et indices de spéculation sur le gaz

(échelle de gauche : en euros par MWh ; échelle de droite : en pourcentage)



Sources : CFTC, AEMF, LSEG et calculs de la BCE.

Notes : Partie a : La limite inférieure de l'indice est l'unité. Des valeurs plus élevées indiquent un nombre plus important de positions ouvertes non commerciales (c'est-à-dire spéculatives) que de positions commerciales (c'est-à-dire de couverture). Dans la mesure où les positions prises par les entreprises non commerciales ne compensent pas celles prises par les entreprises commerciales, l'ampleur de ce déséquilibre est révélatrice de positions spéculatives supérieures aux exigences des opérateurs en couverture. L'indice de spéculation moyen est calculé à partir de 1995. Partie b : L'indice de spéculation sur le gaz établi à partir des données de l'AEMF rend compte de la spéculation sur le marché européen du gaz. Les dernières observations se rapportent au 15 février 2024 pour la partie a (données quotidiennes) et au 9 février 2024 pour la partie b (données hebdomadaires).

Une étude empirique du lien entre les prix du pétrole et la spéculation montre qu'il n'existe que peu d'éléments indiquant que la spéculation affecte la transmission des chocs fondamentaux de demande ou d'offre à ces prix.

L'étude empirique du rôle de la spéculation sur les prix de l'énergie se concentre sur le marché du pétrole, car les prix du gaz sont plus fortement influencés par des facteurs régionaux⁶. L'idée de base consiste à utiliser un modèle structurel pour

⁶ Le cadre empirique utilisé ici est dans le même esprit que celui présenté dans Altmeyer (P.), Boneva (L.), Kinston (R.), Saha (S.) et Stoja (E.), « *Yield curve sensitivity to investor positioning around economic shocks* », *Staff Working Papers*, n° 1029, Bank of England, 2023.

identifier les surprises dans les variations du prix du pétrole (c'est-à-dire les chocs sur ce prix) qui ne sont pas anticipées par les intervenants de marché. Cela peut aider à déterminer si le positionnement spéculatif des investisseurs influence significativement la dynamique des prix du pétrole lorsque des chocs se produisent. Par exemple, face à un choc fondamental provoquant une hausse inattendue des prix du pétrole, les investisseurs excessivement exposés à ces prix pourraient réajuster leur portefeuille, amplifiant l'effet du choc. Dans le même temps, les investisseurs détenant des positions qui généreraient des gains en cas de hausse inattendue du prix du pétrole sont susceptibles de clôturer leurs positions pour capitaliser ces gains, atténuant ainsi l'effet du choc fondamental. Cette hypothèse peut être testée en régressant les variations des prix du pétrole sur les chocs fondamentaux, en conditionnant par le niveau du positionnement des investisseurs sur les marchés du pétrole (graphique C, partie a) ⁷. Les estimations empiriques font apparaître des différences limitées dans la réaction du prix du pétrole lorsque le niveau de spéculation est plus élevé ⁸. S'agissant des prix au comptant du pétrole brut, l'élasticité à un choc d'offre de pétrole standardisé augmente, passant de 1,6 lorsque le niveau de contrats spéculatifs est faible, à environ 1,8 lorsque les positions longues nettes des investisseurs sont importantes. Ces estimations ne sont pas statistiquement différentes les unes des autres, car les intervalles de confiance se chevauchent fortement. Les différences sont encore plus faibles lorsque l'on examine les contrats à terme sur le pétrole, car dans ce cas, les investisseurs qui présentent une aversion au risque et détiennent des positions longues feront un bénéfice dans la mesure où ils ont correctement anticipé une hausse des prix du pétrole. Le dénouement de ces positions atténuera l'effet du choc fondamental sur les prix du pétrole. Dans l'ensemble, on constate que la spéculation ne joue pas un rôle majeur dans l'amplification de la transmission des chocs fondamentaux aux prix au comptant du pétrole et à ceux des contrats à terme sur le pétrole, comme le montrent les résultats des études académiques mentionnées précédemment.

⁷ Plus précisément, les prix du pétrole sont régressés sur les chocs d'offre quotidiens sur le pétrole mis en interaction avec l'indice de spéculation sur le pétrole ou le niveau des positions non commerciales. Les chocs pétroliers quotidiens sont tirés de Gazzani (A.), Venditti (F.) et Veronese (G.), « *Oil price shocks in real-time* », *Journal of Monetary Economics*, à paraître.

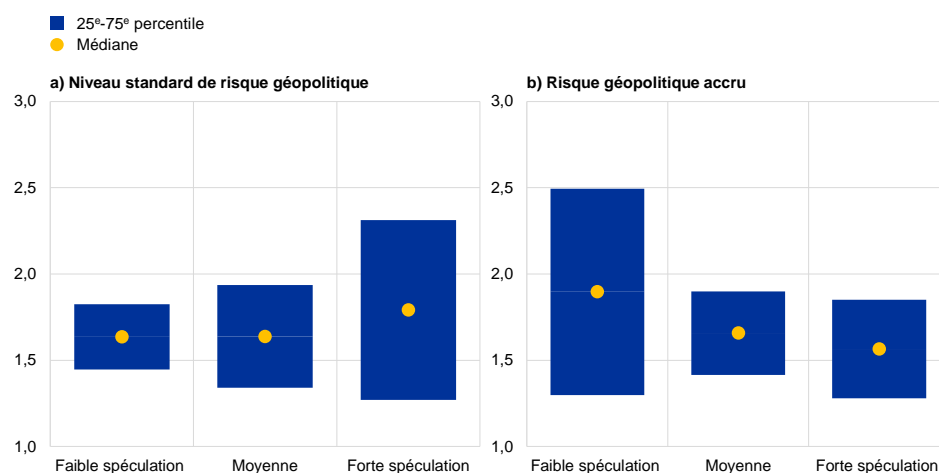
⁸ Les résultats demeurent robustes à l'utilisation de l'indice T de Working dans l'interaction avec le choc d'offre négatif.

Graphique C

Réaction des prix du pétrole aux chocs d'offre de pétrole, conditionnée par le niveau des positions spéculatives

Réponse estimée des prix au comptant du pétrole

(en pourcentages)



Sources : LSEG, Caldara et Iacoviello ¹⁾, Gazzani *et al.* ²⁾ et calculs des services de la BCE.

Notes : Partie a : Le graphique utilise les chocs pétroliers structurels identifiés par Gazzani *et al.*, normalisés pour augmenter les prix du pétrole à l'impact. Plus précisément, un choc d'offre négatif fait augmenter les prix du pétrole de 1,2 % environ à l'impact et de 1,8 % après une semaine. Le graphique représente la variation en pourcentage du prix du pétrole pour le même choc lorsque les positions ouvertes nettes se situent au niveau moyen dans l'échantillon (moyenne), un écart type au-dessous de la moyenne (faible spéculation) ou un écart type au-dessus de la moyenne (forte spéculation). La période d'échantillonnage s'étend de 2008 à 2022 ; les données sont hebdomadaires. Partie b : Le graphique répète la même analyse en n'utilisant que les périodes de forte incertitude géopolitique, mesurées comme les périodes au cours desquelles l'indice de risque géopolitique quotidien calculé par Caldara et Iacoviello est supérieur à sa moyenne de long terme. La période d'échantillonnage s'étend de 2008 à 2022 ; les données sont hebdomadaires.

1) Caldara (D.) et Iacoviello (M.), « *Measuring Geopolitical Risk* », *American Economic Review*, vol. 112, n° 4, 2022, p. 1194-1225.

2) Gazzani (A.), Venditti (F.) et Veronese (G.), « *Oil price shocks in real-time* », *Journal of Monetary Economics*, à paraître.

On constate également que la spéculation n'amplifie pas la transmission des chocs fondamentaux en période de risque géopolitique accru.

Les tensions géopolitiques peuvent influencer les prix du pétrole par le biais de deux canaux différents et opposés. Premièrement, une plus grande incertitude géopolitique agit comme un choc négatif sur la demande mondiale en suscitant des doutes quant aux perspectives économiques, avec des répercussions sur la consommation, l'investissement et le commerce international. Par ce canal, l'incertitude géopolitique finit par peser sur la demande mondiale de pétrole et les prix du pétrole.

Deuxièmement, les tensions géopolitiques peuvent faire peser des risques sur l'approvisionnement futur en pétrole, augmentant la valeur monétaire de la détention de contrats sur le pétrole – également appelé rendement d'opportunité –, ce qui exerce une pression à la hausse sur les prix. Ces deux canaux font évoluer les prix du pétrole dans des directions opposées et la question de savoir lequel des deux l'emporte reste empirique ⁹. Afin de tester si la spéculation peut devenir plus importante en tant qu'amplificateur des variations des prix du pétrole face aux tensions géopolitiques, l'analyse ci-dessus est répétée, mais en se concentrant sur les périodes de tensions géopolitiques accrues (identifiées comme celles où l'indice de risque géopolitique créé par Caldara et Iacoviello est supérieur à la moyenne historique). Le résultat indique que l'élasticité aux chocs d'offre de pétrole reste

⁹ Cf. Caldara (D.) et Iacoviello (M.), « *Measuring Geopolitical Risk* », *American Economic Review*, vol. 112, n° 4, 2022, p. 1194-1225.

globalement stable, les intervalles de confiance entre périodes de faible spéculation et de forte spéculation se chevauchant complètement (graphique C, partie b). Ces résultats suggèrent que la spéculation – mesurée par le niveau du positionnement net des investisseurs sur les marchés du pétrole – a également un effet limité dans l’amplification des réactions des prix à des chocs fondamentaux en période de tensions géopolitiques accrues.

2 Comment la géopolitique modifie les échanges commerciaux

Costanza Bosone, Ernest Dautović, Michael Fidora et Giovanni Stamato

La montée des tensions commerciales et une série de mesures visant à donner du poids aux préoccupations de sécurité nationale dans les relations commerciales ont suscité une inquiétude croissante quant aux implications potentielles d'une fragmentation géoéconomique ¹. Depuis la crise financière mondiale, les échanges commerciaux ont progressé plus lentement que le PIB, ouvrant une ère de « *slowbalisation* » (ralentissement de la mondialisation) (graphique A, partie a) ². Ce processus a été attribué, entre autres facteurs, à une diminution des avantages marginaux de l'intégration des chaînes de valeur mondiales, à une réorientation structurelle de la demande de l'industrie manufacturière vers les services et à un affaiblissement du soutien politique en faveur de l'ouverture des échanges. En effet, ces dernières années ont été marquées par une forte augmentation des mesures de restriction des échanges commerciaux ³. Les inquiétudes relatives à la résilience des échanges commerciaux et à la sécurité nationale se sont renforcées à la suite de l'invasion de l'Ukraine par la Russie, avec un débat croissant sur la nécessité du protectionnisme, du *near-shoring* (délocalisation dans des pays proches) ou du *friend-shoring* (relocalisation dans des pays amis). Certaines politiques industrielles récentes contiennent des dispositions visant à encourager les producteurs domestiques, en particulier ceux des secteurs avancés sur le plan technologique, éventuellement au détriment des producteurs étrangers. Dans le même temps, des évaluations fondées sur des modèles montrent que des restrictions sur les échanges de consommations intermédiaires entre pays appartenant à des blocs géopolitiques opposés pourraient entraîner des coûts économiques importants en termes de réduction des échanges et du bien-être, ainsi que de hausse des prix ⁴.

¹ Cf., par exemple, Aiyar (S.), Chen (J.), Ebeke (C.H.), Garcia-Saltos (R.), Gudmundsson (T.), Ilyina (A.) and Trevino (J. P.), « *Geeconomic Fragmentation and the Future of Multilateralism* », *Staff Discussion Notes*, n° 2023/001, Fonds monétaire international, Washington, DC, 2023.

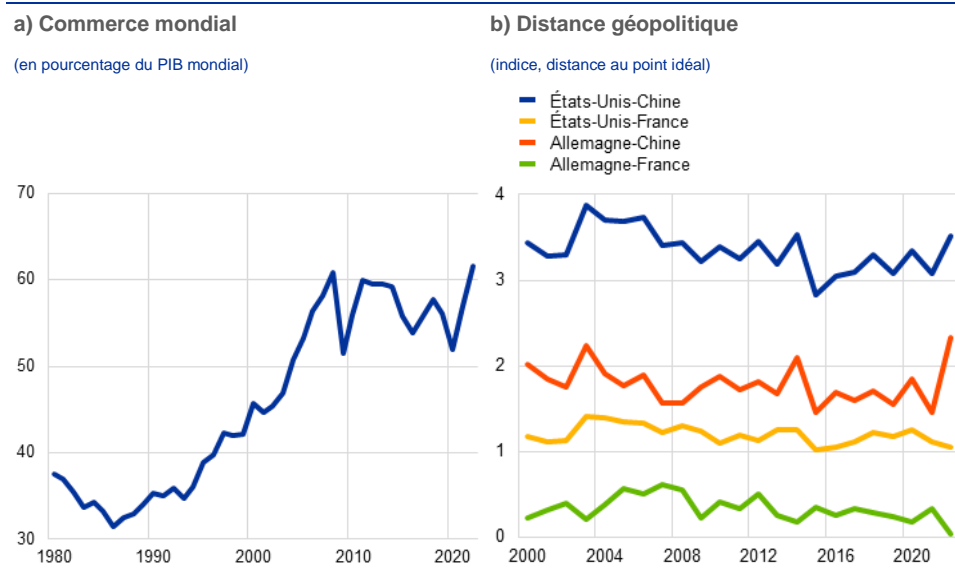
² Cf. Antràs (P.), « *De-globalisation? Global Value Chains in the Post-COVID-19 Age* », dans *Central Banks in a Shifting World: Conference Proceedings* – Forum de la BCE, 2021.

³ Cf. Chambre internationale du commerce, « *ICC 2023 Trade Report: A fragmenting world* », 2023.

⁴ Cf. Attinasi (M.G.), Boeckelmann (L.), et Meunier (B.), « *The economic costs of supply chain decoupling* », *Working Paper Series*, BCE, n° 2023/2389, 2023.

Graphique A

Évolution du commerce mondial et de la distance géopolitique entre les couples de pays sélectionnés



Sources : Banque mondiale – Indicateurs de développement dans le monde, Bailey *et al.* (2017).
Notes : Partie a : le commerce est mesuré comme la somme des importations et des exportations, la dernière observation se rapporte à 2022. Partie b : la distance au point idéal mesure le comportement observable des pays en matière de politique étrangère, comme les désaccords dans leur comportement de vote à l'Assemblée générale des Nations Unies. Des valeurs plus élevées signifient une plus grande distance géopolitique. Cf. Bailey *et al.* (2017), la dernière observation se rapporte à 2022.

Malgré des données empiriques jusqu'à présent limitées indiquant que les inquiétudes d'ordre géopolitique affectent déjà fortement la structure des échanges commerciaux, cet encadré examine le rôle joué par les tensions géopolitiques dans l'évolution du commerce mondial au cours de la dernière décennie. L'analyse utilise un modèle de gravité structural pour évaluer l'effet de la distance géopolitique sur la structure du commerce mondial. Les modèles de gravité du commerce supposent que le niveau des échanges commerciaux entre deux pays est déterminé par leur masse économique et les frictions commerciales relatives, qui peuvent être une fonction des barrières commerciales tarifaires et non tarifaires⁵. Généralement, les barrières non tarifaires sont approximées par la distance géographique entre les pays et d'autres caractéristiques susceptibles de favoriser ou d'entraver le commerce entre les pays, telles que l'existence d'une langue commune ou d'accords commerciaux. Outre ces variables non tarifaires, qui sont courantes dans la littérature, cette analyse introduit une approximation pour le rôle de la géopolitique. L'analyse se concentre sur les produits manufacturés et exclut ainsi les produits énergétiques et les échanges de services.

Un modèle de gravité standard du commerce mondial est augmenté pour inclure une mesure de la distance géopolitique. Cette variable, disponible au fil du temps et pour des couples de pays, mesure le défaut d'alignement des pays en matière de politique étrangère, sur la base de leurs votes à l'Assemblée générale des Nations Unies. Pour ce faire, elle transforme les comportements observés des pays en matière de vote en une mesure de la distance géopolitique bilatérale qui

⁵ Cf. Anderson (J.) et Van Wincoop (E.), « *Gravity with Gravitas: A Solution to the Border Puzzle* », *American Economic Review*, vol. 93(1), p. 170-192, 2003.

reflète le désaccord moyen entre deux pays à l'Assemblée générale des Nations Unies ⁶. À titre d'exemple, la partie b du graphique A présente l'évolution au fil du temps de la distance géopolitique entre quatre couples de pays : États-Unis-Chine, États-Unis-France, Allemagne-Chine et Allemagne-France. Ce graphique montre, pour les États-Unis comme pour l'Allemagne, une distance par rapport à la Chine constamment plus élevée, distance qui s'est encore accrue ces dernières années.

La distance géopolitique joue un rôle de plus en plus important pour déterminer les flux commerciaux internationaux (graphique B, partie a).

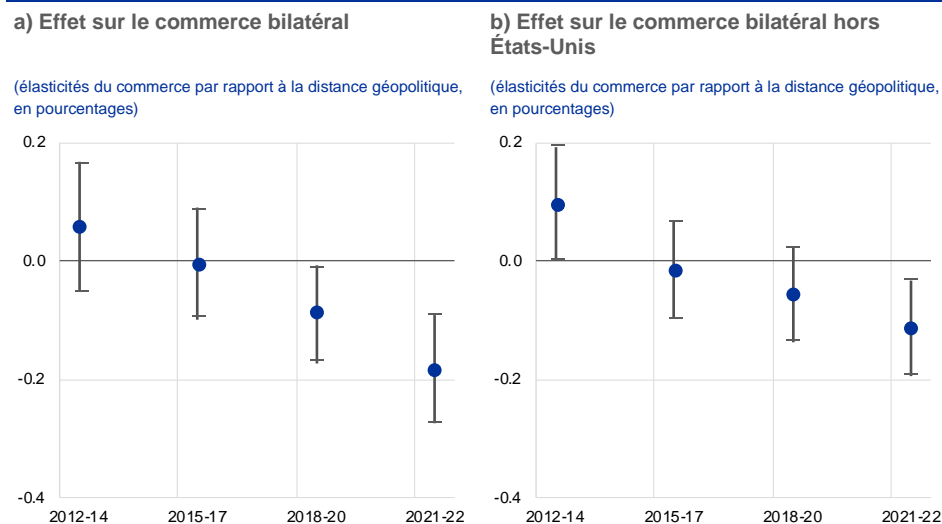
L'élasticité estimée des échanges commerciaux par rapport à la distance géopolitique devient négative et significative à partir de 2018, à peu près au moment où les différends commerciaux entre les États-Unis et la Chine se sont intensifiés ⁷. L'impact de la distance géopolitique est significatif du point de vue économique : à titre d'exemple, on constate qu'une augmentation de 10 % de la distance géopolitique diminue les flux commerciaux bilatéraux d'environ 2 %, soit environ un dixième de l'effet commercial attribuable à un accord de libre-échange. Les résultats ne sont pas exclusivement déterminés par la structure des échanges commerciaux des États-Unis, les estimations demeurant significatives lorsque les États-Unis sont exclus de l'échantillon (graphique B, partie b).

⁶ Cf. Bailey (M.A.), Strezhnev (A.) et Voeten (E.), « *Estimating Dynamic State Preferences from United Nations Voting Data* », *Journal of Conflict Resolution*, vol. 61(2), p. 430-456, 2017.

⁷ Ces résultats sont robustes à tous les chocs mondiaux, tels que la pandémie de COVID-19, en raison de la prise en compte, dans les coûts des échanges commerciaux, des effets de frontière variables dans le temps qui contrôlent par tous les facteurs mondiaux non observables affectant le commerce international par rapport au commerce intérieur (cf. Beverelli (C.), Keck (A.), Larch (M.), et Yotov (Y.V.), « *Institutions, trade, and development : identifying the impact of country-specific characteristics on international trade* », *Oxford Economic Papers*, 2023).

Graphique B

Effet variable dans le temps de la distance géopolitique sur les flux commerciaux bilatéraux



Sources : Trade Data Monitor (TDM), FMI, Bailey *et al.* (2017), World Integrated Trade Solution (WITS), Eurostat et calculs de la BCE.
Notes : Les points représentent le coefficient de la distance géopolitique mise en interaction avec une variable muette temporelle, en utilisant les moyennes sur trois ans des données et en se fondant sur un modèle de gravité estimé pour 67 pays entre 2012 et 2022. La distance géopolitique est mesurée par le logarithme de la distance au point idéal proposé par Bailey *et al.* (2017). Les moustaches représentent les intervalles de confiance à 95 %. La variable dépendante correspond aux échanges de produits manufacturés en termes nominaux, hors énergie. L'estimation est réalisée à l'aide du pseudo-maximum de vraisemblance de Poisson. L'estimation prend en compte des contrôles bilatéraux variables dans le temps, des effets fixes exportateur-année et importateur-année ainsi que des effets fixes par couple de pays. Les erreurs types sont regroupées par couple de pays et par année. Les estimations de la partie b sont basées sur un échantillon de 66 pays, les États-Unis étant exclus.

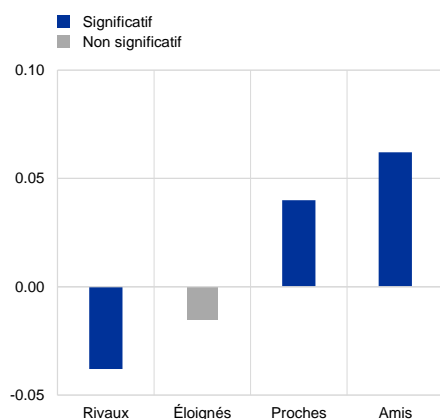
La géopolitique semble avoir une incidence hétérogène sur la structure des échanges commerciaux. Pour comprendre l'hétérogénéité de l'incidence de la géopolitique, les flux commerciaux bilatéraux sont régressés sur une série de quatre variables muettes qui caractérisent les quatre quartiles de la distribution de la distance géopolitique entre les couples de pays. En outre, afin de capturer l'effet de tensions géopolitiques croissantes au fil du temps, la variable muette de chaque quartile est associée à une variable muette temporelle égale à un pour la période postérieure à 2017. La géopolitique a stimulé les échanges commerciaux entre « pays amis » (c'est-à-dire le premier quartile) au cours de la période postérieure à 2017. En revanche, elle a freiné les échanges entre « pays rivaux » (c'est-à-dire le quatrième quartile ; graphique C, partie a). Les échanges entre « pays rivaux » sont inférieurs de 4 % environ à ce qu'ils auraient été si les tensions géopolitiques ne s'étaient pas accentuées après 2017, tandis que les échanges entre « pays amis » ont augmenté d'environ 6 %. Dans l'ensemble, si la géopolitique réduit les échanges entre les pays éloignés sur le plan géopolitique, elle peut aussi renforcer les liens commerciaux entre pays alignés.

Graphique C

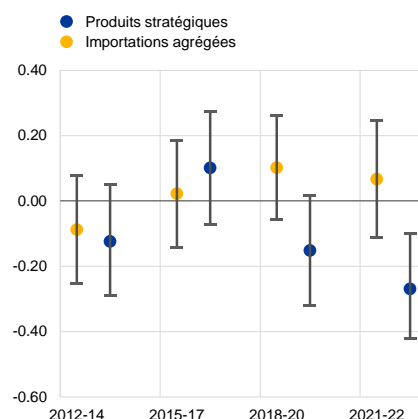
Effet de la distance géopolitique sur les groupes de pays et sur les importations de l'UE

a) Effet sur les groupes de pays depuis 2017 b) Effet sur les importations de l'UE

(semi-élasticité du commerce par rapport au groupe de pays)



(élasticités du commerce par rapport à la distance géopolitique)



Sources : TDM, FMI, Bailey *et al.* (2017), Egger et Larch (2008), WITS, Eurostat, Commission européenne et calculs de la BCE.
Notes : Les résultats sont fondés sur un modèle de gravité structurel, estimé pour 67 pays sur la période 2012-2022 à l'aide de données annuelles. Pour plus de détails sur l'estimation, cf. graphique B. Partie a : les effets sur chaque groupe sont identifiés à partir d'une variable muette pour les quartiles de la distribution de la distance géopolitique entre les couples de pays. La variable muette devient égale à 1 dans le cas des échanges commerciaux entre couples de pays appartenant au même quartile depuis 2017. Une semi-élasticité β correspond à une variation en pourcentage de $100 \cdot (\exp(\beta) - 1)$. Partie b : les points représentent le coefficient de distance géopolitique mis en interaction avec une variable muette temporelle et avec une variable muette pour les importations de l'UE, en utilisant les moyennes sur trois ans des données. Les points jaunes correspondent aux estimations basées sur le commerce bilatéral comme variable dépendante. Les points bleus se rapportent aux estimations basées sur le commerce bilatéral de produits stratégiques, définis par la Commission européenne. Les lignes représentent les intervalles de confiance à 95 %.

Peu d'éléments indiquent de fortes tendances au *near-shoring* ou au

friend-shoring dans les importations agrégées de l'UE.

Dans le même modèle de gravité, l'impact des effets variables dans le temps de la distance géopolitique pour l'UE est isolé en mettant en interaction la distance géopolitique avec une variable muette pour les importations de l'UE. L'estimation contrôle par les effets relatifs à l'impact de l'intégration commerciale de l'UE dans les différents pays. On constate que les importations par l'UE de produits manufacturés ne sont pas fortement affectées par la géopolitique (graphique C, partie b). Ce résultat est robuste à d'autres spécifications et peut refléter le degré élevé d'intégration de l'UE dans les chaînes d'approvisionnement mondiales, le fait que les structures de production sont très peu flexibles face aux variations de prix, du moins à court terme, et que ces rigidités s'accroissent lorsque les pays sont profondément intégrés dans les chaînes d'approvisionnement mondiales⁸.

Toutefois, des éléments indiquent une réduction des risques dans les secteurs

stratégiques de l'UE.

Les biens stratégiques (équipements militaires, matières premières, batteries, biens de haute technologie et produits médicaux, etc.) représentent 9 % environ du total des importations hors UE et sont particulièrement sensibles dans des domaines tels que la sécurité, la santé publique et la transition écologique et numérique. Lorsque les échanges de produits stratégiques, tels que définis par la Commission européenne, sont utilisés comme variable dépendante, on constate que la distance géopolitique réduit de manière significative les importations

⁸ Cf. par exemple Bayoumi (T.), Barkema (J.) et Cerdeiro (D.), « *The Inflexible Structure of Global Supply Chains* », *IMF Working Papers*, n° 2019/193, 2019. Fonds monétaire international.

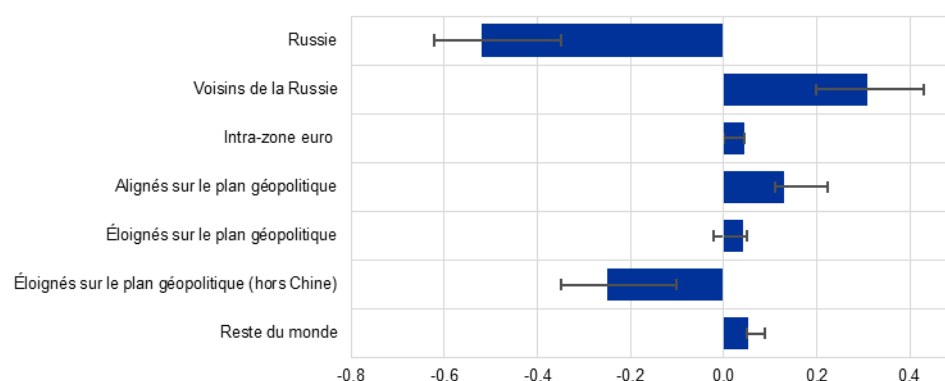
de l'UE (graphique C, partie b). Les données empiriques suggèrent que l'UE effectue un découplage sélectif en réduisant sa dépendance vis-à-vis de fournisseurs éloignés sur le plan géopolitique dans les secteurs stratégiques.

La réorientation des exportations de la zone euro vers des pays alignés du point de vue géopolitique a été accélérée par l'invasion de l'Ukraine par la Russie. Une analyse d'événements suggère que l'invasion de l'Ukraine par la Russie a entraîné une réduction de plus de moitié des exportations de la zone euro vers la Russie (graphique D). Dans le même temps, les flux commerciaux à destination des voisins de la Russie ont augmenté, peut-être en raison d'une réorganisation des chaînes d'approvisionnement. Les échanges commerciaux de la zone euro avec les pays géopolitiquement alignés devraient, selon les estimations, avoir augmenté de 13 % à la suite de la guerre par rapport au scénario contrefactuel d'absence de guerre, principalement en raison de l'augmentation des échanges commerciaux avec les États-Unis. Dans le même temps, peu d'éléments indiquent un *near-shoring*, le niveau des échanges commerciaux intra-zone euro ayant augmenté d'environ 4 %, selon les estimations, en réponse à l'invasion de l'Ukraine par la Russie, par rapport au scénario contrefactuel. Pourtant, aucun signe n'indique une réorientation des échanges pour réduire la dépendance envers la Chine, reflétant peut-être le pouvoir de marché de ce pays dans un certain nombre de secteurs clés. Toutefois, lorsque la Chine est exclue du groupe des pays éloignés sur le plan géopolitique, l'impact de l'invasion de l'Ukraine par la Russie sur les exportations de la zone euro devient fortement significatif et négatif.

Graphique D

Effet de l'invasion de l'Ukraine par la Russie sur les exportations de la zone euro

(semi-élasticité)



Sources : TDM, FMI, ONU, Eurostat et calculs de la BCE.

Notes : Coefficients estimés d'un modèle de gravité, données trimestrielles pour la période 2012-2022. L'échantillon inclut 67 exportateurs et 118 importateurs. Les effets sur le niveau des exportations de la zone euro sont identifiés par une variable muette pour les dates suivant l'invasion de l'Ukraine par la Russie. Les partenaires commerciaux sont la Russie ; les voisins de la Russie, l'Arménie, le Kazakhstan, le Kirghizistan et la Géorgie ; les amis géopolitiques, les pays éloignés et les pays neutres sont respectivement les pays qui ont voté contre ou en faveur de la Russie ou qui se sont abstenus lors des deux résolutions fondamentales des Nations Unies, le 7 avril et le 11 octobre 2022. Les échanges intra-zone euro sont également inclus. L'estimation est réalisée à l'aide du pseudo-maximum de vraisemblance de Poisson. L'estimation prend en compte des contrôles bilatéraux variables dans le temps, des effets fixes exportateur-temps et importateur-temps ainsi que des effets fixes exportateur-importateur. Les erreurs types sont regroupées par couple de pays et par date. Les barres représentent les effets moyens pour les coefficients significatifs. Les moustaches représentent les coefficients minimum et maximum estimés à partir de plusieurs contrôles de robustesse.

3 Comment les ménages ont-ils ajusté leur comportement d'épargne et de dépense pour faire face à la forte inflation ?

Alina-Gabriela Bobasu, Evangelos Charalampakis et Omiros Kouvavas

Les ménages ont été confrontés à plusieurs chocs au cours de ces dernières années et ont ajusté leur comportement par le biais de différentes marges.

L'épisode de forte inflation au cours des deux dernières années a été déclenché par une combinaison de facteurs, notamment les goulets d'étranglement causés par la pandémie et la forte hausse des prix de l'énergie après l'invasion de l'Ukraine par la Russie. Le choc inflationniste a affecté le comportement des consommateurs et a pesé sur leurs dépenses. En général, les consommateurs emploient différentes stratégies pour faire face à des prix plus élevés – en ajustant leur consommation, en réduisant leur épargne et/ou en augmentant leurs revenus. Le présent encadré utilise des données tirées de l'enquête de la BCE sur les anticipations des consommateurs (*Consumer Expectations Survey*, CES) pour examiner comment les ménages ont réagi face au récent épisode inflationniste par le biais de ces marges d'ajustement.

Les données tirées de l'enquête CES indiquent que la principale stratégie utilisée par les consommateurs pour faire face à l'inflation consiste à ajuster leur consommation (graphique A) ¹. Il a été demandé aux participants à l'enquête CES

quelles mesures ils ont prises au cours des 12 derniers mois pour faire face à l'inflation. Outre la réduction de leur consommation, ils ont déclaré avoir emprunté, puisé dans leur épargne, augmenté leur nombre d'heures travaillées, trouvé un emploi supplémentaire ou demandé une hausse de salaire. En janvier 2024, la plupart des participants à l'enquête CES (69 %) avaient modifié leur consommation, mais les ajustements effectués par le biais des canaux de l'épargne/du crédit (43 %) et du revenu (31 %) étaient également significatifs ². Comparer les prix a constitué la réaction prédominante à la hausse des prix (50 %), suivie de la descente en gamme au profit de variétés de produits de moindre qualité (33 %) et de la réduction des

¹ Le fait que les consommateurs ajustent leur comportement de consommation en réponse à des chocs importants est bien documenté. Cf., par exemple, les encadrés intitulés « [Profils de consommation et difficultés de mesure de l'inflation pendant la pandémie de COVID-19](#) », *Bulletin économique*, n° 7, BCE, 2020, « [La mesure de l'inflation en période de crise économique](#) », *Bulletin économique*, n° 3, BCE, 2020, et « [Les pondérations de l'IPCH pour 2021 et leurs conséquences sur la mesure de l'inflation](#) », *Bulletin économique*, n° 2, BCE, 2021. Les ajustements du comportement de consommation peuvent se traduire par un changement dans la consommation globale ou dans sa composition a) en renonçant à une catégorie donnée de produits et/ou de marques, b) en cherchant de meilleurs prix et des promotions, et/ou c) en optant pour une descente en gamme (*trading down*) au profit de variétés de produits différentes.

² Les pourcentages se rapportent à un chiffre moyen étant donné que les réponses sont réparties entre les ménages confrontés à des contraintes budgétaires – définis comme les personnes dont la part des dépenses en biens de première nécessité est élevée par rapport à leur revenu – et ceux qui n'ont pas de telles contraintes.

quantités achetées (28 %) ³. 35 % des participants ont déclaré avoir réduit leur épargne afin de maintenir la consommation tandis que, en termes de revenus, environ 15 % ont indiqué avoir négocié une hausse de salaire et 17 % ont déclaré augmenter leur nombre d'heures travaillées ou avoir trouvé un emploi supplémentaire. Les ménages confrontés à des contraintes budgétaires – définis comme les personnes dont la part des dépenses en biens de première nécessité est élevée par rapport à leur revenu – sont plus susceptibles d'ajuster leurs profils d'achat et d'épargne par rapport aux ménages qui n'ont pas de contraintes budgétaires (graphique A) ⁴. Les pourcentages sont similaires dans les deux groupes pour les mesures d'ajustement des revenus ⁵. Les réponses des consommateurs ont montré des augmentations de l'ensemble des marges par rapport à la dernière fois que la question a été posée (août 2023). Les options de consommation ont enregistré la hausse la plus importante (9 points de pourcentage), suivies de l'épargne (7 points de pourcentage) et des stratégies de revenu (7 points de pourcentage).

³ Les recherches Google confirment ces données, suggérant que, depuis mi-2022, les consommateurs ont activement exploré des options de vente au détail plus avantageuses sur le plan budgétaire et ont manifesté un plus grand intérêt pour les promotions, en particulier sur les produits alimentaires (par exemple, « promotions sur les produits alimentaires », « menus avec prix », « réductions sur les produits alimentaires »).

⁴ Des ménages différents possèdent également des stratégies différentes d'ajustement aux chocs inflationnistes, en fonction des caractéristiques de leur panier de consommation, de leurs revenus et de leur bilan. Pour une analyse récente des implications du choc sur les prix de l'énergie dans des modèles avec agents hétérogènes, cf. Auclert (A.), Monneray (H.), Rognlie (M.) et Straub (L.), « *Managing an Energy Shock: Fiscal and Monetary Policy* », *mimeo*, 2023.

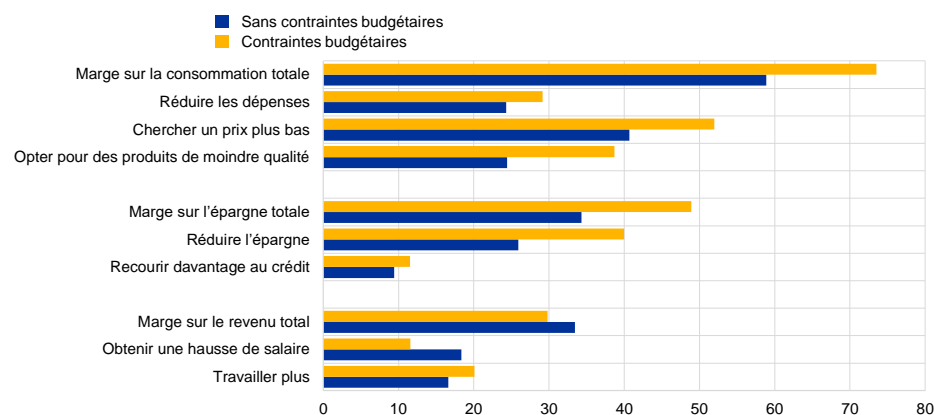
⁵ Les pourcentages similaires dans les deux groupes peuvent s'expliquer par le fait que la causalité est inversée et, par conséquent, les ménages qui parviennent à accroître leur revenu ne sont plus soumis à des contraintes – car dans ce cas, le revenu est le facteur conditionnant la détermination des groupes et de la marge d'ajustement.

Graphique A

Réponses des consommateurs sur l'ensemble des marges dans l'enquête CES

Réponses en janvier 2024 (pour les 12 derniers mois)

(en pourcentages)



Sources : enquête CES et calculs de la BCE.

Notes : La question posée dans l'enquête CES est la suivante : « Concernant vos anticipations quant à l'évolution des prix en général au cours des 12 derniers mois. Laquelle des mesures suivantes, le cas échéant, avez-vous prise au cours des 12 derniers mois en raison de cette évolution des prix ? Veuillez sélectionner toutes les options qui s'appliquent à votre situation. 1. Avancer dans le temps les achats importants de biens durables. 2. Réduire les dépenses habituelles et épargner davantage. 3. Comparer les prix de manière plus active afin de trouver le meilleur prix pour exactement le même produit ou service. 4. Remplacer les biens et les services par des alternatives moins chères. 5. Épargner moins que d'habitude ou liquider (une partie ou l'intégralité de) l'épargne pour financer les dépenses. 6. Recourir plus que d'habitude au crédit pour financer les dépenses (par exemple, augmentation du solde des cartes de crédit ou autres prêts à la consommation). 7. Obtenir une augmentation de salaire de votre employeur actuel ou trouver un emploi mieux rémunéré. 8. Augmenter vos revenus d'une autre manière (par exemple, trouver un second emploi, travailler un plus grand nombre d'heures auprès de votre employeur actuel). 9. Aucune des propositions ci-dessus. »

La composition du panier de dépenses des ménages a montré de plus grands ajustements pour les catégories ayant enregistré une variation de prix relatifs plus importante.

Le graphique B, partie a montre la composition du panier de consommation pour 2023 par rapport à 2021. Les catégories dont les augmentations de prix relatifs sont importantes ont enregistré des ajustements plus significatifs de leur part dans les dépenses totales au cours des deux dernières années. Cela est cohérent avec la littérature indiquant que les ménages se détournent des produits qui deviennent relativement plus onéreux⁶. En particulier, la consommation de produits tels que les produits alimentaires et les équipements a subi un ajustement substantiel à la baisse en réponse aux hausses plus importantes des prix. Ces données quantitatives sont en ligne avec les réponses qualitatives exposées dans le graphique A. Néanmoins, des chocs supplémentaires ont également affecté le comportement de consommation des ménages. L'expansion soutenue des services de loisirs, tels que les restaurants, et des loisirs et voyages (graphique B, partie b) a résulté d'une modification des préférences à la suite de la levée des restrictions sociales après la pandémie. Cela a entraîné une augmentation de la part de ces catégories dans les dépenses totales, de 7,4 % en 2021 à 12,9 % en 2023. De plus, la part des transports (y compris les achats de véhicules) a commencé à diminuer début 2022, en raison des contraintes d'offre de semi-conducteurs, mais a rebondi, dans une certaine mesure, en 2023.

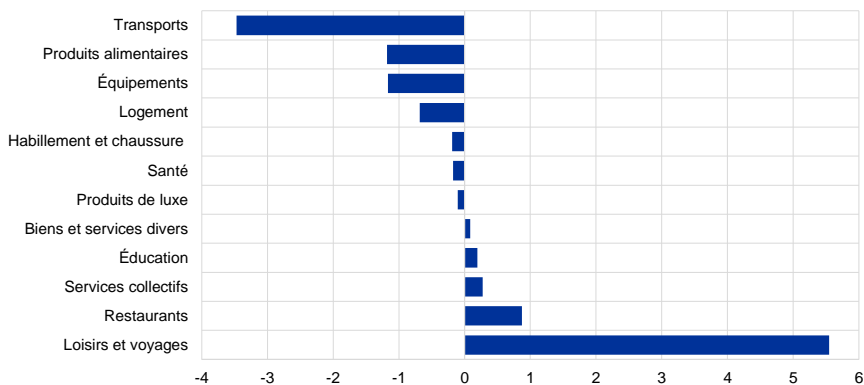
⁶ Cf. Argente (D.) et Lee (M.), « *Cost of living inequality during the Great Recession* », *Journal of the European Economic Association*, vol. 19, n° 2, 2021, p. 913-952, et « *Les prix des produits de consommation courante dans la zone euro : conclusions tirées de l'analyse d'une base de données désagrégées sur les prix* », *Bulletin économique*, n° 1, BCE, 2015.

Graphique B

Ajustement du panier de consommation et décomposition de la consommation par catégorie de dépenses

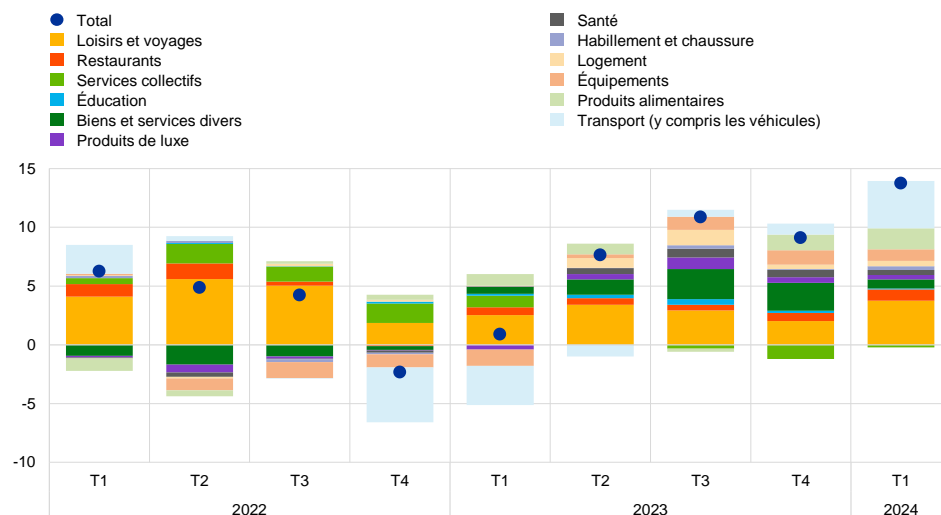
a) Variations relatives des dépenses (2023 contre 2021)

(part dans les dépenses totales, en pourcentage)



b) Consommation nominale

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



Sources : enquête CES et calculs de la BCE.

Notes : La partie a montre les variations relatives des dépenses pour chaque catégorie de dépenses (transport, produits alimentaires, équipements, logement, habillement et chaussure, santé, produits de luxe, biens et services divers, éducation, services collectifs, restaurants, et loisirs et voyages) pour 2023. L'échantillon comprend les 11 pays de la zone euro suivants : Belgique, Allemagne, Irlande, Espagne, France, Italie, Luxembourg, Pays-Bas, Autriche, Portugal et Finlande. Dans la partie b, la décomposition est fondée sur les valeurs nominales, les taux de croissance annuels étant recalculés sur la base de la part de chaque poste dans le total des dépenses de consommation nominales. Les dernières observations se rapportent à 2023 pour la partie a et au premier trimestre 2024 pour la partie b.

S'agissant de la marge sur l'épargne, les données indiquent une baisse du taux d'épargne au cours des deux dernières années.

En combinant les informations contenues dans l'enquête CES sur la consommation et les revenus, les taux d'épargne au niveau des ménages et les agrégats trimestriels peuvent être rapidement calculés. Les mouvements du taux d'épargne agrégée (en part de revenu net) de l'enquête CES reflètent étroitement ceux observés pour le taux d'épargne agrégée (non corrigé des variations saisonnières) des comptes sectoriels trimestriels d'Eurostat (graphique C, partie a). En 2022 et 2023, le taux d'épargne dans l'enquête CES enregistre une diminution légèrement plus prononcée que celle ressortant de l'indicateur des comptes sectoriels trimestriels agrégés. Néanmoins,

au troisième trimestre 2023, le taux d'épargne d'Eurostat s'est rapproché de sa moyenne de long terme.

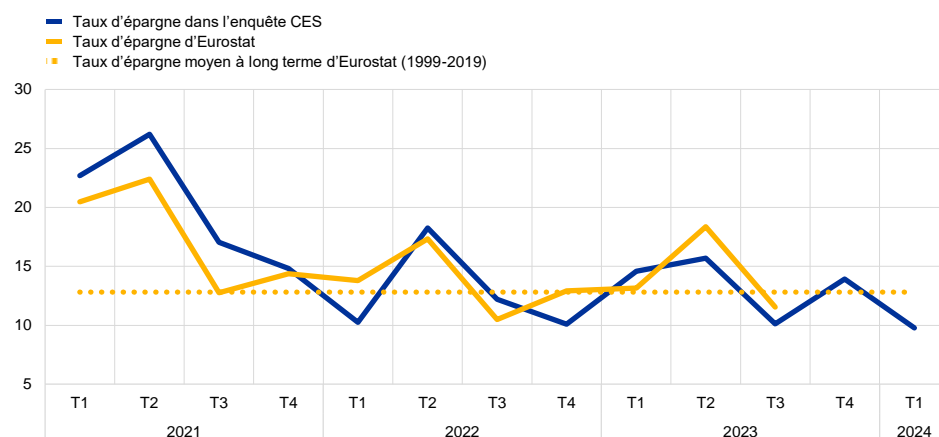
Une décomposition du taux d'épargne montre que la baisse a principalement résulté d'une hausse des dépenses consacrées aux loisirs et aux voyages plutôt qu'aux biens de première nécessité. Les microdonnées de l'enquête CES permettent d'effectuer une ventilation détaillée de la variation du taux d'épargne au cours des deux dernières années, en fonction des catégories de revenu et de consommation des différents groupes de revenus. La baisse récente du taux d'épargne peut être largement attribuée à une préférence accrue des ménages pour les dépenses consacrées aux loisirs et aux voyages après la pandémie, tirée principalement par les ménages des groupes à revenus élevés (graphique C, partie b). La hausse des dépenses en biens durables, principalement due aux ménages à faibles revenus, après la normalisation des goulets d'étranglement au niveau de la production, a également contribué à la baisse du taux d'épargne en 2023, mais dans une moindre mesure cependant. En revanche, les dépenses consacrées aux postes essentiels, notamment le logement, les produits alimentaires et l'énergie, ont eu un impact baissier relativement modeste sur l'épargne des ménages en 2022 et 2023, malgré les augmentations significatives des prix. Ce résultat reflète une réduction de la quantité et de la qualité des achats de ces biens de première nécessité, en ligne avec les changements de comportement des ménages en matière de dépenses.

Graphique C

Taux d'épargne dans la zone euro

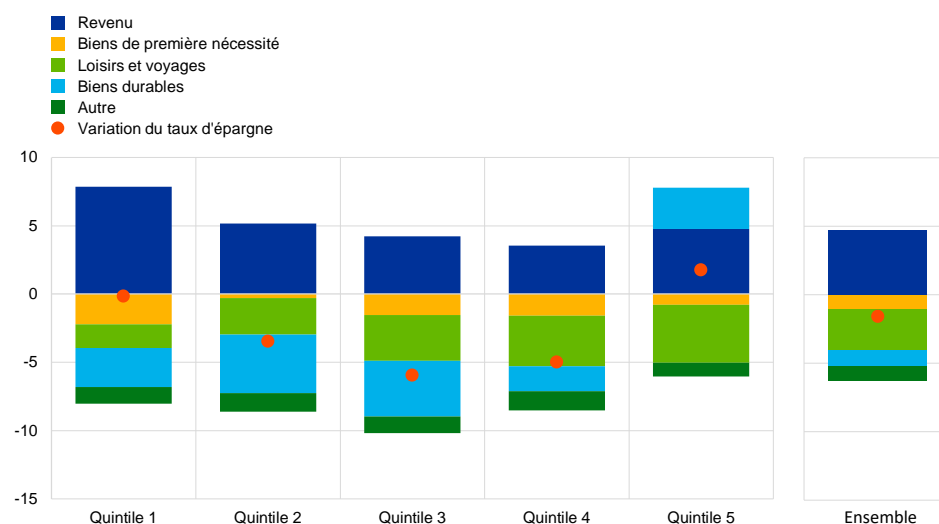
a) Taux d'épargne des ménages

(en pourcentage du revenu)



b) Décomposition du taux d'épargne par quintile de revenu et type de consommation dans l'enquête CES (2023 contre 2022)

(variation en points de pourcentage)



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

Notes : Dans la partie a, le taux d'épargne dans l'enquête CES est défini comme le ratio de l'épargne sur le revenu net des ménages ; l'épargne est calculée comme le revenu net des ménages moins la consommation. Le taux d'épargne d'Eurostat est calculé comme le ratio de l'épargne brute sur le revenu disponible brut des ménages. La ligne pointillée représente la moyenne de long terme sur la période 1999-2019. Toutes les séries ne sont pas corrigées des variations saisonnières. Dans la partie b, le graphique montre la décomposition du taux d'épargne par quintile de revenu en 2023 sur la gauche et la décomposition du taux d'épargne agrégée pour 2023 sur la droite. Pour les données de l'enquête CES, l'échantillon comprend les 11 pays de la zone euro suivants : Belgique, Allemagne, Irlande, Espagne, France, Italie, Luxembourg, Pays-Bas, Autriche, Portugal et Finlande. Les dernières observations se rapportent au premier trimestre 2024 pour l'enquête CES et au troisième trimestre 2023 pour les comptes sectoriels trimestriels d'Eurostat dans la partie a, et à 2023 dans la partie b.

Concernant la marge sur le revenu, plus de la moitié des participants ont déclaré des augmentations de leur revenu nominal inférieures à l'inflation

en 2023. Les données qualitatives tirées de l'enquête CES indiquent que la plupart des consommateurs (54 %) ont déclaré que leur revenu avait augmenté plus lentement que l'inflation, tandis que 21 % ont indiqué que leur revenu avait augmenté plus rapidement que l'inflation et 25 % ont déclaré que leur revenu avait

baissé ⁷. Sur la base des données quantitatives de la décomposition du taux d'épargne, la contribution accrue des revenus en 2023 contrebalance largement la hausse des dépenses (graphique C, partie b). Néanmoins, les ajustements de revenus sont généralement les plus tardifs, car ils sont dans une moindre mesure sous le contrôle direct des ménages. S'agissant des aspects distributionnels, les gains de revenu les plus importants ont été déclarés par les consommateurs appartenant aux quintiles de revenus inférieurs, en ligne avec les augmentations du salaire minimum dans les pays de la zone euro au cours des deux dernières années ⁸.

⁷ Cf. l'encadré intitulé « [Introduction à la mesure du revenu des ménages](#) », *Bulletin économique*, n° 8, BCE, 2023.

⁸ Cf. également l'encadré intitulé « [Le salaire minimum et son rôle dans la croissance des salaires en zone euro](#) », *Bulletin économique*, n° 3, BCE, 2022.

Quels ont été les déterminants de l'inflation alimentaire dans la zone euro au cours des deux dernières années ?

Friderike Kuik, Eliza Magdalena Lis, Joan Paredes et Ieva Rubene

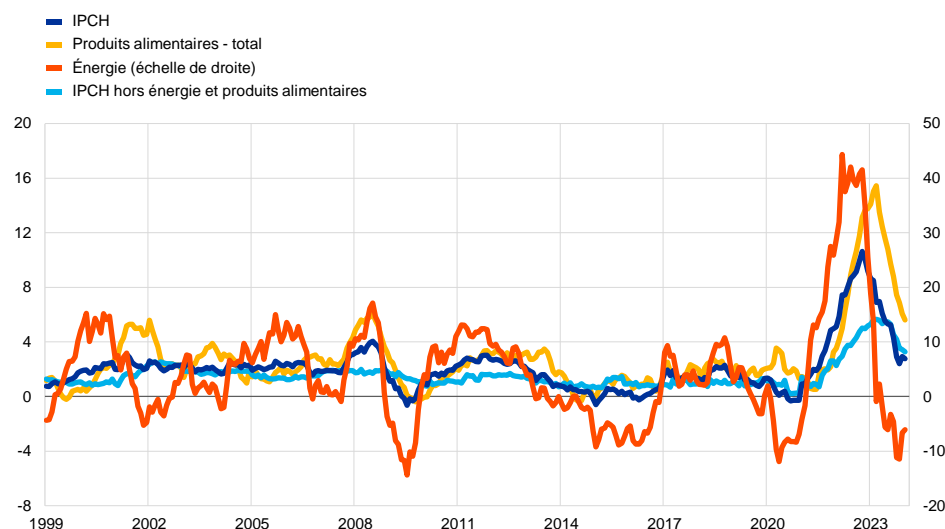
La hausse des prix des produits alimentaires a été l'un des principaux contributeurs à la forte augmentation de l'inflation totale dans la zone euro en 2022. Une fois que cette hausse a commencé à ralentir, elle a également contribué à la désinflation observée par la suite. La hausse des prix des produits alimentaires a atteint en mars 2023 un pic historique d'environ 15 %, dépassé uniquement par la forte augmentation des prix de l'énergie enregistrée antérieurement (graphique A). Depuis, la hausse des prix des produits alimentaires s'est ralentie, revenant à 5,7 % en janvier 2024, mais reste supérieure à sa moyenne de long terme d'avant la pandémie (2,1 %) ¹. Les denrées alimentaires, qui constituent dans une large mesure des biens de première nécessité, représentent environ 20 % des dépenses du panier de l'indice des prix à la consommation harmonisé (IPCH) total. Cela signifie que la forte hausse de la composante produits alimentaires de l'IPCH a des implications pour le pouvoir d'achat des ménages, affectant en particulier ceux à faibles revenus. Cet encadré examine les principaux facteurs à l'origine des récentes évolutions des prix des produits alimentaires.

¹ Les précédents pics de la hausse annuelle des prix des produits alimentaires reflétaient des préoccupations sanitaires associées à des maladies animales (5,6 % début 2002) et une hausse des prix mondiaux des matières premières alimentaires et des engrais (6,1 % en 2008). Pour un examen des évolutions des prix des denrées alimentaires pendant la pandémie de COVID-19, cf. l'encadré intitulé « [Évolutions récentes des prix des produits alimentaires dans la zone euro](#) », *Bulletin économique*, n° 5, BCE, 2020, et l'encadré intitulé « [L'accélération de la hausse des prix des produits alimentaires dans la zone euro et l'impact de la guerre entre la Russie et l'Ukraine](#) », *Bulletin économique*, n° 4, BCE, 2022.

Graphique A

Évolutions des prix à la consommation des denrées alimentaires dans la zone euro

(variations annuelles en pourcentage)



Sources : Eurostat et calculs de la BCE.

Note : Les dernières observations se rapportent à janvier 2024.

La forte accélération de la hausse des prix à la consommation des produits alimentaires de mi 2021 à début 2023 a été observée pour les deux principales composantes : les produits alimentaires transformés et non transformés.

Les produits alimentaires transformés représentent la plus grande part des dépenses de consommation en denrées alimentaires (75 %), les produits alimentaires non transformés expliquant le reste. Les tableaux entrées-sorties d'Eurostat suggèrent que les structures de coûts dans les secteurs des produits alimentaires transformés et non transformés sont assez comparables, mais il existe des différences importantes. Pour la production de produits alimentaires transformés, les intrants énergétiques directs représentent environ 2 % des intrants hors travail, contre environ 7 % pour les produits alimentaires non transformés. Dans le même temps, le gaz et l'électricité (contrairement au pétrole) représentent une part plus importante des intrants énergétiques pour les produits alimentaires transformés (environ 80 %) que pour les produits alimentaires non transformés (environ 50 %). De plus, les intrants « engrais » pour la production de produits alimentaires non transformés sont presque aussi importants que les intrants énergétiques. En outre, les prix des produits alimentaires non transformés sont généralement davantage influencés par les facteurs saisonniers, notamment des conditions météorologiques défavorables. Enfin, pour les deux composantes, les consommations intermédiaires alimentaires constituent une part élevée des coûts des intrants hors travail (environ 40 % pour les produits alimentaires non transformés et 50 % pour les produits alimentaires transformés), ce qui signifie que les évolutions des prix des denrées alimentaires peuvent avoir d'importants effets de contagion intra-sectoriels.

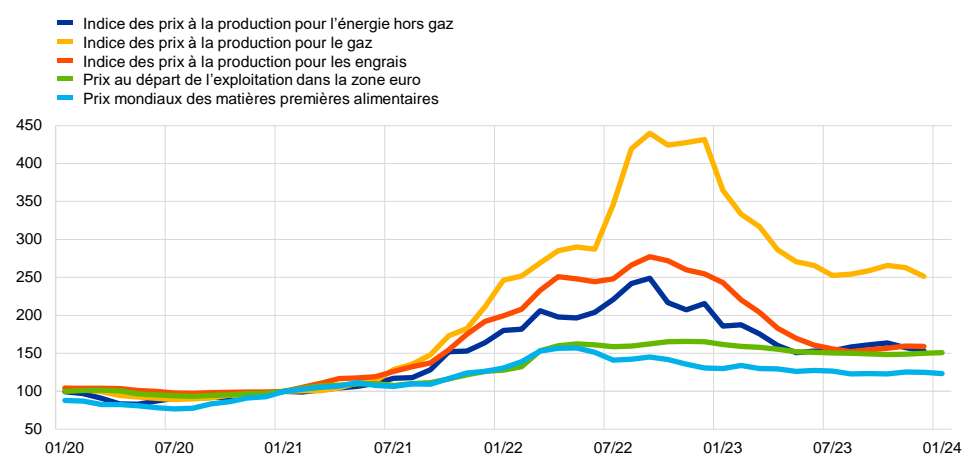
La flambée exceptionnelle des coûts de l'énergie a été le principal facteur à l'origine de l'accélération de la hausse des prix à la consommation des

produits alimentaires en 2021 et 2022. Au cours de 2021, les prix du pétrole ont fortement augmenté, l'économie mondiale commençant à se redresser après les effets de la pandémie de coronavirus (COVID-19) alors que l'offre de pétrole était limitée. De plus, à l'été 2021, les prix de gros du gaz européen se sont inscrits en forte hausse, reflétant une combinaison de facteurs d'offre et de demande. Ces évolutions ont été aggravées début 2022 par l'invasion de l'Ukraine par la Russie ². La flambée des prix des matières premières énergétiques a entraîné une forte hausse des prix à la production de l'énergie et des prix des engrais, qui sont étroitement liés au prix du gaz (graphique B). Cette hausse des prix à la production de l'énergie a été d'une ampleur exceptionnelle d'un point de vue historique. Elle a été particulièrement forte pour le gaz et l'électricité, les prix de gros du gaz atteignant un pic en septembre 2022, à un niveau supérieur de 440 % à leur niveau de décembre 2020. D'après les tableaux entrées-sorties d'Eurostat pour 2019, on estime que les coûts de l'énergie expliquent environ 3 % du total des coûts des intrants hors travail du secteur alimentaire. Même si cette part peut sembler faible, l'ampleur même du choc sur les prix de l'énergie implique d'importantes hausses des coûts de production totaux. À leur pic, les prix à la production de l'énergie (qui comprend principalement l'électricité, le gaz et la climatisation) ont augmenté de presque 280 % par rapport au niveau de décembre 2020. Une telle hausse impliquerait une augmentation d'environ 9 % du total des coûts des intrants hors travail du secteur alimentaire (pour ce seul choc spécifique sur les coûts des intrants).

Graphique B

Évolutions des coûts des principaux intrants pour les prix à la consommation des denrées alimentaires

(indice : janvier 2021 = 100)



Sources : Eurostat, Hamburg Institute of International Economics (HWWI), BCE et calculs de la BCE.

Notes : Les indices des prix à la production se rapportent à la zone euro ; les prix mondiaux des matières premières alimentaires sont exprimés en euros. Les dernières observations se rapportent à décembre 2023 pour les indices des prix à la production et à janvier 2024 pour les prix au départ de l'exploitation dans la zone euro et les prix mondiaux des matières premières alimentaires.

La hausse des prix mondiaux des matières premières alimentaires et des prix au départ de l'exploitation dans la zone euro a également apporté une forte

² Pour une analyse plus détaillée des évolutions des prix de l'énergie en 2021 et 2022, cf. l'article intitulé « Évolutions des prix de l'énergie pendant et après la pandémie de COVID-19 : des prix des matières premières aux prix à la consommation », *Bulletin économique*, n° 4, BCE, 2022.

contribution, reflétant en partie les effets indirects de l'augmentation des prix mondiaux de l'énergie, mais également d'autres facteurs ³. Après être tombés à de bas niveaux pendant la phase initiale de la pandémie, les prix mondiaux des matières premières alimentaires, en particulier le maïs, le blé et le soja, ont commencé à se redresser au second semestre 2020 et ont poursuivi leur forte hausse en 2021. Cette évolution reflète un rebond de la demande de fourrage en Chine, des pénuries d'approvisionnement résultant en partie des conditions météorologiques en Amérique du Sud et une hausse des coûts de l'énergie ⁴. Les prix du blé ont fortement augmenté, en particulier après le déclenchement de la guerre menée par la Russie contre l'Ukraine, qui a soulevé des inquiétudes concernant l'approvisionnement en céréales en provenance de ces deux pays. Par conséquent, et traduisant les évolutions des matières premières alimentaires mondiales ainsi que la hausse des coûts de l'énergie et des engrais, les prix au départ de l'exploitation ont fortement augmenté dans la zone euro. C'est pour les céréales que cette hausse a été la plus forte, reflétant principalement les prix du blé, et elle a été suivie d'un renchérissement de la viande et des produits laitiers, le maïs constituant un important fourrage pour le bétail. Ces hausses des prix au départ de l'exploitation dans la zone euro ont contribué à l'augmentation des prix à la production dans l'industrie alimentaire, qui était déjà confrontée à une hausse des coûts directs de production de l'énergie. Les prix des matières premières alimentaires mondiales et de l'énergie ayant commencé à se modérer mi 2022, les tensions sur les prix des intrants se sont atténuées. Toutefois, les prix au départ de l'exploitation dans la zone euro sont demeurés élevés, ce qui a pu en partie refléter le niveau durablement plus élevé des prix de la viande mais également d'autres facteurs intérieurs ⁵. Des tensions à la hausse supplémentaires sur les prix mondiaux des matières premières alimentaires et les prix au départ de l'exploitation dans la zone euro résultent de phénomènes météorologiques défavorables aux niveaux mondial et local, dont la fréquence augmente progressivement en raison du changement climatique. Une partie de ces tensions à la hausse s'est ensuite

³ La principale différence entre les prix mondiaux des matières premières alimentaires et les prix au départ de l'exploitation dans la zone euro est que les premiers sont négociés sur les marchés financiers mondiaux tandis que les seconds sont les prix payés aux agriculteurs dans la zone euro au « départ de l'exploitation » (c'est-à-dire quand les produits quittent la ferme). Les prix au départ de l'exploitation sont déclarés auprès de la Direction générale de l'agriculture et du développement rural de la Commission européenne par les États membres de l'UE et agrégés pour la zone euro par la BCE.

⁴ Cf. « *Commodity Markets Outlook: Urbanization and Commodity Demand* », *World Bank Group*, Washington, DC, octobre 2021. Licence : Creative Commons Attribution CC BY 3.0 IGO.

⁵ Les prix de la viande de porc et de la viande de bœuf et de veau sont demeurés élevés en raison de la baisse de l'offre intérieure.

répercutée sur les prix à la consommation ⁶. Au total, si la hausse des prix à la consommation des produits alimentaires a concerné l'ensemble des composantes, elle a été plus forte pour les composantes davantage liées aux intrants « matières premières alimentaires » et à forte consommation d'énergie.

Le rôle important des coûts de l'énergie et, dans une moindre mesure, des matières premières alimentaires est corroboré par les résultats de modèles (graphique C). Selon un modèle vectoriel autorégressif bayésien (BVAR), l'écart de l'inflation dans les produits alimentaires par rapport à sa moyenne de long terme au cours des deux dernières années résulte largement de la hausse des coûts de l'énergie. Les prix mondiaux des matières premières alimentaires (en euros) et les prix au départ de l'exploitation dans la zone euro ont également constitué des déterminants importants ⁷. L'impact des prix au départ de l'exploitation dans la zone euro obtenu via le modèle est ce qui reste après prise en compte de l'impact des prix à la production de l'énergie. De même, l'impact des prix à la production dans le secteur alimentaire de la zone euro montre la contribution de ce secteur aux prix à la consommation après prise en compte de l'impact des prix de l'énergie, des prix mondiaux des matières premières alimentaires et des prix au départ de l'exploitation. Cela signifie que la contribution des prix à la production dans le secteur alimentaire, présentée dans le graphique C, reflète des facteurs résultant de la composante « fabrication » des prix à la consommation des produits alimentaires qui ne sont liés ni aux prix de l'énergie ni aux prix des intrants alimentaires. Dans l'ensemble, si l'on ajoute cette contribution à la contribution résiduelle inexplicée du modèle, une part significative de la flambée de l'inflation dans le secteur alimentaire reste inexplicée ⁸. Cela reflète peut-être des caractéristiques qui ne sont pas explicitement modélisées en raison d'un manque de données pertinentes, par exemple pour des facteurs intérieurs tels que les salaires et les bénéfices. Ces facteurs sont pertinents à la fois pour la composante « fabrication » et la composante « distribution et commerce de détail » des prix à la consommation des denrées alimentaires. Le modèle échoue peut-être aussi à capturer des impacts

⁶ L'effet des phénomènes météorologiques extrêmes peut en partie se matérialiser par le biais des prix des matières premières alimentaires, notamment s'il s'agit d'événements extérieurs à l'Europe. Par exemple, des éléments montrent que le phénomène El Niño (un phénomène climatique naturel qui peut se traduire par des phénomènes météorologiques extrêmes) de 2023-2024 affecte les prix des matières premières alimentaires mondiales (cf. l'encadré intitulé « [Les risques pour les prix mondiaux des matières premières alimentaires résultant d'El Niño](#) », *Bulletin économique*, n° 6, BCE, 2023). Toutefois, les phénomènes météorologiques extrêmes en Europe peuvent également avoir un impact direct sur les prix à la consommation des produits alimentaires, en particulier pour les produits sans marché mondial. Cela concernerait, par exemple, les prix des fruits et des légumes frais. Ainsi, selon les estimations, les épisodes caniculaires en Europe à l'été 2022 ont ajouté environ 0,8 point de pourcentage aux prix à la consommation des produits alimentaires dans la zone euro au bout d'un an (cf. Kuik (F.), Modery (W.), Nickel (C.) et Parker (M.), « [The price of inaction: what a hotter climate means for monetary policy](#) », *The ECB Blog*, 12 décembre 2023). Pour plus d'éléments, cf. également l'encadré intitulé « [Principales conclusions tirées des contacts récents de la BCE avec les sociétés non financières](#) », *Bulletin économique*, n° 1, BCE, 2024.

⁷ La contribution des prix mondiaux des matières premières alimentaires peut, toutefois, également refléter en partie une hausse des prix mondiaux de l'énergie. De plus, puisque pour l'analyse fondée sur un modèle, les prix des matières premières alimentaires mondiales sont libellés en euros, la contribution tirée du modèle peut également refléter l'impact des fluctuations des taux de change.

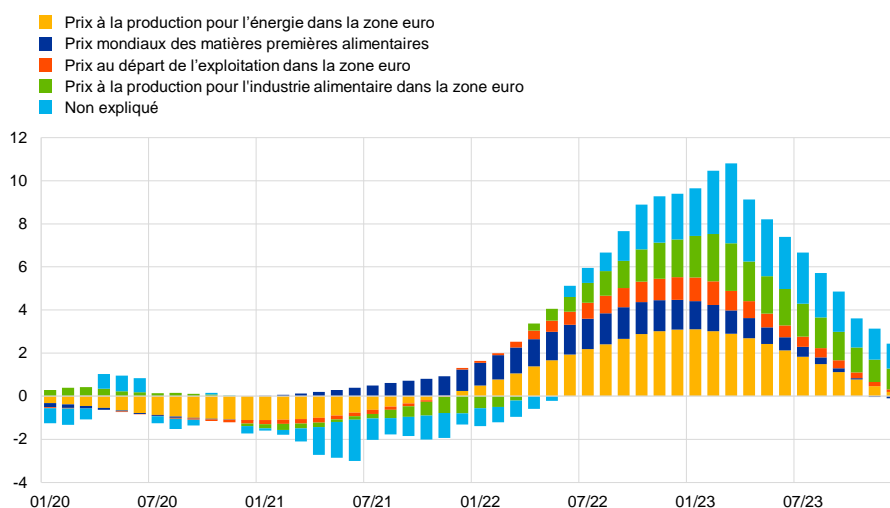
⁸ Même en prenant en compte un nombre plus élevé de chocs identifiés (notamment sur les prix de l'énergie et des matières premières alimentaires), un récent article constate également qu'une part importante de la forte accélération de l'inflation dans le secteur des produits alimentaires reste inexplicée (cf. Bańbura (M.), Bobeica (E.) et Hernández (C.M.), « [What drives core inflation? The role of supply shocks](#) », *Working Paper Series*, n° 2875, BCE, octobre 2023).

non-linéaires exercés sur les prix des produits alimentaires par la flambée des coûts de l'énergie.

Graphique C

Un panorama fondé sur un modèle des déterminants des prix à la consommation des produits alimentaires dans la zone euro

(contributions en points de pourcentage aux écarts par rapport à la moyenne de long terme)



Source : Calculs de la BCE.

Notes : Le graphique présente une décomposition fondée sur un modèle BVAR des facteurs à l'origine de l'écart de l'inflation alimentaire dans la zone euro par rapport à sa moyenne de long terme (et à sa situation initiale) à l'aide de la *boîte à outils BEAR* de la BCE. Les coûts de l'énergie sont approximés par l'indice des prix à la production dans la zone euro pour le secteur de l'énergie. Les prix mondiaux des matières premières alimentaires (en euros) proviennent du HWWI ; les prix au départ de l'exploitation dans la zone euro proviennent de la BCE, sur la base des données de la Commission européenne. L'identification des déterminants suit la décomposition Choleski comme dans Ferrucci (G.), Jiménez-Rodríguez (R.) et Onorante (L.), « *Food Price Pass-Through in the Euro Area: Non-Linearities and the Role of the Common Agricultural Policy* », *International Journal of Central Banking*, vol. 8, mars 2012, p. 179-218, qui impose l'ordre suivant en matière d'innovations : prix mondiaux des matières premières alimentaires, prix à la production pour l'énergie dans la zone euro, prix au départ de l'exploitation dans la zone euro, prix à la production dans le secteur alimentaire, prix à la consommation. Ce classement respecte l'hypothèse relative à la chaîne des prix. L'échantillon de l'estimation s'étend de décembre 1996 à décembre 2023.

Des facteurs intérieurs – tels que les évolutions des salaires et des bénéfices – ont progressivement émergé comme facteurs de plus en plus importants à l'origine de la hausse des prix à la consommation des produits alimentaires.

La décomposition fondée sur un modèle suggère que les prix des intrants énergétiques et alimentaires ne peuvent expliquer complètement l'accélération de la hausse des prix à la consommation des produits alimentaires et leur niveau élevé par la suite, à partir du second semestre 2022 (cf. « non expliqué » dans le graphique C). Comme indiqué plus haut, une explication probable tient à la contribution de facteurs intérieurs. Par exemple, pour compenser les pertes de revenu réel des travailleurs, les salaires dans le secteur agricole et dans l'industrie alimentaire ont augmenté de 6,2 % et 3,5 %, respectivement, en rythme annuel en 2022 puis d'un peu plus de 5 % dans les deux secteurs au cours des trois premiers trimestres 2023 (graphique D)⁹. De même, les salaires dans les transports et l'entreposage, maillon important de la chaîne du commerce de détail de produits alimentaires, ont augmenté de 4,3 % en 2022 et 6,3 % au cours des trois premiers trimestres de 2023. Cela signifie que la croissance des salaires dans ces secteurs,

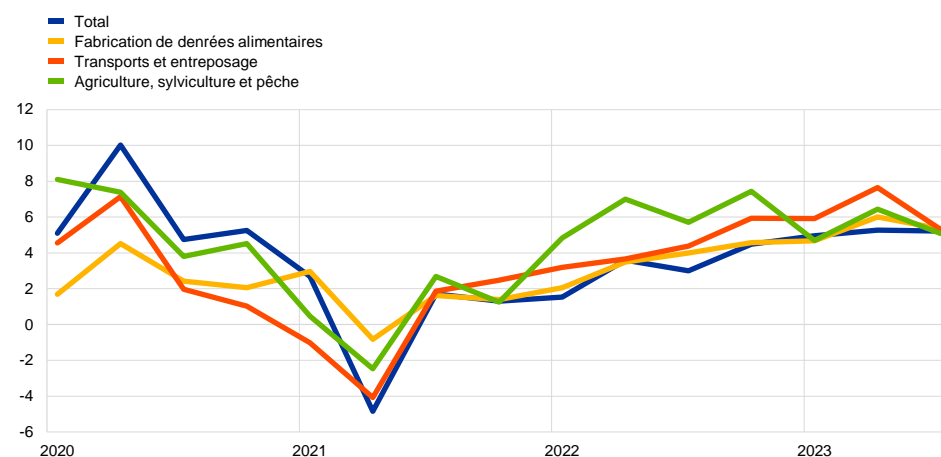
⁹ Ces chiffres sont à comparer à une hausse annuelle moyenne des salaires et traitements pour le secteur agricole et l'industrie alimentaire de 1,6 % et 1,9 %, respectivement, entre 2009 et 2019. Les calculs se fondent sur les données d'Eurostat.

qui reflète en partie les hausses du salaire minimum, s'est révélée légèrement supérieure à la croissance des salaires pour l'ensemble de l'économie ¹⁰. Si les données des comptes nationaux montrent que les profits unitaires dans le secteur agricole ont fortement augmenté, les données sur les profits dans l'industrie alimentaire et le commerce de détail de produits alimentaires sont limitées. Même si les volumes vendus (mesurés par l'indice de chiffres d'affaires pour les produits alimentaires et les boissons déflaté des ventes au détail) ont légèrement baissé au cours de la période d'inflation élevée, fin 2023 ils se sont établis seulement 1 % au-dessous du niveau de 2019, mais les prix étaient supérieurs de 26 % en moyenne à leur niveau de 2019. Cela pourrait suggérer une réaction modérée de la demande aux variations de prix dans le secteur alimentaire.

Graphique D

Évolutions des salaires pour une sélection de secteurs pertinents pour les prix à la consommation des denrées alimentaires

(variations annuelles en pourcentage)



Sources : Eurostat et calculs de la BCE.

Notes : Les dernières observations se rapportent au troisième trimestre 2023. Les données relatives à la fabrication, au transport et à l'entreposage se rapportent aux salaires et traitements bruts par heure travaillée (tirés des statistiques à court terme d'Eurostat), tandis que les données relatives au total et pour l'agriculture, la sylviculture et la pêche se rapportent à la rémunération par heure travaillée (tirée des comptes nationaux).

En résumé, la hausse des prix des produits alimentaires dans la zone euro s'est dans un premier temps fortement accélérée en raison des prix élevés de l'énergie et des matières premières, tandis que les facteurs intérieurs ont contribué à les maintenir à des niveaux élevés plus récemment. Les chocs exceptionnels, résultant largement de causes extérieures, sur les prix de l'énergie et des matières premières alimentaires se dissipent, ce qui devrait contribuer à une modération de l'inflation alimentaire au cours de cette année. Ce ralentissement devrait être progressif étant donné la forte croissance des salaires, en particulier avec les hausses des salaires minimums.

¹⁰ En 2022 et en particulier en 2023, les salaires minimums dans de nombreux pays de la zone euro ont augmenté et ont contribué à la hausse globale des salaires. Cf. l'encadré intitulé « [Le salaire minimum et son rôle dans la croissance des salaires en zone euro](#) », *Bulletin économique*, n° 3, BCE, 2022.

5 Une actualisation de l'exactitude des projections récentes relatives à l'inflation à court terme établies par les services de l'Eurosystème/de la BCE

Mohammed Chahad, Anna Hofmann-Drahonsky, Catalina Martínez Hernández et Adrian Page

Prévoir l'inflation s'est avéré extrêmement difficile ces dernières années compte tenu des chocs importants frappant l'économie de la zone euro.

La série exceptionnelle de chocs observée après 2019 – notamment la pandémie de coronavirus (COVID-19) et la guerre menée par la Russie contre l'Ukraine – a entraîné une forte hausse de l'inflation. Ces chocs ont été de nature exceptionnelle et d'une telle ampleur que l'évaluation en temps réel de leur transmission à l'économie et aux prix à la consommation a représenté des défis importants. Il est important de noter que plusieurs de ces chocs se situaient en dehors de leurs distributions historiques, limitant fortement les extrapolations à partir des profils d'évolution passés. Afin de fournir une meilleure indication de l'incertitude associée, les projections des services de l'Eurosystème/de la BCE ont commencé à établir des scénarios alternatifs au cours de cette période ¹.

Les erreurs dans les projections relatives à l'inflation à court terme établies par les services de l'Eurosystème/de la BCE ont augmenté à partir du second semestre 2021, avant de diminuer significativement en 2023. En 2022, la BCE a publié une analyse des raisons de la détérioration de la performance prédictive des projections d'inflation des services de l'Eurosystème/de la BCE observée à compter de la mi-2021 ². En 2023, une nouvelle analyse a dressé un bilan de l'impact que la guerre en Ukraine et les chocs sur l'offre d'énergie qui en résultent ont exercé sur l'exactitude des projections en 2022 ³. Ces analyses ont mis en évidence l'existence d'erreurs généralisées importantes dans les projections d'inflation – non seulement pour les différents prévisionnistes, mais également pour les différentes économies. Cela a souligné le rôle prépondérant joué par les facteurs mondiaux dans le contexte des flambées sans précédent des prix des matières premières (en particulier de

¹ En 2020 et 2021, chaque ensemble de projections trimestrielles des services de l'Eurosystème/de la BCE incluait des analyses de scénarios fondées sur des hypothèses alternatives concernant l'évolution future de la pandémie de COVID-19 et ses conséquences économiques. En 2022, les scénarios alternatifs se sont concentrés sur les conséquences économiques de la guerre en Ukraine, en particulier s'agissant des incertitudes relatives à l'approvisionnement en énergie. Plus récemment, l'analyse de scénario a été axée sur des risques plus spécifiques tels que le ralentissement de l'économie chinoise ou une éventuelle escalade du conflit dans la zone de la mer Rouge.

² Cf. l'encadré intitulé « [Les récentes erreurs dans les projections relatives à l'inflation établies par les services de l'Eurosystème et de la BCE : quelles explications ?](#) », *Bulletin économique*, n° 3, BCE, 2022. Cf. également l'article intitulé « [La performance des projections macroéconomiques établies par les services de l'Eurosystème et de la BCE depuis la crise financière](#) », *Bulletin économique*, n° 8, BCE, 2019. De plus, une [base de données complète regroupant les précédentes projections macroéconomiques établies par les services de l'Eurosystème/de la BCE](#) est à la disposition du public via le Portail de données de la BCE (*ECB Data Portal*), ce qui permet aux chercheurs d'évaluer facilement la performance de ces projections. Les processus et les outils utilisés pour établir les projections des services de l'Eurosystème et de la BCE sont présentés dans un [guide](#) disponible sur le site internet de la BCE.

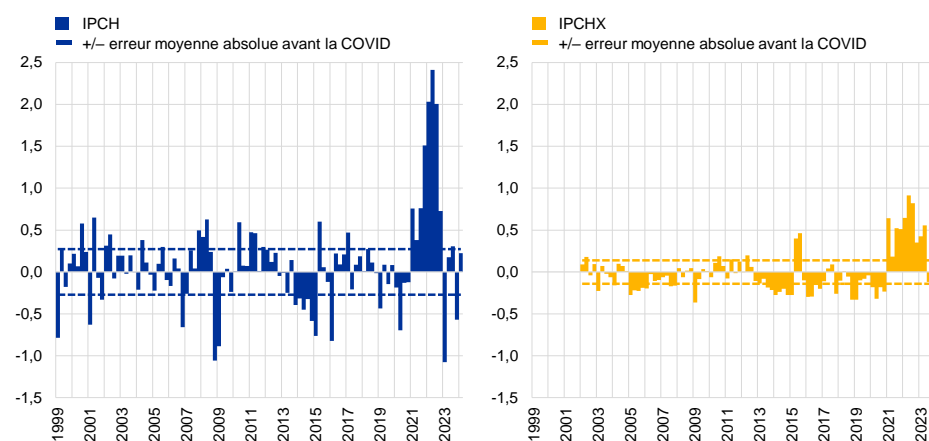
³ Cf. l'encadré intitulé « [Évaluation actualisée des projections d'inflation à court terme établies par les services de l'Eurosystème et de la BCE](#) », *Bulletin économique*, n° 1, BCE, 2023.

l'énergie). Toutefois, la proportion des erreurs de projection totales résultant des prix des matières premières énergétiques ou d'autres hypothèses conditionnelles (telles que quantifiées par les outils classiques de l'Eurosystème/de la BCE) a diminué en 2022. Cela a souligné le rôle d'autres facteurs exceptionnels, tels que ceux liés à la réouverture de l'économie après la pandémie et aux goulets d'étranglement au niveau des chaînes d'approvisionnement mondiales, qui ont principalement affecté la hausse de l'IPCH hors produits alimentaires et énergie (IPCHX). Le présent encadré actualise ces analyses, en se concentrant sur la période la plus récente. Le graphique A présente les erreurs à un trimestre (calculées comme les données effectives pour un trimestre donné moins la projection correspondante) pour la hausse de l'IPCH et de l'IPCHX. Il montre que la forte détérioration observée pour la performance prédictive a duré de mi-2021 à début 2023. Depuis lors, l'exactitude des projections des services de l'Eurosystème/de la BCE a retrouvé, globalement, les niveaux observés avant la COVID, en particulier en ce qui concerne la hausse de l'IPCH⁴. En ce qui concerne la hausse de l'IPCHX, les erreurs observées en 2023 ont été moins importantes, mais toujours légèrement élevées au regard des normes historiques. Compte tenu des données disponibles pour les deux derniers mois de 2024, si l'on suppose que l'inflation demeure inchangée en mars 2024, cela aura pour résultat une erreur de prévision de – 0,2 point de pourcentage pour l'inflation mesurée par l'IPCH au premier trimestre 2024, tandis que pour la hausse de l'IPCHX, le résultat sera conforme aux projections des services de l'Eurosystème/de la BCE.

Graphique A

Erreurs de prévision à un trimestre dans les projections relatives à l'inflation établies par les services de l'Eurosystème/de la BCE

(en points de pourcentage)



Sources : Projections macroéconomiques pour la zone euro établies par les services de l'Eurosystème/de la BCE et Eurostat.
Notes : Une erreur est définie comme le résultat pour un trimestre donné moins la projection faite pour ce trimestre lors du trimestre précédent (par exemple, le résultat pour le quatrième trimestre 2022 moins le chiffre prévu pour ce trimestre dans les projections macroéconomiques de septembre 2022 établies par les services de la BCE). Les données pour le premier trimestre 2024 représentent les erreurs moyennes fondées sur les données publiées disponibles (qui couvrent seulement janvier et février 2024) et supposent que les taux d'inflation restent inchangés en mars 2024.

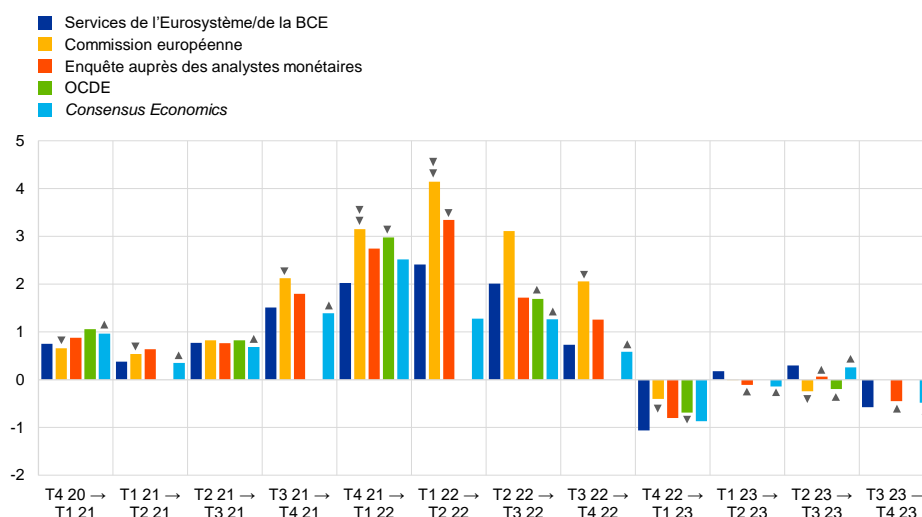
⁴ Des évolutions similaires peuvent être observées sur l'horizon à quatre trimestres. Les erreurs de prévision à quatre trimestres pour la hausse de l'IPCH – et, dans une moindre mesure, pour celle de l'IPCHX – ont également diminué en 2023 et sont à présent proches de leurs niveaux d'avant la pandémie.

L'exactitude des prévisions relatives à l'inflation dans la zone euro produites par d'autres institutions internationales et par des prévisionnistes privés s'est également améliorée au cours de l'année dernière. Les projections réalisées par les services de l'Eurosystème/de la BCE et les autres prévisionnistes ont été très similaires s'agissant tant du signe que de l'ampleur des erreurs de prévision pour l'inflation à court terme (graphique B). Lorsque l'on compare ces projections, il est important de tenir compte des dates de publication différentes des diverses prévisions (ce qui implique des différences s'agissant des ensembles d'informations dont disposent les prévisionnistes), comme indiqué par les flèches dans le graphique B. Tous les principaux prévisionnistes ont significativement sous-estimé la forte hausse de l'inflation en 2021-2022, avant d'être surpris par la rapidité de son recul au premier trimestre 2023, des erreurs considérablement moins importantes et moins systématiques étant observées depuis lors.

Graphique B

Erreurs de prévision à un trimestre dans les projections relatives à la hausse de l'IPCH établies par différents prévisionnistes

(en points de pourcentage)



Sources : Projections des services de l'Eurosystème/de la BCE, *Consensus Economics*, enquête auprès des analystes monétaires (*Survey of Monetary Analysts, SMA*), Commission européenne, OCDE et Eurostat.

Notes : Les erreurs sont calculées comme le résultat moins la projection. Les légendes sur l'axe horizontal indiquent le trimestre au cours duquel les projections ont été publiées et celui auquel ces projections se rapportent (par exemple : « T4 20 → T1 21 » correspond aux projections pour le premier trimestre 2021 publiées au quatrième trimestre 2020). Pour les prévisionnistes autres que les services de l'Eurosystème/de la BCE, les erreurs sont présentées pour les publications dont la date d'arrêt est proche de celle des projections correspondantes établies par les services de l'Eurosystème/de la BCE. Pour l'enquête SMA, les données représentent la médiane des réponses des participants à l'enquête, tandis que pour le *Consensus Economics*, elles représentent la moyenne. Les flèches au-dessus/au-dessous des barres indiquent les différences dans le nombre de mois de données relatives à l'IPCH disponibles à la date d'arrêt pour chaque publication par rapport aux projections des services de l'Eurosystème/de la BCE : une flèche vers le haut indique un mois de données supplémentaire, une flèche vers le bas signifie un mois de moins, et deux flèches vers le bas correspondent à deux mois de moins. Les projections trimestrielles de l'OCDE ne sont disponibles que deux fois par an, aucune erreur n'est par conséquent présentée pour le premier et le troisième trimestre. S'agissant des prévisions pour le quatrième trimestre 2023, la Commission européenne n'a pas publié de projections trimestrielles dans sa prévision de l'été 2023, aucune erreur n'est donc indiquée pour ce trimestre. La date d'arrêt des données pour les projections de septembre 2023 établies par les services de la BCE était le 30 août 2023. Même si cette date correspondait à la veille de la publication de l'estimation rapide relative à la hausse de l'IPCH de la zone euro en août 2023, les publications rapides pour cinq pays de la zone euro (couvrant 45 % de l'IPCH total de la zone) ont été incluses, et par conséquent, le chiffre utilisé n'a pas différé, au final, de l'estimation rapide d'Eurostat relative à la hausse de l'IPCH total.

Les déterminants des erreurs de projection ont évolué au fil du temps.

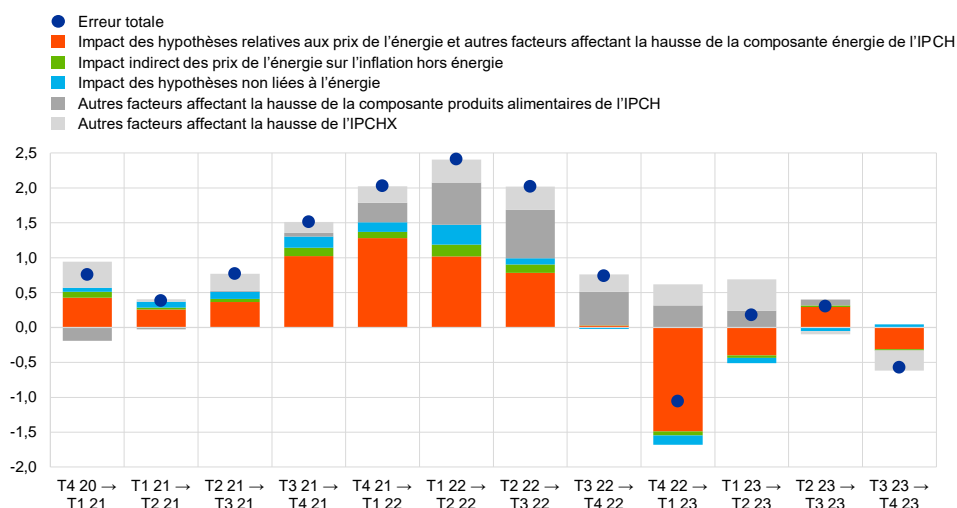
Le graphique C décompose par déterminant les erreurs de projection pour la hausse de l'IPCH. Les prix de l'énergie ont représenté la plupart des erreurs jusqu'à début 2022. À ce moment-là, une flambée inattendue des prix des produits

alimentaires a également commencé à jouer un rôle important (comme le montrent les barres gris clair qui indiquent, sur la base des élasticités standard, la contribution des erreurs relatives à la hausse de la composante produits alimentaires de l'IPCH qui ne sont pas expliquées par des erreurs dans les hypothèses)⁵. Les erreurs relatives à la hausse de l'IPCHX ont également eu un impact considérable jusqu'au deuxième trimestre 2023. En 2023, les prix de l'énergie ont commencé à entraîner de nouveau des erreurs significatives, mais cette fois, c'est la rapidité de leur baisse qui a été inattendue.

Graphique C

Décomposition des récentes erreurs de prévision à un trimestre relatives à la hausse de l'IPCH dans les projections des services de l'Eurosystème/de la BCE

(en points de pourcentage)



Source : Calculs de la BCE.

Notes : La rubrique « Erreur totale » correspond au résultat moins la projection. Les légendes sur l'axe horizontal indiquent le trimestre au cours duquel les projections ont été publiées et celui auquel ces projections se rapportent (par exemple : « T4 20 → T1 21 » correspond aux projections pour le premier trimestre 2021 publiées au quatrième trimestre 2020). La rubrique « Impact indirect des prix de l'énergie sur l'inflation hors énergie » correspond à la somme des effets indirects exercés par les prix du pétrole, du gaz et de l'électricité. Pour le pétrole, ils sont fondés sur les élasticités tirées des modèles macroéconomiques des services de l'Eurosystème ; et pour le gaz et l'électricité, ils supposent une élasticité proportionnelle au choc sur les prix du pétrole. La rubrique « Impact des hypothèses non liées à l'énergie » se rapporte aux hypothèses relatives aux taux d'intérêt à court et à long terme, aux cours des marchés boursiers, à la demande étrangère, aux prix à l'exportation des concurrents, aux prix des produits alimentaires et au taux de change.

Initialement, les erreurs dans les hypothèses concernant les prix des matières premières ont expliqué la plupart des erreurs concernant la composante énergie de l'IPCH, mais par la suite, la nature de plus en plus complexe de la répercussion des prix de l'énergie a commencé à jouer un rôle plus important.

Lors de l'élaboration des projections des services de l'Eurosystème/de la BCE, les anticipations des marchés relatives à plusieurs variables clés (y compris celles contenues dans les contrats à terme sur les matières premières énergétiques) sont utilisées comme hypothèses conditionnelles. En période moins exceptionnelle, ces « hypothèses techniques » – en particulier celles concernant les prix du pétrole – expliquent la grande majorité des erreurs observées lors des prévisions de la hausse

⁵ Cf. l'encadré 4 du présent *Bulletin économique*.

des prix de l'énergie ⁶. Les prix du gaz étant de plus en plus découplés des prix du pétrole, les modèles de projection des services de l'Eurosystème ont été actualisés afin d'inclure les prix du gaz en tant que canal distinct, séparé de ceux du pétrole. Le graphique D fournit une ventilation des erreurs dans les projections relatives à la hausse des prix de l'énergie (reflétant les barres rouges présentées dans le graphique C) sur la base de ces modèles ajustés. Contrairement aux périodes précédentes, les prix du pétrole ont joué un rôle relativement limité pour expliquer les erreurs au cours des dernières années, tandis que les erreurs dans les hypothèses conditionnelles relatives aux prix du gaz ont été significatives. Néanmoins, le graphique D montre également que même avec une prévision parfaite des trajectoires des prix du pétrole et du gaz, les modèles auraient toujours nettement sous-estimé la hausse des prix de l'énergie en 2022 et l'auraient fortement surestimée au premier trimestre 2023 (comme l'illustrent les barres bleues, qui couvrent toutes les erreurs non expliquées par des hypothèses techniques). Cela reflète probablement la complexité de la fixation des prix à la consommation du gaz et de l'électricité dans les différents pays de la zone euro, amplifiée par les mesures budgétaires de grande ampleur visant à limiter l'impact des chocs sur les prix de l'énergie ⁷. Cela peut également refléter des non-linéarités dans la transmission des prix des matières premières aux prix à la consommation, qui ont pu être importantes au cours de cette période.

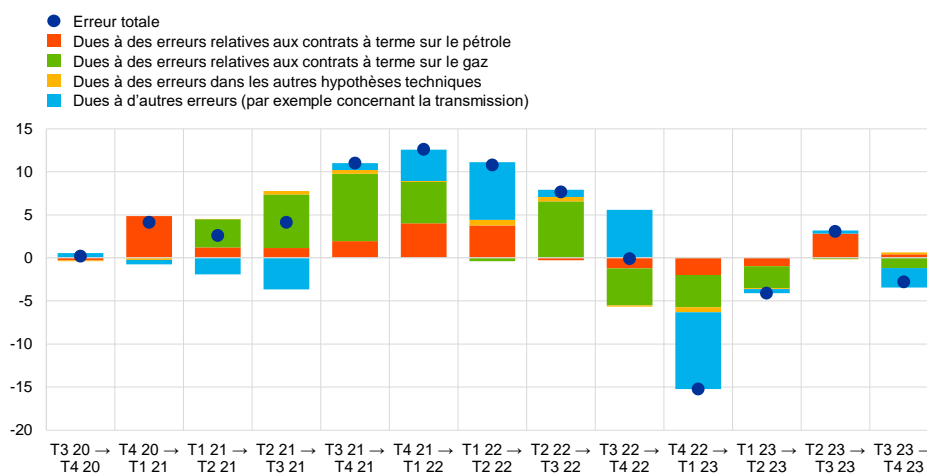
⁶ Du quatrième trimestre 2001 au quatrième trimestre 2019 (c'est-à-dire avant la COVID), la part médiane des erreurs de projection totales à un trimestre pour la hausse de la composante énergie de l'IPCH expliquées par des erreurs dans les hypothèses relatives aux prix du pétrole s'est établie à 90 % environ ; du quatrième trimestre 2020 au quatrième trimestre 2023, cette part médiane est revenue à 40 % environ.

⁷ Cf. l'article intitulé « [Évolutions des prix de l'énergie pendant et après la pandémie de COVID-19 : des prix des matières premières aux prix à la consommation](#) », *Bulletin économique*, n° 4, BCE, 2022 ; l'encadré 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*, n° 1, BCE, 2023 ; et l'encadré intitulé « [Mesures de politique budgétaire en réponse au choc sur l'énergie et l'inflation et au changement climatique](#) », *Bulletin économique*, n° 1, BCE, 2024.

Graphique D

Décomposition des récentes erreurs de prévision à un trimestre relatives à la hausse de la composante énergie de l'IPCH dans les projections des services de l'Eurosystème/de la BCE

(en points de pourcentage)



Source : Calculs de la BCE.

Notes : La rubrique « Erreur totale » correspond au résultat moins la projection. Les légendes sur l'axe horizontal indiquent le trimestre au cours duquel les projections ont été publiées et celui auquel ces projections se rapportent (par exemple : « T4 20 → T1 21 » correspond aux projections pour le premier trimestre 2021 publiées au quatrième trimestre 2020). La décomposition est effectuée à partir des élasticités actualisées tirées des modèles des projections macroéconomiques des services de l'Eurosystème à fin 2023.

Une décomposition historique de la hausse de l'IPCHX confirme la contribution significative apportée par les effets indirects des flambées des prix de l'énergie après la pandémie et suggère une transmission sans précédent de ces chocs exceptionnellement importants. Compte tenu des fortes hausses inattendues de l'IPCHX observées récemment, les services de la BCE ont développé un modèle BVAR structurel de grande taille qui identifie un large éventail de chocs d'offre et de demande ⁸. Une décomposition historique effectuée à l'aide de ce modèle montre que la forte hausse de l'IPCHX après la pandémie a résulté d'une tempête de chocs parfaite (graphique E). Les chocs d'offre, en particulier les effets indirects résultant des flambées sans précédent des prix du gaz et des perturbations des chaînes d'approvisionnement mondiales ont représenté l'essentiel de l'accélération de la hausse de l'IPCHX enregistrée après la pandémie. Toutefois, les chocs de demande ont également été un déterminant important de ces dynamiques post-pandémie, en raison de la reprise de la demande intérieure et de la demande mondiale à la suite de la réouverture de l'économie – mais seulement à partir de 2022. À la suite des mesures de politique monétaire prises par la BCE, la contribution apportée par les chocs de demande agrégée a commencé à diminuer en 2023, contribuant au processus de désinflation. Comme le montre le graphique E, la part de la dynamique de l'IPCHX total qui ne peut être expliquée par le modèle (désignée par « autres facteurs ») augmente significativement à partir de 2022. Cela pourrait potentiellement indiquer une transmission non linéaire des chocs importants observés en 2021, ne pouvant être capturée par les modèles linéaires standard. Les éléments ressortant de ce modèle montrent qu'il est important d'inclure des

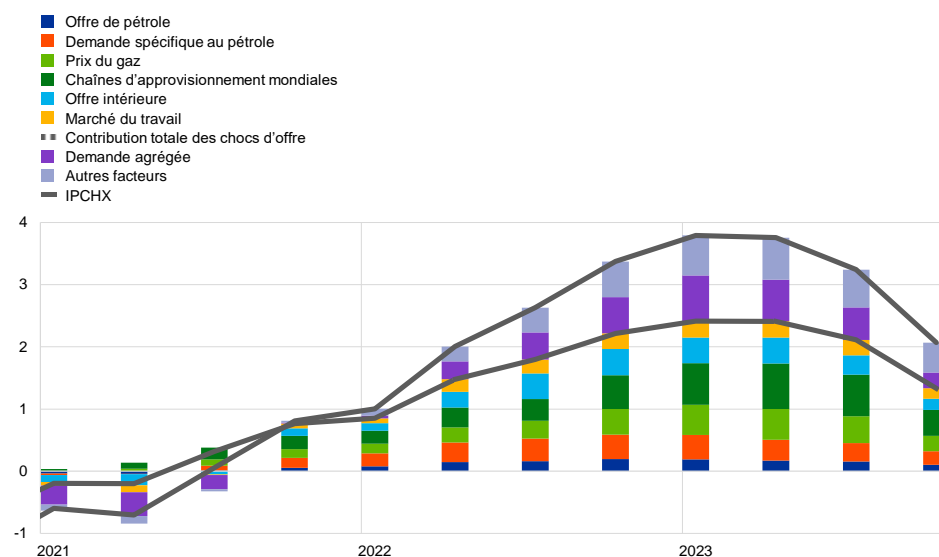
⁸ Cf. Bańbura (M.), Bobeica (E.) et Martínez Hernández (C.), « *What drives core inflation? The role of supply shocks* », *Working Paper Series*, n° 2875, BCE, 2023.

indicateurs relatifs aux chaînes d’approvisionnement mondiales et aux prix du gaz pour modéliser et prévoir l’inflation dans la zone euro, et d’envisager d’autres approches de modélisation.

Graphique E

Décomposition fondée sur un modèle de la hausse de l’IPCHX

(variations annuelles en pourcentage ; écarts par rapport à la moyenne impliqués par le modèle)



Sources : Eurostat et calculs de la BCE.

Notes : Ce graphique présente la moyenne ponctuelle de la distribution postérieure de la décomposition historique de la hausse de l’IPCHX fondée sur un modèle BVAR structural de grande taille, avec des chocs identifiés à l’aide de restrictions de signes et de restrictions de zéros. La dernière ventilation se rapporte au quatrième trimestre 2023.

Même si les erreurs de projection pour l’inflation ont désormais retrouvé des niveaux plus normaux, les services de l’Eurosystème/de la BCE continuent d’affiner leurs outils de prévision, en fournissant des analyses supplémentaires susceptibles d’éclairer les projections en période d’incertitude élevée.

Les services de l’Eurosystème/de la BCE poursuivent leurs travaux en vue de maintenir leurs boîtes à outils utilisées pour les prévisions en ligne avec les techniques à l’état de l’art et de développer un ensemble plus diversifié de modèles. Ce processus est favorisé par des échanges réguliers au sein des forums techniques de l’Eurosystème et par des discussions avec des universitaires. La modélisation plus élaborée des prix du gaz et des chaînes d’approvisionnement mondiales examinée plus haut en constitue un exemple. Autre exemple, le développement de modèles d’apprentissage automatique (*machine learning models*) qui cherchent à capturer certaines des non-linéarités mentionnées précédemment, l’un de ces modèles étant inclus dans la suite d’outils que les services de l’Eurosystème/de la BCE utilisent pour effectuer des contrôles croisés réguliers de leurs projections de référence⁹. De plus, les équipes continuent de mettre au point des outils visant à évaluer les risques entourant les scénarios de référence en utilisant un large éventail d’analyses de sensibilité et de scénarios alternatifs. Depuis mars 2023, les projections des services de l’Eurosystème/de la BCE sont

⁹ Cf. Lenza (M.), Moutachaker (I.) et Paredes (J.), « *Density forecasts of inflation: a quantile regression forest approach* », *Working Paper Series*, n° 2830, BCE, 2023.

présentées à l'aide de graphiques en éventail, qui mettent en évidence l'incertitude associée, en particulier sur les horizons à plus long terme ¹⁰. Ces analyses supplémentaires apportent une contribution importante aux décisions de politique monétaire de la BCE, complétant les projections de référence et les autres analyses réalisées par les services de l'Eurosystème et de la BCE.

¹⁰ Cf., par exemple, le graphique 4 dans « [Projections macroéconomiques pour la zone euro établies par les services de la BCE](#) », mars 2024.

6 Conditions de la liquidité et opérations de politique monétaire du 1^{er} novembre 2023 au 30 janvier 2024

Nikolaus Solonar et María González da Silva

Le présent encadré décrit les conditions de la liquidité et les opérations de politique monétaire de l'Eurosystème durant les septième et huitième périodes de constitution de réserves de 2023. Ces deux périodes de constitution se sont déroulées du 1^{er} novembre 2023 au 30 janvier 2024 (la « période sous revue »).

L'excédent de liquidité dans le système bancaire de la zone euro a continué de diminuer durant la période sous revue. Cela s'explique par l'arrivée à échéance de la sixième opération de la troisième série d'opérations de refinancement à plus long terme ciblées (TLTRO III.6) et par les remboursements anticipés d'autres fonds TLTRO par les banques le 20 décembre 2023. La fourniture de liquidité a également baissé, en raison de la diminution des titres détenus dans le cadre du programme d'achats d'actifs (*asset purchase programme*, APP) résultant de l'arrêt des réinvestissements au titre de l'APP début juillet 2023. La réduction de la fourniture de liquidité a été partiellement compensée par la baisse continue du solde des facteurs autonomes (due principalement à la diminution des dépôts des administrations publiques) observée depuis que les taux directeurs de la BCE ont été sortis du territoire négatif en juillet 2022.

Besoins de liquidité

Au cours de la période sous revue, le besoin moyen de refinancement quotidien du système bancaire, qui se définit comme la somme du solde des facteurs autonomes et des réserves obligatoires, a diminué de 104,1 milliards d'euros pour s'établir à 1 630,9 milliards. Cette évolution résulte presque entièrement d'une baisse de 102,3 milliards d'euros du solde des facteurs autonomes, qui s'établit à 1 467,7 milliards (cf. la section du tableau A intitulée « Autres informations fondées sur la liquidité »), en raison du recul des facteurs autonomes de retrait de liquidité et d'une augmentation des facteurs autonomes d'apport de liquidité. Les réserves obligatoires ont diminué de 1,8 milliard d'euros, ressortant à 163,2 milliards.

Les facteurs autonomes de retrait de liquidité ont diminué de 67,1 milliards d'euros au cours de la période sous revue, pour s'établir à 2 653,5 milliards, principalement en raison d'une baisse des dépôts des administrations publiques et des autres facteurs autonomes. Les dépôts des administrations publiques (cf. la section du tableau A intitulée « Engagements ») ont diminué de 40,3 milliards d'euros en moyenne au cours de la période sous revue, pour s'établir à 182,3 milliards. Cette baisse reflète la poursuite de la normalisation du volume global des coussins de liquidité détenus par les trésors publics nationaux et leur plus grande propension à placer ces fonds sur le marché en réponse aux variations de la rémunération des dépôts des administrations publiques auprès de

l'Eurosystème et à la baisse des dépôts des administrations publiques, habituelle en fin d'année. La normalisation des conditions sur le marché repo et le niveau plus élevé des taux repo par rapport au taux à court terme en euros (€STR) ont également rendu l'investissement de marché plus attractif que les dépôts au sein de l'Eurosystème. La valeur moyenne des billets en circulation a diminué de 6,1 milliards d'euros au cours de la période sous revue, à 1 553,7 milliards, reflétant la réduction en cours de la détention de billets observée depuis que les taux directeurs de la BCE ont été sortis du territoire négatif en juillet 2022.

Les facteurs autonomes d'apport de liquidité ont augmenté de 35,4 milliards d'euros pour s'établir à 1 186,2 milliards (cf. la section du tableau A intitulée « Avoirs »)¹. Les actifs nets libellés en euros ont augmenté de 18,1 milliards d'euros au cours de la période sous revue. Cette augmentation résulte en grande partie de la baisse continue des engagements en euros vis-à-vis des non-résidents de la zone euro. Cela reflète les évolutions de la stratégie de gestion de la trésorerie des clients des services de gestion des réserves de l'Eurosystème (*Eurosystem reserve management services*, ERMS), la rémunération des dépôts détenus dans le cadre des ERMS ayant été révisée à la baisse le 1^{er} mai 2023. Les avoirs extérieurs nets ont augmenté de 17,3 milliards d'euros, traduisant la réallocation par certaines banques centrales nationales de leurs propres actifs vers des réserves de change.

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

Tableau A

Conditions de la liquidité dans l'Eurosystème

Engagements

(moyennes ; en milliards d'euros)

	Période sous revue actuelle : 1 ^{er} novembre 2023 – 30 janvier 2024						Précédente période sous revue : 2 août 2023 – 31 octobre 2023	
	Septième et huitième périodes de constitution		Septième période de constitution : 1 ^{er} novembre 2023 – 19 décembre 2023		Huitième période de constitution : 20 décembre 2023 – 30 janvier 2024		Cinquième et sixième périodes de constitution	
Facteurs autonomes de retrait de liquidité	2 653,5	(-67,1)	2 656,2	(-47,1)	2 650,3	(-5,8)	2 720,6	(-83,0)
Billets en circulation	1 553,7	(-6,1)	1 551,1	(-3,6)	1 556,7	(+5,6)	1 559,8	(-5,5)
Dépôts des administrations publiques	182,3	(-40,3)	194,1	(-28,6)	168,4	(-25,7)	222,6	(-32,8)
Autres facteurs autonomes (nets) ¹⁾	917,5	(-20,7)	910,9	(-14,9)	925,1	(+14,2)	938,2	(-44,7)
Excédent des avoirs en compte courant par rapport aux réserves obligatoires	8,1	(-1,4)	8,1	(-1,9)	8,1	(+0,0)	9,5	(-5,1)
Réserves obligatoires ²⁾	163,2	(-1,8)	163,9	(-0,7)	162,3	(-1,6)	165,0	(-0,0)
Facilité de dépôt	3 520,5	(-94,6)	3 548,8	(-28,6)	3 487,4	(-61,4)	3 615,1	(-300,3)
Opérations de réglage fin de retrait de liquidité	0,0	(+0,0)	0,0	(+0,0)	0,0	(+0,0)	0,0	(+0,0)

Source : BCE.

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

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

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

Avoirs

(moyennes ; en milliards d'euros)

	Période sous revue actuelle : 1 ^{er} novembre 2023 – 30 janvier 2024						Précédente période sous revue : 2 août 2023 – 31 octobre 2023	
	Septième et huitième périodes de constitution		Septième période de constitution : 1 ^{er} novembre 2023 – 19 décembre 2023		Huitième période de constitution : 20 décembre 2023 – 30 janvier 2024		Cinquième et sixième périodes de constitution	
Facteurs autonomes d'apport de liquidité	1 186,2	(+35,4)	1 159,2	(-4,8)	1 217,7	(+58,4)	1 150,8	(+18,0)
Avoirs extérieurs nets	944,8	(+17,3)	933,3	(+2,0)	958,3	(+25,1)	927,5	(-10,5)
Avoirs nets libellés en euros	241,4	(+18,1)	226,0	(-6,8)	259,3	(+33,4)	223,3	(+28,5)
Instruments de politique monétaire	5 159,4	(-200,0)	5 218,2	(-73,2)	5 091,0	(-127,3)	5 359,5	(-406,7)
<i>Opérations d'open market</i>	5 159,4	(-200,0)	5 218,2	(-73,2)	5 090,9	(-127,3)	5 359,4	(-406,7)
Opérations de crédit	457,4	(-110,8)	503,2	(-20,4)	404,1	(-99,0)	568,2	(-329,3)
Opérations principales de refinancement	7,6	(+0,8)	7,3	(-0,9)	7,9	(+0,6)	6,8	(+0,5)
Opérations de refinancement à plus long terme d'une durée de trois mois	4,4	(-3,8)	4,7	(-2,7)	4,0	(-0,7)	8,2	(+4,3)
TLTRO III	445,5	(-107,8)	491,2	(-16,8)	392,3	(-98,9)	553,3	(-334,2)
Portefeuilles d'achats fermes de titres ¹⁾	4 702,0	(-89,3)	4 715,0	(-53,0)	4 686,8	(-28,2)	4 791,2	(-77,3)
Facilité de prêt marginal	0,0	(+0,0)	0,0	(+0,0)	0,0	(+0,0)	0,0	(+0,0)

Source : BCE.

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

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

Autres informations fondées sur la liquidité

(moyennes ; en milliards d'euros)

	Période sous revue actuelle : 1 ^{er} novembre 2023 – 30 janvier 2024						Précédente période sous revue : 2 août 2023 – 31 octobre 2023	
	Septième et huitième périodes de constitution		Septième période de constitution : 1 ^{er} novembre 2023 – 19 décembre 2023		Huitième période de constitution : 20 décembre 2023 – 30 janvier 2024		Cinquième et sixième périodes de constitution	
Besoin global de financement ¹⁾	1 630,9	(-104,1)	1 661,2	(-42,9)	1 595,5	(-65,8)	1 735,0	(-101,3)
Solde des facteurs autonomes ²⁾	1 467,7	(-102,3)	1 497,3	(-42,2)	1 433,1	(-64,2)	1 570,0	(-101,3)
Excédent de liquidité ³⁾	3 528,5	(-96,0)	3 556,9	(-30,5)	3 495,4	(-61,5)	3 624,5	(-305,3)

Source : BCE.

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

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

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

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

Évolutions des taux d'intérêt

(moyennes ; pourcentages et points de pourcentage)

	Période sous revue actuelle : 1 ^{er} novembre 2023 – 30 janvier 2024				Précédente période sous revue : 2 août 2023 – 31 octobre 2023			
	Septième période de constitution : 1 ^{er} novembre 2023 – 19 décembre 2023		Huitième période de constitution : 20 décembre 2023 – 30 janvier 2024		Cinquième période de constitution		Sixième période de constitution	
Opérations principales de refinancement	4,50	(+0,00)	4,50	(+0,00)	4,25	(+0,25)	4,50	(+0,25)
Facilité de prêt marginal	4,75	(+0,00)	4,75	(+0,00)	4,50	(+0,25)	4,75	(+0,25)
Facilité de dépôt	4,00	(+0,00)	4,00	(+0,00)	3,75	(+0,25)	4,00	(+0,25)
€STR	3,903	(+0,002)	3,901	(-0,002)	3,652	(+0,250)	3,900	(+0,248)
RepoFunds Rate Euro	3,945	(+0,019)	3,905	(-0,040)	3,687	(+0,286)	3,926	(+0,239)

Sources : BCE, CME Group et Bloomberg.

Notes : Les chiffres entre parenthèses indiquent la variation en points de pourcentage par rapport à la précédente période sous revue ou de constitution. « MRO » correspond aux opérations principales de refinancement et « €STR » correspond au taux à court terme en euros.

Fourniture de liquidité par le biais des instruments de politique monétaire

Le montant moyen de la liquidité fournie par le biais des instruments de politique monétaire a diminué de 200 milliards d'euros, pour s'établir à 5 159,4 milliards au cours de la période sous revue (graphique A).

Cette baisse est imputable à la fois à une réduction du montant de la liquidité fournie par le biais d'opérations de crédit et au dénouement des portefeuilles de politique monétaire.

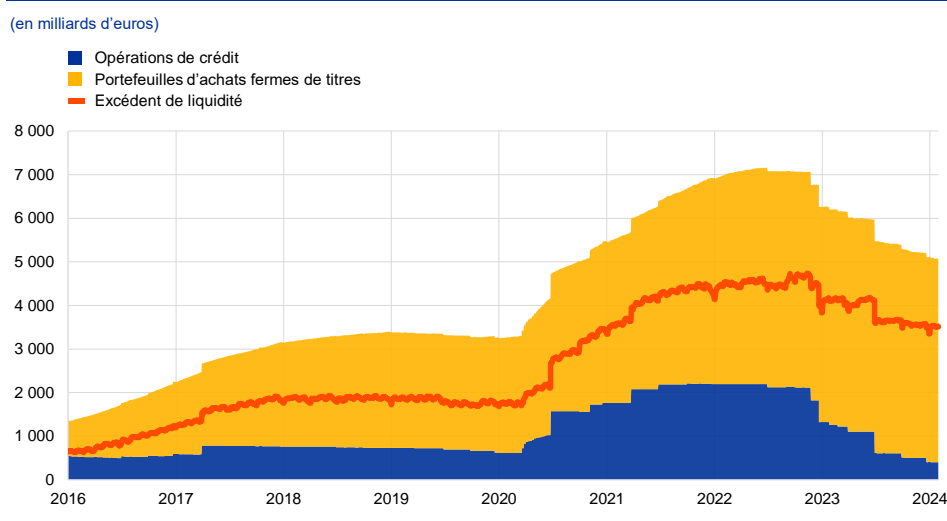
Le montant moyen de liquidité fournie par le biais d'opérations de crédit a diminué de 110,8 milliards d'euros, pour s'établir à 457,4 milliards, au cours de la période sous revue. Cette diminution reflète largement la baisse des encours des TLTRO III résultant de l'arrivée à échéance des TLTRO III.6 (37,3 milliards d'euros) et des remboursements anticipés d'autres fonds TLTRO (61,7 milliards) le 20 décembre 2023, soit au début de la huitième période de constitution. Dans le même temps, l'encours global des opérations standard de refinancement de l'Eurosystème – opérations principales de refinancement (MRO) et opérations de refinancement à plus long terme d'une durée de trois mois (LTRO) – s'est légèrement réduit. Cette baisse s'explique principalement par la réduction de 3,8 milliards d'euros, en moyenne, de l'encours des LTRO d'une durée de trois mois, tandis que l'encours des MRO est resté globalement inchangé, à 7,6 milliards d'euros, par rapport aux cinquième et sixième périodes de constitution de 2023. La participation limitée des banques à ces opérations, ainsi que leur capacité à rembourser des montants significatifs de fonds TLTRO sans se tourner vers des opérations de refinancement classiques, reflètent la situation de liquidité globalement confortable des banques et la disponibilité d'autres sources de financement à des taux attractifs.

Le montant moyen de liquidité fournie par le biais des encours des portefeuilles d'achats fermes de titres a diminué de 89,3 milliards d'euros au

cours de la période sous revue. Cette baisse est imputable à l'arrêt, le 1^{er} juillet 2023, des réinvestissements du principal des titres arrivant à échéance dans le cadre de l'APP. Dans le cadre du programme d'achats d'urgence face à la pandémie, le principal des titres arrivant à échéance a été réinvesti en totalité depuis que les achats nets ont été interrompus fin mars 2022². En décembre 2023, le Conseil des gouverneurs a annoncé l'arrêt du réinvestissement en totalité des remboursements au titre du principal au second semestre 2024.

Graphique A

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



Source : BCE.

Note : Les dernières observations se rapportent au 30 janvier 2024.

Excédent de liquidité

Au cours de la période sous revue, l'excédent de liquidité moyen a diminué de 96 milliards d'euros, pour s'établir à 3 528,5 milliards (graphique A).

L'excédent de liquidité correspond à la somme de l'excédent des réserves des banques par rapport à leurs réserves obligatoires et de leur recours à la facilité de dépôt, déduction faite de leur recours à la facilité de prêt marginal. Il reflète la différence entre la liquidité totale fournie au système bancaire et les besoins de liquidité des banques afin de remplir leurs obligations en matière de constitution de réserves. Après un point haut à 4 748 milliards d'euros en novembre 2022, l'excédent de liquidité moyen a régulièrement baissé, principalement en raison de l'arrivée à échéance et du remboursement anticipé des opérations TLTRO III, l'arrêt des réinvestissements dans le cadre de l'APP y contribuant également depuis juillet 2023.

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

Évolutions des taux d'intérêt

Le Conseil des gouverneurs a maintenu les trois taux d'intérêt directeurs de la BCE inchangés au cours de la période sous revue. Les taux de la facilité de dépôt, des MRO et de la facilité de prêt marginal se sont établis respectivement à 4,00 %, 4,50 % et 4,75 %.

L'€STR moyen est resté globalement inchangé au cours de la période sous revue, tout en maintenant un écart stable avec les taux d'intérêt directeurs de la BCE. L'€STR s'est échangé, en moyenne, 10,2 points de base au-dessous du taux de la facilité de dépôt au cours de la période sous revue, soit un niveau proche de la moyenne de 9,9 points de base pour les périodes de constitution de réserves de 2023. La baisse de l'excédent de liquidité n'a donc pas eu d'effet haussier sur l'€STR pour le moment. La baisse de 1,8 point de pourcentage de l'€STR en fin d'année n'a été que légèrement plus prononcée que l'effet observé fin 2022 (– 1,5 point de base).

Le taux repo moyen dans la zone euro, mesuré par l'indice RepoFunds Rate Euro, a continué à se rapprocher du taux de la facilité de dépôt, sauf vers la fin d'année. Le taux repo s'est établi, en moyenne, 7,3 points de base au-dessous du taux de la facilité de dépôt au cours de la période sous revue. La baisse de 25,5 points de base fin 2023 est nettement inférieure à celle de 226,8 points de base observée fin 2022. Cette évolution reflète le bon fonctionnement du marché repo, qui s'explique par plusieurs facteurs, dont la hausse des émissions nettes depuis le début d'année, la libération des garanties mobilisées à la suite de l'arrivée à échéance des TLTRO, un changement de positionnement du marché qui a entraîné une baisse de la demande de titres sur le marché repo et la diminution de l'encours des titres détenus dans le cadre de l'APP.

L'euro comme monnaie mondiale : une approche fondée sur les paiements

Oana Furtuna, Patrick Papsdorf, Livia Polo Friz et Sara Testi

La BCE surveille les évolutions du rôle international de l'euro et publie régulièrement les informations correspondantes. Le rapport le plus récent de la BCE à ce sujet (publié en juin 2023) ne montre pas d'évolution notable du rôle international de l'euro en 2022 par rapport à 2021, la part de l'euro dans l'utilisation internationale totale des monnaies se situant à près de 20 % en moyenne d'après plusieurs indicateurs, comme l'année précédente ¹. Ce rapport indique que l'euro continue de jouer un rôle important dans le système monétaire international, demeurant la deuxième monnaie la plus utilisée dans de nombreux compartiments de marché, tels que les avoirs de réserve de change officiels et les émissions obligataires internationales.

Les paiements peuvent également constituer un bon indicateur de l'utilisation d'une monnaie à l'échelle mondiale. Pour une monnaie donnée, un tel indicateur peut être défini comme la valeur des paiements transfrontières entre banques libellés dans cette monnaie rapportée au total des paiements entre banques toutes monnaies confondues ². Les paiements entre banques peuvent être effectués au moyen de différents mécanismes, comme des dispositifs multilatéraux (systèmes de paiement), des accords bilatéraux (utilisation de banques correspondantes) ou une combinaison des deux ³. Ces paiements sont généralement réalisés à l'aide de messages normalisés, échangés via le réseau Swift ⁴.

Plusieurs systèmes de paiement dans le monde (y compris des systèmes de paiement de montant élevé pour l'euro, comme T2) utilisent Swift comme réseau de communication pour leurs participants ⁵. T2, de même que son prédécesseur TARGET2, est le système de règlement brut en temps réel de l'Eurosystème pour les paiements libellés en euros, qui traite et règle les paiements en monnaie de banque centrale. En 2023, il a représenté en valeur 92 % du total des paiements en euros réglés par les systèmes de paiement de montant élevé et 70 % en volume. Les flux de paiements dans T2 sont donc un élément déterminant de la valeur totale des paiements en euros traités par des systèmes de paiement de montant élevé, et par conséquent, une composante majeure de la valeur totale des messages de paiement en euros échangés et enregistrés dans le réseau Swift.

¹ Cf. « *The international role of the euro* », BCE, 2023.

² Dans cet encadré, le terme « paiements entre banques » inclut à la fois les paiements de clientèle (soit les paiements effectués par les banques pour le compte de leurs clients) et les paiements interbancaires (soit les paiements effectués par les banques pour leur propre compte).

³ Les paiements effectués dans le cadre d'accords de correspondance bancaire peuvent être réglés bilatéralement entre les banques ou par l'intermédiaire de systèmes de paiement. Cf. « *Eleventh survey on correspondent banking in euro* », BCE, 2020.

⁴ Swift est le premier fournisseur mondial de services de messagerie financière sécurisée, utilisé par plus de 11 000 établissements financiers dans le monde. Swift permet des échanges normalisés, sûrs et efficaces.

⁵ T2 fait appel à deux fournisseurs de services de réseau, Swift et Nexi.

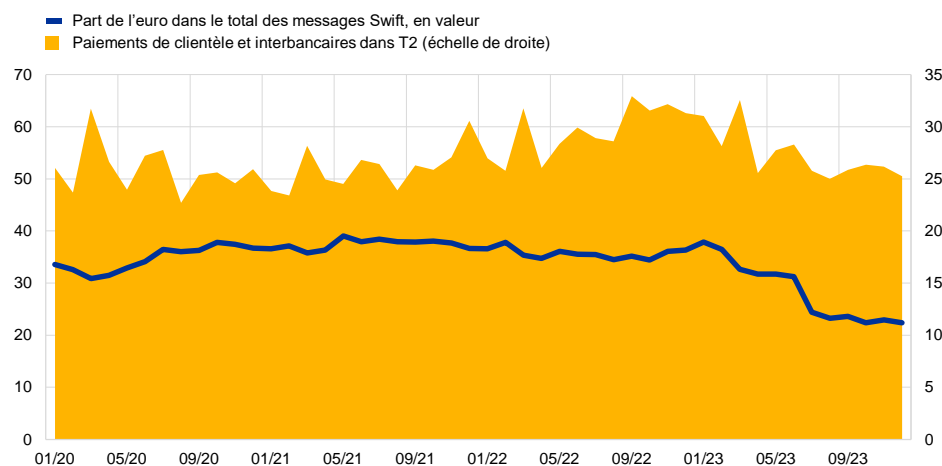
Après mars 2023, la part de l'euro dans le total des messages de paiement

Swift affiche une baisse en valeur. Pour les monnaies les plus utilisées dans le monde (un groupe comprenant l'euro), Swift publie un indicateur mensuel qui montre l'utilisation de chaque monnaie dans les paiements mondiaux, mesurée par la valeur des messages de paiement que les établissements financiers envoient par le réseau⁶. Selon cet indicateur Swift, les messages de paiement libellés en euros échangés via Swift ont représenté, en moyenne, 36,0 % du total des messages toutes monnaies confondues entre janvier 2020 et février 2023 (graphique A) ; cette part est ensuite revenue à 32,6 % en mars 2023 et à 31,7 % en avril 2023. Au quatrième trimestre 2023, la part de l'euro s'était stabilisée à un niveau inférieur, à 22,6 % en moyenne⁷.

Graphique A

Part de l'euro dans le total des paiements traités par Swift en valeur et flux de paiements dans T2

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



Sources : Swift, TARGET2, T2 et calculs de la BCE.

Notes : Le dernier point de données se rapporte à décembre 2023. L'indicateur Swift inclut les messages échangés via Swift en direct et distribués sur la base des types de message MT103 et MT202 (respectivement, pour les paiements de clientèle et les paiements interbancaires) et leurs équivalents ISO. Les statistiques relatives à T2 sont susceptibles d'être révisées, en raison de changements méthodologiques liés au lancement de la plateforme consolidée T2-T2S.

La baisse apparente de la part de l'euro dans le total des messages de paiement échangés via Swift a coïncidé avec un changement d'infrastructure majeur en Europe et la mise en place d'une nouvelle norme pour les messages Swift. Le 20 mars 2023, l'Eurosystème a lancé sa plateforme consolidée T2-T2S, la nouvelle infrastructure de banque centrale pour l'euro, qui a accru l'efficacité de la gestion de la liquidité et des pratiques de paiement, permettant ainsi à ses participants de rationaliser leurs activités de paiement⁸. Dans le même temps, les établissements financiers sur le marché de l'euro ont également migré de la norme de messagerie historique (MT) à la nouvelle norme ISO 20022 (pacs) dans le réseau

⁶ Cet indicateur (qui est fondé sur un sous-ensemble de la totalité des messages de paiement échangés via Swift) est inclus dans l'indicateur de suivi « [RMB Tracker](#) » calculé chaque mois par Swift.

⁷ Les données pour les mois de mars, avril, mai et juin 2023 ne comprennent pas une correction *ex post* appliquée par Swift en juillet 2023 et communiquée dans sa lettre d'information opérationnelle.

⁸ Cf. le [communiqué de presse de la BCE du 21 mars 2023](#). L'analyse présentée dans cet encadré utilise des données T2 à partir du 20 mars 2023, et des données TARGET2 pour la période antérieure à cette date.

Swift. Cette évolution offre une plus grande interopérabilité, un traitement automatisé et une classification plus granulaire des données financières.

Ces deux évolutions ont eu une incidence sur les messages de paiement en euros échangés via Swift, influant ainsi, toutes choses égales par ailleurs, sur la part de l'euro dans le total des messages traités par Swift. La nouvelle structure proposée par la plateforme consolidée T2-T2S et la nouvelle norme de messagerie ont modifié la manière dont les paiements en euros sont effectués et dont les liquidités en euros sont gérées, avec un effet particulièrement important sur la gestion de la liquidité pour les flux intra- et interbancaires. Certaines opérations, généralement de montant élevé, menées désormais selon la nouvelle norme de messagerie sont en réalité exclues du calcul de l'indicateur Swift, ce qui explique la baisse enregistrée par l'indicateur après mars 2023 ⁹.

Cette explication technique de la baisse de la part de l'euro dans le total des messages de paiement envoyés via Swift est confirmée par les évolutions de la valeur des paiements en euros réglés entre les banques dans T2, qui montrent des dynamiques différentes (graphique A). La valeur mensuelle moyenne des paiements de clientèle et interbancaires libellés en euros et réglés dans T2 s'est élevée à plus de 27 300 milliards d'euros en 2023, contre 25 900 milliards d'euros dans TARGET2 en 2020. De plus, ces valeurs n'ont subi qu'un léger ajustement, et non un changement complet de niveau, à la suite des nouveaux accords de gestion des liquidités en mars 2023. Une tendance similaire peut être observée dans le volume mensuel moyen des paiements de clientèle et interbancaires réglés dans T2, qui a représenté 7,8 millions de transactions en 2023 (contre 6,3 millions de transactions dans TARGET2 en 2020) ¹⁰.

Un autre indicateur du rôle de l'euro en tant que monnaie mondiale est le pourcentage de paiements en euros dans T2 (en valeur) dans le cas où la banque émettrice et/ou la banque bénéficiaire est établie en dehors de la zone euro. T2, comme son prédécesseur TARGET2, permet aux banques d'effectuer des paiements transfrontières en euros partout dans le monde, les banques établies en dehors de la zone euro s'appuyant généralement sur des banques correspondantes ayant un accès direct aux systèmes de paiement de la zone euro ¹¹.

L'indicateur des paiements mondiaux en euros dans T2 n'a pas connu de rupture après mars 2023, ce qui confirme que les paiements en euros impliquant au moins une banque établie en dehors de la zone euro sont restés stables. La valeur mensuelle de ces paiements de clientèle et interbancaires mondiaux dans T2 s'est établie en moyenne à 11 600 milliards d'euros entre mars et décembre 2023, en ligne avec les années précédentes. Ces paiements

⁹ Avant la migration vers la norme ISO 20022, les paiements interbancaires étaient envoyés sous forme de message MT202, tandis que les paiements pour le compte des clients étaient envoyés sous forme de message MT103. Ils sont désormais envoyés sous forme de messages pacs.009 et pacs.008, respectivement. En outre, avec la migration vers la norme ISO 20022, au moins une partie des messages MT relatifs à des transferts de liquidité, à la gestion fiduciaire et au reporting sont désormais des messages camt. L'indicateur Swift ne recouvre que les messages MT202 et MT103 et leurs équivalents pacs, et les messages camt en sont exclus.

¹⁰ Cf. également les statistiques sur les [flux de paiements dans les services TARGET](#).

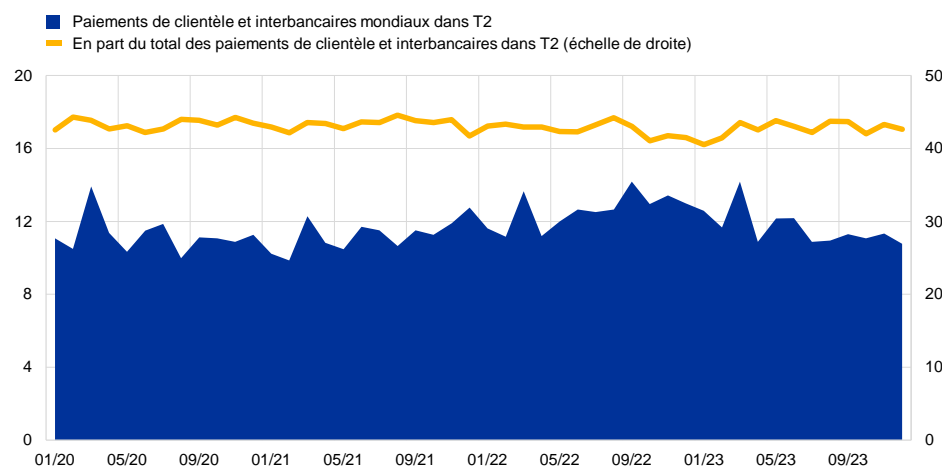
¹¹ Ces paiements sont réglés sur le compte d'un participant direct à T2. Cf. « [Eleventh survey on correspondent banking in euro](#) », BCE, 2020.

représentent 43,0 % du total des paiements entre banques dans T2 au cours de cette période, et aucun signe de baisse n'est observé après mars 2023 (graphique B).

Graphique B

Paievements de clientèle et interbancaires mondiaux dans T2

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



Sources : TARGET2, T2 et calculs de la BCE.

Notes : Le dernier point de données se rapporte à décembre 2023. Les paiements « mondiaux » sont ceux dans lesquels la banque émettrice et/ou la banque bénéficiaire est établie en dehors de la zone euro. Les statistiques relatives à T2 sont susceptibles d'être révisées, en raison de changements méthodologiques liés au lancement de la plateforme consolidée T2-T2S.

Pour conclure, la baisse apparente de la part de l'euro dans le total des messages Swift après mars 2023 ne résulte pas d'une diminution de la valeur des paiements effectués dans T2 ni d'une réduction de sa portée mondiale.

En tant qu'infrastructure essentielle du marché financier pour l'euro, T2 reste une composante majeure de la valeur totale des paiements en euros traités par Swift. La baisse de la part de l'euro dans le total des messages Swift en valeur semble plutôt refléter le lancement de la plateforme consolidée T2-T2S et la migration du marché vers la nouvelle norme de messagerie ISO 20022. Cela a entraîné des modifications dans les pratiques de gestion de la liquidité des banques et des types de message utilisés, et certains paiements ne sont plus inclus dans l'indicateur Swift. Ainsi, lors du suivi du rôle de l'euro dans le monde, il convient de faire preuve de prudence dans l'interprétation des indicateurs isolés reposant sur les flux de paiements.

Sara Skjeggestad Meyer et Carolin Nerlich

Le 30 janvier 2024, la BCE a publié son plan sur le climat et la nature 2024-2025, qui identifie trois nouveaux domaines d'action qui guideront ses mesures liées au climat au cours des deux prochaines années. Cet encadré explique le raisonnement économique qui sous-tend la décision de la BCE de faire avancer ses travaux dans ces trois domaines ¹.

Le changement climatique affecte de plus en plus l'économie de la zone euro.

Les objectifs climatiques fixés par l'Accord de Paris de 2015 sont loin d'être atteints dans le monde ². 2023 a été l'année la plus chaude jamais enregistrée, et plusieurs événements météorologiques extrêmes ont causé des dommages économiques en Europe et à travers le monde. Parallèlement, l'accélération de la perte de biodiversité et la dégradation des habitats contribuent à une crise pour la nature qui évolue rapidement, en partie en raison des liens inextricables entre le climat et la nature. Le changement climatique et la nécessité de favoriser la transition verte qui en résulte affectent de plus en plus l'économie et le système financier. Cela peut avoir des répercussions sur la stabilité des prix, la stabilité financière et la transmission de la politique monétaire. Le changement climatique a également une incidence sur la valeur et le profil de risque des actifs détenus au bilan de l'Eurosystème. Il est essentiel que la BCE tienne compte de ces effets afin d'atteindre son objectif principal de maintien de la stabilité des prix.

Depuis 2021, la BCE a élargi son engagement afin d'intégrer les questions liées au changement climatique dans ses activités.

À la suite de l'évaluation de sa stratégie de politique monétaire, la BCE a annoncé en 2021 son premier plan d'action climatique, dans lequel elle s'est engagée à intégrer les questions liées au changement climatique dans les activités relatives à la mise en œuvre de la politique monétaire, à l'analyse macroéconomique et aux statistiques ³. En 2022, le champ d'application du plan d'action a été élargi pour couvrir les activités liées au climat dans d'autres domaines d'activité des banques, notamment la stabilité financière et la supervision bancaire ⁴. Après avoir dressé un bilan approfondi de ses mesures liées climat, la BCE a publié en janvier 2024 un plan actualisé pour la période 2024-2025. Pour la première fois, ce plan inclut l'engagement d'analyser les thématiques

¹ Cf. [Le plan sur le climat et la nature 2024-2025](#), BCE, janvier 2024.

² Dans le cadre de l'Accord de Paris signé en 2015, 196 pays ont accepté de contribuer à maintenir une hausse de la température mondiale moyenne bien inférieure à 2 °C par rapport aux niveaux préindustriels et à poursuivre les efforts pour limiter la hausse de la température à 1,5 °C. Au titre de cet accord, l'Europe s'est engagée à réduire ses émissions jusqu'à atteindre la neutralité carbone d'ici à 2050 et de 55 % d'ici à 2030 par rapport aux niveaux de 1990. Pour atteindre l'objectif fixé pour 2030, l'Union européenne a approuvé le Pacte vert pour l'Europe et un ensemble de mesures d'atténuation du changement climatique, également appelé paquet « Ajustement à l'objectif 55 ». Malgré ces efforts, les estimations indiquent que le réchauffement climatique atteindra 2,9°C au vu des actuelles contributions déterminées au niveau national. Cf. Programme des Nations unies pour l'environnement, « [Emissions Gap Report 2023](#) », rapport, novembre 2023.




³ Cf. « [La Banque centrale européenne présente un plan d'action visant à inscrire les questions liées au changement climatique dans sa stratégie de politique monétaire](#) », *communiqué de presse*, BCE, 8 juillet 2021.

⁴ Cf. le [programme d'action 2022 pour le climat de la BCE](#), BCE, 4 juillet 2022.

liées à la nature. Il identifie trois domaines d'action qui guideront les activités de la BCE liées au climat pour les deux prochaines années (tableau A).

Tableau A

Domaines d'action du plan sur le climat et la nature 2024-2025 de la BCE

Trois domaines d'action		Ce que nous ferons
	1. Guider la transition vers une économie verte	<ul style="list-style-type: none"> • Évaluer les besoins en investissements verts et leur financement. • Analyser les conséquences structurelles résultant de la transition. • Analyser les effets du financement de la transition et des risques de transition sur le mécanisme de transmission de la politique monétaire. • Développer le cadre de modélisation macroéconomique en mettant l'accent sur les questions liées au climat.
	2. Remédier à l'impact physique croissant du changement climatique	<ul style="list-style-type: none"> • Prendre de nouvelles mesures visant à intégrer les effets du changement climatique dans les scénarios climatiques et dans le cadre analytique utilisé pour les projections macroéconomiques. • Étudier l'incidence de l'adaptation au changement climatique, y compris les déficits de couverture assurantielle. • Améliorer la disponibilité des données pour soutenir l'analyse des risques physiques.
	3. Faire avancer les travaux sur les risques liés à la nature	<ul style="list-style-type: none"> • Étudier plus en détail les implications économiques et financières de la perte de biodiversité et de la dégradation de la nature.

Source : BCE.

Le premier domaine d'action porte sur les défis liés à la transition vers une économie verte. Pour atteindre son objectif de neutralité carbone en 2050, l'Europe devra mettre en œuvre jusqu'en 2030 des mesures spécifiques qui incitent à s'orienter vers des processus de production et des modes de consommation efficaces sur le plan énergétique, et à remplacer les combustibles fossiles par des sources d'énergie renouvelables ⁵. Cela se traduira par de profonds changements structurels dans l'économie de la zone euro, avec des implications sur l'emploi et sur les compétences requises, ce qui pourrait entraîner une réallocation du capital avec des effets à long terme ambigus sur la croissance potentielle ⁶. La transition verte aura une incidence sur les échanges commerciaux et les flux de capitaux dans l'économie de la zone euro et fera peser des risques sur sa compétitivité externe. La zone euro pourrait également devenir plus vulnérable à des risques liés aux chaînes d'approvisionnement et à des interruptions de l'approvisionnement en minéraux essentiels nécessaires à la transition. Il est important pour la BCE d'avoir une compréhension approfondie de ces changements structurels et de ces défis, ainsi que de la façon dont ils pourraient affecter les perspectives macroéconomiques de la zone euro. Pour ce faire, les modèles macroéconomiques doivent être adaptés en conséquence.

L'investissement vert, l'innovation technologique et le financement vert sont essentiels pour progresser vers une économie bas carbone. Les estimations

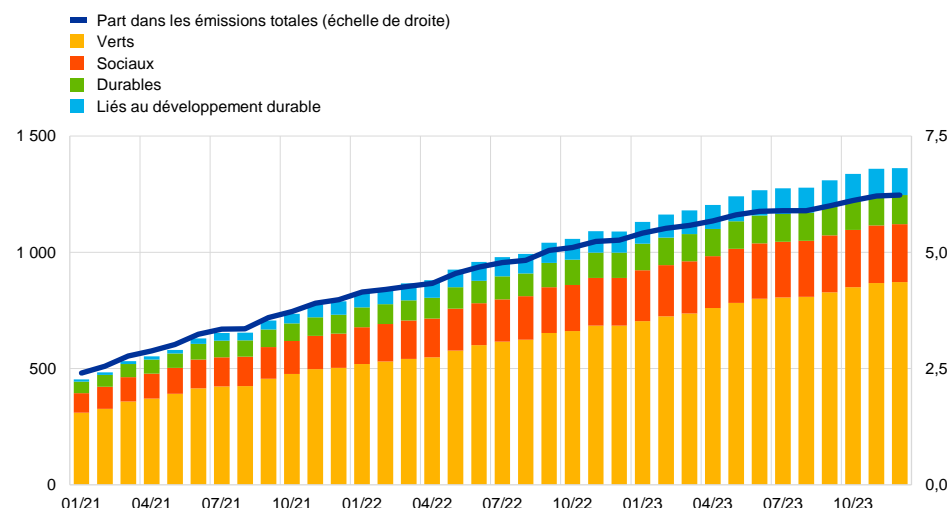
⁵ Pour une vue d'ensemble, cf. l'encadré intitulé « [Évaluer les effets macroéconomiques des politiques de transition en matière de changement climatique](#) », *Bulletin économique*, numéro 1, BCE, 2024.

⁶ Cf. l'article intitulé « [L'impact du changement climatique sur la production potentielle](#) », *Bulletin économique*, n° 6, BCE, 2023.

des différentes institutions relatives au montant des investissements verts nécessaires pour atteindre les objectifs climatiques varient fortement. Par exemple, selon la Commission européenne, la transition nécessitera 620 milliards d'euros d'investissements annuels supplémentaires jusqu'en 2030 pour permettre à l'UE d'atteindre son objectif de réduction des émissions de 55 % ⁷. La BCE examinera plus attentivement les différentes estimations disponibles afin de mieux comprendre les hypothèses sous-jacentes et les facteurs déterminants, y compris le rôle des politiques en matière de changement climatique. Elle étudiera les conditions-cadres requises pour faciliter les investissements nécessaires, notamment le besoin de favoriser un environnement propice à des niveaux élevés de recherche et développement et de capacité d'innovation, ainsi qu'une infrastructure de marché qui encourage la prise de risques. Une attention particulière sera accordée à l'aspect financement des besoins en investissements verts. Si les instruments de la finance verte ont enregistré une forte croissance ces dernières années, ils ne représentent encore qu'une petite part de l'ensemble des titres de créance émis dans la zone euro (graphique A). Plus précisément, la BCE analysera si l'offre de financement satisfait la demande, les conditions d'octroi de prêts appliquées aux entreprises pour les projets d'investissement vert, et comment les politiques publiques peuvent contribuer à mobiliser davantage de financements privés, notamment via de meilleures exigences en matière de publication d'informations. Ces questions sont toutes pertinentes pour la politique monétaire et son mécanisme de transmission.

Graphique A Émissions de titres de créance durables dans la zone euro

(échelle de gauche : en milliards d'euros, encours à leur valeur faciale ; échelle de droite : pourcentages du total des titres de créance émis dans la zone euro)



Sources : Base de données centralisée sur les titres (*Centralised Securities DataBase*) et calculs de la BCE.
Notes : Le graphique montre les émissions de titres de créance liés à l'environnement, au social et à la gouvernance dans la zone euro pour tous les niveaux d'assurance. La « Part dans les émissions totales » correspond au montant de l'ensemble des titres de créance durables en pourcentage de l'ensemble des titres de créance émis dans la zone euro.

⁷ Cf. Commission européenne, « *Sustainability and people's wellbeing at the heart of Europe's Open Strategic Autonomy* », communication de la Commission au Parlement européen et au Conseil, 6 juillet 2023.

Le deuxième domaine d'action a pour objectif de remédier à l'impact physique croissant du changement climatique.

Les phénomènes météorologiques extrêmes deviennent plus fréquents et leurs coûts apparaissent de plus en plus clairement⁸. Conjugés aux modifications des conditions météorologiques, ils affectent la macroéconomie et le secteur financier par le biais de différents canaux. Les modifications du climat affectent particulièrement l'agriculture, le tourisme et, par le biais des prix des produits alimentaires, les secteurs du commerce de détail et de la restauration. Après la vague de chaleur de l'été 2022, l'inflation alimentaire en Europe a augmenté, selon les estimations, de 0,67 point de pourcentage un an plus tard⁹. On constate que l'accentuation du réchauffement climatique a des effets non linéaires sur les prix des produits alimentaires, faisant peser le risque d'une accélération de la dynamique de l'inflation à l'avenir. Les analyses empiriques concluent que des hausses de la température au-dessus de certains seuils réduisent la productivité du travail et la croissance économique¹⁰. Il est crucial pour la BCE d'améliorer son évaluation de la manière dont le changement climatique affecte l'inflation et l'économie. Outre l'accès à des données de grande qualité, cela nécessitera d'explorer davantage comment intégrer les impacts physiques du changement climatique dans les scénarios climatiques et dans le cadre analytique utilisé pour les projections macroéconomiques.

Le financement de l'adaptation constituera un domaine essentiel pour les nouvelles recherches.

Les coûts associés à l'impact physique du changement climatique font peser des risques financiers et budgétaires, alors même que seul un quart des pertes catastrophiques liées au climat sont assurées¹¹. Toutefois, les investissements d'adaptation visant à réduire l'exposition aux risques climatiques physiques détourneront les ressources de possibilités d'investissement plus productives¹². La BCE étudiera les implications économiques et financières des mesures d'adaptation au climat et les besoins de financement associés nécessaires pour rendre l'économie plus résistante au changement climatique.

Le troisième domaine d'action porte sur l'étude des risques liés à la nature.

De plus en plus d'éléments montrent que le changement climatique a des conséquences néfastes sur la nature, dont la dégradation en raison d'une utilisation intensive des sols, de la pollution et de la surexploitation des ressources amplifie la crise climatique. La dégradation de la nature entraîne une réduction de la capacité d'absorption et de stockage du carbone et diminue la résilience des sols aux effets des événements météorologiques extrêmes et du changement climatique. En Europe, plus de 80 % des habitats sont déjà dégradés¹³. La perte de nature

⁸ Cf. Diefenbaugh (N. S.), « *Verification of extreme event attribution: Using out-of-sample observations to assess changes in probabilities of unprecedented events* », *Science Advances*, vol. 6(12), n°2368, 2020.

⁹ Cf. Kotz (M.), Kuik (F.), Lis (E.) et Nickel (C.), « *The impact of global warming on inflation: averages, seasonality and extremes* », *Working Paper Series*, n° 2821, BCE, 2023.

¹⁰ Cf., par exemple, « *Climate change and climate policy: analytical requirements and options from a central bank perspective* », *Monthly Report*, Deutsche Bundesbank, janvier 2022, p.33.

¹¹ Cf. AEAPP-BCE, « *Policy options to reduce the climate insurance protection gap* », *Discussion Paper*, avril 2023.

¹² Cf. « *The price of inaction: what a hotter climate means for monetary policy* », *The ECB Blog*, BCE, 18 décembre 2023.

¹³ Cf. Agence européenne pour l'environnement, « *Conservation status of habitats under the EU Habitats Directive* », 18 novembre 2011.

représente un risque grave pour l'humanité, car elle menace des fonctions vitales, comme l'approvisionnement en nourriture et en médicaments.

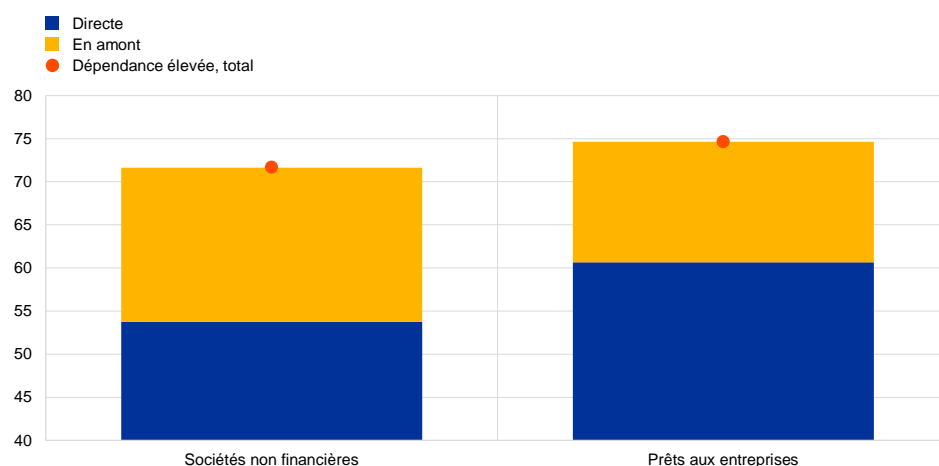
La dégradation de la nature affecte l'économie et entraîne des risques

financiers. Selon l'enquête sur l'accès des entreprises au financement (SAFE), 48 % des entreprises de la zone euro sont très préoccupées par les implications de la dégradation de l'environnement pour leur activité ¹⁴. Ce résultat est cohérent avec des recherches récentes, selon lesquelles 72 % des sociétés non financières de la zone euro dépendent fortement d'au moins un service écosystémique, tel que des sols sains, de l'eau propre et une protection contre les inondations. Dans la mesure où ces entreprises représentent 75 % des expositions des banques de la zone euro aux prêts aux entreprises, les risques liés à la nature constituent un risque clair pour les banques (graphique B). La BCE étudiera les implications de la perte de nature et de biodiversité pour l'économie, leur interaction avec le changement climatique et la manière dont elles peuvent affecter les variables macroéconomiques pertinentes pour son mandat.

Graphique B

Dépendances des sociétés non financières et des portefeuilles de prêts de la zone euro vis-à-vis des services écosystémiques

(en pourcentages)



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

Notes : Part des sociétés non financières (SNF) de la zone euro présentant une dépendance totale élevée avec un score supérieur à 0,7 pour au moins un service écosystémique, et part des portefeuilles de prêts aux entreprises des banques de la zone euro dans ces services écosystémiques. Un prêt est qualifié de fortement dépendant lorsque la SNF emprunteuse a un score de dépendance suffisamment élevé. Le graphique B présente les moyennes des scores de dépendance des SNF de la zone euro et les portefeuilles de prêts aux entreprises des banques de la zone. Il montre également les dépendances directes des SNF vis-à-vis des services écosystémiques, leurs dépendances en amont, c'est-à-dire les dépendances de leurs fournisseurs. Les dernières données disponibles se rapportent à décembre 2021. Cf. Boldrini (S.), Ceglar (A.), Lelli (C.), Parisi (L.) et Heemskerk (I.), « *Living in a world of disappearing nature: Physical risk and the implications for financial stability* », *Occasional Paper Series*, n° 333, BCE, 2023.

¹⁴ Cf. l'encadré intitulé « Le changement climatique, l'investissement vert et le financement des entreprises de la zone euro – résultats de l'enquête SAFE », *Bulletin économique*, n° 6, BCE, 2023.

Articles

1 L'incidence des chocs récents et des changements structurels en cours sur la croissance de la productivité dans la zone euro

Paloma Lopez-Garcia, Brindusa Anghel, Gert Bijmens, Simon Bunel, Tibor Lalinsky, Wolfgang Modery et Maria T. Valderrama

1 Introduction

La pandémie de COVID-19 et la crise énergétique ont interagi avec la transition en cours vers une économie plus verte et plus numérique, avec des effets incertains sur la croissance de la productivité. Pendant la phase aiguë de la pandémie, la productivité par salarié a diminué en raison du maintien de sureffectifs et de la réduction de l'utilisation des capacités de production. Les réponses rapides apportées à la crise provoquée par la pandémie aux niveaux national et européen ont permis d'éviter une vague de faillites, mais ont peut-être aussi freiné une réallocation des ressources permettant de renforcer la productivité. La pandémie a modifié la manière dont les entreprises investissent et produisent et dont les ménages consomment et travaillent, entraînant une accélération de la transformation numérique en cours de l'économie de la zone euro, également soutenue par les fonds *Next Generation EU (NGEU)*. Ces modifications peuvent avoir des effets significatifs et positifs sur la productivité, mais de nouveaux investissements dans des compétences et des actifs incorporels complémentaires sont nécessaires pour en tirer pleinement parti. En outre, le choc sur les prix de l'énergie qui a fait suite à l'invasion de l'Ukraine par la Russie et la transition vers une économie plus verte modifient les prix relatifs des consommations intermédiaires et affectent les décisions de production et d'investissement des entreprises, ce qui influe sur leur productivité. L'impact devrait être négatif à court terme mais, comme les processus de production devront s'adapter, l'innovation verte pourrait améliorer les perspectives de productivité à plus long terme.

Cet article présente une synthèse des principaux résultats des travaux récents sur la productivité menés par un groupe d'experts du Système européen de banques centrales (SEBC) ¹. L'analyse s'appuie sur des travaux antérieurs

¹ Cette analyse a été publiée par Anghel (B.), Bunel (S.) *et al.* « *Digitalisation and productivity : a report by the ESCB expert group on productivity, innovation and technological change* », *Occasional Paper Series*, n° 339, BCE, Francfort-sur-le-Main, février 2024 ; Bijmens (G.) *et al.*, « *The impact of climate change and policies on productivity : a report by the ESCB expert group on productivity, innovation and technological change* », *Occasional Paper Series*, n° 340, BCE, Francfort-sur-le-Main, février 2024 ; Lalinsky, T. *et al.*, « *The impact of the COVID-19 pandemic and policy support on productivity : a report by the ESCB expert group on productivity, innovation and technological change* », *Occasional Paper Series*, n° 341, BCE, Francfort-sur-le-Main, février 2024.

entrepris dans le cadre de l'évaluation de la stratégie de politique monétaire de la BCE ².

Le présent article est organisé en quatre sections. Après cette introduction, la section 2 étudie l'incidence de la pandémie et des mesures de soutien sur la productivité et la réallocation des ressources d'un secteur d'activité à l'autre et au sein des secteurs. La section 3 analyse les effets potentiels des transitions numérique et verte sur la productivité : elle étudie d'abord si, et par quels canaux, les technologies numériques pourraient changer la donne en matière de croissance de la productivité dans la zone euro, puis examine les effets de la modification des prix relatifs des consommations intermédiaires entraînée par la transition verte et le récent choc énergétique sur l'innovation et la réallocation des ressources permettant de renforcer la productivité. La section 4 conclut l'article.

2 L'incidence de la pandémie de COVID-19

La pandémie s'est distinguée des crises précédentes sur au moins trois points : a) l'incidence globale de la crise selon les pays, les secteurs et les entreprises ; b) les mesures prises pour contenir la propagation du virus, telles que les confinements et les changements dans la manière dont les ménages travaillent et consomment ; et c) la portée et l'ampleur des mesures de soutien accordées par les pouvoirs publics ³.

Les dispositifs de maintien de l'emploi ont constitué un élément important de la réponse de politique budgétaire et pourraient expliquer les évolutions différentes de la productivité pendant la pandémie, selon qu'elle est mesurée par salarié ou par heure travaillée. Les dispositifs de maintien de l'emploi ont fourni des incitations à garder les travailleurs en emploi au sein des entreprises, même s'ils travaillaient moins d'heures. Cela a permis aux entreprises de s'ajuster au choc en réduisant le temps de travail plutôt qu'en licenciant du personnel. Par conséquent, en 2020, la productivité mesurée par le PIB par heure travaillées a augmenté, et la productivité mesurée par le PIB par salarié a diminué (graphique 1). L'analyse présentée dans cet article, fondée sur des données au niveau des entreprises, se concentrera sur la productivité du travail mesurée par la production par salarié, compte tenu de l'absence d'informations concernant les heures travaillées au niveau des entreprises.

² Cf. Groupe de travail sur la productivité, l'innovation et le progrès technologique, « *Key factors behind productivity trends in EU countries* », *Occasional Paper Series*, n° 268, BCE, Francfort-sur-le-Main, septembre 2021.

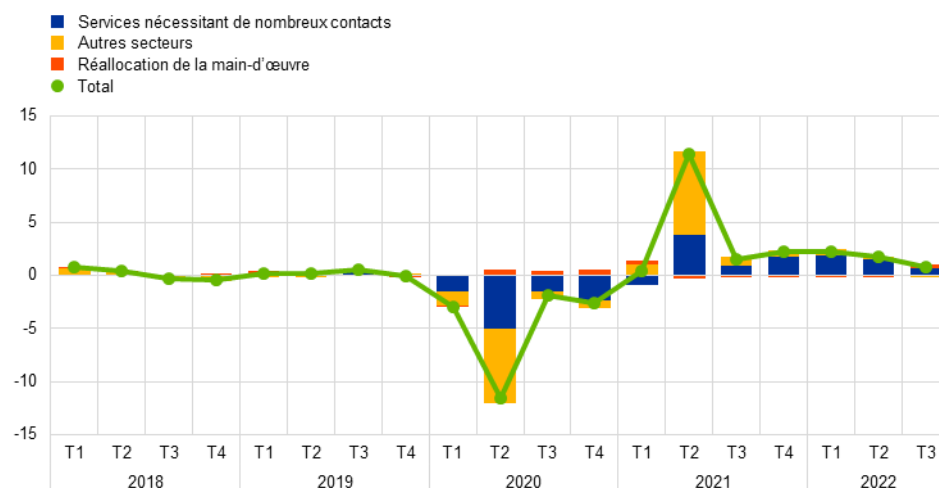
³ Cf. l'encadré intitulé « *L'impact de la pandémie de COVID-19 sur la croissance de la productivité du travail* », *Bulletin économique*, n° 7, BCE, 2021.

Graphique 1

Évolution de la productivité dans la zone euro

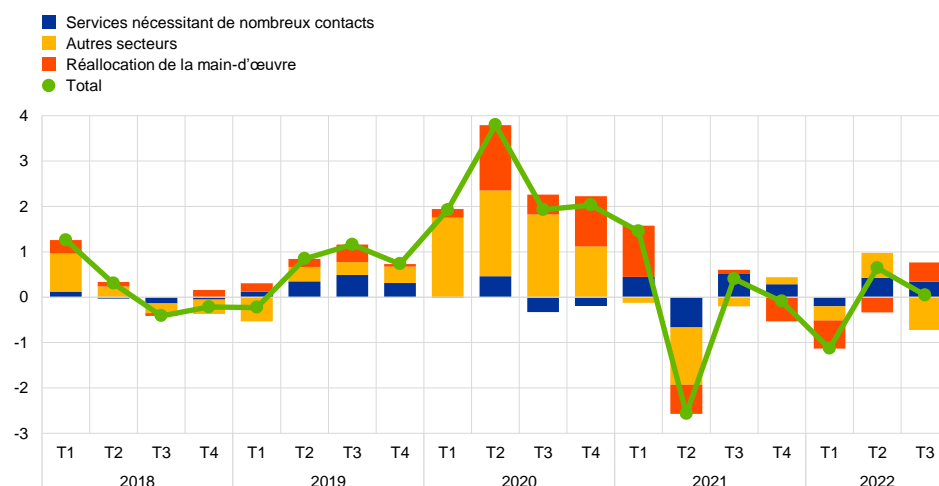
a) Productivité du travail par salarié

(variations annuelles en pourcentage)



b) Productivité du travail par heure travaillée

(variations annuelles en pourcentage)



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

Notes : La croissance de la productivité agrégée du travail est décomposée en croissance résultant des secteurs économiques (composante intra-sectorielle) et en variations de la proportion de l'emploi dans les secteurs (composante de réallocation de la main-d'œuvre entre les secteurs). En outre, la composante intra-sectorielle peut être décomposée en contribution des secteurs moins et plus exposés au choc lié à la COVID-19. Ces derniers correspondent aux services nécessitant de nombreux contacts et comprennent les secteurs suivants sur la base de la nomenclature NACE : le commerce de gros et de détail, la réparation d'automobiles et de motocycles (code G dans la nomenclature NACE), le transport et l'entreposage (H), l'hébergement et la restauration (I), les arts, les spectacles et les activités de loisirs (R) ainsi que les autres activités (S-U).

Incidence à court terme et réallocation des ressources

La baisse de la productivité par salarié en 2020 s'explique par le ralentissement prononcé de la croissance de la productivité intra-entreprise.

Le graphique 2 décompose la croissance sectorielle de la productivité du travail dans une sélection de pays de la zone euro entre 2019 et 2020 en contributions de la composante intra-entreprise et de la réallocation de la main-d'œuvre entre les

entreprises du secteur (composante inter-entreprises) ⁴. Dans la plupart des pays, la croissance de la productivité intra-entreprise s'est fortement ralentie. Cela reflète l'effet de la réduction de l'utilisation du facteur capital, du dispositif de maintien de l'emploi et de la baisse plus importante de la production par rapport au nombre de salariés qui en a résulté.

La pandémie et les mesures liées à la pandémie ont peut-être freiné, mais n'ont pas empêché la réallocation des ressources entre les secteurs et au sein des secteurs, laquelle entraîne un renforcement de la productivité. Les crises peuvent avoir un « effet d'assainissement », qui correspond à l'impact disproportionné des chocs économiques défavorables sur les entreprises à faible productivité. La réallocation des ressources des entreprises à faible productivité vers les entreprises à forte productivité qui en résulte peut atténuer les évolutions négatives de la productivité pendant les phases de repli causées par une faible utilisation des capacités de production et par le maintien des sureffectifs. Toutefois, ce processus de réallocation pourrait avoir été modifié pendant la pandémie, les entreprises à faible et à forte productivité opérant dans les secteurs nécessitant le plus de contacts ayant été affectées de façon similaire. En outre, la portée et l'ampleur importantes des mesures de soutien visant à protéger le secteur des entreprises, au niveau national et européen, pourrait avoir évité la contraction et la sortie des entreprises à faible productivité et, par conséquent, empêché l'effet d'assainissement. Le graphique 2 montre que la réallocation des ressources entre les entreprises existantes (composante inter-entreprises) a apporté une contribution positive à la croissance de la productivité dans le groupe de pays considéré et a atténué la baisse agrégée de la productivité du travail en 2020 ⁵. Cela signifie que les entreprises à faible productivité se sont contractées relativement plus que leurs homologues à forte productivité. En outre, le graphique 3 ci-après montre que les entreprises dont la productivité est relativement faible ont quitté le marché en 2020. Ces éléments indiquent que la pandémie a eu un effet d'assainissement. Toutefois, comme il le sera montré, l'effet d'assainissement a été moins prononcé que lors d'autres crises.

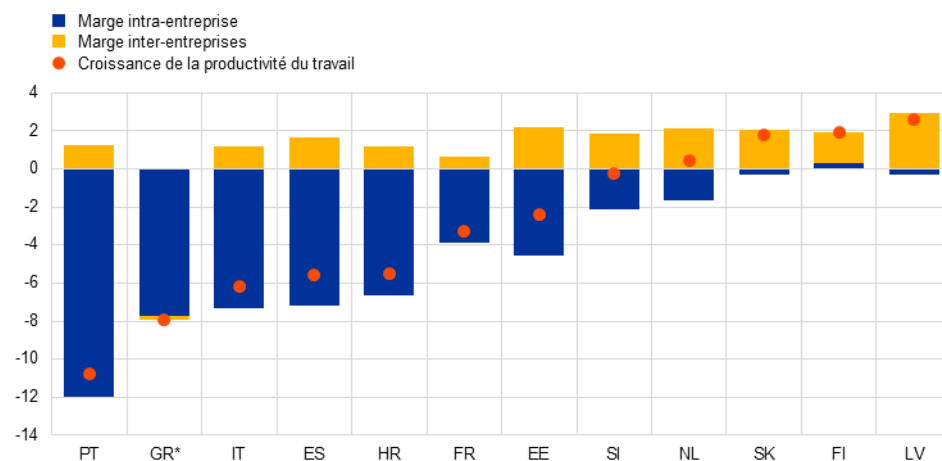
⁴ Les pays couverts sont l'Estonie, la Grèce, l'Espagne, la France, la Croatie, l'Italie, le Luxembourg, les Pays-Bas, le Portugal, la Slovaquie, la Slovaquie et la Finlande.

⁵ En Grèce, la contribution de la réallocation des ressources entre les entreprises est légèrement négative. Toutefois, la Grèce est le seul pays dans lequel la productivité est mesurée comme le revenu par salarié, plutôt que comme la valeur ajoutée par salarié. Cela pourrait affecter la comparabilité des résultats avec les autres pays.

Graphique 2

Contributions à la croissance de la productivité du travail sectorielle en 2020

(variations annuelles en pourcentage)



Source : Calculs des auteurs à partir des données relatives aux entreprises individuelles des pays inclus.

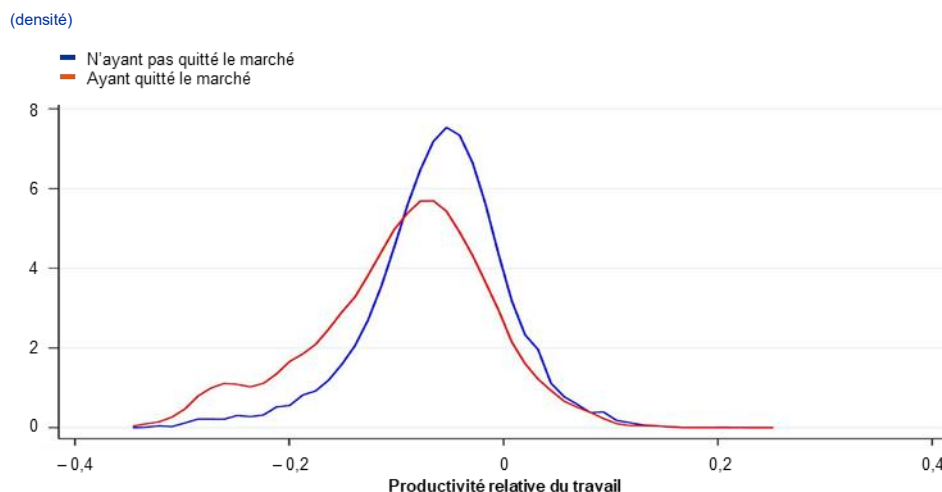
Notes : La productivité est mesurée comme la valeur ajoutée réelle par salarié, à l'exception de la Grèce, où elle est calculée comme le revenu par salarié. Le calcul applique une analyse structurelle résiduelle (*shift-share analysis*) de la croissance de la productivité des secteurs, qui établit une distinction entre la contribution de l'évolution de la productivité de chaque entreprise, compte tenu des parts de marché initiales (marge intra-entreprise), et l'évolution des parts de marché d'entreprises présentant des niveaux de productivité différents (marge inter-entreprises).

Les entreprises moins productives sont sorties du marché au cours de la première année de pandémie, contribuant à l'effet d'assainissement.

Les ressources peuvent également être redistribuées entre les entreprises suivant leur entrée sur le marché ou leur sortie du marché. Lorsque des entreprises moins productives sont remplacées par de nouvelles entreprises plus productives, le dynamisme des entreprises renforce la productivité. Comme le montre le graphique 3, la distribution de la productivité des entreprises sorties du marché en 2020 était décalée vers la gauche par rapport à la distribution de la productivité des entreprises survivantes dans leur secteur. Cela signifie que les entreprises sortant du marché avaient en moyenne une productivité inférieure à celle des entreprises déjà en place, contribuant à la réallocation des ressources qui a renforcé la productivité.

Graphique 3

Distribution de la productivité des entreprises sortantes par rapport aux entreprises survivantes dans le même secteur en 2020



Source : Calculs des auteurs à partir des données Orbis-IBACH au niveau des entreprises :

Notes : Les données concernent la Belgique, l'Allemagne, l'Espagne, la France, l'Italie et le Portugal. La productivité du travail se définit comme la valeur ajoutée réelle par salarié.

Toutefois, lorsque l'économie s'est fortement contractée en 2020, moins d'entreprises ont quitté le marché que lors d'autres épisodes de crise, ce qui a atténué l'effet d'assainissement. Afin de déterminer si les sorties d'entreprises étaient différentes en 2020 par rapport aux crises précédentes, la réaction historique estimée des sorties d'entreprises au ralentissement de l'activité économique est comparée à la dynamique observée durant la phase aiguë de la pandémie dans les cinq plus grandes économies de la zone euro. Les résultats présentés dans le tableau 1 montrent que la réaction à la pandémie a été beaucoup moins prononcée que lors des crises précédentes : la corrélation entre les sorties d'entreprises et l'activité économique ($-0,031$) est revenue à environ $-0,01$ pendant la pandémie (comme le suggère la somme des coefficients estimés : $-0,031+0,024$). Cette évolution s'explique par plusieurs facteurs, y compris le gel des faillites résultant soit des confinements qui ont suspendu les procédures administratives, soit des décisions des pouvoirs publics prises pour éviter une vague de faillites dans certains pays ⁶. Les mesures de soutien apportées au secteur des entreprises ont également contribué à réduire le nombre d'entreprises quittant le marché, comme le montre le tableau ci-après.

⁶ Le taux plus bas de sorties d'entreprises pendant la phase aiguë de la pandémie pourrait également refléter les anticipations d'une crise de la COVID-19 de courte durée.

Tableau 1

Relation entre les sorties d'entreprises et les évolutions de l'activité économique

Variable dépendante : taux de sortie des entreprises

Variable de régression	Coefficient estimé
Activité du secteur	- 0,031
Variable muette COVID-19 (2020=1)	- 0,490 *
Activité du secteur x variable muette COVID-19	0,024 **
Observations	3 209
R ²	0,57

Source : Calculs des auteurs à partir des données d'Eurostat au niveau des secteurs.

Notes : Le tableau présente les résultats d'une régression par la méthode des moindres carrés ordinaires avec des effets fixes par secteur, pays et année, en utilisant les données de l'Allemagne, l'Espagne, la France, l'Italie et les Pays-Bas sur la période 2004-2020 et sur 50 secteurs à deux chiffres. La variable dépendante correspond au ratio année/pays/secteur des sorties d'entreprises et la principale variable de régression correspond à la croissance de la valeur ajoutée par année par pays et par secteur, utilisée comme approximation de la position du secteur dans le cycle. L'interaction avec la variable muette COVID-19 (2020=1) montre que le nombre de sorties d'entreprises est moins élevé en réaction à une baisse de 1 point de pourcentage de la croissance de la valeur ajoutée au cours de la période COVID-19. Les erreurs sont regroupées au niveau des secteurs. *** significatif au niveau de 1 %, ** significatif au niveau de 5 %, * significatif au niveau de 10 %.

Le rôle des mesures de soutien

La mise en œuvre rapide des mesures de soutien aux entreprises et aux ménages a permis d'éviter une vague de faillites et de préserver les revenus des ménages. Ce soutien a donc constitué un facteur clé de la reprise rapide de l'économie de la zone euro après la crise provoquée par la pandémie. Toutefois, il est important d'examiner si les mesures de soutien sans précédent mises en œuvre pendant la pandémie ont eu des effets indésirables sur la croissance de la productivité agrégée.

Les données sur les entreprises de plusieurs pays de la zone euro suggèrent que les mesures de soutien n'ont pas entraîné de forte distorsion de la réallocation des ressources entre les entreprises existantes en 2020.

Afin d'analyser l'allocation des mesures de soutien entre les entreprises pendant la pandémie, il est nécessaire de fusionner les données relatives aux caractéristiques d'une entreprise avec les informations sur le soutien qu'elle a reçu sous forme de subventions, de moratoires sur les prêts et de garanties. Cette série de données fusionnées, disponible pour six pays de la zone euro, montre que les entreprises situées au milieu de la distribution de la productivité avaient la plus forte probabilité de recevoir une aide en 2020 (graphique 4, ligne bleu foncé)⁷. En outre, l'ampleur de l'aide augmentait avec la productivité de l'entreprise⁸. Par conséquent, au début de la crise, l'aide publique n'a pas été spécifiquement allouée aux entreprises à faible productivité et n'a donc pas contribué à une mauvaise allocation des ressources.

⁷ Les pays pour lesquels des données pour 2020 sont disponibles sont : l'Estonie, l'Espagne, la Croatie, le Portugal, la Slovénie et la Slovaquie.

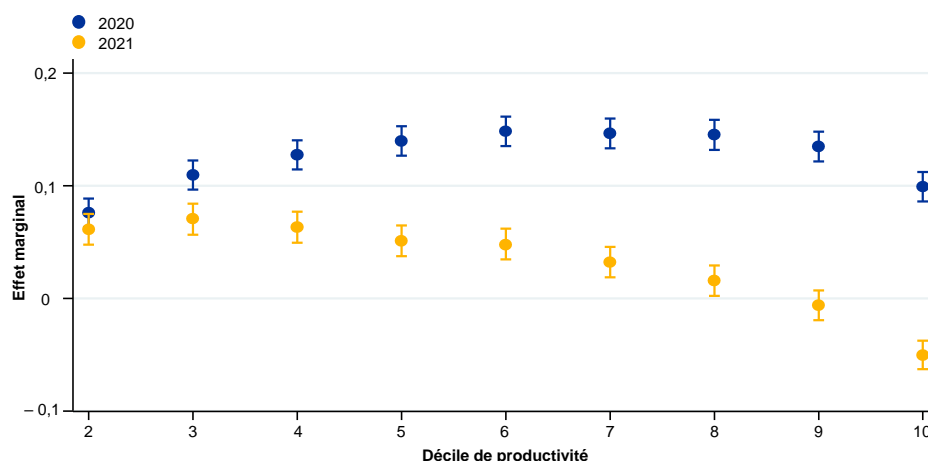
⁸ Pour les données par pays et d'autres détails, cf. Lalinsky (T.) et al., « *The impact of the COVID-19 pandemic and policy support on productivity : a report by the ESCB expert group on productivity, innovation and technological change* », *Occasional Paper Series*, n° 341, BCE, Francfort-sur-le-Main, février 2024.

Toutefois, la probabilité relative que les entreprises à faible productivité reçoivent une aide a nettement augmenté au cours de la deuxième année de la crise pandémique. Les entreprises très productives sont sorties des dispositifs de soutien à un stade précoce de la pandémie. Par conséquent, au cours de la deuxième année de la pandémie, la probabilité de recevoir une aide a augmenté pour les entreprises à faible productivité par rapport aux entreprises plus productives dans tous les pays pour lesquels des données sont disponibles (graphique 4, ligne jaune). L'attribution de subventions a donc entraîné plus de distorsions au fil du temps, malgré des critères d'éligibilité inchangés ⁹.

Graphique 4

Probabilité de recevoir des subventions salariales selon la productivité de l'entreprise, 2020 et 2021

(différence en points de pourcentage de la probabilité de recevoir une aide par rapport à la catégorie de référence (premier décile))



Source : Calculs des auteurs à partir des données au niveau des entreprises de la Croatie, de la Lettonie et de la Slovaquie.
Notes : Variations de la probabilité de recevoir des subventions pour une entreprise dans un décile de productivité donné par rapport au décile de productivité le plus bas (premier décile). Les moustaches représentent les intervalles de confiance. Pour la Croatie, la Lettonie et la Slovaquie, il s'agit d'une moyenne des résultats.

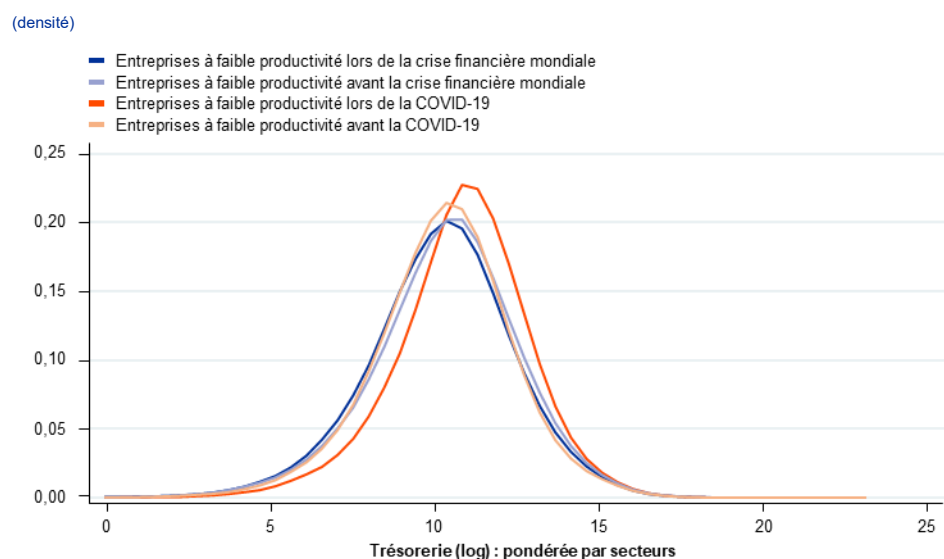
Une analyse complémentaire montre que, comparativement à d'autres crises, le faible taux de sortie des entreprises en 2020 pourrait, dans une certaine mesure, être attribué au fait que les entreprises à faible productivité disposaient d'importants coussins de liquidités (graphique 5). Les entreprises à faible productivité, définies comme celles situées dans la moitié inférieure de la distribution de la productivité dans chaque secteur, disposaient de coussins de liquidités relativement solides en 2020. Cela pourrait expliquer leur plus grande capacité à rester sur le marché pendant la pandémie par rapport à d'autres crises telles que la crise financière mondiale. Différentes raisons peuvent expliquer ces coussins de liquidités plus élevés. Il est possible que les entreprises aient eu des bilans plus solides avant la pandémie ou qu'elles aient bénéficié de mesures de soutien budgétaire pendant la pandémie. Afin d'établir une distinction entre ces facteurs, le graphique 5 montre la distribution de la détention de liquidités en 2020 (en rouge) et en 2009, année du pic de la crise financière mondiale (en bleu), ainsi

⁹ Il convient de noter que seules la Croatie, la Lettonie et la Slovaquie disposaient de données au niveau des entreprises relatives aux subventions salariales et aux caractéristiques des entreprises pour 2021. Par conséquent, les résultats relatifs à l'attribution des aides en 2021 sont fondés sur un échantillon restreint de pays et doivent être considérés avec prudence.

qu'au cours de l'année précédant les deux crises (en rouge clair et bleu clair). Il apparaît clairement que les coussins de liquidités des entreprises à faible productivité étaient plus élevés en 2020 qu'en 2009, et que l'augmentation est intervenue en 2020 et non en 2019. Cela suggère que les mesures de soutien peuvent avoir joué un rôle essentiel dans le faible taux de sortie des entreprises en 2020.

Graphique 5

Distribution des liquidités détenues par les entreprises à faible productivité pendant la crise financière mondiale et la pandémie



Source : Calculs des auteurs à partir des données Orbis-iBACH pour la Belgique, l'Allemagne, l'Espagne, la France, l'Italie et le Portugal.

Notes : Les entreprises à faible productivité sont définies comme celles se situant dans la moitié inférieure de la distribution de la productivité dans chaque pays-secteur. Les secteurs sont ensuite agrégés en utilisant les pondérations de la valeur ajoutée. La période « lors de la crise financière mondiale » correspond à 2009, « avant la crise financière mondiale » à 2008, « lors de la COVID-19 » à 2020 et « avant la COVID-19 » à 2019. La productivité est mesurée comme la valeur ajoutée réelle par salarié.

La politique monétaire a également joué un rôle dans l'atténuation des effets adverses de la crise provoquée par la pandémie de COVID-19. Au moment de la rédaction de cet article, il n'était pas encore possible de quantifier l'incidence de la politique monétaire sur la croissance de la productivité au niveau des entreprises, car les données à l'échelle des entreprises n'étaient pas encore disponibles pour la période postérieure à 2020/2021. Toutefois, une analyse des données historiques peut donner une indication des effets possibles de la politique monétaire pendant la pandémie. En général, la politique monétaire a une incidence sur la productivité en affectant positivement le cycle d'activité, mais aussi en réduisant les frictions financières des entreprises à productivité relativement élevée ¹⁰.

¹⁰ Cf. l'analyse présentée dans Valderrama (M.T.) *et al.*, « *The impact of monetary policy on productivity : A report of the ESCB Expert Group on Productivity, Innovation and Technological Change* », *Occasional Paper Series*, 2024, à paraître.

Effets de la pandémie sur la productivité à long terme

Il est encore trop tôt pour évaluer les conséquences à long terme de la pandémie sur la croissance de la productivité. Il est également difficile de les identifier parce que d'autres chocs ayant des effets potentiellement importants sur la croissance de la productivité ont affecté l'économie depuis la pandémie. Cette section met en lumière les principaux changements structurels susceptibles d'avoir une incidence sur la croissance de la productivité à long terme, la quantification précise de leurs effets étant réservée à une future analyse, à mesure que les données deviendront disponibles.

La pandémie et les confinements qui en ont résulté ont accéléré le développement du commerce électronique et des achats en ligne. Au début de la pandémie, le chiffre d'affaires du commerce de détail en données déflatées a chuté d'environ 20 % (graphique 6, partie a). En revanche, les achats en ligne ont fortement augmenté et demeuraient, en 2022, supérieurs d'environ 30 à 40 % à leurs niveaux d'avant la COVID-19. L'incidence de cette hausse des ventes en ligne sur la croissance de la productivité n'est pas clairement définie et son effet varie selon les caractéristiques de l'entreprise et d'autres déterminants. La littérature a montré que le développement des plateformes en ligne a eu une incidence positive sur la croissance de la productivité des entreprises présentes ¹¹. Ces gains de productivité résultent de hausses de la valeur ajoutée plutôt que de réductions de l'emploi, ce qui indique que les plateformes en ligne génèrent des opportunités commerciales plus importantes.

De la même manière, le télétravail a fortement augmenté au printemps 2020 avec la mise en place de mesures de distanciation sociale. Le pourcentage de salariés travaillant fréquemment ou occasionnellement à domicile a fortement augmenté en 2020 et a poursuivi sa hausse pour atteindre près de 25 % en 2021 (graphique 6, partie b). La forte augmentation du télétravail peut affecter la croissance de la productivité via différents canaux. Tout d'abord, le télétravail peut conduire à une meilleure efficacité, grâce au temps économisé sur les trajets domicile-travail, qui se traduit en partie par un allongement du temps de travail ¹². Deuxièmement, il peut entraîner une réduction du stock de capital, en particulier des biens immobiliers, nécessaire au fonctionnement des entreprises ¹³. Troisièmement, le télétravail peut accélérer la transformation numérique. Et, quatrièmement, le télétravail peut avoir une incidence négative sur la façon dont les équipes travaillent ensemble, car le travail à domicile est perçu par certains comme diminuant l'interaction, l'esprit d'équipe et les synergies entre collègues. Les données disponibles montrent que les effets négatifs du télétravail sur la productivité s'accroissent avec l'intensité en télétravail. C'est pourquoi la littérature suggère une relation en U inversé entre le volume de télétravail et l'efficacité des travailleurs,

¹¹ Organisation de coopération et de développement économiques, « *One year of SME and entrepreneurship policy responses to COVID-19: Lessons learned to 'build back better'* », *OECD Policy Responses to Coronavirus (COVID-19)*, 2021.

¹² Aksoy (C.G.), Barrero (J.M.), Bloom (N.), Davis (S.J.), Dolls (M.) et Zarate (P.), « *Time Savings When Working from Home* », *NBER Working Paper*, No 30866, janvier 2023.

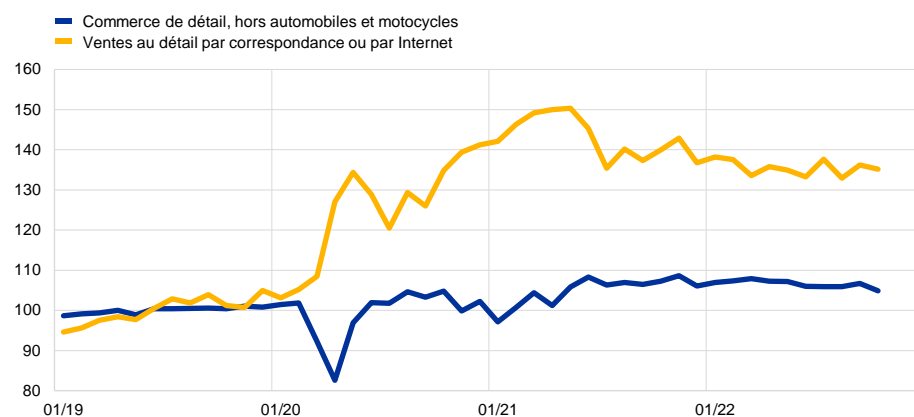
¹³ Bergeaud (A.) and Ray (S.), « *Macroéconomie du télétravail* », *Bulletin de la Banque de France*, n° 231/2, 2020.

ce qui implique que la croissance de la productivité est maximisée à des niveaux de télétravail modérés ¹⁴. La forme exacte de cette relation est susceptible de varier selon l'importance relative de ces facteurs par secteur et par profession.

Graphique 6 Commerce électronique et télétravail

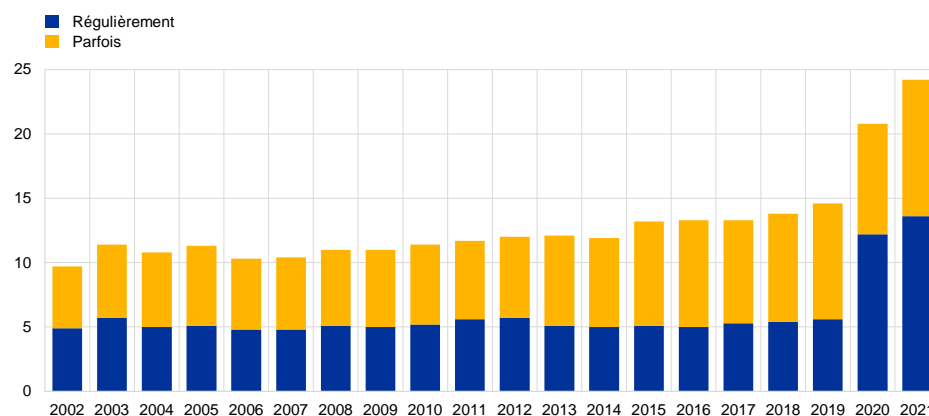
a) Chiffre d'affaires du commerce de détail

(En données déflatées ; indice 2019 = 100)



b) Part des salariés en télétravail

(en % des personnes employées âgées de 15 ans et plus)



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

Notes : La vente au détail par correspondance ou via internet comprend les activités de vente au détail où les acheteurs font leur choix sur la base de publicités, de catalogues, d'informations fournies sur un site internet, de modèles ou de tout autre moyen de publicité et passent leur commande par courrier électronique, par téléphone ou par internet. Dernière observation : octobre 2022

La pandémie peut avoir laissé des « cicatrices » plus durables sur la main-d'œuvre, au-delà de la phase aiguë. Tout d'abord, il est possible que les fermetures d'écoles et les perturbations de l'enseignement pendant la pandémie aient eu un impact sur le capital humain des futurs travailleurs. Deuxièmement, dans la population active actuelle, les mesures d'endiguement de la pandémie et la forte réduction de la production peuvent avoir augmenté le taux de chômage, perturbé les relations entre les entreprises et les travailleurs et potentiellement réduit les

¹⁴ Cf. par exemple, Behrens (K.), Kichko (S.) et Thisse (J.-F.), « *Working From Home: Too Much of a Good Thing?* », *CESifo Working Papers*, n° 8831, 2021 et Albanesi (S.), Dias da Silva (A.), Jimeno (J.F.), Lamo (A.) et Wabitsch (A.), « *New technologies and jobs in Europe* », *Working Paper Series*, n° 2831, BCE, Francfort-sur-le-Main, 2023.

compétences et le capital humain. Enfin, il est possible que certaines personnes infectées par la COVID-19 aient développé des pathologies chroniques qui nuisent à leur capacité à travailler pendant une période prolongée. Cela étant, les dispositifs de maintien de l'emploi et la fourniture de cours en ligne ont probablement réduit l'impact de la crise pandémique sur la main-d'œuvre, et le retour de la main-d'œuvre de la zone euro en 2023 vers sa tendance de long terme antérieure à la pandémie contredit l'hypothèse d'effets permanents considérables ¹⁵.

3 L'impact de la transition numérique et de la transition verte

Les transformations numérique et verte de l'économie qui sont en cours constituent une priorité en Europe. Les fonds NGEU soutiennent l'adoption de technologies plus vertes et la numérisation de l'économie, qui ont été accélérées par la pandémie et la récente hausse des prix de l'énergie. Cette double transition devrait affecter la croissance de la productivité de la zone euro à court et moyen terme. De plus, le développement et la diffusion en cours de l'intelligence artificielle (IA) dans les économies de la zone euro créent de nombreuses possibilités et de nouveaux défis pour l'exploitation du potentiel d'amélioration de la productivité qu'offre l'IA. Le paquet « Ajustement à l'objectif 55 » de l'UE ¹⁶ a été conçu pour accélérer la transition verte et, parallèlement au récent choc énergétique dans le contexte de l'invasion de l'Ukraine par la Russie, est en train de modifier les prix relatifs des différents intrants énergétiques. Même si le coût de la transition vers une économie à bas carbone sera toujours moins élevé que celui de l'inaction, il est important de comprendre comment ces changements affectent les décisions de production et la performance du secteur des entreprises. Une hausse des coûts des intrants liée au renchérissement de l'énergie et du carbone pèsera probablement sur la croissance de la productivité à court terme. Cet impact négatif pourrait être compensé à plus long terme par l'adoption de nouvelles technologies plus vertes et plus avancées au plan numérique.

La transition numérique

La transition numérique est devenue une priorité pour l'Union européenne ¹⁷. De plus, la pandémie a accéléré la numérisation. En outre, l'IA générative constitue une vitrine du potentiel – qui reste encore à observer – qu'ont les nouvelles technologies numériques de modifier la manière dont les gens vivent et travaillent.

Une des raisons principales pour lesquelles l'Union européenne a un intérêt à la transition numérique tient au potentiel d'amélioration de la productivité que

¹⁵ Cf. Lam (W.R.) et Solovyeva (A.), « *How effective were job-retention schemes during the COVID-19 pandemic? A microsimulation approach for European countries* », *IMF Working Paper 2023/003*, Fonds monétaire international, 2023 et l'article intitulé « *Population active de la zone euro : évolutions et déterminants récents* », *Bulletin économique*, numéro 6, BCE, 2023.

¹⁶ L'*Ajustement à l'objectif 55* est un ensemble de propositions visant à réduire les émissions nettes de gaz à effet de serre de l'UE d'au moins 55 % (par rapport à 1990) d'ici à 2030.

¹⁷ Comme en attestent différentes initiatives telles que la stratégie pour un marché unique numérique (*Digital Single Market Strategy*) de l'Union européenne et le projet *Next Generation EU*.

présente la numérisation. La numérisation affecte la croissance de la productivité des entreprises par le biais de plusieurs canaux. En ce qui concerne les travailleurs, la littérature montre que l'adoption de technologies numériques stimule leur efficacité en complétant leurs tâches, tandis que les tâches non essentielles sont davantage susceptibles d'être externalisées après l'arrivée de nouvelles technologies ¹⁸. Plusieurs études ont aussi décrit l'impact de la numérisation sur les marchés : les technologies numériques permettent aux entreprises de croître rapidement et de changer d'échelle sans augmenter leur masse (*scale without mass*) ¹⁹, d'accroître leur compétitivité et la taille de leur marché par le biais du potentiel en matière de commerce électronique et d'accès à un choix plus large de biens importés ²⁰.

Investir dans les technologies numériques accroît la productivité à l'échelle de l'entreprise. Une analyse à l'échelle de l'entreprise pour la France et l'Autriche montre que, après une période d'ajustement, les entreprises qui investissent davantage dans les technologies numériques bénéficient d'une croissance de la productivité durable et nettement plus élevée que les autres entreprises (graphique 7) ²¹. À très court terme, adopter ces nouvelles technologies implique des modifications structurelles du processus de production, qui pourraient être préjudiciables à la productivité. En effet, les taux d'emploi réagissent plus rapidement que la production car les entreprises doivent embaucher des salariés capables d'accomplir de nouvelles tâches, dans le domaine de l'informatique par exemple. Cela explique la baisse initiale du facteur travail et, surtout, de la croissance de la productivité globale des facteurs (PGF) au cours de l'année de l'investissement dans la technologie.

Toutefois, l'effet estimé de l'adoption du numérique sur la productivité à l'échelle de l'entreprise dans les deux pays inclus dans l'analyse est faible (graphique 7). La réaction estimée de la productivité des entreprises à l'adoption de la technologie numérique indique que, en moyenne, une hausse de 1 % de l'investissement dans les technologies numériques entraînerait une hausse de 0,06 % de la productivité du travail et de 0,007 % de la PGF au bout de six ans. Ces estimations représentent probablement une borne inférieure pour quatre raisons au moins : (1) il s'agit d'élasticités fondées sur des microdonnées estimées à l'échelle de l'entreprise, ce qui signifie que les effets de contagion et les effets d'équilibre général ne sont pas inclus, bien qu'ils puissent se révéler importants, comme analysé plus bas ; (2) les données pour l'exercice se rapportent à la période

¹⁸ Cf., par exemple, Gal (P.) et al., « *Digitalization and Productivity: In Search of the Holy Grail - Firm-level Empirical Evidence from European Countries* », *International Productivity Monitor*, Centre for the Study of Living Standards, vol. 37, 2019, p. 39-71.

¹⁹ Changer d'échelle sans augmenter sa masse (*scale without mass*) fait référence à la possibilité de mener des activités commerciales importantes sans satisfaire aux critères nécessaires à l'établissement permanent dans la juridiction.

²⁰ Cf., par exemple, Haskel (J.) et Westlake (S.), « *Capitalism without Capital: The Rise of the Intangible Economy* », Princeton University Press, 2017.

²¹ L'analyse s'appuie sur une méthodologie fondée sur des événements dans laquelle l'événement est un investissement important (parmi les 10 % les plus élevés de la distribution) en technologie numérique. La spécification inclut des contrôles pour des variables stables dans le temps, non observables, spécifiques à l'entreprise, au secteur et au pays, ainsi que des effets fixes secteur-année afin de prendre en compte une partie des chocs d'offre ou de demande corrélés potentiels. Pour plus d'informations sur la méthodologie, cf. Aghion (P.), Antonin (C.), Bunel (S.) et Jaravel (X.), « *What Are the Labor and Product Market Effects of Automation? New Evidence from France* », *Sciences Po publications*, 2020.

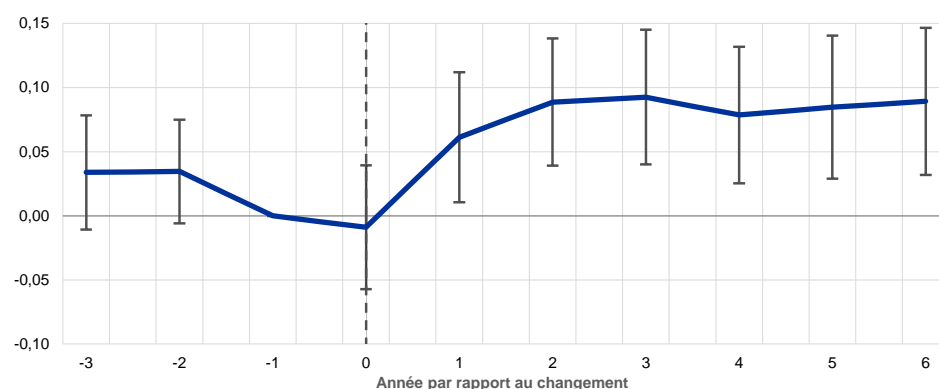
précédant l'introduction des technologies d'IA de dernière génération, et en particulier l'IA générative, qui pourrait avoir un impact plus élevé sur la productivité ; (3) les nouvelles technologies numériques peuvent nécessiter des investissements dans les compétences complémentaires des salariés et des dirigeants, des infrastructures et des cadres juridiques appropriés ainsi que des actifs incorporels (comme les données et les logiciels) afin de produire l'intégralité des bénéfices en matière de productivité ; et (4) l'impact moyen masque les impacts hétérogènes selon les différents secteurs et selon les entreprises d'un même secteur.

Graphique 7

Impact de l'adoption du numérique sur la croissance de la productivité à l'échelle de l'entreprise au fil du temps

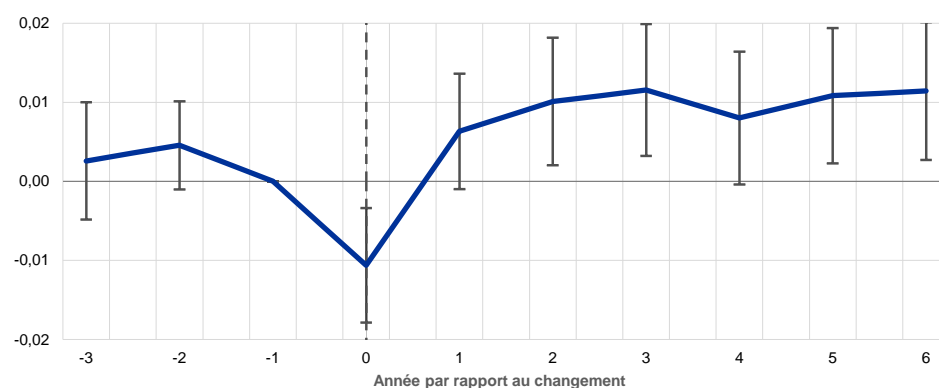
a) Productivité du travail

(semi-élasticité estimée)



b) Productivité globale des facteurs

(semi-élasticité estimée)



Source : Calculs des auteurs à partir de données FIBEN (France).

Note : Le graphique se réfère aux résultats fondés sur les données à l'échelle de l'entreprise pour la France, même si les résultats pour l'Autriche sont de qualité comparable. Le graphique présente la différence moyenne de croissance de la productivité jusqu'à six ans après l'investissement entre deux groupes d'entreprises : les entreprises ayant beaucoup investi dans la numérisation et les entreprises ayant moins investi dans la numérisation. Les moustaches représentent un intervalle de confiance à 95 %.

Une analyse utilisant les données à l'échelle de l'entreprise pour 13 pays de la zone euro confirme que les gains de productivité retirés de la numérisation sont très hétérogènes d'un secteur à l'autre et d'une entreprise à l'autre.

D'après les estimations, une hausse de 1 point de pourcentage de l'intensité de l'investissement numérique dans un secteur est associée à une accélération, l'année suivante, d'environ 0,02 point de pourcentage de la croissance de la PGF

de l'entreprise moyenne de ce secteur. Par conséquent, l'ampleur de l'impact de l'investissement numérique semble plutôt faible, ce qui corrobore les résultats précédents pour la France et l'Autriche. Toutefois, les impacts moyens masquent une forte hétérogénéité entre les secteurs : l'impact dans les secteurs à même de tirer profit de la numérisation (points bleus et jaunes dans le graphique 8, partie a) est 17 fois plus élevé que l'impact moyen sur la productivité estimé pour l'ensemble des secteurs.

Seules les entreprises les plus productives tirent profit, au regard de la croissance de la PGF, d'une hausse de l'intensité numérique (graphique 8, partie b). Seuls 30 % environ des entreprises, les plus productives du secteur, parviennent à utiliser les nouvelles technologies numériques de manière innovante et même révolutionnaire pour accroître leur productivité au fil du temps. De fait, ces entreprises disposent déjà de processus internes très productifs et la numérisation constitue un avantage supplémentaire qui leur apporte un avantage concurrentiel. S'agissant des autres entreprises, la numérisation n'exerce pas d'impact significatif sur leur productivité ²².

Toutefois, l'impact agrégé de la numérisation sur la croissance de la productivité, après prise en compte des effets de contagion et des effets d'équilibre général, peut se révéler significatif. Pour comprendre l'importance des effets d'équilibre général, on utilise un modèle d'équilibre général stochastique dynamique multi-secteurs calibré pour les quatre principales économies de la zone euro. Dans ce modèle, la production sectorielle est utilisée non seulement à des fins de consommation ou d'investissement, mais aussi comme intrant intermédiaire pour capturer les liens inter-secteurs ²³. La croissance de la productivité du travail résultant de la croissance de la PGF observée dans chaque secteur entre 1997 et 2018 est comparée à un scénario contrefactuel dans lequel la croissance de la PGF dans les secteurs numériques est fixée à zéro à partir de 1997 ²⁴ ; c'est-à-dire un scénario contrefactuel sans numérisation ²⁵. On constate qu'en Allemagne et en France, la croissance de la productivité du travail aurait été inférieure d'environ 50 % et 40 %, respectivement, en données cumulées depuis 1997, sans hausses d'efficacité liées à la numérisation ²⁶. La productivité agrégée du travail en Italie

²² L'analyse utilise des données Orbis pour 13 pays de la zone euro entre 2000 et 2019, soit environ 2,5 millions d'entreprises, pour estimer l'impact de l'intensité numérique sectorielle sur la croissance de la PGF à l'échelle de l'entreprise après prise en compte d'autres déterminants possibles de la croissance de la productivité à l'échelle de l'entreprise. Pour plus de détail, cf. Anderton (R.), Botelho (V.) et Reimers (P.), « *Digitalisation and productivity: gamechanger or sideshow?* », *Working Paper Series*, n° 2794, BCE, Francfort-sur-le-Main, mars 2023.

²³ Une description détaillée du modèle est disponible in Deutsche Bundesbank, « *The impact of digitalisation on labour productivity growth* », *Monthly Report*, vol. 75, n° 3, mars 2023, p. 43-65.

²⁴ Les secteurs numériques comprennent les secteurs économiques suivants : « fabrication de produits informatiques, électroniques et optiques » (division C26 de la classification NACE), « fabrication d'équipements électriques » (division C27 de la classification NACE) et « information et communication » (section J de la classification NACE).

²⁵ Il convient de noter qu'il s'agit là d'une hypothèse très forte dans la mesure où la croissance de la PGF dans les secteurs numériques peut être liée à d'autres raisons que la numérisation.

²⁶ Les résultats pour l'Espagne ne sont pas présentés dans la mesure où le modèle s'écarte nettement dans certaines parties de la trajectoire effective de la productivité du travail. Le fait que la productivité du travail en Espagne a considérablement augmenté sous l'effet de la réduction disproportionnée du facteur travail dans le sillage de la crise financière et économique mondiale et de la crise de la dette souveraine qui a suivi en constitue probablement l'une des raisons. Toutefois, cette évolution marquée n'a pas été déclenchée par la PGF et ne peut donc être déduite à partir du modèle.

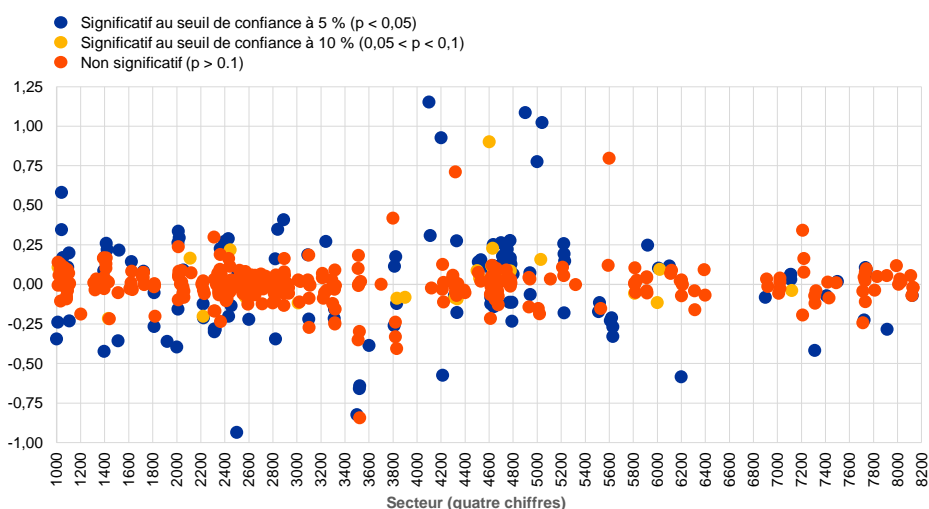
aurait stagné. Globalement, les résultats de la simulation soulignent le fort impact de la croissance de la PGF dans les secteurs numériques – comme approximation de la numérisation – sur la croissance de la productivité agrégée du travail, ainsi que l'importance des effets de contagion et des effets d'équilibre général ²⁷.

Graphique 8

Impacts hétérogènes de la numérisation sur la croissance de la PGF dans les différents secteurs et entreprises

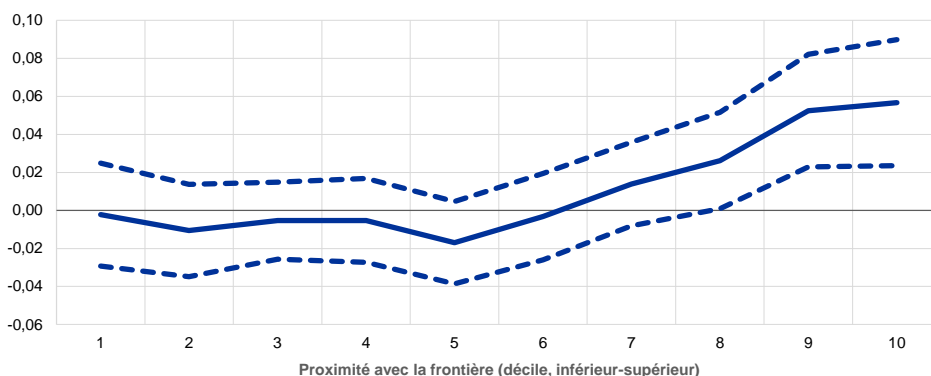
a) Impact estimé de la numérisation sur la croissance de la PGF dans différents secteurs

(en points de pourcentage)



b) Impact estimé de la numérisation sur la croissance de la PGF dans des entreprises avec différents niveaux initiaux de PGF

(en points de pourcentage)



Source : Anderton *et al.*¹⁾

Notes: La partie a) présente l'impact de la numérisation sur la croissance de la PGF sectorielle ; les secteurs sont définis au niveau des rubriques à quatre chiffres de la classification NACE. La partie b) montre l'impact sectoriel de la numérisation sur la croissance de la PGF des entreprises, en fonction de la position de l'entreprise dans la distribution de la PGF (1 est le décile le plus bas de la distribution de la PGF et 10 le décile le plus haut).

1) Anderton (R.), Botelho (V.) et Reimers (P.), « *Digitalisation and productivity: gamechanger or sideshow?* », Working Paper Series, n° 2794, BCE, Francfort-sur-le-Main, mars 2023.

²⁷ Les élasticités de la productivité par rapport à la numérisation fondées sur des microdonnées sont nettement plus faibles que celles suggérées par le modèle car elles ne tiennent pas compte des entrées et des sorties, des effets de contagion entre secteurs et d'autres effets d'équilibre.

La transition verte

Les risques liés à la transition se rapportent aux impacts des politiques d'atténuation nécessaires pour atteindre une société plus verte. Ces politiques, qui mettent en place des objectifs de réduction des émissions de carbone, entraînent des changements dans le système énergétique et industriel et ont des impacts sur l'ensemble de l'économie. Par exemple, les entreprises impliquées dans la production de carburant fossile et les entreprises à fortes émissions de carbone pourraient faire face à une hausse des coûts liés à leur activité et/ou des coûts élevés pour investir dans les technologies d'atténuation du carbone. De plus, le renchérissement des intrants intermédiaires peut se traduire par une hausse notable des coûts de production des entreprises moins polluantes. Globalement, l'économie entière devra s'ajuster.

Une « transition désordonnée » réduirait la productivité agrégée à long terme.

Le capital vert requiert un développement technologique et des investissements, qui sont eux-mêmes un processus progressif dépendant de la disponibilité des ressources. Le rythme de la transition est donc important. Si les prix du carbone augmentent de manière progressive et prévisible (« transition ordonnée »), le capital obsolète peut être remplacé par du nouveau capital vert quand il se déprécie. Si l'effort d'investissement est incertain et les politiques de transition imprévisibles ou repoussées dans le futur, les prix du carbone devront augmenter fortement pour atteindre la neutralité carbone (« transition désordonnée »). Cela peut se traduire par des pertes substantielles de capital, de production et de productivité à long terme.

Même si les politiques de transition visent à réduire les émissions de gaz à effets de serre (GES), elles peuvent aussi exercer un impact sur la croissance de la productivité à court et moyen terme ²⁸. Il existe de multiples canaux potentiels pour cet impact. Premièrement, les politiques de transition peuvent réduire la flexibilité avec laquelle les entreprises exercent leur activité. Deuxièmement, les nouvelles technologies vertes pourraient se révéler moins efficaces que les technologies existantes à forte intensité carbone. Troisièmement, l'investissement dans les technologies vertes pourrait évincer d'autres investissements visant à renforcer la productivité. Quatrièmement, la transition verte peut entraîner la réallocation des ressources depuis les secteurs et les entreprises très polluants vers les secteurs et les entreprises peu polluants, qui peuvent avoir un niveau de productivité moyen différent. Cinquièmement, une hausse de l'investissement en technologies et en innovations vertes pourrait avoir un impact positif sur la croissance de la productivité agrégée à long terme. Sixièmement, la transition verte pourrait affecter la composition des compétences de la main-d'œuvre, ce qui pourrait avoir une incidence sur la croissance de la productivité agrégée.

Les variations observées de la productivité des entreprises peuvent relever en partie d'un problème de mesure. Les technologies à forte intensité carbone sous-estiment actuellement leur impact sur le changement climatique dans les calculs de productivité. Cela tient au fait que la détérioration de l'environnement et le risque

²⁸ Cf. également l'article intitulé « [L'impact du changement climatique sur la production potentielle](#) », *Bulletin économique*, n° 6, BCE, 2023.

accru de désastres liés au climat ne sont pas pris en compte sous la forme de coûts dans les cadres comptables traditionnels. Par conséquent, la technologie verte, qui évite ces coûts non pris en compte, ne peut qu'apparaître moins productive. De même, le capital mis en place uniquement pour faire baisser les émissions de carbone n'a pas de production mesurée. Si la baisse des émissions de carbone est obtenue en ajoutant une étape (par exemple, le captage de carbone), au processus de production existant, on a, par définition, besoin de davantage de capital et d'intrants pour atteindre la même production mesurée. Évaluer la productivité sur la base du PIB par tête ou par heure travaillée ne permet pas de capturer pleinement les bénéfices de l'adoption de la technologie verte. Cette limite devient évidente, notamment parce que ces mesures ne parviennent pas à prendre en compte le scénario contrefactuel pertinent d'une probable escalade des risques physiques liés au climat.

Politiques de transition, croissance de la productivité des entreprises et innovation

Un aspect positif potentiel de la transition verte tient au fait qu'une hausse des investissements dans les innovations et les technologies vertes pourrait accroître la croissance de la productivité à moyen et long terme. C'est ce que l'on appelle l'hypothèse de Porter²⁹. La version « forte » de l'hypothèse de Porter énonce qu'accentuer le degré d'exigence de la réglementation environnementale accroît la productivité globale, tandis que la version « faible » considère qu'une réglementation environnementale conçue de manière optimale favorise l'innovation. Une troisième version, « étroite », prédit que les outils de marché sont plus efficaces pour doper l'innovation que les politiques de commandement et de contrôle. Malgré de nombreuses analyses empiriques testant la validité des versions de l'hypothèse de Porter, les résultats demeurent non concluants.

Des données à l'échelle de l'entreprise provenant de six pays de la zone euro ont été utilisées pour tester l'hypothèse de Porter. Les résultats montrent que la croissance de la productivité des entreprises très polluantes baisse à mesure que la politique environnementale devient plus exigeante³⁰. L'impact peut se révéler relativement important : un resserrement de la réglementation à hauteur d'un écart type fait baisser la croissance de la PGF d'environ un tiers sur

²⁹ Porter (M.E.) et van der Linde (C.), « *Toward a new conception of the environment-competitiveness relationship* », *The Journal of Economic Perspectives*, vol. 9, n° 4, 1995, p. 97-118.

³⁰ Données pour la Belgique, l'Allemagne, l'Espagne, la France, l'Italie et le Portugal entre 2003 et 2019. Les conclusions présentées s'appuient sur les résultats de deux documents de travail de la BCE : Benatti (N.), Groiss (M.), Kelly (P.) et Lopez-Garcia (P.), « *Environmental regulation and productivity growth in the euro area: testing the Porter hypothesis* », *Working Paper Series*, n° 2820, BCE, Francfort-sur-le-Main, 2023 et Benatti (N.), Groiss (M.), Lopez-Garcia (P.) et Kelly (P.), « *Environmental regulation and innovation: are there crowding out effects?* », à paraître. L'analyse se fonde sur les émissions en équivalent CO₂ estimées à l'échelle de l'entreprise pour identifier les entreprises les plus exposées aux changements de politique environnementale et donc, identifier les effets de causalité. Les changements de politique environnementale sont mesurés à l'aide de l'indicateur du degré d'exigence des politiques environnementales (*Environmental Policy Stringency Index*, EPS) de l'OCDE et prennent en compte les informations relatives à trois différents types de politiques environnementales : les politiques de marché, les politiques non fondées sur le marché et les politiques de soutien à la R&D verte. Un large éventail de contrôles de l'hétérogénéité non observée sont inclus afin de réduire autant que possible le biais de variables omises.

cinq ans. Toutefois, les impacts diffèrent selon le type de politique. Les politiques de soutien à la technologie (subventions à la R&D verte) n'ont un effet négatif qu'à court terme pendant une période de transition avant de doper la croissance de la PGF ³¹. En revanche, les politiques de marché – par exemple, les systèmes d'échange de quotas d'émission (SEQE) ou les taxes – ont des effets persistants et négatifs, quoique quantitativement faibles. À l'inverse, les outils non fondés sur le marché tels que les limites d'émissions, sont ceux qui réduisent le plus la croissance de la PGF à un horizon de cinq ans. Par rapport aux politiques de marché, les forts impacts négatifs exercés sur la PGF par les politiques non fondées sur le marché pourraient résulter de leur nature plus discrétionnaire ³².

Des politiques environnementales plus exigeantes accroissent le volume de demandes de brevets verts de la part des entreprises polluantes (graphique 9, partie a). De plus, la hausse de l'investissement dans l'innovation verte n'évince pas d'autres types d'innovation, comme le montre l'impact non-significatif de politiques plus exigeantes sur les autres demandes de brevets non verts (graphique 9, partie b). Ces résultats confirment la version faible de l'hypothèse de Porter, qui énonce qu'une politique environnementale exigeante peut accroître l'innovation globale.

L'analyse montre que les instruments de marché, tels que les taxes carbone, sont nécessaires mais non suffisants pour doper l'investissement dans l'innovation verte et la croissance de la productivité. La transition verte nécessite également d'intensifier les efforts de R&D verte et les politiques non fondées sur le marché comme les normes et les réglementations. De même, des données tirées d'enquêtes ³³ montrent que d'autres facteurs liés aux risques de réputation et à la demande sont également importants en matière de performance verte des entreprises.

L'impact des politiques environnementales sur la croissance de la PGF varie selon les entreprises. Les données à l'échelle de l'entreprise sur les six mêmes pays de la zone euro montrent que les petites entreprises subissent des coûts nettement plus élevés que les grandes entreprises en matière de croissance de la PGF lorsque la politique environnementale devient plus exigeante. La différence apparaît comme reflétant, entre autres, la capacité des grandes entreprises à accéder aux ressources financières nécessaires pour remplacer avec succès le capital à forte intensité carbone ³⁴.

³¹ L'impact négatif initial de l'investissement dans les nouvelles technologies et l'innovation sur la PGF est également constaté dans le contexte de l'investissement dans les technologies numériques (cf. graphique 7).

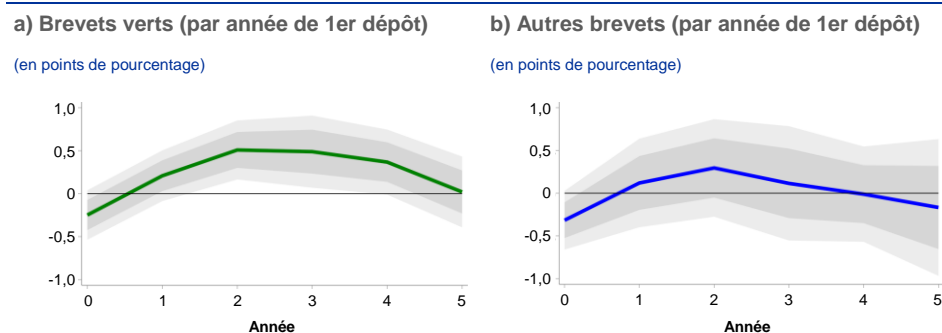
³² Blanchard (O.), Gollier (C.) et Tirole (J.), « *The portfolio of economic policies needed to fight climate change* », *Annual Review of Economics*, vol. 15, 2023, p. 689-722.

³³ Sur la base de l'analyse de la *Community Innovation Survey 2020* d'Eurostat.

³⁴ Benatti (N.), Groiss (M.), Kelly (P.) et Lopez-Garcia (P.), « *Environmental regulation and productivity growth in the euro area: testing the Porter hypothesis* », *Working Paper Series*, n° 2820, BCE, Francfort-sur-le-Main, 2023.

Graphique 9

Variation du volume de demandes de brevets verts et non verts des entreprises polluantes après un resserrement de la politique environnementale



Source : Benatti *et al.*¹⁾

Notes : Fonctions de réponse impulsionnelle à l'échelle de l'entreprise des variations du degré d'exigence des politiques environnementales positives sur les familles de brevets verts déposés par des entreprises polluantes en Belgique, en Allemagne, en Espagne, en France, en Italie et au Portugal, estimées à l'aide de projections locales³⁵. Les données relatives aux demandes de brevets proviennent de la base de données Orbis IP. Les informations relatives aux brevets ont été mises en adéquation avec des indicateurs de performance à l'échelle de l'entreprise pour environ 100 000 observations entreprise-année dans l'ensemble de données initial, dans la mesure où seule une minorité d'entreprises déposent des demandes de brevets. On utilise la classification des brevets coopérative (*Cooperative Patent Classification, CPC*) pour classer les technologies brevetées en différents groupes. Les innovations vertes se rapportent aux technologies d'atténuation du changement climatique.

1) Benatti (N.), Groiss (M.), Lopez-Garcia (P.) et Kelly (P.), « *Environmental regulation and innovation: are there crowding out effects?* », à paraître, *ECB Working Paper*.

Politiques de transition et réallocation des ressources

La réallocation des ressources alimentée par le climat peut également affecter la croissance de la productivité agrégée. La réduction des émissions peut être obtenue grâce à des mesures incitant à adopter des technologies plus vertes et par le biais de la réallocation verte, c'est-à-dire en déplaçant l'activité économique depuis les entreprises les plus polluantes vers les entreprises les moins polluantes. L'impact de la réallocation verte sur la productivité agrégée dépend de la productivité des secteurs et entreprises à forte intensité carbone par rapport à leurs contreparties plus vertes.

Les secteurs à forte intensité carbone sont, en moyenne, relativement plus productifs que les secteurs plus verts. Les secteurs tels que les industries minières et le raffinage devraient s'amoinrir en raison de la hausse des prix relatifs et ont un niveau de productivité du travail plus élevé que les secteurs impliqués dans la construction de bâtiments plus efficaces du point de vue énergétique et qui devraient croître. Par conséquent, la réallocation des facteurs de production entre les secteurs pendant la transition verte fera, aux niveaux de productivité actuels, mécaniquement baisser la productivité agrégée.

Les effets de la réallocation des ressources intra-secteur sont moins clairs et varient selon les secteurs. L'intensité carbone et la productivité du travail au niveau de l'entreprise ne sont pas nécessairement corrélées. Par conséquent, réallouer la production depuis des entreprises à forte intensité carbone vers des entreprises à faible intensité carbone ne conduit pas nécessairement à une hausse

³⁵ Cf. Jorda (Ò.), « *Estimation and inference of impulse responses by local projections* », *American Economic Review*, vol. 95, n° 1, mars 2005, p. 161-182.

de la productivité. Les informations au niveau de l'entreprise provenant du système d'échange de quotas d'émission de l'UE pour la période 2005-2020 montrent que dans la majorité des secteurs, les entreprises à plus faible intensité en carbone sont également les plus productives. Aux niveaux actuels de productivité, la réallocation de la production vers des entreprises plus vertes se traduira par des hausses de la croissance de la productivité du travail dans ces secteurs, toutes choses égales par ailleurs. Toutefois, pour les autres secteurs tels que la pâte à papier, le papier et les métaux ferreux, c'est l'inverse, et la réallocation fera baisser la productivité (graphique 10, partie a) ³⁶.

La réallocation des facteurs de production au sein des entreprises au détriment de l'énergie peut entraîner une baisse de la productivité.

Des modèles qui incluent l'énergie dans la fonction de production montrent que le renchérissement de l'énergie peut pousser les entreprises à utiliser moins d'énergie et à accroître leur utilisation du capital et du travail. En raison de la diminution du rendement marginal, l'impact global serait une baisse de la productivité et de la production. De fait, de récents travaux de l'OCDE estiment qu'une hausse de 5 % des prix de l'énergie entraîne une baisse d'environ 0,4 % de la productivité des entreprises un an plus tard sous l'effet de l'ajustement à la baisse de l'utilisation des capacités de production ³⁷. Les entreprises les plus touchées sont celles qui exercent leur activité dans les secteurs à forte intensité énergétique, ainsi que les entreprises qui subissent des contraintes financières.

³⁶ Les politiques de transition pourraient également affecter la réallocation des ressources par le biais de l'entrée et de la sortie d'entreprises. Une analyse fondée sur un modèle montre que des taxes carbone plus élevées relèvent le seuil de productivité à partir duquel il est possible d'entrer sur le marché et accroît les taux de sortie des entreprises ; cf. Chafwehe (B.), Colciago (A.) et Priftis (A.), « *Carbon Taxation, Monetary Policy and Productivity* », à paraître. De plus, l'analyse empirique qui s'appuie sur les données rapprochées du SEQE-UE et d'Orbis montre qu'une forte hausse des prix du carbone, à 150 euros pour toutes les émissions au sein du SEQE-UE, en faisant l'hypothèse d'une intensité carbone constante et de l'absence de transmission de l'augmentation du coût du carbone, pourrait faire courir un risque de pertes à au moins un dixième des entreprises manufacturières actuellement couvertes par le SEQE dans les principales économies de la zone euro. Cf. Bijnens (G.) *et al.*, « *The impact of climate change and policies on productivity: a report by the ESCB expert group on productivity, innovation and technological change* », *Occasional Paper Series*, n° 340, BCE, Francfort-sur-le-Main, février 2024.

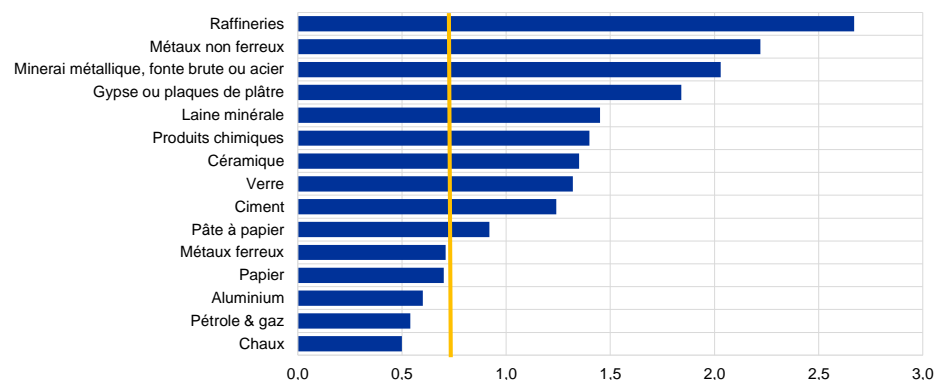
³⁷ André (C.) *et al.*, « *Rising energy prices and productivity: short-run pain, long-term gain?* », *OECD Economics Department Working Papers*, n° 1755, OECD Publishing, Paris, 2023.

Graphique 10

Réallocation des ressources et productivité du travail

Productivité du travail des 20 % d'entreprises à plus faible intensité carbone contre productivité du travail des 20 % d'entreprises à plus forte intensité carbone dans chaque secteur

(ratio)



Source : Calculs des auteurs à partir de données SEQE-Orbis³⁸.

Notes : « Entreprises » se rapporte aux entreprises au sein du SEQE-UE. Les secteurs pour lesquels la barre bleue dépasse la ligne jaune tireront profit d'une réallocation en fonction des émissions de carbone, les entreprises les moins intensives en carbone étant les plus productives. Pour les secteurs qui ne dépassent pas la ligne jaune, c'est l'inverse.

4 Remarques de conclusion : la croissance de la productivité dans la zone euro à moyen terme

Au cours des dernières années, l'économie de la zone euro a été frappée par une série de chocs. La pandémie de COVID-19 et le choc énergétique qui a suivi l'invasion de l'Ukraine par la Russie ont interagi avec d'autres tendances structurelles actuelles, notamment la transition verte et la transition numérique qui sont en cours. L'impact global de ces chocs sur les perspectives de productivité à moyen terme dans la zone euro est incertain et varie selon l'horizon temporel.

Les réponses généreuses et rapides apportées au niveau national et européen à la pandémie et les mesures de confinement associées ont contribué à contenir l'ampleur et la durée des « effets cicatrice » sur les ménages et les entreprises. Même si la réallocation des ressources visant à renforcer la productivité n'a pas été gravement biaisée en 2020, la pandémie et les mesures de soutien ont réduit l'effet purificateur de la crise par rapport aux crises précédentes.

La pandémie a accéléré la numérisation de l'économie et le fonds NGEU a fourni un soutien à cet égard. Il a été montré que l'adoption du numérique par les entreprises favorisait la croissance de la productivité. Toutefois, l'impact de la numérisation observé à l'échelle de l'entreprise s'est révélé relativement modeste jusqu'à présent. L'une des principales raisons en est que seules quelques entreprises – celles qui sont les plus proches de la frontière technologique – ont tiré le plus grand parti de la numérisation. Les autres doivent investir davantage dans des compétences numériques pertinentes et des intrants incorporels

³⁸ Bijmans (G.) et Swartenbroekx (C.), « *Carbon emissions and the untapped potential of activity reallocation: lessons from the EU ETS* », *NBB Economic Review*, 2022, p. 1-28.

complémentaires afin de profiter pleinement des gains de productivité résultant de la numérisation. Ce processus ne se reflètera que dans les gains de productivité agrégés à long terme.

La transition verte peut encore doper la croissance de la productivité, mais cela prendra du temps. À court ou moyen terme, l'ajustement des entreprises aux variations des prix relatifs des intrants alimentées par les taxes carbone ou les tensions géopolitiques, qui s'ajoutent aux nouvelles limites et aux nouvelles normes, ainsi que la mise au rebut du capital à forte intensité carbone, réduira les émissions comme escompté mais devrait également réduire la croissance de la productivité. De plus, la réallocation des ressources au détriment des secteurs et des entreprises à forte intensité carbone pourrait avoir un impact négatif à court terme sur la productivité. Toutefois, des politiques environnementales plus exigeantes devraient déclencher une nouvelle vague d'innovations vertes et de nouvelles technologies environnementales qui augmenteront la croissance de la productivité à long terme.

2 Existe-t-il une fracture numérique dans les paiements ? Comprendre pourquoi les espèces restent importantes pour de nombreuses personnes

Alejandro Zamora-Pérez, Andrea Marini et Juha Honkkila

1 Introduction

La tendance constante à la numérisation des paiements est-elle en train de créer un monde numérique binaire distinguant les « connectés » des « non connectés » ? En évaluant les profils de paiements dans la zone euro à l'aide de données d'enquête détaillées, les résultats présentés dans cet article remettent en question deux hypothèses dominantes. Premièrement, nous contestons l'idée selon laquelle les espèces ne sont utilisées que par les personnes moins connectées au monde numérique, en montrant la forte utilisation des espèces par les personnes ayant accès aux instruments de paiement numériques. Deuxièmement, nous revisitons la notion selon laquelle la numérisation des paiements constitue un processus uniforme, en montrant que les personnes ayant un accès plus limité aux instruments de paiement numériques ont des profils sociodémographiques variés. De plus, les résultats montrent que l'adoption des instruments de paiement numériques n'est pas uniquement déterminée par des limites du côté de l'offre, ce qui laisse entrevoir le rôle important du choix personnel et de la persistance des habitudes. Les éléments d'information que nous en retirons enrichissent notre compréhension au-delà d'une approche universelle applicable à tous des paiements du quotidien dans l'ère numérique. Les résultats sont en ligne avec l'approche adoptée par l'Eurosystème en matière d'espèces et de paiements, qui vise à garantir la disponibilité et l'acceptation des espèces tout en adoptant l'innovation numérique.

2 Les espèces et leur persistance dans un monde en cours de numérisation

L'évaluation de la numérisation des paiements au-delà des tendances visibles révèle une réalité plus nuancée, l'utilisation des espèces restant persistante dans un large éventail de la population malgré l'adoption croissante du numérique. Malgré son système financier très développé et une numérisation croissante, la zone euro compte, sur l'ensemble du spectre démographique, un nombre important de personnes qui optent en faveur des espèces pour leurs transactions quotidiennes. Les données d'enquête provenant de l'étude de la BCE 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*) fournissent des informations précieuses sur les diverses façons dont différents segments de la population utilisent les espèces ¹. Selon les résultats de SPACE, la

¹ Banque centrale européenne, « (*Study on payment attitudes of consumers in the euro area, SPACE*) », 2022.

proportion de transactions effectuées en espèces dans les points de vente a nettement diminué, revenant de 79 % en 2016 et 72 % en 2019 à 59 % en 2022. Ces chiffres masquent toutefois l'existence d'utilisateurs mixtes, avec jusqu'à 74 % des personnes effectuant au moins une transaction en espèces sur un jour donné en 2022, ce qui souligne l'importance persistante des espèces parallèlement aux options de paiement numérique. Contrairement à d'autres économies développées dans lesquelles l'utilisation des espèces est plus faible, la zone euro peut être considérée comme un exemple distinct où les avantages tangibles des espèces semblent être largement perçus par la population. Cependant, les raisons de l'utilisation persistante des espèces à l'ère numérique ne sont pas totalement comprises car elles sont complexes et multidimensionnelles, allant des contraintes pratiques aux habitudes et préférences bien ancrées, ce qui a récemment donné lieu à des recherches académiques sur le sujet ².

Mais ces profils d'utilisation des espèces dans la zone euro sont-ils le fait de personnes moins connectées au monde numérique ou sont-ils le résultat d'une réalité plus complexe de préférences et de comportements individuels ?

Les avancées de la numérisation ont souvent donné lieu à une fracture numérique dans l'accès aux technologies ³. Ce phénomène a été largement exploré dans le contexte de l'accès à Internet et aux ordinateurs mais beaucoup moins en ce qui concerne les modes de paiement ⁴. Dans la littérature sur la fracture numérique, la « fracture d'accès » correspond généralement à la fracture numérique de « premier degré ». Elle diffère des fractures de « second degré » qui impliquent des inégalités relatives aux compétences numériques et autres aspects du même ordre ⁵. L'accès aux paiements numériques dans la zone euro est principalement favorisé par la

-
- ² Une littérature émergente, s'étendant au-delà de la zone euro, vise à expliquer la persistance de l'utilisation des espèces malgré l'innovation financière. Cf. par exemple, Alvarez (F.) et Argente (D.), « *On the Effects of the Availability of Means of Payments: The Case of Uber* », *The Quarterly Journal of Economics*, vol. 137, n° 3, 2022, p. 1737-1789 ; Alvarez (F.), Argente (D.), Jiménez (R.) et Lippi (F.), « *Cash: A Blessing or a curse?* », *Journal of Monetary Economics*, vol. 125, 2022, p. 85-128 ; Brown (M.), Hentschel (N.), Mettler (H.) et Stix (H.), « *The convenience of electronic payments and consumer cash demand* », *Journal of Monetary Economics*, vol. 130, 2022, p. 86-102.
- ³ Une autre question est de savoir ce qui détermine plus généralement les connexions au monde numérique, ce qui est principalement traité dans la littérature sur la fracture numérique. Cette vaste littérature, principalement concentrée sur les technologies de l'information et de la communication (tels que les ordinateurs et Internet) a commencé à se développer dans les années 1990. Considérée à l'origine comme une inégalité d'accès aux technologies (fracture de premier degré), la fracture numérique s'entend désormais comme un processus multidimensionnel comprenant non seulement l'accès mais également la motivation, les compétences et l'utilisation réelle. Cf. par exemple, Van Dijk (J.), « *Digital Divide: Impact of Access* », *The International Encyclopedia of Media Effects*, 2017.
- ⁴ Si la littérature sur l'inclusion financière constitue une exception importante par son examen des inégalités concernant l'adoption des instruments de paiement numériques (en particulier la détention d'un compte bancaire et en se concentrant sur les pays en développement), elle néglige souvent les avantages potentiels des espèces, comme le soulignent les critiques. Notre analyse des profils de paiement dans la zone euro offre une perspective unique, située entre l'utilisation répandue des espèces dans les économies en développement et l'évolution vers des sociétés sans espèces dans certains pays développés. Pour une vue d'ensemble de la recherche sur l'inclusion financière et ses résultats, cf. Demirgüç-Kunt (A.), Klapper (L.) et Singer (D.), « *Financial Inclusion and Inclusive Growth: A Review of Recent Empirical Evidence* », *Policy Research Working Papers*, n° 8040, The World Bank Group, 2017, et Mader (P.), « *Contesting Financial Inclusion* », *Development and Change*, vol. 49, n° 2, 2018, p. 461-483.
- ⁵ Des recherches récentes mettent en lumière des comportements financier et de paiement différents liés au niveau d'éducation et à l'âge, mais c'est moins le cas en ce qui concerne la détention d'instruments de paiement. Cf. van der Cruysen (C.) et Reijerink (J.), « *Uncovering the digital payment divide: understanding the importance of cash for groups at risk* », *Working Papers*, n° 781, De Nederlandsche Bank, 2023, et Doerr (S.), Frost (J.), Gambacorta (L.) et Qiu (H.), « *Population ageing and the digital divide* », *SUERF Policy Brief*, n° 270, 2022.

détention de cartes de débit ou de crédit ou de comptes offrant des services bancaires de base. Dans cet article, au lieu de nous focaliser sur l'accès, nous adoptons une mesure plus étroite que celle de la littérature traditionnelle pour évaluer une éventuelle fracture numérique dans les paiements : la détention déclarée d'instruments permettant d'effectuer des paiements numériques, à savoir les cartes de crédit et de débit et les comptes offrant des services bancaires de base ⁶. Tout au long de nos discussions, nous utilisons le terme « instruments de paiement numériques » pour faire spécifiquement référence à ces principaux facilitateurs des paiements numériques.

Le groupe sur lequel nous nous concentrerons, que nous appellerons par souci de simplicité « groupe ayant moins accès au numérique », comprend des personnes qui déclarent ne pas avoir de carte de crédit ou de débit ou de compte de paiement. Afin d'analyser le comportement de ce groupe en matière de paiement, nous avons utilisé les données SPACE représentatives collectées par la BCE en 2022 auprès de 40 000 consommateurs dans 17 pays de la zone euro, qui comprennent un journal de paiements à remplir au cours d'une journée de référence et un questionnaire d'enquête ⁷. Comme le montre le graphique 1, la principale observation réside dans le fait que près d'un cinquième des participants ont déclaré ne pas disposer d'au moins un de ces deux instruments de paiement numériques courants. Cette part, extrapolée à l'ensemble de la population adulte dans ces 17 pays, représenterait environ 40 millions de personnes. Cela implique une influence loin d'être négligeable de ce groupe sur le paysage des paiements.

⁶ Le questionnaire de l'enquête SPACE inclut des questions se rapportant aux « cartes de débit et de crédit » et aux « comptes offrant des services bancaires de base », sans les définir explicitement pour les participants. En général, les cartes de crédit et de débit excluent les cartes prépayées. Un compte offrant des services bancaires de base permet généralement d'effectuer des opérations de paiements, comme le versement, le transfert ou le retrait de fonds. Ces deux instruments (cartes et comptes) permettent d'utiliser d'autres types de moyens ou canaux de paiement numérique, notamment les paiements en ligne, les liens avec des plateformes de paiement en ligne (par exemple, PayPal) ou les virements.

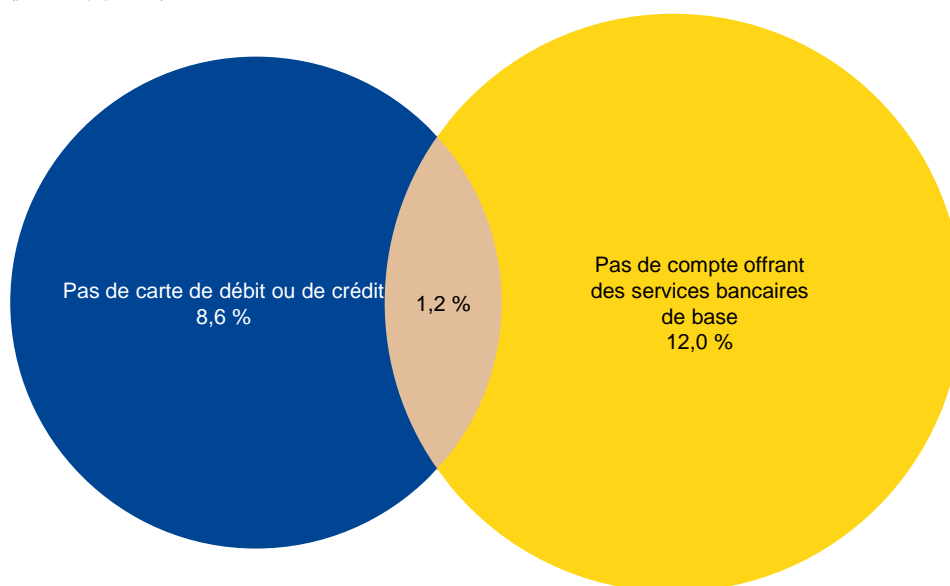
⁷ Le rapport SPACE couvre toute la zone euro, mais les données pour l'Allemagne et les Pays-Bas sont tirées des enquêtes nationales sur les paiements et, par conséquent, ne sont pas utilisées dans cette analyse détaillée. La Croatie n'est pas incluse car elle n'a rejoint la zone euro qu'en 2023. Les tailles des échantillons pour chaque pays ont été fixées pour atteindre un nombre spécifique de transactions réalisées aux points de vente, reflétant la taille du pays. Afin de garantir la représentation de la population et de chaque jour de la semaine, la méthode d'échantillonnage a intégré des quotas basés sur la répartition femme/homme, le groupe d'âge et le jour où les transactions ont été documentées dans le journal de paiements.

Graphique 1

Manque d'appropriation des instruments de paiement numériques courants

Près d'un adulte sur cinq (19,5 %) dans la zone euro déclare ne pas avoir de cartes de débit ou de crédit ou de compte offrant des services bancaires de base.

(part de la population)



Source : BCE (Enquête SPACE 2022).

Notes : Les données englobent tous les pays de la zone euro à l'exception de l'Allemagne, la Croatie et les Pays-Bas. L'échantillon est représentatif et composé de près de 40 000 participants. Les résultats diffèrent d'un pays à l'autre, même si dans la plupart des pays, le groupe de personnes déclarant ne pas avoir de cartes ou de compte offrant des services bancaires de base représente entre 13 % et 27 % de la population nationale.

La part élevée du groupe ayant moins accès au numérique peut résulter en partie de la nature des données déclarées et peut englober non seulement les personnes n'ayant pas d'instruments de paiement numériques mais également les personnes ignorant qu'elles en détiennent. Par conséquent, les chiffres déclarés incluent principalement les personnes n'ayant pas de cartes ou de comptes, mais peuvent également indiquer un manque d'information ou une faible utilisation des instruments de paiement. Par exemple, dans le cas des personnes déclarant ne pas avoir de compte, il est probablement qu'une certaine proportion d'entre elles fait partie des « sous-bancarisés » : des personnes qui détiennent des comptes mais ne les utilisent que rarement. Ce nombre élevé s'explique également par le chevauchement étonnamment faible entre les deux sous-groupes, comme le montre le graphique 1⁸. Ce chevauchement entre les personnes ne détenant ni de comptes ni de cartes pourrait s'expliquer par plusieurs facteurs : certaines personnes peuvent dépendre d'autres personnes pour leurs transactions financières (par exemple, leurs cartes peuvent être liées au compte d'un membre de la famille) ou utiliser d'autres formes de cartes de paiement non liées à des comptes (telles que

⁸ Ce faible chevauchement est également confirmé par les microdonnées de la Banque mondiale (*Global Findex Database 2021*). Il a été demandé aux participants de déclarer s'ils ont « un compte dans une banque ou tout autre type d'institution financière (...) ou (...) une carte de débit ». Selon ces données, les personnes déclarant n'avoir ni de compte bancaire ni de carte de débit (un sous-ensemble similaire au sous-ensemble du chevauchement du graphique 1) représentent environ 2 % de la population de la zone euro. Les données SPACE permettant d'évaluer ces deux groupes séparément (ne pas avoir de carte de débit ou de crédit ou ne pas avoir de compte), nous sommes en mesure d'évaluer les personnes ne disposant pas d'au moins un de ces instruments.

les cartes prépayées), tandis que d'autres peuvent simplement avoir des stratégies financières différentes qui ne correspondent pas aux schémas conventionnels. Par exemple, 25,9 % des non-titulaires de compte ont effectué un paiement avec une carte durant la journée au cours de laquelle s'est déroulée l'enquête.

3 Au-delà d'un schéma binaire : un large éventail d'instruments de paiement plutôt qu'une fracture des paiements ?

Dans cette section, nous examinons s'il existe réellement une fracture nette dans l'utilisation des modes de paiement ou si la situation est en réalité plus nuancée. Dans la littérature plus large sur l'accès à la technologie numérique comme les ordinateurs et Internet, le terme de « fracture numérique » est critiqué en raison de sa simplification excessive d'une réalité complexe⁹. Nous estimons que cette critique s'applique également aux paiements numériques. L'idée d'une fracture nette dans la détention des instruments de paiement numériques ne capture pas totalement la réalité des paiements du quotidien. Tout d'abord, nous évaluons les différences entre les habitudes en matière d'espèces et les profils sociodémographiques des personnes n'ayant pas de cartes ou de comptes. L'analyse suggère certaines différences mais, comme pour la fracture numérique au sens large, les variations sont une question de degré. Ensuite, nous étudions également les raisons possibles pour lesquelles les personnes pourraient être enclines à ne pas avoir d'instrument de paiement numériques courant, en se concentrant sur les aspects comme la présence physique d'une banque et la persistance de l'utilisation des espèces.

Évaluation des habitudes en matière d'espèces et des profils sociodémographiques

Une comparaison des comportements liés aux espèces révèle plus de similarités que de différences entre les personnes détentrices de cartes ou de comptes et celles qui n'en ont pas, même si ces dernières devraient avoir une préférence plus marquée pour les espèces. Le graphique 2 montre une comparaison entre les habitudes notables en matière d'espèces, les préférences et les attitudes à l'égard des caractéristiques des espèces dans les deux groupes. Parmi les personnes ayant effectué des paiements au cours de la journée de l'enquête, 80 % de celles qui n'ont pas de carte ou de compte ont effectué au moins un paiement en espèces, contre 73 % du reste de la population. S'agissant de la réserve de valeur, 43 % des personnes du groupe ayant le moins accès au numérique détenaient chez elles des réserves en espèces, contre 38 % pour les autres. L'écart augmente lorsqu'il s'agit de recevoir une partie de leur revenu en espèces : 32 % des personnes qui ne possèdent pas de cartes ou de comptes contre 15 % pour le reste. En termes de préférences déclarées, 65 % des personnes

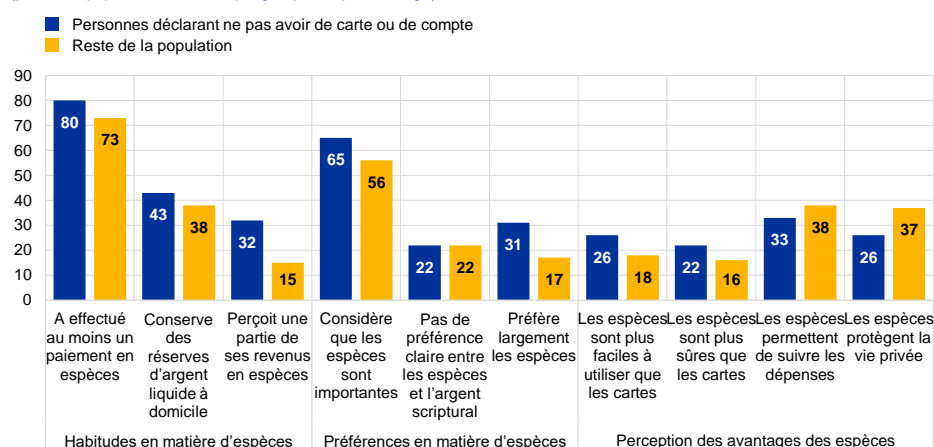
⁹ Van Dijk (J.), *op. cit.*

du groupe ayant le moins accès au numérique considèrent que les espèces sont importantes, un point de vue partagé par 56 % des autres. Il est intéressant de noter que la proportion de personnes déclarant ne pas avoir de préférence claire entre les espèces et les modes de paiement scripturaux est similaire dans les deux groupes, à 22 %, mais le groupe ayant le moins accès au numérique est presque deux fois plus susceptible de préférer strictement les espèces (31 %) que l'ensemble de la population (17 %). Lorsqu'il s'agit de la perception des avantages des espèces, le groupe ayant le moins accès au numérique est plus susceptible de préférer la facilité et la sécurité des espèces à celles des cartes, avec des taux de 26 % et 22 % respectivement, contre 18 % et 16 % pour les autres. Pourtant, ce groupe a moins tendance à citer les espèces comme un moyen de contrôler les dépenses ou de protéger la vie privée – caractéristiques les plus populaires des espèces au sein de la population générale. Par conséquent, malgré la préférence relative plus marquée pour les espèces au sein du groupe ayant le moins accès au numérique, notamment en ce qui concerne les revenus partiellement payés en espèces et les instruments préférés, une partie importante de la population dans son ensemble présente également des profils de forte utilisation des espèces.

Graphique 2

Différences dans les habitudes et les préférences vis-à-vis des espèces

(part de la population dans chaque groupe, en pourcentage)



Source : BCE (enquête SPACE, 2022).

Notes : Ces graphiques montrent les différences dans les moyennes des variables liées aux espèces (exprimées en pourcentages) entre le groupe ayant le moins accès au numérique et le reste de la population dans les 17 pays analysés. Pour la variable « A effectué au moins un paiement en espèces », les individus pris en considération sont ceux déclarant avoir effectué des paiements dans un point de vente le jour de l'enquête.

Est-il toutefois possible d'établir un lien entre le fait de ne pas avoir de cartes ou de comptes et un profil démographique spécifique ?

L'analyse descriptive synthétisée dans le graphique 3 suggère que, bien qu'il n'y ait pas de séparation absolue dans les caractéristiques sociodémographiques, des écarts notables apparaissent en matière de culture financière et de compétences numériques. Par exemple, 18 % des personnes ne disposant pas d'instruments de paiement numériques perçoivent un revenu élevé (défini comme supérieur à 3 000 euros par mois), contre 31 % du reste de la population ¹⁰. En outre, même si les niveaux d'éducation sont relativement proches, avec une moyenne de 13,4 années

¹⁰ Le revenu correspond au revenu mensuel net des ménages.

d'éducation pour le groupe ayant le moins accès au numérique contre 13,8 années d'éducation pour les autres, la part des individus titulaires d'un diplôme universitaire et ne possédant pas de carte ou de compte est plus faible ¹¹. Tandis que des pourcentages très similaires des deux groupes résident en zone urbaine, les individus ne possédant pas de carte ou de compte ont tendance à être plus jeunes – 25 % des personnes âgées de 18 à 30 ans contre 15 % des personnes plus âgées – ce qui indique que le groupe ayant moins d'accès au numérique est relativement plus jeune^{12, 13}. Cela peut s'expliquer par le fait que les individus plus jeunes – souvent des étudiants ou des personnes en début de carrière – dépendent du soutien de leur famille ou doivent encore acquérir leur indépendance financière, ce qui a une incidence sur leur détention d'instruments de paiement numériques ¹⁴. Les différences deviennent plus prononcées en matière de culture financière, où seulement 12 % des personnes ayant moins accès au numérique détiennent des investissements financiers, contre 28 % de l'ensemble de la population, et un profil comparable est observé en ce qui concerne les fonds de pension. Cette tendance s'étend aux approximations des compétences numériques : 78 % des personnes du groupe ayant le moins accès au numérique utilisent Internet quotidiennement, contre 87 % de la population générale, et l'écart est encore plus important en ce qui concerne les services de banque en ligne, avec 41 % contre 64 % respectivement.

¹¹ Le nombre d'années d'éducation est calculé en fonction du niveau d'études le plus élevé atteint par la personne interrogée, de l'école primaire au doctorat et plus.

¹² Cette différence peut être attribuée au statut professionnel des plus jeunes, car ils sont plus susceptibles d'être encore étudiants ou au chômage, et donc de ne pas avoir de carte ou de compte bancaire.

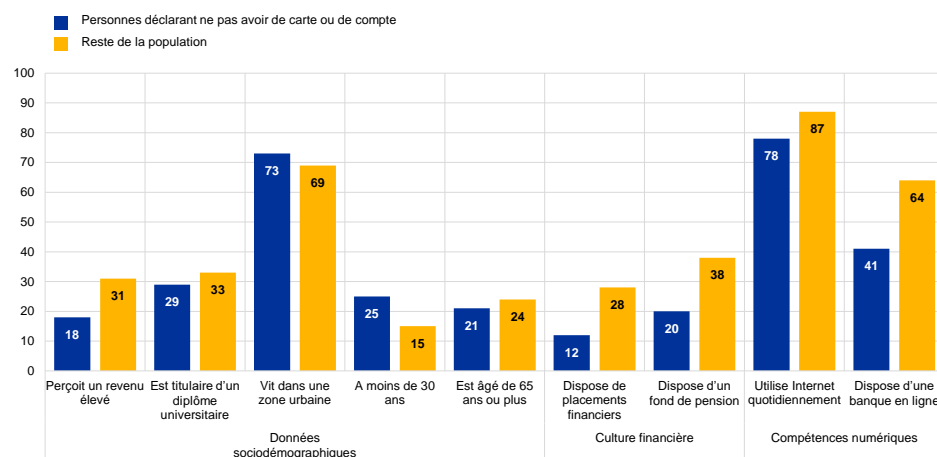
¹³ Une zone urbaine est définie comme une agglomération d'au moins 50 000 habitants.

¹⁴ Une autre possibilité est que les profils émergents au sein de ce groupe démographique signalent un éloignement du recours traditionnel aux cartes et aux comptes. Par exemple, le besoin de posséder une carte peut être moins prononcé pour les personnes de moins de 30 ans – un groupe caractérisé par une plus grande utilisation des paiements en ligne – parce que le fait de posséder seulement un compte peut faciliter les paiements par téléphone mobile ou permettre d'effectuer des transactions par l'intermédiaire de services tels que PayPal. Si ces alternatives ne sont pas encore dominantes dans les paiements en ligne, leur utilisation est en augmentation.

Graphique 3

Différences en matière de profils sociodémographiques, de culture financière et de compétences numériques

(part de la population dans chaque groupe, en pourcentage)



Source : BCE (enquête SPACE, 2022).

Notes : Ces graphiques montrent les différences dans les moyennes des variables démographiques (exprimées en pourcentage) entre le groupe ayant le moins accès au numérique et le reste de la population dans les 17 pays analysés. Le revenu correspond au revenu mensuel net des ménages. Une zone urbaine est définie comme une agglomération d'au moins 50 000 habitants.

Les données montrent donc que les personnes déclarant ne pas disposer d'au moins un instrument de paiement numérique (que ce soit des cartes ou des comptes) constituent un groupe diversifié, ce qui prouve qu'il n'existe pas de profil unique. Ce groupe comprend des personnes plus jeunes, principalement de zones urbaines, qui ont tendance à utiliser davantage les espèces en moyenne, ainsi que des personnes dont le niveau de connaissances financières et numériques est plus faible. La diversité au sein de ce groupe contredit l'idée que la transformation numérique a pour résultat un segment homogène et marginalisé, dressant un tableau éloigné d'une fracture numérique marquée¹⁵. Jusqu'à présent, nous avons examiné les différences moyennes entre les deux groupes selon divers facteurs, mais ces différences ne tiennent pas compte de la façon dont ces facteurs interagissent entre eux et ni de la mesure dans laquelle ils influencent la probabilité de ne pas disposer d'instruments de paiement numériques. Par exemple, nous avons montré que le groupe ayant moins d'accès au numérique a tendance à être plus jeune, mais cela n'indique pas si cette situation est uniquement due à l'âge. Un jeune consommateur peut ne pas détenir de compte bancaire non pas uniquement parce qu'il est jeune, mais également en raison de facteurs généralement associés à la jeunesse, tels que le niveau d'éducation, le revenu ou le statut professionnel. Afin d'avoir une idée plus précise de la manière dont ces facteurs se combinent pour influencer la probabilité d'une personne d'appartenir au groupe ayant le moins accès au numérique, le graphique 4 présente une vue simplifiée de notre analyse par régression. Chaque barre du graphique représente l'impact d'un facteur différent :

¹⁵ Si les groupes vulnérables ont plus recours aux espèces et ont le moins accès au numérique (cf. les références ci-dessous), nos résultats montrent que cela ne signifie pas que tous les utilisateurs d'espèces ou les personnes ne disposant pas d'un instrument de paiement numérique font partie d'un groupe vulnérable. Pour une étude sur la dépendance vis-à-vis des espèces dans les groupes de personnes vulnérables, cf. Broekhoff (M.-C.), van der Crujzen (C.), Jonker (N.), Reijerink (J.), Umuhire (G.) et Vinken (W.), « *Digitalisation of the payment system : a solution for some, a challenge for others* », De Nederlandsche Bank, 2023, et van der Crujzen (C.) et Reijerink (J.), *op. cit.*

les barres qui s'étendent vers la droite indiquent une association positive (ce qui signifie que le facteur augmente la probabilité qu'une personne appartienne au groupe ayant moins accès au numérique, par rapport au reste de la population), tandis que les barres qui s'étendent vers la gauche indiquent une association négative. Cette analyse confirme et consolide les résultats précédents ¹⁶. Elle révèle que l'interaction avec les espèces (barres bleues), la vie urbaine, le fait de ne pas avoir d'emploi, d'être jeune et de percevoir des revenus plus bas (barres jaunes), le niveau peu élevé d'éducation financière (barres vertes) et les compétences numériques (barres bleues claires) influencent collectivement le fait d'être considéré comme faisant partie du groupe ayant moins accès au numérique ¹⁷. Malgré la longue liste de facteurs analysés, d'autres déterminants pourraient également avoir une influence sur la détention d'instruments de paiement numériques. Deux facteurs intéressants ajoutés dans le graphique 4 – la persistance des habitudes de paiement en espèces et le fait que la perception de la présence physique d'une banque n'a pas d'influence – seront examinés plus en détail dans la section suivante.

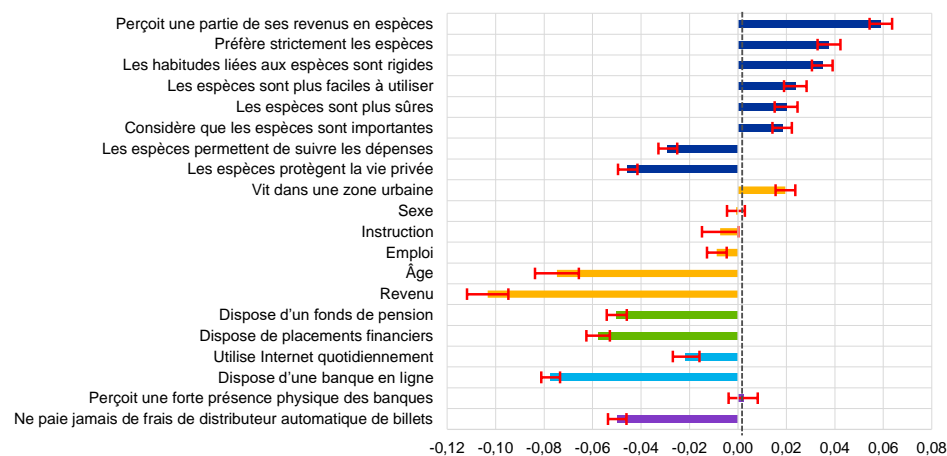
¹⁶ À titre de test de robustesse, nous avons mené des analyses parallèles pour deux sous-groupes distincts : les personnes sans carte de débit ou de crédit et celles sans compte bancaire. Les résultats de ces tests supplémentaires sont en ligne avec nos principales conclusions présentées dans le graphique 4, les coefficients estimés allant dans le même sens et ayant une ampleur similaire dans ces sous-ensembles et dans le groupe ayant moins d'accès au numérique. Cette cohérence indique que les trois sous-ensembles de la population – y compris le groupe ayant moins d'accès au numérique analysé dans le graphique 4 – présentent des profils similaires.

¹⁷ Si le concept d'un coût fixe pour l'ouverture d'un compte offrant des services bancaires de base suggère un seuil de revenu éventuel pour détenir un compte, notre analyse – y compris l'examen visuel et les tests statistiques – ne corrobore pas un tel comportement de seuil. Cela indique que d'autres facteurs que les coûts directs de l'ouverture d'un compte, qui incluent éventuellement différentes variables liées au revenu, pourraient influencer la décision d'utiliser des instruments de paiement numériques, suggérant une relation plus nuancée que ce qui avait été proposé initialement.

Graphique 4

Effet combiné des variables sur la décision de ne pas avoir de carte ou de compte de paiement

(« effets marginaux » standardisés de la population dans chaque groupe)



Source : BCE (enquête SPACE, 2022).

Notes : Le graphique présente les résultats simplifiés des effets marginaux résultant d'une régression probit, montrant quels facteurs sont liés à la diminution de la détention d'instruments de paiement numériques. La ligne verticale zéro en pointillés sert de point de référence ; les barres de confiance rouges qui ne traversent pas cette ligne indiquent un effet statistiquement significatif. Les estimations sont relatives : par exemple, l'orientation négative du facteur protection de la vie privée suggère que ce groupe y accorde moins d'importance que la population générale, et non pas qu'il n'accorde aucune importance à la protection de la vie privée. Les résultats pour les variables catégorielles et continues ont été normalisés, ce qui permet de comparer directement l'ampleur de l'impact de toutes les variables sur la probabilité de ne pas détenir d'instruments de paiement numériques courants. Les estimations suggèrent que si les effets marginaux sont notables, ils ne sont pas excessivement importants, ce qui peut indiquer que d'autres facteurs non pris en compte pourraient également avoir une influence sur la détention d'instruments de paiement numériques. En outre, ces estimations ne confirment pas si un facteur unique est directement à l'origine du fait de ne pas détenir ces instruments. Cela est important en raison de problèmes potentiels tels que la causalité inverse (on ne peut établir clairement si A entraîne B ou si B entraîne A) ou lorsque des facteurs externes non pris en compte pourraient affecter les résultats. La régression a été calculée sur la base d'un échantillon de 37 262 individus, en utilisant des erreurs types robustes et des effets fixes par pays.

Habitudes de paiement en espèces et non-détention d'instruments de paiement numériques : nécessité économique ou choix personnel ?

Le choix personnel, ainsi que la diversité des situations individuelles, peuvent être plus importants que les contraintes extérieures pour expliquer l'utilisation des espèces et la détention d'instruments de paiement numérique dans la zone euro. Comme le montre le graphique 2, la forte utilisation des espèces dans la zone euro par des personnes disposant ou non d'instruments de paiement numériques signifie que la préférence pour les espèces ne s'explique pas uniquement par leur disponibilité, et qu'elle pourrait représenter un choix délibéré dans de nombreux cas. Des interrogations demeurent toutefois sur la non-détention d'instruments de paiement numériques comme les cartes ou les comptes, où des facteurs comme la rigidité des habitudes, les obstacles personnels et les contraintes extérieures peuvent jouer un rôle, comme le montre le graphique 4. Par exemple, si des contraintes personnelles telles que l'éducation financière et numérique ou des revenus faibles influencent assurément ces décisions dans certains cas, elles ne reflètent pas à elles seules la diversité des raisons pour les différents groupes démographiques. Et contrairement aux tendances mondiales, où l'éloignement géographique des établissements financiers et les coûts de service constituent des

obstacles importants, ces critères pourraient avoir moins d'influence dans le système financier avancé de la zone euro ¹⁸. En effet, notre analyse ci-après montre l'influence limitée de deux facteurs extérieurs (la présence de services bancaires physiques et l'évolution des profils de comportement observée à la suite de la pandémie), suggérant que le choix personnel a une plus grande importance ¹⁹.

La présence de services bancaires physiques ne varie pas significativement pour les personnes n'ayant pas de carte ou de compte par rapport au reste de la population, ce qui suggère qu'elles ne semblent pas être confrontées à des obstacles plus importants au niveau de l'offre. Les données tirées d'enquêtes

fournissent une bonne approximation de la présence de services bancaires physiques, car elles indiquent si les personnes trouvent qu'il est facile ou difficile de se rendre à une agence bancaire ou à un distributeur automatique de billets (DAB) pour le retrait d'espèces ²⁰. Comme le montre le graphique 4 ci-dessus, la présence de services bancaires physiques n'a pas d'effet statistique sur la décision de ne pas avoir une carte ou un compte. Cela suggère que dans la zone euro, contrairement à d'autres régions moins développées (encadré 1), la distance par rapport aux agences bancaires a peu d'incidence, les préférences et contraintes personnelles jouant un plus grand rôle ²¹. Cette idée est encore renforcée par l'exemple du graphique 5, partie a) ci-après, où une légère différence sans effet statistique est observée entre les deux groupes. De plus, aucune différence moyenne n'apparaît

¹⁸ À l'échelle mondiale, « le manque d'argent », « le prix trop élevé des services financiers » et « des services financiers trop éloignés » sont les trois raisons les plus citées pour justifier de ne pas avoir un compte bancaire. Cf. Demirgüç-Kunt (A.), Klapper (L.), Singer (D.) et Ansar (S.), « *The Global Findex Database 2021: Financial Inclusion, Digital Payments, and Resilience in the Age of COVID-19* », The World Bank Group, 2021.

¹⁹ Un autre facteur extérieur important qui n'est pas directement pris en compte ici est le degré d'acceptation des paiements en espèces et en carte par les commerçants. En termes de moyennes, il n'y a pas de différence importante entre les deux groupes (l'acceptation des espèces est de 97 % pour le groupe ayant moins accès au numérique et de 96 % pour le reste de la population, et pour l'acceptation de la carte, les chiffres sont de 82 % et 84 % respectivement). Néanmoins, lorsque ces variables sont incluses dans une régression comme celle du graphique 4, une acceptation plus large de la carte semble réduire légèrement la probabilité de ne pas disposer d'au moins un instrument de paiement numérique, tandis que l'acceptation des espèces n'a pas d'effet statistique.

²⁰ Malgré la hausse des services en ligne, les agences bancaires physiques restent un mécanisme important pour que les consommateurs adoptent des moyens de paiement numériques.

²¹ Des nuances apparaissent toutefois lorsqu'on examine l'intensité d'utilisation et les stratégies d'adaptation aux coûts monétaires associés à l'accès aux espèces. Le groupe ayant moins accès au numérique a tendance à utiliser l'infrastructure d'espèces plus fréquemment et affiche une tendance prononcée à éviter les frais de transaction associés aux retraits d'espèces (comme le montre le dernier élément du graphique 4, « Ne paie jamais de frais de distributeur automatique de billets »). Ce comportement sous-entend une adaptation visant à éviter des coûts monétaires directs, mais il peut également impliquer d'autres dépenses moins visibles telles que le coût et le temps nécessaires au déplacement pour accéder aux espèces et l'effort requis pour s'adapter aux différents points d'accès aux espèces.

lorsqu'on analyse la couverture de la population par les réseaux d'agence et de DAB dans les régions où résident les personnes ^{22,23}.

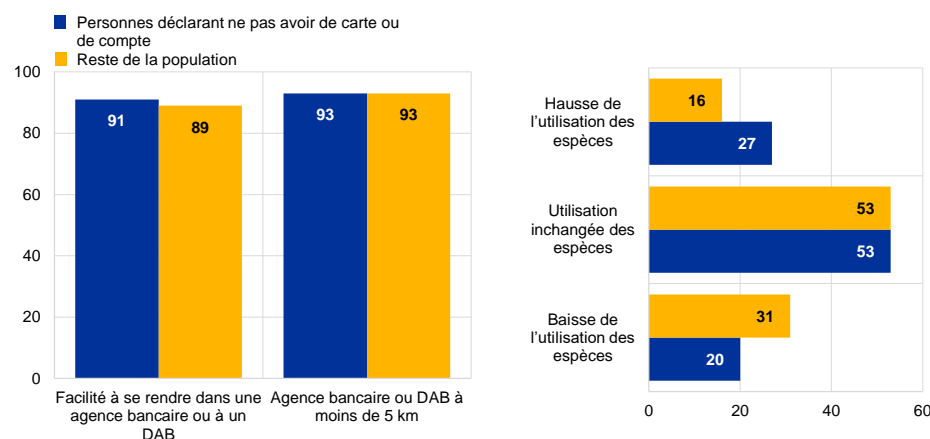
Graphique 5

Présence de services bancaires physiques et persistance des habitudes de paiement en espèces : deux facteurs sans influence notable sur l'appartenance au groupe ayant moins accès au numérique

a) Présence de services bancaires physiques b) Persistance des habitudes de paiement en espèces après la pandémie

(part de la population dans chaque groupe, en pourcentage)

(part de la population dans chaque groupe, en pourcentage)



Source : BCE (enquête SPACE 2022) et données de l'Eurosystème sur la couverture de la population par les agences bancaires et les DAB.

Notes : La partie a) montre 1) la part de la population qui déclare pouvoir facilement se rendre à une agence bancaire ou à un DAB pour le retrait d'espèces, et 2) la part de la population résidant à moins de 5 km en moyenne d'une agence bancaire ou d'un DAB. La partie b) montre en revanche la part des personnes qui ont accru, maintenu ou réduit leur utilisation des espèces par rapport à la période qui a précédé immédiatement la pandémie.

La moitié des personnes ayant moins accès au numérique déclarent continuer à utiliser les espèces autant qu'avant la pandémie, et près d'un tiers affirment même les utiliser davantage, indiquant une forte persistance des habitudes de paiement en espèces. La pandémie a bouleversé les habitudes financières, constituant une opportunité unique pour observer les changements de comportement des individus en cas d'évolution des conditions. De manière générale,

²² Les régions sont définies au niveau NUTS 2, pour un total de 111 régions dans les 17 pays considérés. Cet indicateur de couverture, utilisé pour les régions données, peut être décrit comme la part moyenne de la population ayant accès à une agence bancaire ou à un DAB dans un rayon de 5 km à vol d'oiseau de leur résidence. L'Eurosystème calcule ces données et d'autres métriques plus sophistiquées pour suivre l'accès aux espèces ; cf. 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. D'autres métriques plus précises, telles que la couverture à 1 km et 2 km, la distance moyenne ou la densité de couverture par les DAB, montrent tous des résultats similaires.

²³ Ces observations sont toutefois une photographie de la situation actuelle et ne sauraient être interprétées de manière causale. Face à un choc extérieur sur la demande, un accès réduit aux espèces pourrait accroître la probabilité que les consommateurs adoptent des instruments de paiement numériques. Nous avons pu isoler cet effet causal en employant l'approche par variables instrumentales et en utilisant la pandémie comme une expérience naturelle. En particulier, un sous-ensemble aléatoire d'individus ayant un accès limité aux espèces pendant la pandémie était plus susceptible de modifier sa perception de la présence de services bancaires physiques, ce qui a pu inciter certaines personnes à adopter les paiements numériques plus fréquemment. Cela montre que, tandis que le groupe ayant moins accès au numérique perçoit autant de présence bancaires physique que le reste de la population, comme il est montré dans le corps du texte, une restriction de l'offre du secteur bancaire de détail (particulièrement concernant l'accès aux espèces) pourrait contraindre certaines personnes à adopter plus fréquemment les cartes de débit ou de crédit et les comptes offrant des services bancaires de base.

les changements de comportement viennent des personnes elles-mêmes et se produisent progressivement et subtilement en fonction des préférences personnelles, comme le fait de commencer à utiliser de nouveaux instruments de paiement dans certaines circonstances pour des raisons de commodité. Néanmoins, des chocs extérieurs (ou exogènes) comme la pandémie précipitent souvent de brusques modifications des comportements, ce qui permet de mieux comprendre la rigidité de certaines habitudes. Le graphique 5, partie b) montre non seulement que la moitié du groupe ayant moins accès au numérique a maintenu son utilisation des espèces pour les paiements physiques, mais aussi que près d'un tiers du groupe a davantage utilisé les espèces²⁴. Ce résultat contraste avec le reste de la population, où près de 16 % seulement des déclarants rapportent une utilisation accrue des espèces, ce qui indique que le comportement du groupe ayant moins accès au numérique est clairement distinct. La persistance de l'utilisation des espèces chez certaines personnes, même face à des chocs extérieurs, met en évidence la résistance des habitudes de paiement en espèces et jette le doute sur l'idée préconçue selon laquelle une transition numérique universelle serait inévitable.

Encadré 1

Non bancarisés hors de la zone euro : les profils de détention numérique diffèrent-ils à l'étranger ?

Andrea Marini, Alejandro Zamora-Pérez et Elisabeth Beckmann

Comment l'utilisation des espèces en euros comme monnaie étrangère diffère-t-elle entre les personnes bancarisées et non bancarisées hors de la zone euro ? Jusque-là, notre analyse principale s'est concentrée sur les facteurs qui influencent la probabilité que les personnes aient moins d'accès au numérique bancaire dans la zone euro. Mais il est important d'évaluer si ces résultats se vérifient aussi dans les économies pour lesquelles la situation sur les marchés financiers est différente. L'enquête [OeNB Euro](#) réalisée par l'Oesterreichische Nationalbank collecte des informations sur la détention d'espèces et le comportement d'épargne pour un groupe de pays d'Europe centrale, orientale et du Sud-Est (ECOSE)^{25, 26}. Cela permet d'évaluer les

²⁴ La littérature récente souligne que malgré la croissance du commerce en ligne, les magasins physiques devraient rester pertinents à l'avenir. Ces magasins s'adaptent pour offrir des expériences sensorielles uniques qui ne peuvent être reproduites en ligne et recourent de plus en plus à des canaux multiples : les établissements physiques se développent en ligne et les enseignes en ligne établissant une présence physique. Cette tendance, observée plus particulièrement dans les petits commerces et dans les zones où la fréquentation est importante, place les points de vente physiques au centre de l'engagement des clients et de l'expérience d'achat. La diversité des préférences des consommateurs, telle que documentée dans notre article, pourrait être l'une des raisons pour lesquelles les options de commerce en ligne et hors ligne (et donc les paiements physiques) conserveront leur pertinence à l'avenir. Cf. von Briel (F.), « *The future of omnichannel retail: A four-stage Delphi study* », *Technological Forecasting and Social Change*, vol. 132, 2018, p. 217-229, et Reinartz (W.), Wiegand (N.) et Imschloss (M.), « *The impact of digital transformation on the retailing value chain* », *International Journal of Research in Marketing*, vol. 36, n° 3, 2019, p. 350-366.

²⁵ Pour plus d'informations sur les motifs de la détention d'espèces dans les pays ECOSE, cf. Stix (H.), « *Why do people save in cash? Distrust, memories of banking crises, weak institutions and dollarization* », *Journal of Banking and Finance*, vol. 37, n° 11, 2013, p. 4087-4106. Pour plus d'informations sur les motifs de la détention d'espèces en euros dans les pays ECOSE, cf. Backé (P.) et Beckmann (E.), « *Euro adoption in CESEE: How do financial literacy and trust in institutions affect people's attitudes* », *OeNB Focus on European Economic Integration*, T1, 2022.

²⁶ L'échantillon couvre six États membres de l'UE (la Bulgarie, la République tchèque, la Croatie, la Hongrie, la Pologne et la Roumanie) et quatre pays n'appartenant pas à l'UE (l'Albanie, la Bosnie-Herzégovine, la Macédoine du Nord et la Serbie). Les données utilisées se rapportent à 2021, avant que la Croatie n'adhère à la zone euro, et les résultats présentés sont conformes à ceux des années précédentes.

différences de profils entre la zone euro et la région ECOSE et facilite l'étude des déterminants de la décision de détenir un compte bancaire, dans la même veine que l'analyse principale.

Les résultats pour la région ECOSE indiquent deux différences clefs par rapport à la zone euro : les détenteurs de comptes bancaires sont plus susceptibles de détenir des espèces en euros et il existe une disparité notable concernant les perceptions de l'accès aux services bancaires entre les personnes bancarisées et non bancarisées. Plus précisément, 30,2 % des personnes détenant des comptes bancaires détiennent également des réserves en espèces en euros, contre seulement 10,4 % des personnes sans compte bancaire. Cela suggère que les personnes bancarisées peuvent voir les espèces en euros comme une option d'épargne stable ou une protection contre les fluctuations de la monnaie locale, ou qu'elles y ont peut-être simplement plus facilement accès. De plus, les personnes bancarisées tendent à avoir des connexions à l'étranger, peut-être parce qu'ils reçoivent des fonds, travaillent temporairement dans la zone euro ou y voyagent pour les vacances. Il existe une différence marquée par rapport à la zone euro s'agissant de la présence bancaire physique ou de la proximité de services bancaires, 47 % des personnes non bancarisées déclarant qu'il leur faut beaucoup de temps pour se rendre à l'agence bancaire la plus proche, contre 36 % pour celles dotées d'un compte bancaire.

Une analyse statistique comparable à celle du graphique 4 confirme que les deux résultats précédents affectent la probabilité qu'une personne détienne un compte et fait apparaître d'autres déterminants de la probabilité d'être non bancarisé dans ces pays. Des facteurs sociodémographiques, comme un revenu plus élevé, un meilleur niveau d'éducation et un âge plus avancé ont un lien avec la détention d'un compte bancaire, en ligne avec les tendances observées dans la zone euro. De plus, la confiance dans les institutions financières joue un rôle important : croire à la sécurité des dépôts bancaires et faire confiance à la banque centrale nationale accroît la probabilité qu'une personne possède un compte.

4 Reconnaître la diversité : garantir l'accès aux espèces dans une économie de plus en plus numérique

Sur la base des résultats présentés plus haut, nous obtenons un tableau nuancé de l'utilisation des espèces et de la détention des instruments de paiement numériques dans la zone euro, jetant le doute sur l'idée d'une fracture numérique binaire en matière de paiements. Premièrement, la prévalence de l'utilisation d'espèces – observée à la fois dans le groupe ayant le moins accès au numérique et dans le reste de la population – souligne que les espèces restent pertinentes dans une économie de plus en plus numérique, malgré une baisse relative de leur utilisation dans les transactions. Deuxièmement, le profil démographique de ceux qui ne disposent pas d'un instrument de paiement numérique est très divers, ce qui indique que ce groupe est large et varié plutôt que réduit, homogène et marginalisé. Troisièmement, l'influence apparemment limitée de la présence bancaire physique perçue sur la détention de cartes ou de comptes suggère que de nombreuses questions complexes sont à l'origine de la prise de décision. Cette complexité est également illustrée par la persistance des habitudes

en matière d'espèces pour une part importante de la population, même après la pandémie.

Au total, ces éléments soulignent la nature multidimensionnelle des comportements financiers et des comportements en matière de paiements dans la zone euro. Il est donc nécessaire de reconnaître l'importance du choix et de la situation personnelle dans les décisions financières et les décisions relatives aux paiements, ainsi que le rôle crucial du maintien de l'accès aux espèces en parallèle des options numériques.

C'est pourquoi, dans ce paysage numérique varié et en évolution constante, le rôle de l'Eurosystème est de soutenir et de respecter les différentes préférences en matière de paiements dans la zone euro. Cette approche reconnaît la valeur du choix dans les transactions financières, dans lesquelles les espèces continuent de jouer un rôle important pour une part considérable de la population. La stratégie fiduciaire de l'Eurosystème implique des évaluations régulières des services et infrastructures fiduciaires afin d'identifier les zones où l'accès aux espèces pourrait être en train de diminuer²⁷. Cela inclut le suivi de la répartition et de la disponibilité des agences bancaires et des DAB et l'identification des zones reculées ou mal desservies. Même s'il ne s'agit pas d'un facteur distinguant le groupe ayant le moins accès au numérique du reste de la population, l'accès aux espèces constitue un aspect important susceptible d'affecter les choix en matière de paiements et d'avoir des conséquences majeures pour les consommateurs²⁸. En garantissant que les espèces restent facilement accessibles, l'Eurosystème vise à fournir un filet de sécurité qui respecte et soutient ceux qui, par choix ou par la force des choses, choisissent les espèces comme option de paiement.

Ces efforts visent à maintenir un écosystème financier équilibré au sein duquel toutes les préférences sont satisfaites plutôt qu'à compenser un manque d'adaptation numérique. Tout en encourageant et en facilitant l'innovation numérique dans les paiements, l'Eurosystème s'engage également à garantir que les espèces continuent d'être une option de paiement viable, efficace et sûre²⁹. Cette double approche reflète la compréhension que, dans un écosystème financier en bonne santé, le progrès numérique et les espèces coexistent et satisfont l'un comme l'autre les besoins de la société. Cette perspective équilibrée est essentielle dans une période où les comportements financiers sont divers et en évolution, garantissant que toutes les préférences sont respectées et soutenues alors même que les économies de la zone euro connaissent un processus de numérisation complexe et inégal.

²⁷ Cf. Banque centrale européenne, « [La stratégie fiduciaire de l'Eurosystème](#) ».

²⁸ Cf. note de bas de page **Erreur ! Signet non défini.**

²⁹ Cf. l'article intitulé « [La réponse de l'Eurosystème aux évolutions des paiements de détail](#) », *Bulletin économique*, n° 1, BCE, 2024. Explorer les différentes options pour l'introduction d'un euro numérique s'inscrit dans cette stratégie plus large, qui vise à renforcer le choix du consommateur dans un environnement de paiements en évolution et à compléter plutôt que remplacer les espèces. Cf. Banque centrale européenne, « [Un euro numérique](#) ».

5 Conclusion

Même si le terme de « fracture » dans la détention d'instruments de paiement numériques suggère une séparation nette, notre analyse révèle une réalité plus nuancée dans la zone euro où les espèces restent essentielles en parallèle des options numériques. De nombreuses personnes dotées ou non d'instruments de paiement numériques ont fréquemment recours aux espèces, ce qui indique que la division n'est pas aussi nette qu'on le suggère souvent. Même si certaines personnes peuvent rencontrer des difficultés avec le numérique, il serait faux de croire que, parce que certains groupes ayant moins accès au numérique sont dépendants des espèces, tous les utilisateurs d'espèces ont nécessairement moins accès au numérique. Cette idée fautive est remise en question par la variété des profils sociodémographiques au sein des 20 % de la population ayant un accès limité à au moins un instrument de paiement numérique courant, bousculant les idées préconçues sur leur uniformité. La persistance d'habitudes liées aux espèces, même au cours de chocs externes tels que la pandémie, et l'influence apparemment faible de la présence bancaire physique perçue sur le fait de posséder des moyens de paiement numériques illustrent la complexité des comportements financiers. Dans ce contexte, l'Eurosystème s'engage non seulement à préserver les espèces en reconnaissance de ces différentes situations, mais aussi à renforcer l'écosystème des paiements, y compris en explorant les options pour un euro numérique. Cette approche vise à soutenir la capacité de résistance et la diversité du paysage financier, en garantissant que toutes les préférences de paiement sont prises en compte dans la zone euro.

Statistiques

(disponible uniquement en anglais)

Statistics

Contents

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

Further information

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	.	2.6	.	1.9	.	.	.	.	4.1	7.4	3.3	0.3	5.4
2023 Q1	1.0	0.6	0.2	1.1	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	1.0	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	-0.8	1.3	-0.1	6.2	6.7	3.5	6.7	3.2	-0.1	5.0
Q4	.	0.8	-0.3	-0.1	.	0.0	.	.	3.2	4.2	2.9	-0.1	2.7
2023 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
2024 Jan.	-	-	-	-	-	-	.	.	3.1	4.0	.	.	2.8
Feb. ³⁾	-	-	-	-	-	-	2.6

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

1) Quarterly data seasonally adjusted; annual data unadjusted.

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

3) The figure for the euro area is an estimate based on provisional national data, as well as on early information on energy prices.

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

	Purchasing Managers' Surveys (diffusion indices; s.a.)									Merchandise imports ¹⁾		
	Composite Purchasing Managers' Index						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	-2.5	-3.8	-1.0
2023 Q1	51.7	49.7	51.3	51.6	53.3	52.0	50.1	52.2	48.3	-1.3	-1.3	-1.2
Q2	54.0	53.6	53.9	53.1	53.9	52.3	51.1	54.9	48.3	-0.3	-1.4	0.8
Q3	51.5	50.8	49.3	52.3	51.5	47.5	50.3	51.8	48.1	-0.7	-0.7	-0.7
Q4	51.0	50.8	50.5	50.0	51.4	47.2	50.2	51.3	48.8	1.4	1.3	1.6
2023 Sep.	51.0	50.2	48.5	52.1	50.9	47.2	49.8	50.7	47.6	-0.7	-0.7	-0.7
Oct.	50.6	50.7	48.7	50.5	50.0	46.5	48.9	50.4	47.5	0.5	0.4	0.5
Nov.	50.9	50.7	50.7	49.6	51.6	47.6	49.9	50.6	48.1	0.9	1.1	0.6
Dec.	51.6	50.9	52.1	50.0	52.6	47.6	49.4	51.6	48.1	1.4	1.3	1.6
2024 Jan.	52.5	52.0	52.9	51.5	52.5	47.9	50.3	52.3	48.8	.	.	.
Feb.	52.6	52.5	53.0	50.6	52.5	49.2	51.2	52.4	49.4	.	.	.

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>												
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
Q4	0.0	.	.	.	.	.	.	.	-	-	.	.
<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
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
Q4	0.1	.	.	.	.	.	.	.	-	-	.	.
<i>contributions to quarter-on-quarter percentage changes in GDP; percentage points</i>												
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	-	-
Q4	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	-	-
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	-	-
Q4	0.1	.	.	.	.	.	.	.	.	.	-	-

Sources: Eurostat and ECB calculations.

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

2) Including acquisitions less disposals of valuables.

2 Economic activity

2.2 Value added by economic activity

(quarterly data seasonally adjusted; annual data unadjusted)

	Gross value added (basic prices)											Taxes less subsidies on products
	Total	Agriculture, forestry and fishing	Manufacturing energy and utilities	Construction	Trade, transport, accommodation and food services	Information and communication	Finance and insurance	Real estate	Professional, business and support services	Public administration, education, health and social work	Arts, entertainment and other services	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
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>													
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
2023	100.0	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
<i>annual percentage changes</i>													
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
2023	1.4	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
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
Q4	1.2	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
Hours worked													
<i>as a percentage of total hours worked</i>													
2020	100.0	82.0	18.0	4.3	15.1	7.0	24.1	3.3	2.6	1.1	13.7	23.1	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				
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
2023	-	-	-	6.5	-	-	5.7	-	14.4	-	6.2	-	6.9	2.9
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
Q4	-	-	-	6.5	-	-	5.7	-	14.7	-	6.2	-	6.9	2.7
2023 Aug.	-	-	11.055	6.5	-	8.727	5.7	2.328	14.6	5.602	6.2	5.452	6.8	-
Sep.	-	-	11.126	6.5	-	8.783	5.7	2.343	14.7	5.620	6.2	5.505	6.9	-
Oct.	-	-	11.155	6.5	-	8.763	5.7	2.392	15.0	5.620	6.2	5.534	6.9	-
Nov.	-	-	11.097	6.5	-	8.782	5.7	2.315	14.6	5.625	6.2	5.472	6.8	-
Dec.	-	-	11.043	6.5	-	8.723	5.6	2.319	14.5	5.565	6.1	5.477	6.8	-
2024 Jan.	-	-	11.009	6.4	-	8.694	5.6	2.315	14.5	5.534	6.1	5.475	6.8	-

Sources: Eurostat and ECB calculations.

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

2) Not seasonally adjusted.

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

2.5 Short-term business statistics

	Industrial production						Construction production	Retail sales				Services production ¹⁾	New passenger car registrations
	Total (excluding construction)		Main Industrial Groupings					Total	Food, beverages, tobacco	Non-food	Fuel		
	Manufacturing	Intermediate goods	Capital goods	Consumer goods	Energy								
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	
% of total in 2015	100.0	88.7	32.1	34.5	21.8	11.6	100.0	100.0	40.4	52.5	7.1	100.0	100.0
annual percentage changes													
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	6.4	10.0	-4.3
2023	-2.4	-2.1	-5.2	0.3	-1.9	-4.9	0.1	-1.7	-2.9	-0.5	-2.4	-	14.5
2023 Q1	0.3	1.1	-5.1	5.1	4.0	-6.2	0.3	-2.6	-5.4	-0.9	2.7	4.7	18.3
Q2	-1.2	-0.6	-6.0	5.4	-1.9	-7.4	0.1	-1.9	-3.3	-0.6	-1.4	3.5	22.6
Q3	-4.8	-4.6	-5.0	-5.6	-3.2	-5.9	0.5	-1.8	-1.8	-0.7	-5.2	2.8	15.4
Q4	-3.9	-4.2	-4.4	-3.1	-6.1	-0.3	-0.3	-0.7	-1.0	0.3	-5.2	-	4.2
2023 Aug.	-5.3	-5.0	-5.2	-7.0	-2.7	-5.8	-0.1	-1.7	-2.4	0.1	-7.3	2.8	18.3
Sep.	-6.7	-6.8	-4.6	-9.5	-5.5	-6.0	0.3	-2.8	-0.8	-3.4	-6.6	2.2	12.2
Oct.	-6.7	-7.1	-4.1	-9.8	-7.2	-0.9	-0.7	-0.8	-1.2	0.2	-5.9	1.7	7.8
Nov.	-5.4	-6.1	-5.4	-6.7	-6.8	1.8	-1.9	-0.4	-0.7	0.5	-3.3	1.1	5.3
Dec.	1.2	1.5	-3.6	9.4	-4.0	-1.7	1.9	-0.8	-1.0	0.1	-6.2	-	-0.3
2024 Jan.	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	7.1
month-on-month percentage changes (s.a.)													
2023 Aug.	0.6	0.2	-0.3	0.5	0.4	-0.3	-0.9	-0.6	-0.5	-0.6	-2.4	0.2	4.6
Sep.	-1.0	-0.5	-0.4	0.2	-1.1	-1.4	0.4	-0.1	1.0	-1.1	0.6	-0.4	-0.3
Oct.	-0.7	-0.7	-0.7	-1.4	-1.2	0.6	-0.5	0.4	-0.9	1.1	0.1	-0.3	-2.3
Nov.	0.4	0.6	-0.7	0.8	1.1	1.7	-0.4	0.3	-0.1	0.3	1.8	-0.4	0.7
Dec.	2.6	7.6	-1.2	20.5	1.2	0.3	0.8	-1.1	-1.6	-1.0	-0.5	-	-1.1
2024 Jan.	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-0.9

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	99.9	-4.3	80.7	-10.8	-12.4	-7.0	7.3	-	51.4	52.5	52.7	52.6
2021	111.2	9.6	81.9	-7.5	4.1	-1.5	8.5	87.8	60.2	58.3	53.6	54.9
2022	102.1	5.0	82.1	-21.9	5.2	-3.5	9.2	90.1	52.1	49.3	52.1	51.4
2023	96.4	-5.6	80.3	-17.4	-2.0	-4.0	6.7	90.2	45.0	45.8	51.2	49.7
2023 Q1	99.2	0.3	81.4	-19.6	1.5	-0.9	8.3	90.1	48.2	49.8	52.8	52.0
Q2	97.1	-4.8	80.7	-17.0	-0.5	-3.8	7.3	90.3	44.7	46.4	54.5	52.3
Q3	94.2	-8.9	79.9	-16.3	-4.7	-4.6	5.0	90.4	43.2	43.1	49.2	47.5
Q4	94.8	-9.0	79.4	-16.7	-4.2	-6.5	6.2	89.9	43.9	44.0	48.4	47.2
2023 Sep.	93.9	-8.4	-	-17.7	-5.5	-5.4	4.8	-	43.4	43.1	48.7	47.2
Oct.	93.9	-8.9	79.6	-17.9	-5.1	-7.2	5.2	90.1	43.1	43.1	47.8	46.5
Nov.	94.2	-9.2	-	-17.0	-4.1	-6.9	5.4	-	44.2	44.6	48.7	47.6
Dec.	96.4	-9.0	-	-15.1	-3.6	-5.5	8.0	-	44.4	44.4	48.8	47.6
2024 Jan.	96.1	-9.3	79.2	-16.1	-4.6	-5.6	8.4	89.7	46.6	46.6	48.4	47.9
Feb.	95.4	-9.5	-	-15.5	-5.4	-6.7	6.0	-	46.5	46.6	50.2	49.2

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	0.9	1.9
2023 Q1	13.5	90.9	1.2	2.3	5.5	2.5	5.1	48.5	24.8	69.7	2.5	-0.3	1.3
Q2	13.9	89.3	1.3	2.0	1.4	3.1	2.3	48.3	24.5	68.8	1.7	19.4	0.8
Q3	14.1	88.1	0.4	1.8	0.9	2.3	0.9	47.9	24.2	68.1	1.5	-9.9	0.6

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	
2023 Q1	1,370.7	1,338.1	32.6	733.2	689.1	319.2	295.0	277.2	278.4	41.1	75.5	35.5	30.8
Q2	1,394.9	1,327.9	67.0	723.5	664.8	325.1	290.3	302.9	288.1	43.5	84.6	25.7	21.5
Q3	1,405.1	1,328.2	76.9	718.6	644.1	327.5	294.7	317.1	305.0	41.9	84.4	28.2	17.4
Q4	1,412.8	1,329.7	83.1	738.4	642.0	331.6	283.3	300.4	320.2	42.4	84.2	52.9	34.6
2023 July	467.5	439.1	28.4	238.7	216.1	109.5	97.0	105.4	97.6	13.8	28.4	7.1	7.0
Aug.	470.5	443.9	26.6	241.6	214.3	108.6	98.0	106.3	103.7	14.0	28.0	7.9	5.5
Sep.	467.1	445.2	21.9	238.2	213.7	109.4	99.7	105.3	103.7	14.1	28.1	13.2	4.9
Oct.	470.1	441.4	28.7	244.4	214.9	108.5	93.6	103.4	104.4	13.7	28.4	10.8	7.8
Nov.	472.5	450.1	22.5	245.9	213.8	112.9	95.7	99.8	113.1	13.8	27.5	9.2	5.6
Dec.	470.2	438.2	31.9	248.1	213.3	110.1	94.0	97.2	102.6	14.8	28.2	32.9	21.3
<i>12-month cumulated transactions</i>													
2023 Dec.	5,583.5	5,323.9	259.6	2,913.7	2,640.1	1,303.4	1,163.4	1,197.6	1,191.7	168.8	328.7	142.4	104.4
<i>12-month cumulated transactions as a percentage of GDP</i>													
2023 Dec.	39.5	37.6	1.8	20.6	18.7	9.2	8.2	8.5	8.4	1.2	2.3	1.0	0.7

1) The capital account is not seasonally adjusted.

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

(seasonally adjusted, unless otherwise indicated)

	Total (n.s.a.)		Exports (f.o.b.)					Imports (c.i.f.)					
	Exports	Imports	Total			Memo item: Manu- facturing	Total			Memo items:			
			Intermediate goods	Capital goods	Consumption goods		Intermediate goods	Capital goods	Consumption goods	Manu- facturing	Oil		
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	
<i>Values (EUR billions; annual percentage changes for columns 1 and 2)</i>													
2023 Q1	8.6	1.0	722.4	347.2	138.4	224.4	596.9	730.1	430.4	114.6	161.9	503.6	78.6
Q2	-1.9	-13.8	708.3	331.9	143.9	216.8	588.8	706.2	411.0	113.4	164.8	502.1	74.1
Q3	-5.4	-22.2	702.5	332.3	141.6	214.6	583.7	677.5	390.6	111.2	158.5	486.0	82.5
Q4	-5.3	-17.3	705.3	.	.	.	584.4	666.1	.	.	.	468.8	.
2023 July	-2.7	-18.1	232.9	109.5	46.3	71.4	193.0	228.7	131.7	37.8	54.0	165.4	26.6
Aug.	-3.7	-24.4	236.0	110.8	49.0	72.0	197.0	224.4	128.8	36.7	53.0	161.1	27.3
Sep.	-9.2	-23.9	233.7	112.0	46.2	71.2	193.7	224.4	130.1	36.7	51.5	159.5	28.6
Oct.	-2.4	-16.3	234.6	111.4	47.2	70.4	195.4	223.5	129.0	35.6	52.5	158.5	29.5
Nov.	-5.0	-16.9	236.3	111.4	48.3	71.5	196.7	221.3	127.4	34.6	51.8	155.1	26.6
Dec.	-8.8	-18.7	234.3	.	.	.	192.3	221.3	.	.	.	155.2	.
<i>Volume indices (2000 = 100; annual percentage changes for columns 1 and 2)</i>													
2023 Q1	0.8	-2.1	106.5	102.8	107.0	119.1	106.3	117.1	115.3	122.1	117.1	118.2	146.1
Q2	-2.8	-6.6	105.0	100.6	110.2	115.7	105.6	116.2	115.4	123.2	119.1	119.8	159.8
Q3	-3.9	-10.4	104.0	100.6	107.8	112.7	104.2	112.5	111.6	119.2	117.1	117.1	173.2
Q4	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
2023 June	0.2	-7.0	105.0	101.1	108.0	115.1	105.6	112.5	112.4	117.1	116.1	116.4	164.7
July	-1.2	-5.3	103.1	100.2	105.9	112.8	103.3	115.4	114.9	121.6	119.1	119.3	169.9
Aug.	-1.8	-12.0	105.2	100.8	112.1	113.6	105.6	111.5	110.0	118.2	117.9	116.8	174.8
Sep.	-8.2	-13.5	103.7	101.0	105.3	111.7	103.9	110.7	109.9	117.9	114.4	115.1	174.9
Oct.	-1.0	-7.4	103.4	99.7	106.7	110.2	103.5	110.0	108.5	114.7	115.9	114.7	163.7
Nov.	-3.5	-9.9	104.0	99.2	107.3	113.2	104.3	109.1	107.5	107.7	114.3	112.0	162.9

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	0.9	3.3	3.1	1.7	-6.0	1.3	8.1	7.3
Q2	123.2	6.2	5.5	6.8	5.2	0.6	1.8	0.7	0.6	-4.3	1.3	6.1	6.8
Q3	123.9	5.0	5.1	4.5	5.3	0.9	1.1	1.1	0.6	1.3	0.9	5.0	4.5
Q4	124.1	2.7	3.7	1.7	4.2	0.3	0.7	0.9	0.0	-1.1	0.6	3.0	1.3
2023 Sep.	124.4	4.3	4.5	4.0	4.7	0.3	0.4	0.2	-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	0.2	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	0.8	0.0	-2.2	-0.1	2.5	1.5
Dec.	124.1	2.9	3.4	2.1	4.0	0.0	0.1	0.2	0.2	-1.6	0.3	3.1	1.7
2024 Jan.	123.6	2.8	3.3	1.8	4.0	0.4	0.5	0.5	0.2	1.2	0.4	3.0	1.9
Feb. ³⁾	124.4	2.6	3.1	.	3.9	0.4	0.3	-0.8	0.1	1.5	0.5	.	.

	Goods						Services					
	Food (including alcoholic beverages and tobacco)			Industrial goods			Housing	Transport	Communication	Recreation and personal care	Miscellaneous	
	Total	Processed food	Unprocessed food	Total	Non-energy industrial goods	Energy	Rents					
14	15	16	17	18	19	20	21	22	23	24	25	
% of total in 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 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
2024 Jan.	5.6	5.2	6.9	-0.2	2.0	-6.1	3.4	2.8	3.5	-0.3	5.4	3.8
Feb. ³⁾	4.0	4.5	2.2	.	1.6	-3.7	.	.	.	.	.	.

Sources: Eurostat and ECB calculations.

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

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

3) Flash estimate.

3 Prices and costs

3.2 Industry, construction and property prices (annual percentage changes, unless otherwise indicated)

	Industrial producer prices excluding construction ¹⁾										Con- struction ²⁾	Residential property prices ³⁾	Experimental indicator of commercial property prices ³⁾
	Total (index: 2015 = 100)	Total	Industry excluding construction and energy						Energy				
			Manu- facturing	Total	Intermedi- ate goods	Capital goods	Consumer goods						
							Total	Food, beverages and tobacco		Non- food			
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	
% of total in 2015	100.0	100.0	77.3	72.1	28.9	20.7	22.5	16.6	5.9	27.9			
2021	100.0	12.2	7.5	6.0	11.0	2.6	2.1	3.3	1.8	30.6	5.8	8.1	0.5
2022	134.4	34.4	16.9	14.3	20.2	7.2	12.1	16.4	7.7	85.2	12.0	7.1	0.6
2023	130.3	-3.1	2.0	3.3	-0.7	5.0	8.2	8.4	5.5	-15.0	6.6	.	.
2023 Q1	136.5	10.9	9.0	9.7	8.7	7.1	14.1	17.4	8.5	11.4	10.7	0.4	-4.9
Q2	128.8	-1.3	0.9	3.5	-1.1	5.7	9.4	9.6	6.5	-12.2	7.5	-1.5	-9.9
Q3	127.8	-10.3	-0.3	0.9	-4.4	4.3	6.4	5.5	4.5	-27.9	4.8	-2.1	.
Q4	127.9	-9.7	-1.2	-0.4	-5.1	3.2	3.6	2.2	2.7	-25.2	3.7	.	.
2023 Aug.	127.8	-11.1	0.0	0.9	-4.5	4.3	6.4	5.5	4.5	-29.3	-	-	-
Sep.	128.5	-12.2	0.0	0.3	-4.7	4.0	5.4	4.3	3.9	-30.6	-	-	-
Oct.	128.7	-9.5	-1.4	-0.3	-5.3	3.6	4.2	2.8	3.0	-24.5	-	-	-
Nov.	128.1	-9.0	-1.4	-0.5	-5.1	3.1	3.5	2.0	2.7	-23.8	-	-	-
Dec.	127.0	-10.7	-0.8	-0.5	-4.8	2.8	3.2	1.7	2.3	-27.3	-	-	-
2024 Jan.	125.9	-8.6	-1.9	-1.5	-5.8	2.1	.	.	.	-21.3	-	-	-

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

1) Domestic sales only.

2) Input prices for residential buildings.

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

3.3 Commodity prices and GDP deflators (annual percentage changes, unless otherwise indicated)

	GDP deflators						Oil prices (EUR per barrel)	Non-energy commodity prices (EUR)							
	Total (s.a.; index: 2015 = 100)	Total	Domestic demand					Exports ¹⁾	Imports ¹⁾	Import-weighted ²⁾			Use-weighted ²⁾		
			Total	Private consump- tion	Govern- ment consump- tion	Gross fixed capital formation				Total	Food	Non-food	Total	Food	Non-food
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	
% of total									100.0	45.4	54.6	100.0	50.4	49.6	
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	-11.6	-14.3	-13.8	-12.5	-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	-9.0	-9.3	-8.8	-10.1	-10.4	-9.6
2023 Sep.	-	-	-	-	-	-	-	-	88.1	-12.1	-14.0	-10.1	-13.1	-14.4	-11.4
Oct.	-	-	-	-	-	-	-	-	86.2	-12.2	-13.9	-10.4	-13.1	-14.3	-11.7
Nov.	-	-	-	-	-	-	-	-	76.9	-8.9	-9.6	-8.1	-10.0	-11.0	-8.8
Dec.	-	-	-	-	-	-	-	-	71.4	-5.8	-3.7	-7.9	-6.8	-5.5	-8.2
2024 Jan.	-	-	-	-	-	-	-	-	73.5	-5.8	-1.8	-9.6	-6.6	-3.8	-9.7
Feb.	-	-	-	-	-	-	-	-	77.5	-4.4	0.2	-8.9	-4.3	-0.2	-9.1

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

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

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

3 Prices and costs

3.4 Price-related opinion surveys (seasonally adjusted)

	European Commission Business and Consumer Surveys (percentage balances)				Consumer price trends over past 12 months	Purchasing Managers' Surveys (diffusion indices)			
	Selling price expectations (for next three months)					Input prices		Prices charged	
	Manu- facturing	Retail trade	Services	Construction		Manu- facturing	Services	Manu- facturing	Services
	1	2	3	4	5	6	7	8	9
1999-20	4.4	5.5	-	-2.9	27.9	56.5	56.1	-	50.0
2021	31.7	23.9	10.3	19.7	30.4	84.0	61.9	66.8	53.4
2022	48.6	52.9	27.4	42.4	71.6	77.1	75.4	69.6	62.0
2023	9.5	28.5	19.2	13.9	74.5	43.7	64.6	50.0	57.4
2023 Q1	23.8	43.3	26.0	27.3	78.4	51.3	69.9	57.8	61.2
Q2	7.2	29.8	17.9	11.9	76.9	41.6	64.3	49.2	58.0
Q3	3.6	22.1	15.3	6.6	73.3	39.1	62.0	45.7	55.5
Q4	3.6	18.8	17.6	9.7	69.5	42.8	62.0	47.5	54.8
2023 Sep.	4.4	20.7	14.6	7.3	73.6	41.9	62.7	45.8	54.7
Oct.	4.0	19.7	15.9	8.0	72.6	42.5	62.0	46.4	54.1
Nov.	3.4	18.3	18.0	9.3	68.9	42.7	62.5	47.2	54.5
Dec.	3.5	18.4	18.9	11.8	66.9	43.1	61.6	48.9	55.6
2024 Jan.	4.4	18.6	20.2	10.2	66.1	42.8	62.6	48.6	56.3
Feb.	3.8	16.5	17.5	4.4	65.3	45.5	62.9	48.3	56.6

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

3.5 Labour cost indices

(annual percentage changes, unless otherwise indicated)

	Total (index: 2020 = 100)	Total	By component		For selected economic activities		Memo item: Indicator of negotiated wages ¹⁾
			Wages and salaries	Employers' social contributions	Business economy	Mainly non-business economy	
	1	2	3	4	5	6	7
% of total in 2020	100.0	100.0	75.3	24.7	69.0	31.0	
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
2023	.	.	.	.	.	.	4.5
2023 Q1	102.7	5.3	5.0	6.3	5.7	4.4	4.3
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
Q4	.	.	.	.	.	.	4.5

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 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
2024 Jan.	3.90	3.87	3.92	3.89	3.61	5.32	-0.01
Feb.	3.91	3.87	3.92	3.90	3.67	5.31	-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 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
2024 Jan.	3.81	3.05	2.47	2.05	2.27	-0.79	-0.81	-1.03	2.26	1.67	2.06	2.76
Feb.	3.82	3.33	2.90	2.43	2.48	-0.85	-0.76	-0.46	2.79	2.24	2.20	2.79

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 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
2024 Jan.	471.8	4,505.8	998.5	289.2	163.2	120.2	204.7	875.3	963.2	381.9	288.4	762.5	4,804.5	35,451.8
Feb.	489.4	4,758.9	989.4	315.9	165.3	119.0	207.3	916.0	1,085.4	353.4	283.8	747.9	5,012.0	37,785.2

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					APRC ³⁾
			Up to 2 years	Over 2 years			Floating rate and up to 1 year	Over 1 year			Floating rate and up to 1 year	Over 1 and up to 5 years	Over 5 and up to 10 years	Over 10 years		
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16
2023 Feb.	0.11	1.17	1.91	2.20	6.54	16.14	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	16.14	7.63	7.23	7.90	4.70	3.88	3.78	3.56	3.14	3.72	3.37
Apr.	0.17	1.25	2.28	2.42	6.97	16.29	8.06	7.43	8.11	4.91	4.12	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	16.35	7.02	7.49	7.99	5.11	4.39	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	4.54	4.14	3.72	3.46	4.09	3.76
Aug.	0.31	1.50	3.04	3.11	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	7.77	16.54	8.47	7.83	8.55	5.40	4.72	4.24	3.86	3.57	4.25	3.89
Oct.	0.35	1.59	3.27	3.31	7.97	16.54	8.25	7.87	8.54	5.58	4.81	4.28	3.78	3.60	4.27	3.91
Nov.	0.36	1.62	3.32	3.41	7.97	16.66	7.27	7.90	8.54	5.56	4.88	4.31	3.89	3.70	4.35	4.01
Dec.	0.37	1.65	3.28	3.46	8.04	16.78	7.54	7.71	8.43	5.38	4.86	4.23	3.81	3.63	4.33	3.97
2024 Jan. ^(a)	0.38	1.67	3.20	3.15	8.15	16.79	7.99	8.02	8.72	5.39	4.80	4.10	3.67	3.52	4.15	3.87

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
2023 Feb.	0.31	2.30	2.81	3.81	4.40	4.54	4.71	4.06	4.10	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.	0.45	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	4.10	4.78
July	0.61	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.	0.66	3.42	3.53	5.02	5.46	5.64	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.	0.83	3.71	3.92	5.33	5.70	5.91	5.79	5.50	5.30	4.55	5.12	5.17	4.40	5.23
Dec.	0.83	3.71	4.08	5.57	5.48	5.72	5.68	5.41	5.10	4.51	5.25	5.09	4.37	5.25
2024 Jan. ^(a)	0.89	3.69	3.32	5.37	5.80	5.69	5.65	5.45	5.22	4.43	5.15	5.00	4.18	5.22

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														
2021	1,406.9	427.2	127.1	50.1	87.9	764.7	674.9	387.1	138.4	79.1	26.3	32.1	137.6	104.8
2022	1,372.8	467.6	143.6	51.9	94.6	667.0	621.7	481.0	182.6	116.4	48.2	48.1	133.9	97.1
2023	1,504.7	588.3	131.7	50.8	85.8	698.8	659.0	499.1	211.3	111.7	37.9	48.8	127.4	103.9
2023 Aug.	1,513.7	593.1	141.1	51.5	99.1	680.4	647.9	518.7	230.3	121.9	40.2	40.5	126.0	108.3
Sep.	1,532.6	591.9	137.4	50.7	92.1	711.3	676.2	522.4	214.0	117.1	42.5	46.8	144.5	126.5
Oct.	1,519.9	577.3	138.2	49.5	95.1	709.2	671.7	486.9	197.9	116.3	37.5	51.2	121.6	92.2
Nov.	1,529.9	590.8	134.7	48.3	95.7	708.7	667.8	479.4	187.6	120.7	40.8	45.0	126.2	100.2
Dec.	1,504.7	588.3	131.7	50.8	85.8	698.8	659.0	329.6	144.0	79.4	35.8	32.2	74.0	60.6
2024 Jan.	1,497.0	604.9	131.9	45.3	86.0	674.2	641.6	520.1	211.8	121.5	37.7	43.7	143.0	121.1
Long-term														
2021	19,917.7	4,181.3	3,374.5	1,341.1	1,599.0	10,762.9	9,941.9	316.3	67.9	83.5	33.6	23.1	141.8	128.3
2022	17,896.7	3,971.9	3,257.9	1,339.0	1,395.8	9,271.0	8,559.2	298.8	78.5	73.1	29.5	16.6	130.6	121.2
2023	19,562.9	4,497.3	3,458.4	1,347.4	1,504.1	10,103.0	9,362.8	326.7	95.9	71.6	24.5	20.6	138.6	130.1
2023 Aug.	18,814.4	4,307.2	3,367.4	1,367.8	1,427.7	9,712.0	8,989.6	206.0	52.3	47.9	12.4	8.4	97.4	93.9
Sep.	18,670.1	4,294.9	3,401.0	1,372.7	1,429.9	9,544.4	8,830.7	350.1	91.2	91.8	21.4	29.3	137.8	127.8
Oct.	18,712.2	4,341.6	3,402.3	1,374.4	1,430.8	9,537.4	8,825.0	336.1	93.4	70.7	22.0	14.4	157.6	151.4
Nov.	19,081.1	4,412.2	3,417.1	1,345.7	1,463.9	9,787.9	9,066.6	303.9	84.1	88.5	21.0	25.2	106.1	101.2
Dec.	19,562.9	4,497.3	3,458.4	1,347.4	1,504.1	10,103.0	9,362.8	215.4	69.3	59.6	16.9	17.3	69.1	67.6
2024 Jan.	19,671.5	4,577.5	3,503.4	1,351.7	1,502.9	10,087.7	9,340.0	466.9	162.9	95.8	28.9	22.5	185.7	165.0

Source: ECB.

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

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

(EUR billions and percentage changes; market values)

	Debt securities							Listed shares				
	Total	MFIs	Non-MFI corporations			General government		Total	MFIs	Financial corporations other than MFIs	Non-financial corporations	
			Financial corporations other than MFIs	FVCs	Non-financial corporations	of which central government						
							1					2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
Outstanding amount												
2021	21,324.6	4,608.5	3,501.6	1,391.2	1,686.9	11,527.6	10,616.8	10,366.1	600.0	1,544.3	8,220.9	
2022	19,269.5	4,439.5	3,401.5	1,391.0	1,490.5	9,938.0	9,180.9	8,711.0	524.9	1,351.1	6,834.3	
2023	21,067.6	5,085.7	3,590.1	1,398.2	1,589.9	10,801.8	10,021.8	9,696.2	621.5	1,476.0	7,598.2	
2023 Aug.	20,328.1	4,900.4	3,508.5	1,419.3	1,526.8	10,392.4	9,637.5	9,526.3	582.1	1,493.1	7,450.5	
Sep.	20,202.7	4,886.8	3,538.3	1,423.4	1,522.0	10,255.7	9,506.9	9,159.1	576.0	1,424.2	7,158.4	
Oct.	20,232.0	4,918.9	3,540.6	1,423.9	1,526.0	10,246.6	9,496.7	8,780.2	558.5	1,367.2	6,854.0	
Nov.	20,611.0	5,003.0	3,551.8	1,394.0	1,559.6	10,496.6	9,734.4	9,397.5	611.1	1,462.0	7,323.9	
Dec.	21,067.6	5,085.7	3,590.1	1,398.2	1,589.9	10,801.8	10,021.8	9,696.2	621.5	1,476.0	7,598.2	
2024 Jan.	21,168.5	5,182.3	3,635.3	1,396.9	1,589.0	10,761.9	9,981.5	9,845.4	640.6	1,504.6	7,699.8	
Growth rate ¹⁾												
2023 June	5.3	10.2	4.3	4.1	0.9	4.3	5.1	-1.0	-2.4	1.6	-1.3	
July	6.1	12.1	4.1	2.8	1.8	4.7	5.3	-1.0	-2.1	0.9	-1.3	
Aug.	5.9	12.1	4.0	2.3	1.1	4.6	5.3	-1.0	-2.0	1.0	-1.2	
Sep.	6.4	11.0	5.1	4.5	1.6	5.5	6.2	-0.9	-3.1	0.8	-1.1	
Oct.	6.1	10.6	5.1	4.5	2.1	5.0	5.5	-1.3	-3.0	0.6	-1.5	
Nov.	5.5	10.0	3.8	0.9	2.1	4.5	4.9	-1.2	-3.3	0.8	-1.4	
Dec.	5.8	11.4	3.6	0.3	1.8	4.6	5.0	-1.3	-3.1	0.7	-1.6	
2024 Jan.	5.8	10.4	5.0	1.1	1.5	4.6	5.0	-1.4	-3.0	0.6	-1.7	

Source: ECB.

1) For details on the calculation of growth rates, see the Technical Notes.

4 Financial market developments

4.8 Effective exchange rates ¹⁾

(period averages; index: 1999 Q1=100)

	EER-18						EER-41	
	Nominal	Real CPI	Real PPI	Real GDP deflator	Real ULCM	Real ULCT	Nominal	Real CPI
	1	2	3	4	5	6	7	8
2021	99.6	93.7	93.6	89.4	68.1	87.2	120.5	94.3
2022	95.3	90.8	93.5	84.2	63.4	82.5	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	85.1	119.4	93.4
Q2	98.2	93.8	98.0	88.0	64.8	85.6	121.4	94.6
Q3	98.9	94.9	98.8	88.8	66.1	87.2	123.5	95.9
Q4	98.3	94.2	98.1	.	.	.	123.0	95.1
2023 Sep.	98.5	94.6	98.6	-	-	-	123.0	95.5
Oct.	98.0	94.1	98.0	-	-	-	122.5	95.0
Nov.	98.7	94.6	98.4	-	-	-	123.4	95.3
Dec.	98.2	93.9	98.0	-	-	-	123.2	94.8
2024 Jan.	98.4	94.3	98.1	-	-	-	123.6	95.1
Feb.	98.1	94.1	97.9	-	-	-	123.3	94.8
	<i>Percentage change versus previous month</i>							
2024 Feb.	-0.3	-0.2	-0.3	-	-	-	-0.2	-0.3
	<i>Percentage change versus previous year</i>							
2024 Feb.	1.1	1.1	1.1	-	-	-	3.4	1.5

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 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
2024 Jan.	7.820	24.716	7.457	382.042	159.458	4.365	0.859	4.9749	11.283	0.937	1.091
Feb.	7.765	25.232	7.455	388.039	161.377	4.326	0.855	4.9746	11.250	0.946	1.079
	<i>Percentage change versus previous month</i>										
2024 Feb.	-0.7	2.1	0.0	1.6	1.2	-0.9	-0.5	0.0	-0.3	1.0	-1.0
	<i>Percentage change versus previous year</i>										
2024 Feb.	6.0	6.4	0.1	0.8	13.3	-8.8	-3.5	1.3	0.7	-4.5	0.7

Source: ECB.

4 Financial market developments

4.10 Euro area balance of payments, financial account

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

	Total ¹⁾			Direct investment		Portfolio investment		Net financial derivatives	Other investment		Reserve assets	Memo: Gross external debt
	Assets	Liabilities	Net	Assets	Liabilities	Assets	Liabilities		Assets	Liabilities		
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
<i>Outstanding amounts (international investment position)</i>												
2022 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>												
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	-
Q4	-123.0	-264.5	141.5	-105.0	-103.6	20.1	11.4	17.3	-61.8	-172.3	6.4	-
2023 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.	8.4	-12.7	21.1	-47.9	-64.2	-19.3	-7.4	17.1	54.8	58.9	3.7	-
Nov.	89.5	42.3	47.2	15.4	27.9	59.1	19.7	1.2	12.4	-5.3	1.5	-
Dec.	-220.9	-294.1	73.1	-72.4	-67.3	-19.7	-0.8	-0.9	-129.0	-226.0	1.2	-
<i>12-month cumulated transactions</i>												
2023 Dec.	389.6	58.5	331.1	-156.7	-207.9	375.5	421.6	24.4	158.9	-155.2	-12.5	-
<i>12-month cumulated transactions as a percentage of GDP</i>												
2023 Dec.	2.8	0.4	2.3	-1.1	-1.5	2.7	3.0	0.2	1.1	-1.1	-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												
2021	1,470.4	9,822.6	11,292.9	918.8	2,504.9	3,423.7	14,716.7	118.7	644.1	25.3	788.1	15,504.8
2022	1,539.5	9,763.6	11,303.1	1,382.1	2,563.9	3,946.0	15,249.1	124.2	646.1	49.5	819.8	16,068.9
2023	1,536.5	8,834.3	10,370.9	2,309.8	2,458.5	4,768.3	15,139.1	186.8	739.0	72.0	997.9	16,137.0
2023 Q1	1,542.2	9,456.6	10,998.7	1,633.7	2,548.0	4,181.7	15,180.4	102.6	676.7	91.5	870.7	16,051.1
Q2	1,535.3	9,179.2	10,714.5	1,865.1	2,517.8	4,382.9	15,097.4	114.4	695.9	83.7	894.0	15,991.4
Q3	1,535.7	8,985.8	10,521.5	2,085.9	2,465.8	4,551.6	15,073.2	131.0	714.4	75.7	921.2	15,994.3
Q4	1,536.5	8,834.3	10,370.9	2,309.8	2,458.5	4,768.3	15,139.1	186.8	739.0	72.0	997.9	16,137.0
2023 Aug.	1,534.1	9,009.3	10,543.4	1,993.8	2,485.1	4,478.9	15,022.3	122.0	699.5	83.6	905.1	15,927.4
Sep.	1,535.7	8,985.8	10,521.5	2,085.9	2,465.8	4,551.6	15,073.2	131.0	714.4	75.7	921.2	15,994.3
Oct.	1,536.1	8,869.0	10,405.1	2,169.7	2,453.3	4,622.9	15,028.0	144.3	711.2	87.8	943.2	15,971.3
Nov.	1,534.0	8,835.1	10,369.1	2,232.6	2,446.9	4,679.5	15,048.7	161.4	719.2	73.7	954.3	16,003.0
Dec.	1,536.5	8,834.3	10,370.9	2,309.8	2,458.5	4,768.3	15,139.1	186.8	739.0	72.0	997.9	16,137.0
2024 Jan. ^(p)	1,533.0	8,733.0	10,265.9	2,360.6	2,446.8	4,807.4	15,073.3	182.7	750.0	86.8	1,019.5	16,092.8
Transactions												
2021	107.7	908.1	1,015.8	-121.0	65.7	-55.3	960.5	12.3	20.3	13.2	45.8	1,006.3
2022	69.2	-46.8	22.4	428.9	55.5	484.3	506.7	3.9	2.4	76.6	82.8	589.5
2023	-4.4	-954.4	-958.8	925.6	-100.0	825.6	-133.2	40.9	93.4	25.0	159.3	26.1
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	-275.8	-282.7	226.7	-30.2	196.5	-86.2	11.9	19.2	-5.5	25.6	-60.6
Q3	0.3	-202.7	-202.4	224.0	-52.1	171.9	-30.5	16.0	18.2	-8.7	25.5	-5.0
Q4	0.8	-129.5	-128.6	228.9	-6.8	222.2	93.5	35.0	25.6	-4.5	56.0	149.6
2023 Aug.	-0.4	-82.6	-83.0	75.9	-21.7	54.2	-28.8	-0.1	4.8	4.3	8.9	-19.9
Sep.	1.6	-28.5	-26.9	89.5	-19.4	70.1	43.2	8.5	14.8	-7.9	15.4	58.6
Oct.	0.4	-114.6	-114.2	84.3	-12.3	72.0	-42.3	13.3	-3.3	10.8	20.8	-21.5
Nov.	-2.0	-27.4	-29.4	66.4	-6.2	60.2	30.8	17.8	8.0	-14.3	11.5	42.2
Dec.	2.5	12.5	15.0	78.3	11.7	90.0	105.0	3.8	20.9	-0.9	23.8	128.8
2024 Jan. ^(p)	-3.0	-106.3	-109.3	48.1	-11.8	36.3	-73.0	-1.7	10.9	21.2	30.3	-42.6
Growth rates												
2021	7.9	10.2	9.9	-11.7	2.7	-1.6	7.0	12.1	3.3	158.5	6.2	6.9
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
2023	-0.3	-9.7	-8.5	66.7	-3.9	20.9	-0.9	32.9	14.4	47.4	19.5	0.2
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	325.0	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
Q4	-0.3	-9.7	-8.5	66.7	-3.9	20.9	-0.9	32.9	14.4	47.4	19.5	0.2
2023 Aug.	-0.2	-11.9	-10.4	85.9	-2.3	23.8	-2.4	-1.2	16.9	160.2	20.3	-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	14.4	254.6	22.5	-1.0
Nov.	-0.5	-10.9	-9.5	68.6	-4.1	20.8	-1.9	18.2	13.0	93.6	17.8	-0.9
Dec.	-0.3	-9.7	-8.5	66.7	-3.9	20.9	-0.9	32.9	14.4	47.4	19.5	0.2
2024 Jan. ^(p)	-0.5	-9.9	-8.6	62.3	-4.3	19.8	-1.1	24.8	17.6	72.5	22.5	0.1

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													
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	1,272.8	229.0	546.9
2022	3,360.4	2,721.4	497.6	134.9	6.4	8,373.7	5,536.8	444.9	2,391.1	0.9	1,302.0	236.9	560.8
2023	3,335.1	2,423.9	767.6	131.6	12.1	8,425.6	5,111.6	1,021.7	2,290.9	1.4	1,252.2	234.7	541.7
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	572.9
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	564.9
Q3	3,322.6	2,438.8	737.1	131.9	14.8	8,351.5	5,206.0	847.5	2,297.1	0.8	1,216.1	212.6	565.7
Q4	3,335.1	2,423.9	767.6	131.6	12.1	8,425.6	5,111.6	1,021.7	2,290.9	1.4	1,252.2	234.7	541.7
2023 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	560.6
Sep.	3,322.6	2,438.8	737.1	131.9	14.8	8,351.5	5,206.0	847.5	2,297.1	0.8	1,216.1	212.6	565.7
Oct.	3,326.5	2,413.8	768.5	131.4	12.9	8,346.7	5,150.1	909.6	2,286.3	0.7	1,205.6	210.4	547.0
Nov.	3,326.0	2,405.1	772.6	132.0	16.4	8,365.1	5,115.5	969.9	2,278.8	0.8	1,225.4	223.3	536.3
Dec.	3,335.1	2,423.9	767.6	131.6	12.1	8,425.6	5,111.6	1,021.7	2,290.9	1.4	1,252.2	234.7	541.7
2024 Jan. (p)	3,327.8	2,384.5	803.7	128.4	11.2	8,436.5	5,080.7	1,071.7	2,283.1	1.1	1,210.7	221.8	526.2
Transactions													
2021	248.2	272.8	-21.3	-6.9	3.6	422.2	411.3	-65.0	76.1	-0.2	159.0	-10.4	46.0
2022	121.3	-89.7	206.5	5.9	-1.4	296.5	167.9	74.6	53.9	0.1	1.4	8.2	14.0
2023	-28.8	-302.6	269.3	-1.4	5.9	22.8	-458.0	575.4	-95.1	0.6	-55.3	-0.6	-25.9
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	-10.7
Q3	-13.8	-65.7	48.3	-0.1	3.7	-14.8	-111.2	149.3	-52.9	0.0	30.6	-17.3	0.6
Q4	21.0	-8.8	32.4	-0.1	-2.5	76.2	-93.4	174.9	-6.0	0.6	31.5	23.0	-24.1
2023 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	-4.2
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.	5.7	-23.6	31.6	-0.4	-1.9	-4.5	-55.7	62.1	-10.8	-0.1	-9.8	-2.0	-18.7
Nov.	4.0	-5.9	5.5	0.7	3.7	19.7	-34.0	60.9	-7.4	0.1	24.3	13.4	-10.8
Dec.	11.3	20.7	-4.7	-0.4	-4.3	61.0	-3.8	51.9	12.2	0.6	17.0	11.6	5.4
2024 Jan. (p)	-8.6	-40.8	35.2	-3.2	0.2	9.5	-31.8	49.6	-7.9	-0.3	-43.8	-13.2	-15.5
Growth rates													
2021	8.4	10.8	-6.9	-5.0	103.4	5.5	8.3	-14.8	3.4	-18.4	14.1	-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	2.6
2023	-0.9	-11.1	54.0	-1.0	91.8	0.3	-8.2	128.2	-4.0	67.4	-4.1	-0.2	-4.6
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	3.1
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	-2.3
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
Q4	-0.9	-11.1	54.0	-1.0	91.8	0.3	-8.2	128.2	-4.0	67.4	-4.1	-0.2	-4.6
2023 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	-2.5
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	134.1	-4.0	-28.7	-10.7	-16.0	-2.9
Nov.	-1.9	-13.0	59.3	1.0	102.4	-0.3	-8.5	132.1	-4.3	-18.6	-8.4	-9.1	-5.1
Dec.	-0.9	-11.1	54.0	-1.0	91.8	0.3	-8.2	128.2	-4.0	67.4	-4.1	-0.2	-4.6
2024 Jan. (p)	-1.0	-11.2	49.9	-3.1	58.3	0.3	-8.3	121.4	-4.3	39.2	-5.4	-4.8	-6.7

Source: ECB.

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

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

3) Including non-profit institutions serving households.

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

5 Financing conditions and credit developments

5.3 Credit to euro area residents ¹⁾

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

	Credit to general government			Credit to other euro area residents								
	Total	Loans	Debt securities	Total	Loans					Debt securities	Equity and non-money market fund investment fund shares	
					Total	To non-financial corporations ³⁾	To households ⁴⁾	To financial corporations other than MFIs and ICPFs ³⁾	To insurance corporations and pension funds			
	1	2	3	4	5	Adjusted loans ²⁾	6	7	8	9	10	11	12
Outstanding amounts												
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	5,131.2	6,632.2	1,079.3	147.6	1,563.7	836.3
2023	6,315.4	994.7	5,295.4	15,491.8	13,035.4	13,262.2	5,126.8	6,647.3	1,122.4	139.0	1,559.0	897.4
2023 Q1	6,353.2	995.3	5,333.0	15,426.3	13,019.5	13,214.7	5,136.0	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	6,212.1	989.2	5,197.9	15,429.0	12,977.5	13,194.2	5,114.6	6,633.5	1,092.3	137.2	1,576.9	874.6
Q4	6,315.4	994.7	5,295.4	15,491.8	13,035.4	13,262.2	5,126.8	6,647.3	1,122.4	139.0	1,559.0	897.4
2023 Aug.	6,257.7	987.3	5,245.3	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.	6,212.1	989.2	5,197.9	15,429.0	12,977.5	13,194.2	5,114.6	6,633.5	1,092.3	137.2	1,576.9	874.6
Oct.	6,197.1	987.3	5,184.7	15,452.2	13,008.9	13,224.5	5,112.9	6,641.8	1,119.1	135.1	1,563.0	880.3
Nov.	6,226.6	986.0	5,215.4	15,471.8	13,033.9	13,243.3	5,118.2	6,652.6	1,129.0	134.1	1,560.0	877.9
Dec.	6,315.4	994.7	5,295.4	15,491.8	13,035.4	13,262.2	5,126.8	6,647.3	1,122.4	139.0	1,559.0	897.4
2024 Jan. ^(p)	6,248.4	984.1	5,238.8	15,495.3	13,001.0	13,245.1	5,110.7	6,634.0	1,124.7	131.6	1,584.3	909.9
Transactions												
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	680.5	269.9	242.0	125.8	-13.4	16.9	-6.4
2023	-160.8	-16.6	-144.4	55.4	23.4	70.0	-5.5	6.3	30.7	-8.1	-13.8	45.8
2023 Q1	-72.9	-17.4	-55.3	2.5	3.7	7.5	-2.1	14.9	-3.0	-5.9	-9.7	8.5
Q2	-75.1	-8.6	-67.0	0.9	-32.0	-0.9	-5.1	-28.6	0.8	1.0	17.6	15.3
Q3	-18.4	1.6	-19.6	8.1	-0.1	-11.6	-8.4	1.6	12.1	-5.3	2.4	5.8
Q4	5.6	7.8	-2.5	44.0	51.7	75.0	10.2	18.5	20.9	2.2	-24.1	16.3
2023 Aug.	14.8	2.4	12.8	-23.6	-24.1	-27.9	-3.9	4.2	-20.2	-4.3	0.3	0.3
Sep.	1.0	1.6	-0.6	16.7	13.0	7.9	-5.2	2.2	10.1	6.0	4.2	-0.5
Oct.	-16.4	0.9	-17.4	32.4	37.1	34.3	2.7	10.0	26.3	-1.8	-12.9	8.2
Nov.	-14.2	-2.1	-12.2	4.9	19.3	26.7	-3.9	11.5	12.5	-0.8	-6.9	-7.5
Dec.	36.3	9.0	27.2	6.7	-4.6	14.0	11.4	-3.0	-17.9	4.9	-4.3	15.6
2024 Jan. ^(p)	-45.2	-8.4	-37.0	7.1	-29.2	-12.2	-13.5	-12.5	4.2	-7.4	27.7	8.6
Growth rates												
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
2023	-2.5	-1.7	-2.7	0.4	0.2	0.5	-0.1	0.1	2.8	-5.4	-0.9	5.4
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	-2.1	0.2	-0.3	0.2	-0.4	0.2	-0.6	-13.9	1.7	5.0
Q4	-2.5	-1.7	-2.7	0.4	0.2	0.5	-0.1	0.1	2.8	-5.4	-0.9	5.4
2023 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	-2.1	0.2	-0.3	0.2	-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.	-2.8	-1.7	-3.1	0.2	0.0	0.4	-0.7	0.2	3.4	-10.5	-0.2	3.9
Dec.	-2.5	-1.7	-2.7	0.4	0.2	0.5	-0.1	0.1	2.8	-5.4	-0.9	5.4
2024 Jan. ^(p)	-2.5	-1.0	-2.8	0.4	-0.1	0.4	-0.4	-0.1	2.9	-10.4	1.3	6.4

Source: ECB.

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

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

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

4) Including non-profit institutions serving households.

5 Financing conditions and credit developments

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

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

	Non-financial corporations ²⁾					Households ³⁾				
	Total	Adjusted loans ⁴⁾	Up to 1 year	Over 1 and up to 5 years	Over 5 years	Total	Adjusted loans ⁴⁾	Loans for consumption	Loans for house purchase	Other loans
	1					2					3	4	5	6	7	8	9	10
Outstanding amounts										
2021	4,864.8	4,995.5	889.0	1,005.2	2,970.7	6,372.6	6,638.3	698.3	4,970.8	703.5
2022	5,131.2	5,137.8	967.2	1,078.9	3,085.1	6,632.2	6,833.5	717.3	5,214.7	700.2
2023	5,126.8	5,150.4	914.0	1,091.1	3,121.7	6,647.3	6,865.2	733.5	5,227.8	685.9
2023 Q1	5,136.0	5,147.9	940.7	1,092.7	3,102.6	6,665.6	6,868.6	723.7	5,236.0	705.9
Q2	5,126.9	5,144.8	924.2	1,088.2	3,114.6	6,634.3	6,867.2	726.0	5,207.9	700.4
Q3	5,114.6	5,130.9	902.8	1,085.4	3,126.5	6,633.5	6,865.0	731.6	5,210.5	691.4
Q4	5,126.8	5,150.4	914.0	1,091.1	3,121.7	6,647.3	6,865.2	733.5	5,227.8	685.9
2023 Aug.	5,119.9	5,125.4	901.9	1,085.1	3,132.9	6,632.8	6,865.0	729.9	5,209.0	693.9
Sep.	5,114.6	5,130.9	902.8	1,085.4	3,126.5	6,633.5	6,865.0	731.6	5,210.5	691.4
Oct.	5,112.9	5,128.3	897.4	1,087.7	3,127.8	6,641.8	6,865.0	731.1	5,222.8	688.0
Nov.	5,118.2	5,137.3	902.1	1,087.5	3,128.6	6,652.6	6,866.7	732.1	5,231.6	688.9
Dec.	5,126.8	5,150.4	914.0	1,091.1	3,121.7	6,647.3	6,865.2	733.5	5,227.8	685.9
2024 Jan. ^(p)	5,110.7	5,135.8	894.1	1,092.8	3,123.8	6,634.0	6,870.2	734.6	5,215.3	684.1
Transactions										
2021	176.9	208.3	-1.6	2.3	176.1	261.7	267.5	10.7	255.0	-3.9
2022	269.9	308.9	78.6	77.7	113.5	242.0	250.5	22.7	218.5	0.9
2023	-5.5	24.2	-44.4	10.2	28.7	6.3	24.0	19.8	8.6	-22.1
2023 Q1	-2.1	4.3	-24.1	11.0	11.0	14.9	17.9	4.6	15.0	-4.7
Q2	-5.1	-0.9	-15.1	-2.9	12.9	-28.6	0.4	3.9	-27.6	-4.9
Q3	-8.4	-10.0	-21.8	-3.2	16.6	1.6	0.8	7.5	2.8	-8.7
Q4	10.2	30.9	16.6	5.3	-11.7	18.5	4.9	3.8	18.5	-3.8
2023 Aug.	-3.9	-17.0	-18.9	-3.2	18.3	4.2	1.7	2.7	3.9	-2.3
Sep.	-5.2	6.1	0.2	-0.5	-4.9	2.2	1.8	2.6	1.8	-2.2
Oct.	2.7	0.6	-4.1	3.1	3.6	10.0	1.2	0.3	12.3	-2.7
Nov.	-3.9	13.4	7.6	-2.4	-9.1	11.5	2.8	1.5	9.4	0.7
Dec.	11.4	16.9	13.1	4.5	-6.2	-3.0	0.8	2.0	-3.2	-1.9
2024 Jan. ^(p)	-13.5	-11.6	-19.1	1.7	3.9	-12.5	4.9	1.0	-12.2	-1.2
Growth rates										
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	3.3	4.4	0.1
2023	-0.1	0.5	-4.6	0.9	0.9	0.1	0.4	2.8	0.2	-3.1
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	1.2	-1.7
Q3	-0.4	0.2	-9.0	2.2	1.4	0.2	0.8	2.9	0.2	-2.7
Q4	-0.1	0.5	-4.6	0.9	0.9	0.1	0.4	2.8	0.2	-3.1
2023 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.	-0.7	0.0	-7.9	1.3	0.9	0.2	0.5	2.7	0.3	-3.1
Dec.	-0.1	0.5	-4.6	0.9	0.9	0.1	0.4	2.8	0.2	-3.1
2024 Jan. ^(p)	-0.4	0.2	-5.8	0.8	0.8	-0.1	0.3	2.8	-0.1	-3.2

Source: ECB.

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

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

3) Including non-profit institutions serving households.

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

5 Financing conditions and credit developments

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

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

	MFI liabilities						MFI assets			
	Central government holdings ²⁾	Longer-term financial liabilities vis-à-vis other euro area residents					Net external assets	Other		
		Total	Deposits with an agreed maturity of over 2 years	Deposits redeemable at notice of over 3 months	Debt securities with a maturity of over 2 years	Capital and reserves		Total		
								Repos with central counterparties ³⁾	Reverse repos to central counterparties ³⁾	
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	
Outstanding amounts										
2021	736.9	6,886.2	1,838.9	37.1	1,999.2	3,010.9	1,377.6	413.1	128.5	136.8
2022	649.0	6,752.7	1,782.6	45.9	2,121.9	2,802.4	1,333.4	385.4	137.8	147.6
2023	461.3	7,338.4	1,826.4	90.5	2,424.1	2,997.5	1,860.6	268.9	155.0	152.6
2023 Q1	573.9	6,912.1	1,791.9	55.5	2,168.4	2,896.3	1,426.2	331.4	152.1	165.8
Q2	485.0	6,984.3	1,806.8	61.5	2,229.8	2,886.2	1,465.0	293.9	168.6	172.6
Q3	456.0	7,143.7	1,825.0	72.9	2,367.0	2,878.8	1,635.2	317.7	153.8	163.3
Q4	461.3	7,338.4	1,826.4	90.5	2,424.1	2,997.5	1,860.6	268.9	155.0	152.6
2023 Aug.	439.5	7,140.5	1,807.1	68.0	2,342.1	2,923.3	1,579.7	255.4	165.9	161.8
Sep.	456.0	7,143.7	1,825.0	72.9	2,367.0	2,878.8	1,635.2	317.7	153.8	163.3
Oct.	440.0	7,225.5	1,819.7	77.7	2,415.4	2,912.8	1,735.8	251.7	163.1	151.4
Nov.	407.6	7,273.7	1,827.9	83.7	2,414.7	2,947.5	1,794.2	191.7	170.4	162.0
Dec.	461.3	7,338.4	1,826.4	90.5	2,424.1	2,997.5	1,860.6	268.9	155.0	152.6
2024 Jan. ^(p)	454.6	7,374.7	1,829.6	97.0	2,449.0	2,999.1	1,960.2	218.1	165.7	159.7
Transactions										
2021	26.3	-38.0	-74.9	-5.0	-39.5	81.4	-111.2	-120.3	-8.3	-4.3
2022	-83.9	38.9	-89.7	-4.4	16.0	117.0	-70.5	-195.6	10.5	17.9
2023	-194.4	334.6	25.7	40.0	227.2	41.6	460.6	-189.0	19.8	9.0
2023 Q1	-81.8	80.4	5.9	5.0	58.3	11.3	63.7	-52.6	15.0	18.9
Q2	-88.7	96.7	13.9	6.1	61.8	14.9	92.9	-71.2	16.5	6.7
Q3	-29.1	98.1	17.3	11.4	45.0	24.5	128.3	-54.1	-13.0	-6.0
Q4	5.3	59.4	-11.3	17.6	62.1	-9.0	175.8	-11.1	1.2	-10.7
2023 Aug.	-24.6	28.7	0.1	3.5	17.2	7.9	27.6	-34.6	12.1	5.4
Sep.	16.4	38.2	16.3	4.9	10.5	6.6	58.7	36.8	-10.3	4.8
Oct.	-16.0	34.0	-4.4	4.8	25.6	8.0	58.9	-78.3	9.3	-12.0
Nov.	-32.5	15.6	-4.9	6.0	15.9	-1.5	62.7	-28.0	7.3	10.7
Dec.	53.8	9.8	-2.0	6.8	20.5	-15.5	54.1	95.2	-15.4	-9.4
2024 Jan. ^(p)	-6.5	60.7	2.4	6.5	37.3	14.6	100.6	-50.8	10.7	7.0
Growth rates										
2021	3.7	-0.5	-3.9	-11.9	-2.0	2.7	-	-	-6.0	-3.0
2022	-11.4	0.6	-4.8	-13.0	0.6	4.1	-	-	7.9	12.7
2023	-29.8	4.9	1.4	80.1	10.6	1.5	-	-	14.4	5.9
2023 Q1	-22.6	2.3	-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	5.0	1.4	48.7	10.5	2.4	-	-	5.7	14.1
Q4	-29.8	4.9	1.4	80.1	10.6	1.5	-	-	14.4	5.9
2023 Aug.	-34.9	4.5	-0.4	37.0	10.1	3.0	-	-	5.9	11.5
Sep.	-30.3	5.0	1.4	48.7	10.5	2.4	-	-	5.7	14.1
Oct.	-34.5	5.6	1.7	57.7	11.1	3.0	-	-	14.9	-0.6
Nov.	-40.3	5.3	1.3	68.4	10.3	2.9	-	-	7.5	-2.7
Dec.	-29.8	4.9	1.4	80.1	10.6	1.5	-	-	14.4	5.9
2024 Jan. ^(p)	-20.7	5.2	1.6	85.3	10.3	2.0	-	-	8.4	4.2

Source: ECB.

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

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

3) Not adjusted for seasonal effects.

6 Fiscal developments

6.1 Deficit/surplus

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

	Deficit (-)/surplus (+)					Memo item: Primary deficit (-)/ surplus (+)
	Total	Central government	State government	Local government	Social security funds	
	1	2	3	4	5	6
2019	-0.6	-1.0	0.1	0.1	0.3	1.0
2020	-7.1	-5.8	-0.4	0.0	-0.9	-5.5
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
2021	14.0	12.7	4.2	1.2	0.3	7.9	1.6	1.1	-0.4	1.9	1.9	-0.1	0.5
2022	13.1	11.9	4.2	1.2	0.3	8.0	1.6	1.2	0.4	1.9	2.0	1.1	0.5
2023	13.9	12.5	4.5	1.4	0.3	8.1	2.0	1.2	1.9	2.0	1.6	3.6	1.9
2022 Q4	13.1	11.9	4.2	1.2	0.3	8.0	1.6	1.2	0.4	1.9	2.0	1.1	0.5
2023 Q1	13.5	12.3	4.2	1.2	0.3	8.1	1.8	1.2	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	1.3	1.5	1.9	2.0	2.8	1.1
Q3	13.8	12.4	3.8	1.3	0.3	8.1	1.9	1.1	1.8	2.0	1.7	3.3	1.5
2023 Aug.	13.5	12.2	4.0	1.3	0.3	8.1	1.9	1.3	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	1.1	1.8	2.0	1.7	3.3	1.5
Oct.	13.4	12.0	3.5	1.4	0.3	8.2	2.0	1.1	2.0	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.	13.9	12.5	4.5	1.4	0.3	8.1	2.0	1.2	1.9	2.0	1.6	3.6	1.9
2024 Jan.	13.3	11.9	4.1	1.4	0.4	8.2	2.0	1.2	2.0	2.0	1.6	3.6	2.1

Source: ECB.

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

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

3) Residual maturity at the end of the period.

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

6 Fiscal developments

6.6 Fiscal developments in euro area countries

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

	Belgium	Germany	Estonia	Ireland	Greece	Spain	France	Croatia	Italy	Cyprus
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
Government deficit (-)/surplus (+)										
2019	-2.0	1.5	0.1	0.5	0.9	-3.1	-3.1	0.2	-1.5	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 et la Banque nationale de Belgique).

La date d'arrêt des statistiques figurant dans cette publication est le 6 mars 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-24-002-FR-N (PDF)

Directeur de la publication : Claude Piot

Secrétaire général