



BANQUE CENTRALE EUROPÉENNE
EUROSYSTEME

Bulletin économique

Numéro 8 / 2023



Sommaire

Évolutions économiques, financières et monétaires	2
Vue d'ensemble	2
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	46
Encadrés	50
1 Conditions sur le marché des titres du Trésor américain et réactions des marchés mondiaux à la politique monétaire américaine	50
2 Risques géopolitiques et prix du pétrole	56
3 Production potentielle en période de chocs d'offre temporaires	61
4 La politique monétaire et le ralentissement récent du secteur manufacturier et des services	67
5 Introduction à la mesure du revenu des ménages	73
6 Conditions de la liquidité et opérations de politique monétaire du 2 août au 31 octobre 2023	81
7 Revenus nets d'intérêts des ménages et des entreprises	88
8 La dynamique monétaire durant le cycle de resserrement	95
Article	104
1 Le règlement des transactions de gros en monnaie de banque centrale face à l'innovation technologique	104
Statistiques	

Évolutions économiques, financières et monétaires

Vue d'ensemble

Le Conseil des gouverneurs a décidé, lors de sa réunion du 14 décembre 2023, de laisser inchangés les trois taux directeurs de la BCE. L'inflation a nettement ralenti ces derniers mois, mais elle devrait remonter temporairement à court terme ¹. Selon les projections de décembre 2023 établies par les services de l'Eurosystème pour la zone euro, l'inflation devrait reculer graduellement au cours de 2024, avant de se rapprocher de l'objectif de 2 % du Conseil des gouverneurs en 2025. De manière générale, selon les services de l'Eurosystème, l'inflation totale devrait s'établir, en moyenne, à 5,4 % en 2023, 2,7 % en 2024, 2,1 % en 2025 et 1,9 % en 2026. Par comparaison avec les projections macroéconomiques de septembre 2023 établies par les services de la BCE pour la zone euro, ces perspectives sont revues à la baisse pour 2023 et plus encore pour 2024.

Le ralentissement de l'inflation sous-jacente s'est poursuivi. Mais les tensions sur les prix intérieurs restent soutenues, en raison principalement d'une croissance dynamique des coûts unitaires de main-d'œuvre. Les services de l'Eurosystème estiment que l'inflation hors énergie et produits alimentaires s'établira, en moyenne, à 5,0 % en 2023, 2,7 % en 2024, 2,3 % en 2025 et 2,1 % en 2026.

La transmission des précédentes hausses des taux à l'économie demeure vigoureuse. Le resserrement des conditions de financement freine la demande, contribuant ainsi au fléchissement de l'inflation. Les services de l'Eurosystème estiment que la croissance économique devrait rester modérée à court terme. Au-delà de cet horizon, l'économie devrait se redresser dans un contexte de hausse des revenus réels – résultant du recul de l'inflation et de la progression des salaires – et de reprise de la demande extérieure. La croissance devrait ainsi rebondir, en moyenne, de 0,6 % en 2023 à 0,8 % en 2024 et 1,5 % à la fois en 2025 et en 2026.

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 le degré et la durée appropriés de cette orientation restrictive. Plus particulièrement, ses décisions relatives aux taux directeurs resteront fondées sur

¹ La date d'arrêté des données incluses dans le présent *Bulletin économique* est le 13 décembre 2023.

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.

Les taux d'intérêt directeurs de la BCE sont le principal instrument pour définir l'orientation de la politique monétaire. Lors de sa réunion du 14 décembre 2023, le Conseil des gouverneurs a également décidé d'avancer la normalisation du bilan de l'Eurosystème. Au cours du premier semestre 2024, il 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.

Activité économique

L'économie de la zone euro s'est légèrement contractée au troisième trimestre 2023, principalement en raison d'une baisse des stocks. Le durcissement des conditions de financement et la modération de la demande extérieure devraient continuer de peser sur l'activité économique à court terme. Les perspectives sont particulièrement atones pour la construction et la production manufacturière, les deux secteurs les plus touchés par les taux d'intérêt plus élevés. L'activité dans le secteur des services devrait également se ralentir au cours des prochains mois. Cela résulte de la baisse de l'activité industrielle, de la dissipation des effets liés à la réouverture de l'économie et de l'incidence croissante du durcissement des conditions de financement.

Le marché du travail continue de soutenir l'économie. Le taux de chômage s'est situé à 6,5 % en octobre et l'emploi a progressé de 0,2 % au cours du troisième trimestre. Dans le même temps, l'affaiblissement de l'économie freine la demande de main-d'œuvre, les entreprises ayant publié moins de postes vacants ces derniers mois. En outre, même si un plus grand nombre de personnes ont un emploi, le nombre total d'heures travaillées a légèrement diminué, de 0,1 %, au troisième trimestre.

Selon les projections de décembre 2023, les indicateurs à court terme disponibles laissent penser que l'activité économique restera faible au quatrième trimestre 2023. Toutefois, la croissance devrait se renforcer à partir de début 2024, avec la hausse du revenu disponible réel – favorisée par le recul de l'inflation, la croissance solide des salaires et la résistance de l'emploi – et du fait que la croissance des exportations bénéficie de l'amélioration de la demande étrangère. L'impact du resserrement de la politique monétaire de la BCE et des conditions défavorables de l'offre de crédit continue de s'exercer sur l'économie, affectant les perspectives de croissance à court terme. Ces effets modérateurs devraient s'atténuer plus tardivement sur l'horizon de projection, soutenant la croissance. Dans l'ensemble, la croissance annuelle moyenne du PIB en volume devrait se ralentir, de 3,4 % en

2022 à 0,6 % en 2023, avant de se redresser à 0,8 % en 2024 et de se stabiliser à 1,5 % en 2025 et en 2026. Par rapport aux projections de septembre 2023, les perspectives de croissance du PIB ont été légèrement révisées à la baisse pour 2023-2024, dans le contexte des récentes publications de données et de la faiblesse des données d'enquêtes, tandis qu'elles n'ont pas été révisées pour 2025.

Alors que la crise énergétique s'estompe, les pouvoirs publics devraient continuer de retirer les mesures de soutien correspondantes. Cela est essentiel pour éviter d'accentuer les pressions inflationnistes à moyen terme, qui exigeraient, sinon, une politique monétaire encore plus stricte. Les politiques budgétaires doivent être conçues de manière à améliorer la productivité de l'économie de la zone euro et à réduire progressivement les niveaux élevés de dette publique. Des réformes structurelles et des investissements visant à renforcer la capacité d'offre de la zone euro – que soutiendrait la mise en œuvre intégrale du programme *Next Generation EU* – peuvent contribuer à atténuer les pressions sur les prix à moyen terme, tout en encourageant les transitions écologique et numérique. À cette fin, il est important de s'entendre rapidement sur la réforme du cadre de gouvernance économique de l'UE. En outre, il est impératif que les progrès vers l'union des marchés des capitaux et l'achèvement de l'union bancaire s'accélèrent.

Inflation

Selon l'estimation rapide d'Eurostat, l'inflation a diminué en octobre et en novembre 2023, revenant à 2,4 % en rythme annuel en novembre. Ce recul a été généralisé. La hausse des prix de l'énergie a enregistré un nouveau recul, et celle des prix des produits alimentaires s'est également ralentie, mais demeure relativement marquée dans l'ensemble. En décembre 2023, l'inflation devrait s'accélérer en raison d'un effet de base haussier lié au coût de l'énergie. En 2024, les services de l'Eurosystème s'attendent à une décélération plus lente de l'inflation en raison de nouveaux effets de base haussiers et du retrait progressif des mesures budgétaires visant à limiter les répercussions du choc sur les prix de l'énergie.

L'inflation hors énergie et produits alimentaires a enregistré une baisse de près d'un point de pourcentage en octobre et en novembre 2023, revenant à 3,6 % en novembre. Cela reflète l'amélioration des conditions d'offre, la dissipation des effets du choc énergétique et les répercussions du resserrement de la politique monétaire sur la demande et sur le pouvoir des entreprises en matière de fixation des prix. Les taux d'inflation des biens et des services se sont inscrits en baisse, à 2,9 % et 4,0 % respectivement.

L'ensemble des mesures de l'inflation sous-jacente ont diminué en octobre, mais les tensions sur les prix intérieurs sont restées soutenues, principalement en raison d'une forte progression des salaires conjuguée à une baisse de la productivité. Les mesures des anticipations d'inflation à long terme s'établissent principalement autour de 2 %, certains indicateurs de compensation de l'inflation extraits des instruments de marché ayant diminué après avoir enregistré des niveaux élevés.

Selon les projections de décembre 2023, en dépit d'une reprise temporaire attendue de l'inflation, le processus désinflationniste sous-jacent devrait se poursuivre. Malgré une accalmie, le marché du travail devrait rester tendu ce qui, combiné aux effets de compensation de la forte inflation passée, devrait maintenir la croissance des salaires nominaux à un niveau élevé. Cela étant, la croissance des salaires devrait se ralentir au cours de l'horizon de projection avec la dissipation progressive de l'impact haussier de la compensation de l'inflation. Les bénéficiés ont sensiblement augmenté en 2022, mais devraient fléchir sur l'horizon de projection et permettre d'amortir les répercussions des coûts du travail. Dans l'ensemble, les anticipations d'inflation à moyen terme devant rester ancrées au niveau de la cible d'inflation de 2 % de la BCE, la hausse de l'IPCH total reviendrait de 5,4 % en 2023 à une moyenne de 2,7 % en 2024, 2,1 % en 2025 et 1,9 % en 2026. Par rapport aux projections de septembre 2023, l'inflation mesurée par l'IPCH a été révisée à la baisse pour 2023 et 2024, principalement en raison de récentes données plus faibles que prévu et d'hypothèses plus basses pour les prix des matières premières énergétiques, alors qu'elle n'a pas été révisée pour 2025.

Évaluation des risques

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

Les risques haussiers pesant sur l'inflation comprennent les tensions géopolitiques accrues, qui pourraient entraîner un renchérissement de l'énergie à court terme, et les événements météorologiques extrêmes, qui pourraient pousser les prix des produits alimentaires à la hausse. L'inflation pourrait aussi être plus forte qu'anticipé si les anticipations d'inflation dépassent l'objectif du Conseil des gouverneurs, ou si les salaires ou les marges bénéficiaires augmentent plus que prévu. En revanche, l'inflation 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, en raison potentiellement de l'aggravation récente des risques géopolitiques.

Conditions financières et monétaires

Les taux d'intérêt de marché ont nettement diminué depuis la dernière réunion de politique monétaire du Conseil des gouverneurs du 26 octobre 2023 et sont inférieurs aux taux anticipés dans les projections des services de la BCE.

La politique monétaire restrictive du Conseil des gouverneurs continue de se transmettre vigoureusement aux conditions de financement globales. Les taux des prêts bancaires ont de nouveau augmenté en octobre, ressortant à 5,3 % pour les prêts aux entreprises et à 3,9 % pour les prêts hypothécaires.

La hausse des taux d'emprunt, l'atonie de la demande de prêts et le resserrement de l'offre de prêts ont de nouveau affaibli la dynamique du crédit. Les prêts aux entreprises ont diminué à un rythme annuel de 0,3 % en octobre et la croissance des prêts aux ménages est également restée modérée, progressant à 0,6 % en rythme annuel. Du fait de l'affaiblissement de l'activité de prêt et de la réduction du bilan de l'Eurosystème, la monnaie au sens large – mesurée par M3 – a continué de se contracter. En octobre, elle a diminué à un rythme annuel de 1,0 %.

Conformément à sa stratégie de politique monétaire, le Conseil des gouverneurs a procédé à une évaluation approfondie des liens entre politique monétaire et stabilité financière. Les banques de la zone euro ont démontré leur résilience. Elles affichent des ratios de fonds propres élevés et leur rentabilité a significativement augmenté l'année dernière. Toutefois, les perspectives en matière de stabilité financière demeurent fragiles dans l'environnement actuel de durcissement des conditions de financement, d'atonie de la croissance et de tensions géopolitiques. En particulier, la situation pourrait se détériorer si les coûts de financement des banques augmentent plus que prévu et si un plus grand nombre d'emprunteurs éprouvent des difficultés à rembourser leurs prêts. Dans le même temps, les répercussions globales d'un tel scénario sur l'économie devraient être limitées si les marchés financiers réagissent de manière ordonnée. La politique macroprudentielle reste la première ligne de défense contre l'accumulation de vulnérabilités financières, et les mesures en place contribuent à préserver la résilience du système financier.

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 sont demeurés 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 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 leurs remboursements en cours à son orientation de politique monétaire.

Conclusion

Le Conseil des gouverneurs a décidé, lors de sa réunion du 14 décembre 2023, 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 se situent à des niveaux qui, maintenus pendant une durée suffisamment longue, contribueront fortement au retour au plus tôt de l'inflation au niveau de la cible. Les futures décisions du Conseil des gouverneurs feront en sorte que les taux d'intérêt directeurs de la BCE soient fixés à des niveaux suffisamment restrictifs, aussi longtemps que nécessaire, afin d'assurer ce retour au plus tôt. Le Conseil des gouverneurs maintiendra une approche s'appuyant sur les données pour déterminer le degré et la durée appropriés de cette orientation restrictive.

Le Conseil des gouverneurs prévoit de réduire le portefeuille du PEPP au second semestre 2024 et de mettre fin aux réinvestissements au titre du PEPP fin 2024.

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

1 Environnement extérieur

Selon les estimations, l'économie mondiale a enregistré une croissance modérée mais régulière en 2023, reflétant la vigueur de la consommation privée et le soutien apporté par la résilience des marchés du travail. La croissance mondiale devrait diminuer légèrement en 2024, reflétant principalement l'incidence du resserrement de la politique monétaire dans les économies avancées. Par rapport aux projections macroéconomiques de septembre 2023 établies par les services de la BCE, les perspectives de croissance mondiale figurant dans les projections macroéconomiques de décembre 2023 établies par les services de l'Eurosystème restent globalement inchangées, la croissance de l'économie mondiale devant se poursuivre à un rythme inférieur à la moyenne de long terme sur l'horizon de projection. Après avoir été faible en 2023, la croissance du commerce mondial devrait se redresser à nouveau sur le reste de l'horizon de projection et augmenter globalement en ligne avec l'activité mondiale. Par rapport aux projections de septembre, la croissance des importations mondiales et la croissance de la demande extérieure adressée à la zone euro ont été révisées à la hausse pour 2023, en grande partie en raison de résultats meilleurs que prévu aux deuxième et troisième trimestres. Toutefois, la croissance de la demande extérieure sur le reste de l'horizon de projection a été révisée à la baisse par rapport aux projections de septembre. Selon les estimations, les prix à l'exportation des concurrents de la zone euro (en monnaie nationale) ont fortement baissé au deuxième trimestre 2023, car les prix des matières premières ont continué de diminuer et les tensions en amont intérieures et extérieures se sont atténuées. Ils devraient se redresser progressivement et converger vers leur taux de croissance moyen à long terme au cours de l'horizon de projection.

En 2023, la croissance de l'économie mondiale a été modérée mais régulière, dans un contexte de forte consommation privée et de résilience des marchés du travail. L'activité économique mondiale a été soutenue par les économies de marché émergentes, y compris la Chine, et, parmi les économies avancées, par les États-Unis ². La robustesse de la demande intérieure et du marché du travail aux États-Unis a entraîné une croissance vigoureuse malgré un resserrement significatif de la politique monétaire. En Chine, la levée des restrictions liées au coronavirus (COVID-19) au début de l'année et une reprise plus généralisée de la consommation privée ont compensé la faiblesse du secteur de l'immobilier résidentiel. Les données les plus récentes fournissent des signaux contrastés dans les grandes économies. Si la croissance du PIB en volume s'est renforcée en Chine et aux États-Unis au troisième trimestre, elle est demeurée stable au Royaume-Uni et s'est contractée au Japon en raison de l'inflation élevée qui pèse sur l'activité et la consommation dans ces deux pays. Le PIB mondial en volume devrait légèrement diminuer au quatrième trimestre sous l'effet de la dissipation des facteurs favorables précédents, ce qui est en ligne avec le dernier indice composite des directeurs d'achat (PMI) pour la production mondiale. Après avoir baissé pendant six mois consécutifs, l'indice composite des directeurs d'achat s'est globalement stabilisé en novembre et

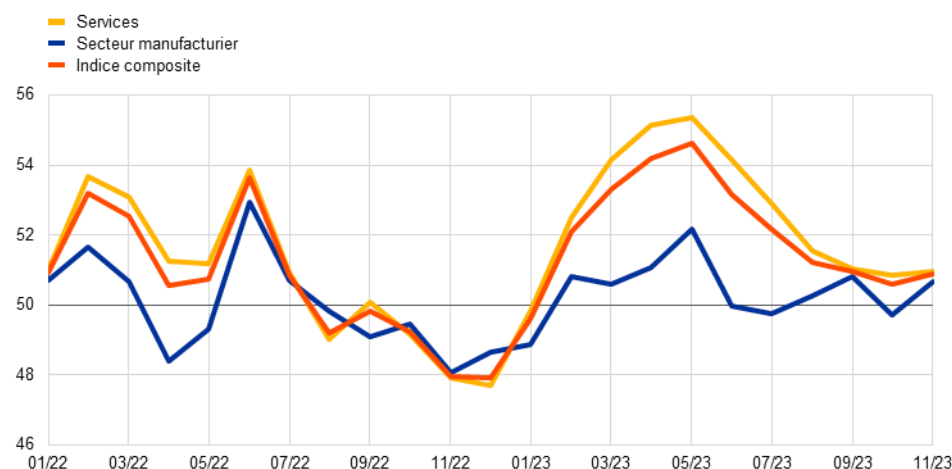
² La présente section étant consacrée aux évolutions de l'environnement international, toutes les références aux indicateurs économiques mondiaux et/ou agrégés au niveau mondial excluent la zone euro.

continue d'afficher une expansion. Dans l'ensemble des secteurs, les données de l'indice des directeurs d'achat suggèrent que l'activité du secteur manufacturier reste modérée, l'indice oscillant toujours autour du seuil neutre. Dans le même temps, la dynamique de croissance post-COVID-19 semble se ralentir pour les services, l'indice des directeurs d'achat correspondant ayant enregistré une baisse constante au cours du second semestre de l'année avant de se stabiliser légèrement au-dessus du seuil neutre en novembre (graphique 1).

Graphique 1

Indice des directeurs d'achat pour la production mondiale (hors zone euro)

(indices de diffusion)



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

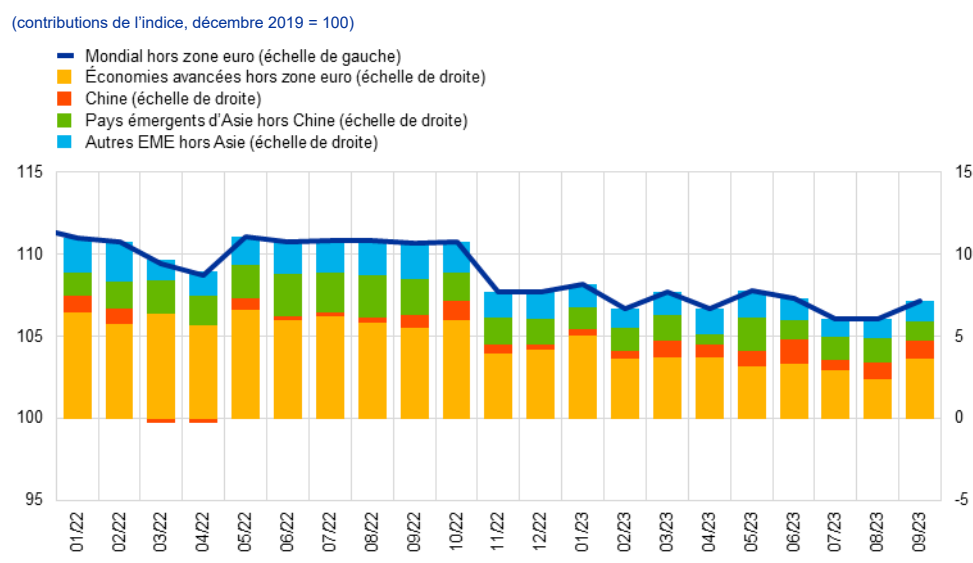
L'économie mondiale devrait croître à un rythme inférieur à la moyenne historique sur l'horizon de projection.

La croissance mondiale devrait ralentir légèrement en 2024 (3,1 % après 3,3 % en 2023), ce qui reflète principalement l'incidence différée du resserrement de la politique monétaire dans les économies avancées. Dans le même temps, les perspectives de croissance dans les économies avancées ont été réévaluées. Aux États-Unis, la croissance du PIB en volume a été révisée à la hausse, la résilience économique récente suggérant un atterrissage plus en douceur et un processus de désinflation plus lisse. Au Royaume-Uni, l'économie devrait éviter une récession, mais la croissance a été révisée à la baisse en 2024 et 2025 pour refléter les données plus faibles et l'impact du resserrement de la politique monétaire dans un contexte d'inflation élevée. Les perspectives de croissance demeurent globalement inchangées dans les pays émergents d'Asie et en Chine. En Chine, la croissance économique devrait diminuer progressivement au cours de l'horizon de projection en raison de facteurs structurels, tels que le vieillissement de la population. L'économie mondiale devrait continuer de croître à un rythme de 3,2 % en 2025 et 2026, ce qui reste inférieur à la moyenne historique de 3,6 % pour la période 2012-19. Par rapport aux projections de septembre 2023, la croissance du PIB mondial en volume a été révisée à la hausse de 0,1 point de pourcentage pour 2023 et 2024.

Les profils de consommation revenant à la normale après la pandémie, la croissance du commerce mondial devrait rester faible en 2023 et se redresser par la suite.

La croissance annuelle du commerce en 2023 est estimée à 1,1 % en raison d'un acquis de croissance négatif, mais elle montrait déjà des signes d'amélioration dès le deuxième trimestre 2023. La faiblesse des résultats annuels s'explique par une composition de la croissance mondiale moins dépendante des échanges, en raison de la part plus élevée de la consommation dans la demande intérieure, et par une contribution plus importante des pays émergents, dont l'élasticité des échanges est moindre. Cette année, la croissance du commerce a également été freinée par le rebond de la consommation de services dû à la levée complète des restrictions liées à la COVID-19. Sur l'horizon de projection, le commerce mondial devrait se redresser progressivement et commencer à croître plus en ligne avec l'activité mondiale, les entreprises commençant à reconstituer leurs stocks et les profils de consommation privée se réorientant vers les biens. Cela est cohérent avec les données les plus récentes relatives aux échanges mondiaux de marchandises, qui ont renoué avec une croissance positive en septembre après être restés globalement stables au cours des deux mois précédents (graphique 2). Le commerce mondial devrait croître de 3,0 % en 2024 et 2025 et de 3,2 % en 2026, soit une révision à la baisse par rapport aux projections de septembre (de - 0,2 point de pourcentage en 2024 et de - 0,3 point de pourcentage en 2025), reflétant notre réévaluation de la vitesse à laquelle l'élasticité du commerce mondial reviendra à sa valeur de long terme attendue. La demande extérieure adressée à la zone euro devrait croître de 2,6 % en 2024, de 2,9 % en 2025 et de 3,1 % en 2026. Elle a également été révisée à la baisse par rapport aux exercices de projection précédents pour 2024 et 2025 (de - 0,4 et - 0,1 point de pourcentage respectivement).

Graphique 2
Croissance des importations de marchandises au niveau mondial (hors zone euro)



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

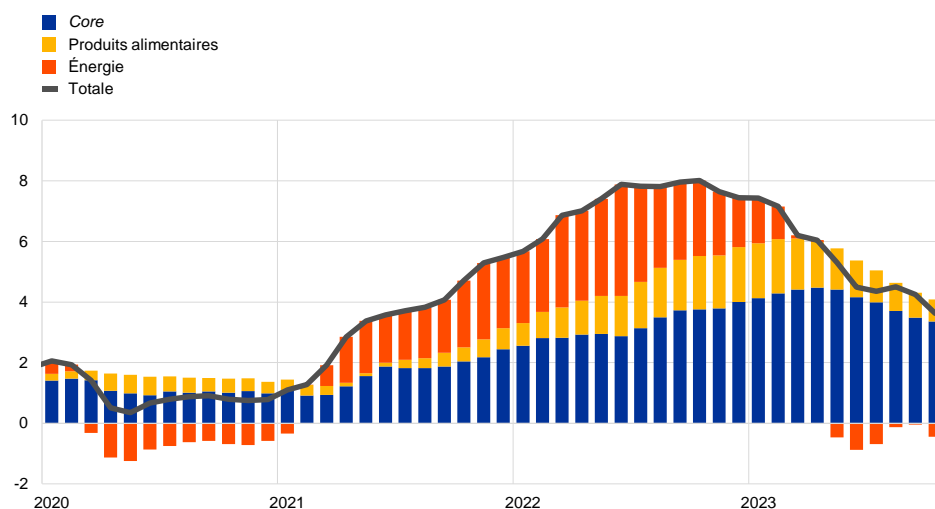
L'inflation totale mondiale mesurée par l'indice des prix à la consommation (IPC) reste orientée à la baisse, sous l'effet de la baisse des prix de l'énergie et des produits alimentaires, mais l'inflation sous-jacente (core) demeure élevée.

La hausse de l'IPC total dans les pays membres de l'Organisation de coopération et de développements économiques (OCDE) s'est ralentie en octobre pour revenir à 5,6 % (contre 6,2 % en septembre), reflétant une baisse de la contribution de la composante énergie et, dans une moindre mesure, de la composante produits alimentaires. L'inflation core (hors produits alimentaires et énergie) a légèrement diminué pour s'établir à 6,5 % (contre 6,6 % en septembre). L'inflation annuelle demeure très élevée en Turquie, même si elle s'est légèrement modérée en octobre pour revenir à 72 % (contre 75 % en septembre). Si l'on exclut la Turquie, l'inflation totale s'est ralentie à 3,6 % après 4,2 % en septembre, et l'inflation core est revenue de 4,4 % à 4,2 % (graphique 3). Selon les estimations, les prix à l'exportation des concurrents de la zone euro se sont établis au-dessous de leur taux de croissance moyen de long terme au deuxième trimestre 2023, les prix des matières premières ayant continué à baisser et les tensions en amont intérieures et extérieures s'étant atténuées. Ils devraient rebondir au tournant de l'année, le recul des prix des matières premières exerçant un effet moins important.

Graphique 3

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

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



Sources : OCDE et calculs des services de la BCE.

Notes : L'agrégat de l'OCDE exclut la Turquie et est calculé en utilisant les pondérations annuelles de l'indice des prix à la consommation pour l'OCDE. L'inflation core se rapporte à l'inflation pour toutes les composantes, hors produits alimentaires et énergie. Les dernières observations se rapportent à octobre 2023.

Les prix du pétrole brut ont baissé depuis les projections de septembre 2023 dans un contexte d'affaiblissement de la demande mondiale.

Selon l'Agence internationale de l'énergie, la demande de pétrole en Europe a diminué d'environ 0,8 million de barils par jour au troisième trimestre, tandis que la demande de pétrole aux États-Unis a également commencé à diminuer plus récemment.

L'affaiblissement de la demande dans les économies avancées a contrebalancé les tensions à la hausse sur les prix dues à une demande de pétrole toujours forte en Chine, à la décision de l'OPEP+ de prolonger les réductions volontaires de

production existantes jusqu'au premier trimestre 2024 et de les accroître de 0,9 % de l'offre mondiale, ainsi qu'aux risques d'approvisionnement résultant du conflit au Moyen-Orient. Les prix du gaz en Europe ont également baissé car la demande est restée inférieure aux moyennes historiques au début de la saison de chauffage. Les risques d'approvisionnement récents liés à la fermeture d'un gisement de gaz israélien, aux perturbations du gazoduc entre la Finlande et l'Estonie et à la possibilité de nouvelles grèves dans les terminaux de gaz naturel liquéfié en Australie se sont également dissipés et ne sont plus pris en compte par les marchés financiers dans leurs prix. Toutefois, un regain de volatilité sur le marché du gaz ne peut être totalement exclu car les prix restent sensibles à des chocs d'offre semblables à ceux enregistrés tout au long de 2023.

Par rapport aux projections de septembre 2023, les conditions financières mondiales ont fluctué mais se sont finalement légèrement assouplies dans les économies avancées.

Au début de la période sous revue (du 14 septembre au 13 décembre 2023), elles se sont considérablement durcies dans les économies avancées, les rendements des obligations souveraines à long terme étant tirés à la hausse, principalement en raison d'une compensation du risque plus élevée due à une plus grande incertitude concernant les taux d'intérêt à court terme futurs. Toutefois, ce durcissement s'est largement inversé en raison d'une inflation légèrement inférieure aux prévisions dans plusieurs juridictions, tandis que certaines banques centrales ont également assoupli leur communication concernant la nécessité de nouveaux relèvements des taux d'intérêt. Aux États-Unis, les anticipations des marchés selon lesquelles l'inflation poursuivrait son recul dans un contexte de croissance résiliente mais en ralentissement ont favorisé un déplacement à la baisse des anticipations en matière de politique monétaire et soutenu le sentiment à l'égard du risque. De manière générale, le prix des actifs plus risqués a évolué en parallèle avec les fluctuations des taux d'intérêt pour terminer la période en légère hausse.

Aux États-Unis, en 2023, la croissance économique a mieux résisté qu'anticipé précédemment, mais elle devrait se modérer à court terme, le resserrement de la politique monétaire freinant les dépenses et les tensions sur le marché du travail s'atténuant.

Au troisième trimestre 2023, le PIB en volume a augmenté de 1,3 % en glissement trimestriel (5,2 % en rythme annualisé) en raison d'une consommation privée dynamique, d'un rebond de l'investissement privé dans les stocks et de dépenses publiques élevées. Les indicateurs à haute fréquence, tels que les dépenses par carte de crédit et les ventes au détail, suggèrent un ralentissement des dépenses de consommation au quatrième trimestre. En outre, la reprise des remboursements de prêts étudiants en octobre et la forte réduction de l'excédent d'épargne exerceront une pression supplémentaire sur les bilans des ménages. La croissance économique devrait se redresser à partir du second semestre 2024. En octobre, la hausse annuelle de l'IPC total est revenue à 3,2 % (0,5 point de pourcentage de moins qu'en septembre), principalement en raison de la baisse des prix de l'énergie, tandis que l'inflation *core* annuelle a légèrement diminué pour s'établir à 4,0 % (0,1 point de pourcentage de moins qu'en septembre). Malgré une diminution depuis le début de l'année, l'inflation dans les services (hors

immobilier résidentiel) est restée élevée, juste en deçà de 4 % en octobre, tandis que l'inflation *core* des biens et des services s'inscrit sur une trajectoire baissière.

En Chine, les indicateurs récents font état d'une stabilisation de l'activité économique en dépit de la faiblesse du secteur de l'immobilier.

Au troisième trimestre 2023, la croissance du PIB en volume a rebondi pour atteindre 1,3 % en glissement trimestriel, un niveau supérieur aux anticipations des marchés. Ce redressement s'explique principalement par l'augmentation des dépenses de consommation, tandis que la contraction de l'investissement dans l'immobilier résidentiel a continué de s'accroître, bien qu'à un rythme plus lent que les mois précédents. Les indicateurs mensuels relatifs à la production industrielle et aux ventes au détail ont consolidé leur redressement en octobre. Les dépenses des ménages ont surpris à la hausse en octobre, en particulier pour les achats de véhicules et les voyages, ce qui coïncide avec les vacances de la semaine d'or en Chine. Dans le même temps, la production et la consommation de biens et de services étroitement liés au marché de l'immobilier ont continué d'afficher une croissance modérée, suggérant une reprise à deux vitesses de l'économie chinoise. La hausse annuelle de l'IPC total est redevenue négative en octobre, ressortant à -0,2 % en glissement annuel, après être demeurée inchangée en septembre. Ce recul s'explique principalement par une baisse plus prononcée des prix des produits alimentaires, tirée par une contraction de 30,1 % en glissement annuel des prix du porc, qui devraient continuer à baisser en raison d'une offre excédentaire de viande de porc. Du fait de l'évolution des prix des produits alimentaires et de la faiblesse de la demande intérieure et extérieure, les pressions inflationnistes devraient rester modérées.

Au Japon, la reprise économique a marqué le pas au troisième trimestre 2023, mais la croissance devrait redevenir positive au quatrième trimestre de la même année.

Au troisième trimestre 2023, le PIB en volume s'est contracté plus fortement que prévu, de 0,7 % en glissement trimestriel, reflétant principalement la contribution négative des stocks et l'atonie de la demande intérieure et, dans une certaine mesure, l'impact de la forte inflation sur les revenus réels. La croissance du PIB en volume devrait redevenir légèrement positive au quatrième trimestre, dans un contexte de signes de rebond modéré des niveaux de consommation réelle. Les taux de l'inflation totale et de l'inflation *core* sont remontés en octobre dans un contexte de solide dynamique sous-jacente des prix. L'inflation totale annuelle est passée de 3,0 % à 3,3 %, reflétant principalement un ralentissement des baisses annuelles des prix de l'énergie, en dépit d'une certaine modération de la hausse toujours élevée des prix des produits alimentaires. L'inflation *core* (hors produits alimentaires et énergie) annuelle s'est établie à 2,7 % en octobre (0,1 point de pourcentage de plus qu'en septembre), faisant écho à une légère accélération des composantes biens et services aux entreprises.

Au Royaume-Uni, le resserrement précédent de la politique monétaire pèse de plus en plus sur les dépenses des ménages et sur l'investissement privé.

La croissance de l'économie réelle s'est stabilisée au troisième trimestre 2023, l'atonie de la demande intérieure ayant compensé la contribution particulièrement positive des exportations de services. L'affaiblissement de la demande intérieure

suggère que le resserrement antérieur de la politique monétaire affecte de plus en plus l'économie. Le flux de données continue d'être contrasté ; les ventes au détail ont diminué et l'indice composite des directeurs d'achat a généralement été modéré (même s'il est redevenu supérieur au seuil neutre en novembre), tandis que les autres mesures relatives à la confiance des entreprises s'améliorent depuis longtemps et que le revenu réel des ménages est en hausse. L'activité devrait rester modérée au cours des prochains trimestres dans un contexte de politiques budgétaire et monétaire restrictives. Elle devrait se redresser vers la fin de l'année, soutenue par la reprise en cours des salaires réels. La hausse annuelle de l'IPC total s'est nettement ralentie en octobre, revenant à 4,6 % après 6,7 % en septembre, la contribution des prix de l'énergie étant devenue négative. L'inflation *core* est revenue de 6,1 % en septembre à 5,7 %, reflétant une baisse des composantes biens et services. L'inflation devrait toutefois se ralentir plus progressivement désormais, la hausse des prix des services devant rester élevée dans un contexte de croissance des salaires encore forte.

2 Activité économique

L'économie de la zone euro s'est encore affaiblie au second semestre 2023, la faiblesse de la confiance, ainsi que les pertes de compétitivité antérieures, le regain des tensions géopolitiques et le durcissement des conditions de financement ayant pesé sur l'activité. Le PIB en volume, qui n'a enregistré qu'une faible croissance au cours du premier semestre 2023, s'est légèrement contracté au troisième trimestre, principalement en raison d'une baisse de stocks. Au niveau sectoriel, la production industrielle enregistre une contraction depuis le quatrième trimestre 2022 – malgré le soutien apporté au secteur manufacturier par la résorption des arriérés de commandes antérieurs – tandis que l'activité dans le secteur des services a continué de contribuer positivement à la croissance au troisième trimestre. Parallèlement, l'emploi a continué de croître au troisième trimestre, même si le nombre total d'heures travaillées a légèrement fléchi, dans un contexte de persistance du maintien de sureffectifs. Les données disponibles pour le quatrième trimestre 2023 suggèrent que la croissance devrait rester modérée, tandis que le marché du travail devrait se ralentir. En l'absence de nouveaux chocs, la dynamique de croissance devrait commencer à se redresser début 2024, et ce malgré les freins persistants que font peser sur l'activité les conditions de financement défavorables, dont l'effet devrait toutefois se dissiper au fil du temps. De plus, le recul de l'inflation devrait contribuer à pousser les revenus réels à la hausse et les exportations devraient aligner leur rythme de croissance sur celui de la demande extérieure.

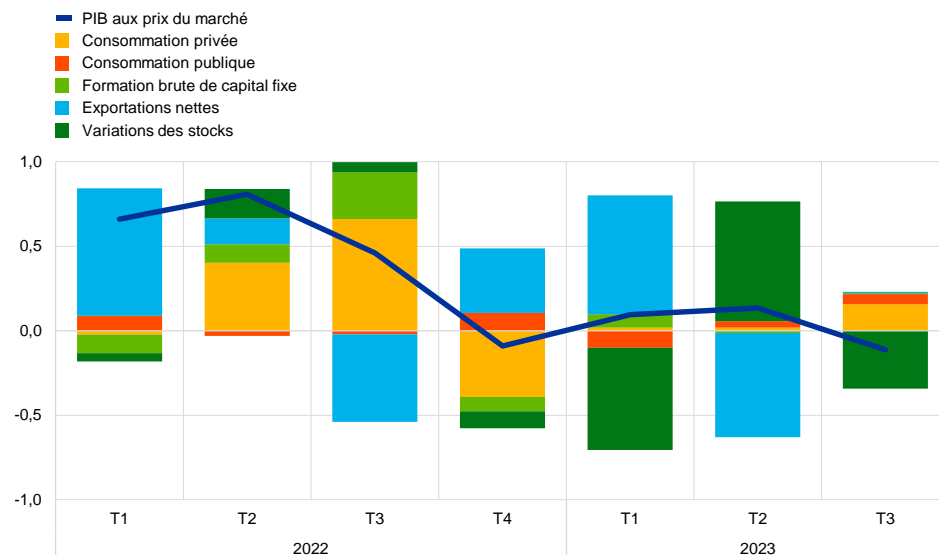
Ces perspectives se reflètent largement dans les projections macroéconomiques de décembre 2023 établies par les services de l'Eurosystème pour la zone euro, qui prévoient que la croissance annuelle du PIB en volume se ralentira à 0,6 % cette année avant de se redresser pour ressortir à 0,8 % en 2024 et atteindre 1,5 % en 2025 et en 2026. Par rapport aux projections macroéconomiques de septembre 2023 établies par les services de la BCE pour la zone euro, les perspectives de croissance du PIB ont été légèrement révisées à la baisse pour 2023 et 2024, mais elles restent inchangées pour 2025.

L'économie de la zone euro s'est légèrement contractée au troisième trimestre 2023. Le PIB en volume a diminué de 0,1 % en glissement trimestriel au troisième trimestre, les variations des stocks – reflétant en partie la résorption de la forte accumulation de stocks au deuxième trimestre – ayant freiné la croissance (graphique 4). Après deux trimestres de stagnation, la consommation privée a modérément augmenté au troisième trimestre, la consommation publique apportant également une contribution positive à la croissance du PIB, mais dans une moindre mesure. La contribution légèrement positive de l'investissement masque un contraste net entre la poursuite de la contraction de l'investissement dans la construction et la croissance toujours positive de l'investissement hors construction. Les contributions des exportations et des importations se compensent dans une large mesure. La décomposition de la valeur ajoutée souligne la divergence persistante entre les différents secteurs au troisième trimestre, avec une croissance modeste de l'activité dans les services, tandis que tous les autres secteurs, en particulier le secteur manufacturier, ont enregistré une baisse.

Graphique 4

PIB en volume de la zone euro et ses composantes

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



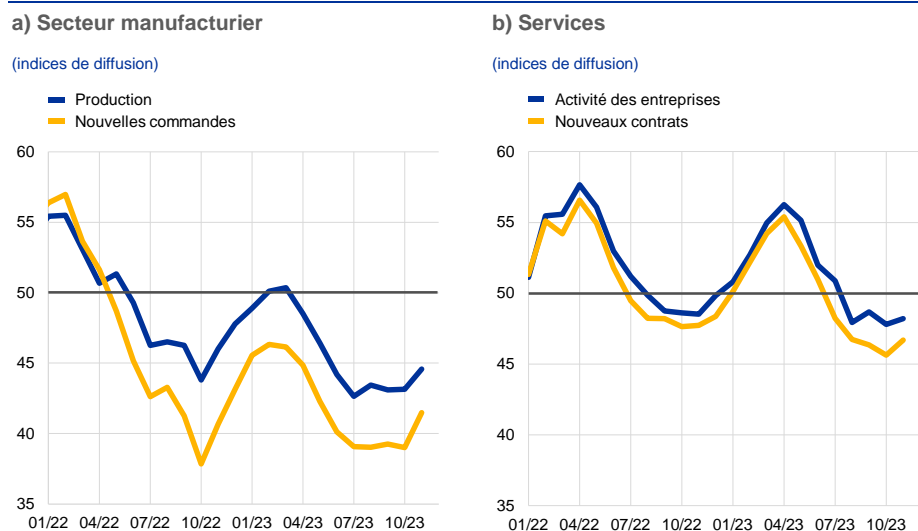
Sources : Eurostat et calculs de la BCE.

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

L'activité devrait rester atone au dernier trimestre 2023. Les données relatives à la production industrielle pour octobre suggèrent une poursuite de la contraction de la production manufacturière au quatrième trimestre. Les données d'enquêtes disponibles – pour la période allant jusqu'en novembre – font état d'un affaiblissement généralisé de l'activité au quatrième trimestre. Cela reflète à la fois la faiblesse persistante de l'activité manufacturière et un ralentissement plus prononcé dans les services, qui avaient auparavant bien résisté. L'indice composite des directeurs d'achats (PMI) a poursuivi sa baisse au-dessous du seuil de croissance de 50 et au-dessous de sa moyenne du troisième trimestre, malgré une légère hausse en novembre par rapport à octobre, ce qui pourrait indiquer que la tendance négative a atteint un plancher. L'indice PMI pour la production manufacturière continue d'indiquer une forte contraction, le soutien apporté précédemment par l'amélioration des conditions sur les chaînes d'approvisionnement étant parvenu à son terme et les arriérés de travail se résorbant, tandis que les nouvelles commandes continuent de se contracter (graphique 5, partie a). La faiblesse de l'activité est également manifeste – quoique moins prononcée – dans le secteur des services, où les indices PMI relatifs à l'activité des entreprises et aux nouveaux contrats sont restés au-dessous du seuil de croissance depuis août (graphique 5, partie b). L'indicateur du climat économique de la Commission européenne qui se situait déjà au-dessous de sa moyenne du troisième trimestre, a encore légèrement diminué en octobre et en novembre, reflétant le recul de la confiance des consommateurs et des entreprises, en dépit de premiers signes indiquant que la faiblesse de la confiance a atteint un point bas en novembre. Dans le même temps, les entreprises du secteur des services, et en particulier dans le secteur manufacturier, ont indiqué que la baisse de la demande et le durcissement des

conditions de financement limitaient de plus en plus la production au quatrième trimestre de l'année³.

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



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

Dans l'ensemble, le marché du travail a continué de bien résister à l'affaiblissement de l'activité économique au troisième trimestre 2023.

L'emploi a augmenté de 0,2 % au troisième trimestre, tandis que le nombre total d'heures travaillées a diminué de 0,1 % (graphique 6, partie a). L'emploi a augmenté de 3,5 % depuis le quatrième trimestre 2019 et le nombre total d'heures travaillées, de 2,1 %. Cela correspond à une baisse de 1,3 % du nombre moyen d'heures travaillées, liée au maintien actuel de sureffectifs (la part du facteur travail qui n'est pas pleinement utilisée par une entreprise au cours de son processus de production à un moment donné), ainsi qu'à d'autres facteurs tels qu'une augmentation des congés maladie. La population active a de nouveau légèrement augmenté, de 0,1 % au troisième trimestre 2023 et de 0,2 % supplémentaire en octobre. Selon les estimations, elle aurait augmenté, de 1,5 millions de personnes depuis décembre 2022. Le taux de chômage s'est établi à 6,5 % en octobre, globalement inchangé par rapport à septembre et restant proche de son niveau le plus bas depuis l'introduction de l'euro. La demande de main d'œuvre diminue progressivement mais reste à des niveaux élevés, avec un taux de vacance d'emploi légèrement inférieur à 2,9 %, soit 0,1 point de pourcentage de moins que le mois précédent.

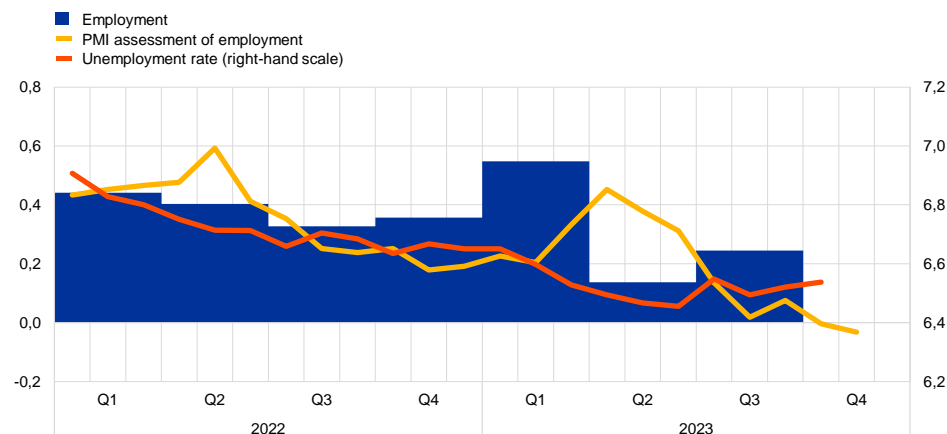
³ Cf. l'encadré 4 du présent *Bulletin économique*.

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 sectoriel

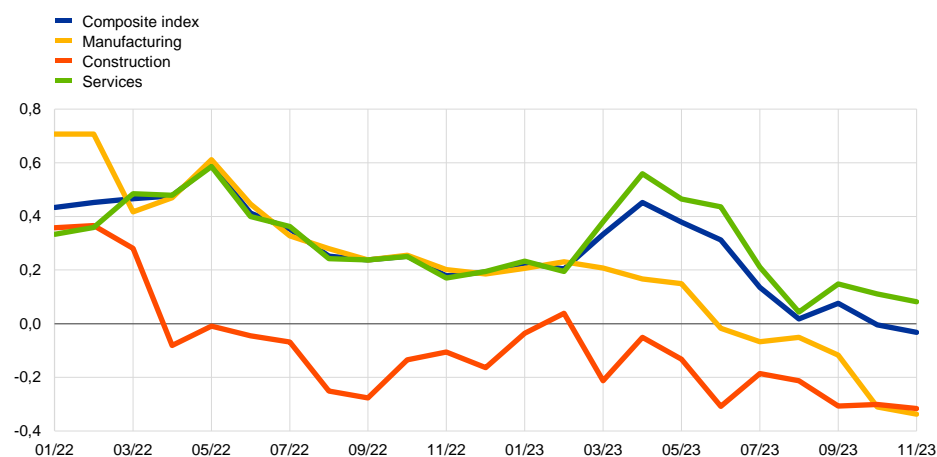
a) Emploi, évaluation de l'emploi ressortant du PMI et taux de chômage

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



b) Indices PMI relatifs à l'emploi sectoriel

(indices de diffusion)



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

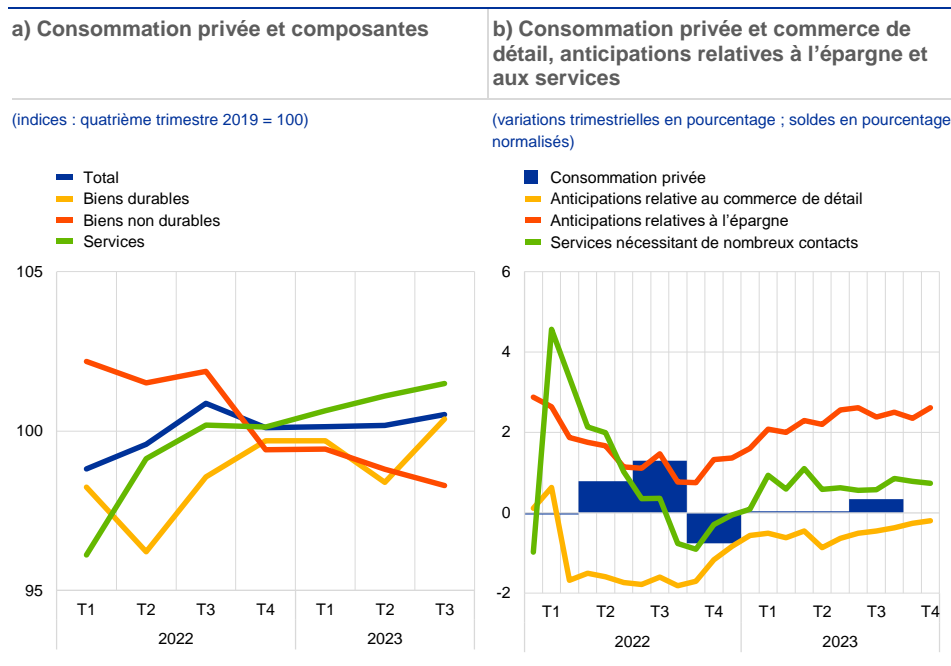
Notes : Dans la partie a), les deux lignes indiquent les évolutions mensuelles, tandis que les barres représentent des données trimestrielles. Le PMI est exprimé comme un écart par rapport à 50, puis divisé par 10. Les dernières observations se rapportent au troisième trimestre 2023 pour l'emploi, à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

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

L'indice composite mensuel PMI relatif à l'emploi a diminué, revenant de 50,0 en octobre à 49,7 en novembre ; une valeur inférieure au seuil de 50 indique une diminution de l'emploi. Cet indicateur a fortement diminué depuis son pic de 54,5 en avril. La récente baisse a concerné l'ensemble des secteurs (graphique 6, partie b). Les indices PMI sectoriels font état de risques à la baisse pour la croissance de l'emploi dans le secteur manufacturier et de la construction, où les indices sont inférieurs à 50. Tout en demeurant à des valeurs indiquant une légère expansion, l'indice PMI pour les services a également diminué et est à présent proche du seuil de 50.

La consommation privée a augmenté de 0,3 % au troisième trimestre 2023, après avoir stagné au premier semestre (graphique 7, partie a). La hausse au troisième trimestre résulte largement de la consommation de services par les ménages, qui bénéficie toujours des effets persistants de la réouverture. Après une forte baisse au deuxième trimestre, les dépenses en biens durables ont rebondi au troisième trimestre, reflétant largement les retards de livraison des véhicules électriques et hybrides achetés précédemment. Après un fort redressement, les nouvelles immatriculations de voitures particulières ont diminué légèrement en octobre, pour s'établir à 0,8 % au-dessous de leur niveau du troisième trimestre. En revanche, les dépenses consacrées aux biens non durables (et semi-durables) ont continué de diminuer au troisième trimestre. Cela a reflété la faiblesse persistante des volumes des ventes au détail, qui, bien qu'ayant légèrement augmenté en octobre par rapport au mois précédent, ont été inférieurs de 0,2 % à leur moyenne du troisième trimestre.

Graphique 7
Consommation privée réelle et anticipations



Sources : Eurostat, Commission européenne et calculs de la BCE.
 Notes : Dans la partie a), les niveaux des composantes de la consommation (concept domestique) sont recalibrés pour correspondre au niveau de la consommation privée totale (concept national). Les « biens non durables » incluent les biens semi-durables. Dans la partie b), les anticipations relatives à l'épargne pour les douze prochaines années et les anticipations relatives à l'activité dans le commerce de détail pour les trois prochains mois sont normalisés sur la période 1985-2019. La demande anticipée de services nécessitant de nombreux contacts au cours des trois prochains mois est normalisée sur la période 2005-2019 (en ligne avec la longueur respective de chaque série) ; les « services nécessitant de nombreux contacts » font référence aux services d'hôtellerie, de voyages et de restauration. Les dernières observations se rapportent au troisième trimestre 2023 pour la partie a) et au troisième trimestre 2023 et à novembre 2023 pour la partie b).

Les données d'enquêtes devenues disponibles continuent d'indiquer une faiblesse globale des dépenses de biens au tournant de l'année. L'indicateur de la Commission européenne relatif à la confiance des consommateurs s'est redressé en novembre après avoir diminué durant trois mois consécutifs, mais a continué de s'inscrire au-dessous de sa moyenne de long terme. Le résultat observé en novembre reflète l'amélioration des anticipations relatives aux perspectives économiques générales et aux propres situations financières des ménages. Dans le

même temps, les indicateurs de la Commission relatifs aux intentions des consommateurs de réaliser des achats importants et à l'activité attendue dans le commerce de détail sont demeurés modérés, malgré une légère amélioration pour cette dernière (graphique 7, partie b). En revanche, il n'y a pas eu de forte correction à la baisse pour la demande anticipée de services nécessitant de nombreux contacts, qui a continué de bien résister en novembre et est restée supérieure à sa moyenne historique. De même, selon l'enquête de la BCE sur les anticipations des consommateurs (*Consumer Expectations Survey*, CES) d'octobre, la demande anticipée de réservations pour les vacances demeure résiliente. La transmission du durcissement des conditions de financement à l'économie réelle devrait réduire les emprunts des ménages, maintenir élevées les anticipations relatives à l'épargne et modérer la croissance des dépenses de consommation à court terme ⁴. Dans le même temps, les dépenses de consommation devraient bénéficier de l'amélioration du pouvoir d'achat liée au recul de l'inflation et à la résilience persistante du marché du travail.

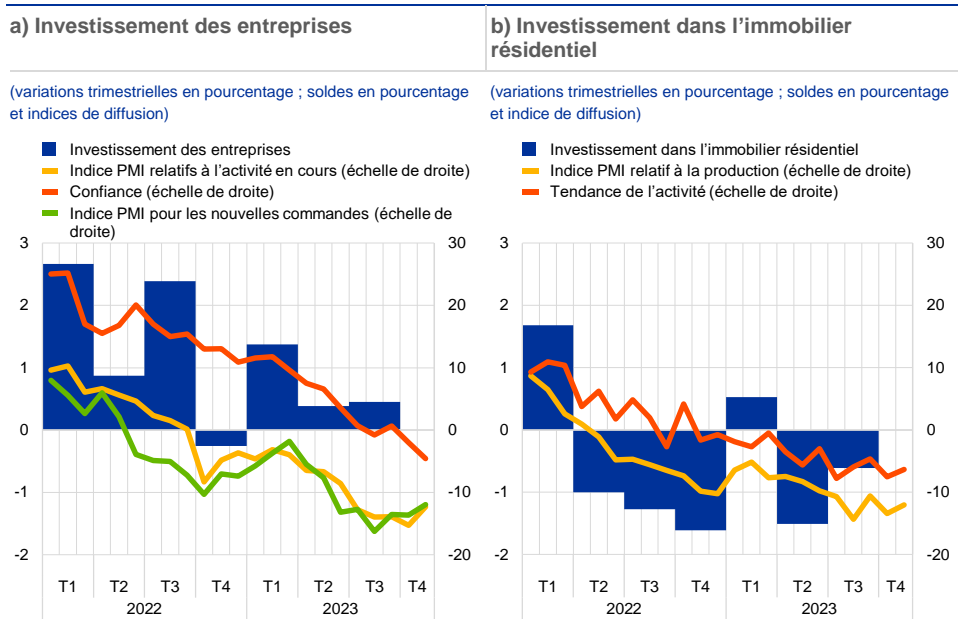
L'investissement des entreprises a augmenté au troisième trimestre 2023 mais devrait se contracter au quatrième trimestre. L'investissement hors construction, hors actifs incorporels irlandais, a augmenté de 0,5 % en glissement trimestriel au troisième trimestre 2023, sous l'effet de hausses de l'investissement des actifs incorporels et des machines et équipements (graphique 8, partie a). Au quatrième trimestre, la faiblesse persistante ressortant de l'enquête de la Commission européenne sur la confiance et des indices PMI relatifs à la production et aux nouvelles commandes suggère une baisse de l'investissement. Les entreprises sont également affectées par les revenus d'intérêts nets des entreprises négatifs, et le soutien apporté par les arriérés continue de se dissiper ⁵. L'enquête de la Commission sur les contraintes pesant sur la production de biens d'équipement au quatrième trimestre a confirmé l'affaiblissement de la demande alors que les entraves liées aux pénuries d'équipements et de capacité diminuent de plus en plus. Cette dernière évolution est en ligne avec un recul de l'utilisation des capacités dans l'économie au sens large, suggérant peu de besoins d'investissement pour étendre la capacité de production à court terme. Néanmoins, l'investissement devrait se redresser progressivement en 2024 et au-delà avec la reprise de la demande, le recul de l'incertitude et à mesure que l'effet modérateur du resserrement de la politique monétaire et que les conditions défavorables de l'offre de crédit s'estomperont à moyen terme. De plus, la mise en œuvre du programme *Next Generation EU* devrait attirer les investissements privés.

⁴ L'atonie des perspectives de consommation privée peut également refléter l'évaluation pessimiste des consommateurs concernant l'évolution récente du revenu réel. Cf. l'encadré 5 du présent *Bulletin économique*.

⁵ Cf. l'encadré 7 du présent *Bulletin économique*.

Graphique 8

Dynamique de l'investissement réel et données d'enquêtes



Sources : Eurostat, Commission européenne, 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 lignes font référence aux réponses du secteur des biens d'équipement, la confiance étant tirée de l'enquête de la Commission européenne. Dans la partie b), les lignes se rapportent au secteur de la construction de bâtiments. « Tendance de l'activité » correspond à la tendance de l'activité par rapport aux trois mois précédents, mesurée par l'enquête de la Commission européenne. Les dernières observations se rapportent au troisième trimestre 2023 pour l'investissement des entreprises et dans l'immobilier résidentiel et à novembre 2023 pour toutes les autres rubriques.

L'investissement dans l'immobilier résidentiel a encore diminué au troisième trimestre 2023 et devrait de nouveau baisser à court terme.

L'investissement dans l'immobilier résidentiel a diminué de 0,6 % en glissement trimestriel au troisième trimestre 2023, après une baisse de 1,5 % au deuxième trimestre (graphique 8, partie b). Les indicateurs à court terme font état d'une nouvelle baisse au cours du quatrième trimestre. En octobre et en novembre, l'indicateur de la Commission européenne relatif à l'activité dans la construction de bâtiments au cours des trois derniers mois est revenu à un niveau très inférieur à sa moyenne du troisième trimestre, et l'indice PMI relatif à la production dans l'immobilier résidentiel est resté bien inférieur au seuil de croissance nulle de 50. Le sentiment à l'égard de l'immobilier résidentiel, mesuré par l'enquête trimestrielle de la Commission sur les intentions à court terme des ménages de rénover, d'acheter ou de construire un logement, s'est également légèrement détérioré au quatrième trimestre 2023. De même, selon l'enquête CES, la perception par les ménages de l'immobilier résidentiel comme un bon investissement s'est détériorée en octobre. Les faibles perspectives à court terme concernant l'investissement dans l'immobilier résidentiel sont en ligne avec la forte tendance baissière générale des permis de construire délivrés pour des logements et sont dues au durcissement considérable des conditions de financement qui pèsent sur la demande de logements. Les emprunts des ménages pour les prêts au logement ont été de nouveau modérés en octobre, suggérant qu'une reprise de la demande de logements n'est pas encore prévue.

La croissance des exportations est demeurée modérée au troisième trimestre 2023, reflétant l'atonie de la demande mondiale, les effets différés de l'appréciation de l'euro et les prix élevés de l'énergie. Le troisième trimestre a de nouveau enregistré une croissance trimestrielle négative des volumes d'exportation, l'atonie du commerce mondial freinant la demande extérieure de biens adressée à la zone euro. En outre, les effets différés de l'appréciation de l'euro pondérée des échanges commerciaux depuis fin 2022 ont affaibli la compétitivité de la zone euro, et les prix élevés de l'énergie ont de nouveau contribué à la faiblesse des exportations, en particulier dans les secteurs à forte intensité énergétique. La contraction des importations de biens au troisième trimestre a été en ligne avec la faiblesse de la demande intérieure et la diminution des stocks. En conséquence, la contribution des exportations nettes à la croissance du PIB a été légèrement positive au troisième trimestre. Pour l'avenir, les indicateurs tirés d'enquêtes signalent une faiblesse persistante à court terme des exportations de la zone euro, les nouvelles commandes à l'exportation de produits manufacturés et de services continuant de se contracter.

À plus long terme, l'activité de la zone euro devrait progressivement se redresser, soutenue par une augmentation des revenus réels, l'atténuation du frein exercé par les conditions de financement défavorables et les améliorations de la demande extérieure. En l'absence de nouveaux chocs, la croissance du PIB devrait progressivement se renforcer, la consommation étant de plus en plus soutenue par l'atténuation des tensions inflationnistes et la bonne tenue de la croissance des revenus du travail, sous l'effet de la poursuite de la forte croissance des salaires. En outre, les effets modérateurs des récentes conditions de financement défavorables sur l'investissement s'estomperont, et des améliorations de la demande extérieure devraient soutenir une reprise de la croissance des exportations de la zone euro.

Les projections de décembre 2023 établies par les services de l'Eurosystème pour la zone euro prévoient que la croissance annuelle du PIB en volume se ralentira à 0,6 % en 2023, avant de se redresser pour s'établir à 0,8 % en 2024 puis à 1,5 % en 2025 et 2026. Par rapport aux projections de septembre 2023 établies par les services de la BCE, les perspectives de croissance du PIB ont été légèrement révisées à la baisse pour 2023 et 2024, mais elles restent inchangées pour 2025⁶.

⁶ Cf. « [Projections macroéconomiques pour la zone euro établies par les services de l'Eurosystème, décembre 2023](#) ».

3 Prix et coûts

L'inflation totale dans la zone euro s'est établie à 2,4 % en novembre 2023, après 2,9 % en octobre, mais elle devrait remonter temporairement à court terme en raison d'effets de base haussiers liés aux prix de l'énergie. L'inflation hors énergie et produits alimentaires est ressortie en baisse à 3,6 % en novembre et tous les indicateurs de l'inflation sous-jacente ont continué de reculer en octobre. Toutefois, les tensions sur les prix intérieurs sont restées soutenues, principalement en raison d'une forte croissance des coûts unitaires de main-d'œuvre. La plupart des mesures des anticipations d'inflation à long terme s'établissent autour de 2 %, certains indicateurs de compensation de l'inflation extraits des instruments de marché ayant diminué après avoir enregistré des niveaux élevés, principalement en raison de la baisse des primes de risque d'inflation. Les projections macroéconomiques de décembre 2023 établies par les services de l'Eurosystème pour la zone euro prévoient que l'inflation totale diminuera progressivement, ressortant en moyenne à 2,7 % en 2024, 2,1 % en 2025 et 1,9 % en 2026.

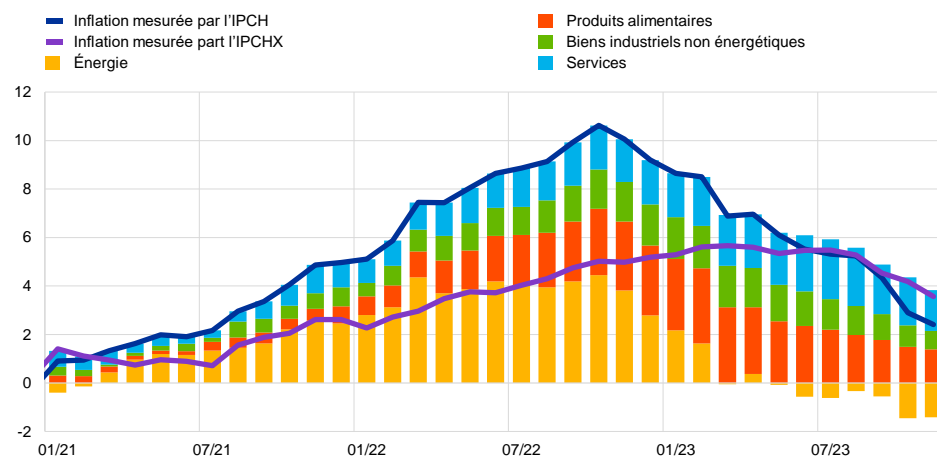
Selon l'estimation rapide d'Eurostat, l'inflation mesurée par l'IPCH a encore diminué, pour s'établir à 2,4 % en novembre, contre 2,9 % en octobre (graphique 9)⁷. Cette baisse résulte d'une diminution des taux d'inflation pour l'ensemble des principales sous-composantes, à savoir l'énergie, les produits alimentaires, les biens industriels non énergétiques et les services. La variation des prix de l'énergie est devenue encore plus négative, revenant de – 11,2 % en octobre à – 11,5 % en novembre, ce qui reflète une baisse de 2,2 % en rythme mensuel. La hausse des prix des produits alimentaires a continué de se ralentir, revenant de 7,4 % en octobre à 6,9 % en novembre, mais reste toutefois élevée. Ce ralentissement reflète une baisse du taux de variation annuel des prix des produits alimentaires transformés. En revanche, le taux de variation annuel des prix des produits alimentaires non transformés a augmenté, alimenté par une forte hausse en glissement mensuel et un effet de base haussier. La hausse de l'IPCH hors énergie et produits alimentaires (IPCHX) s'est encore ralentie, revenant à 3,6 % en novembre, contre 4,2 % en octobre, sous l'effet de la décélération de ses deux principales composantes, les biens industriels non énergétiques et les services. Le renchérissement des biens industriels non énergétiques est revenu de 3,5 % en octobre à 2,9 % en novembre, reflétant la poursuite de l'atténuation des tensions en amont. La hausse des prix des services est revenue de 4,5 % en octobre à 4,0 % en novembre.

⁷ La date d'arrêt des données incluses dans le présent Bulletin économique était le 13 décembre 2023. La publication finale d'Eurostat du 19 décembre 2023 a confirmé que l'inflation mesurée par l'IPCH dans la zone euro s'était établie à 2,4 % en novembre.

Graphique 9

Inflation totale et ses composantes principales

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



Sources : Eurostat et calculs de la BCE.

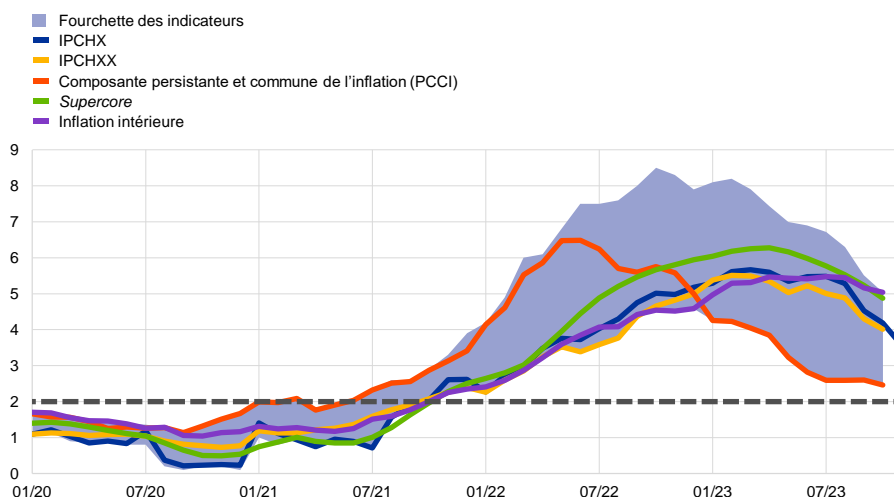
Note : Les dernières observations se rapportent à novembre 2023 (estimation rapide).

Tous les indicateurs relatifs à l'inflation sous-jacente ont continué de baisser en octobre d'après les dernières données disponibles, reflétant la dissipation des effets des précédents chocs sur les coûts de l'énergie et les chaînes d'approvisionnement, ainsi que l'affaiblissement de la demande dans un contexte de resserrement de la politique monétaire (graphique 10). Malgré le recul de tous les indicateurs relatifs à l'inflation sous-jacente, l'incertitude entourant la dynamique de l'inflation sous-jacente reste élevée. Cela ressort clairement de la large fourchette de taux dans les mesures de l'inflation sous-jacente, qui va de 2,5 % pour la composante persistante et commune de l'inflation (*Persistent and Common Component of Inflation*, PCCI) à 5,0 % pour l'inflation domestique. Cela montre que pour la plupart des mesures, l'impact des chocs passés met du temps à se dissiper totalement. L'indicateur *Supercore*, qui recouvre les composantes de l'IPCH sensibles au cycle d'activité, a diminué, revenant de 5,2 % en septembre à 4,9 % en octobre, tandis que la PCCI fondée sur un modèle ne s'est que légèrement modérée, revenant de 2,6 %, à 2,5 % sur la même période. L'indicateur relatif à l'inflation domestique (hors produits à fort contenu en importations) est resté le plus longtemps à un niveau élevé, s'établissant à 5,2 % en septembre et 5,0 % en octobre, ce qui reflète l'importance des pressions salariales. Néanmoins, cela fait maintenant trois mois de suite que cet indicateur s'inscrit en baisse.

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'IPCH hors énergie et produits alimentaires (IPCHX), l'IPCH hors énergie, produits alimentaires, postes liés aux voyages, habillement et chaussure (IPCHXX), l'inflation domestique, les moyennes tronquées à 10 % et à 30 %, la PCCI et une médiane pondérée. La ligne grise en pointillés représente la cible d'inflation de la BCE de 2 % à moyen terme. Les dernières observations se rapportent à novembre 2023 (estimation rapide) pour l'IPCHX et à octobre 2023 pour les autres rubriques.

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

En amont de la chaîne des prix, les tensions ont continué de diminuer modérément en octobre.

Le taux de croissance des prix à la production domestiques pour les biens intermédiaires est négatif depuis mai, poursuivant sa baisse pour s'établir à - 5,3 % en octobre, après - 4,8 % en septembre, tandis que la contraction des prix à l'importation des biens intermédiaires s'est poursuivie à un rythme soutenu, mais légèrement moins rapide, passant de - 8,7 % à - 8,4 % sur la même période.

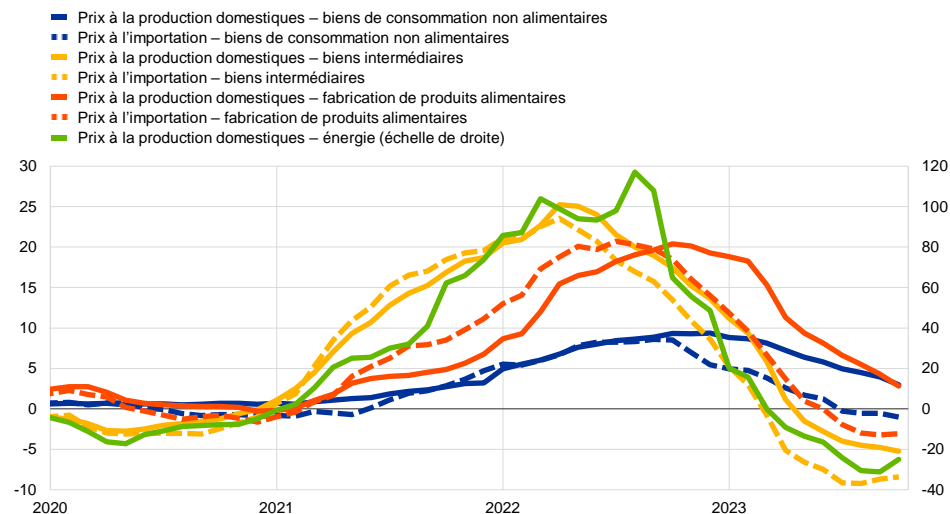
La variation des prix à la production de l'énergie, qui est négative depuis avril, est ressortie à - 25,0 % en octobre, après - 31,2 % en septembre. En aval de la chaîne des prix, la hausse des prix à la production domestiques pour les biens de consommation non alimentaires est revenue à 3,0 % en octobre, contre 3,9 % en septembre, confirmant l'atténuation progressive en cours des tensions accumulées en amont. Il en va de même pour les tensions en amont relatives au segment de la consommation de produits alimentaires, la hausse des prix à la production pour les produits alimentaires fabriqués s'étant de nouveau ralentie en octobre, à 2,8 %, son plus bas niveau depuis avril 2021. Le taux de variation annuel des prix à l'importation pour ces catégories de biens de consommation est resté négatif.

La croissance des prix à l'importation des biens de consommation non alimentaires est revenue de - 0,6 % en septembre à - 1,0 % en octobre, tandis que pour les produits alimentaires il ne s'est pas modéré davantage.

Graphique 11

Indicateurs des tensions en amont de la chaîne des prix

(variations annuelles en pourcentage)



Sources : Eurostat et calculs de la BCE.

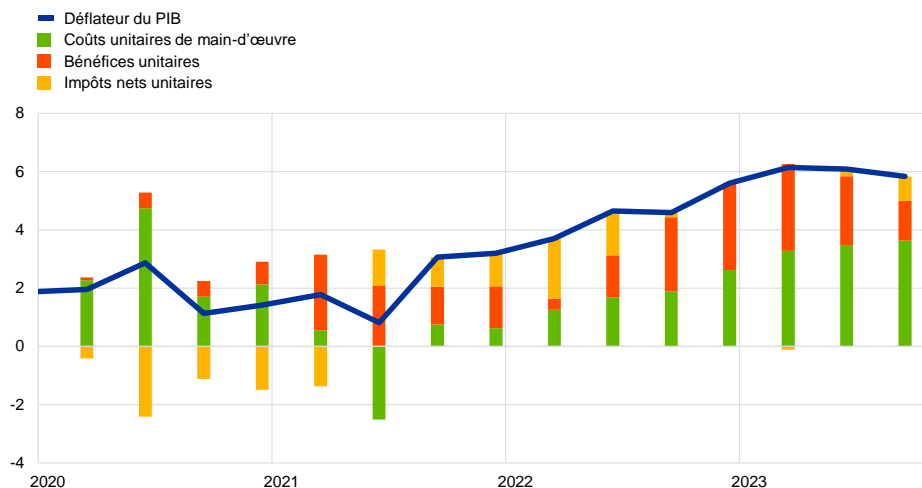
Note : Les dernières observations se rapportent à octobre 2023.

Les tensions d'origine interne sur les coûts, mesurées par la croissance du déflateur du PIB, se sont établies à 5,8 % au troisième trimestre 2023, contre 6,1 % le trimestre précédent, en raison d'une contribution moins élevée des bénéfiques unitaires (graphique 12). La contribution des bénéfiques unitaires au déflateur du PIB est ressortie en baisse à 1,4 point de pourcentage au troisième trimestre 2023, contre 2,4 points de pourcentage au trimestre précédent, suggérant que les bénéfiques ont commencé à amortir les tensions inflationnistes liées aux salaires et aux coûts de main-d'œuvre. La contribution des coûts unitaires de main-d'œuvre a légèrement augmenté au troisième trimestre, pour s'inscrire à 3,6 points de pourcentage, après 3,5 points de pourcentage au trimestre précédent. La croissance annuelle légèrement plus forte des coûts unitaires de main-d'œuvre au troisième trimestre reflète un taux de variation plus négatif de la productivité du travail, tandis que la croissance des salaires mesurée par la rémunération par tête est revenue de 5,5 % au deuxième trimestre à 5,2 % au troisième trimestre. La croissance des salaires, mesurée en termes de rémunération horaire, est restée inchangée à 5,2 %, suggérant que de fortes tensions continuent de s'exercer sur les coûts de main-d'œuvre. Sous-jacente à cette dynamique, la croissance des salaires négociés a continué de se renforcer au troisième trimestre 2023, ressortant à 4,7 % après 4,4 % le trimestre précédent. De plus, les informations émanant des négociations salariales qui se sont achevées récemment continuent de signaler des tensions élevées sur les salaires pour l'avenir et ne montrent pas encore de signes évidents d'un retournement de la croissance des salaires négociés.

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.

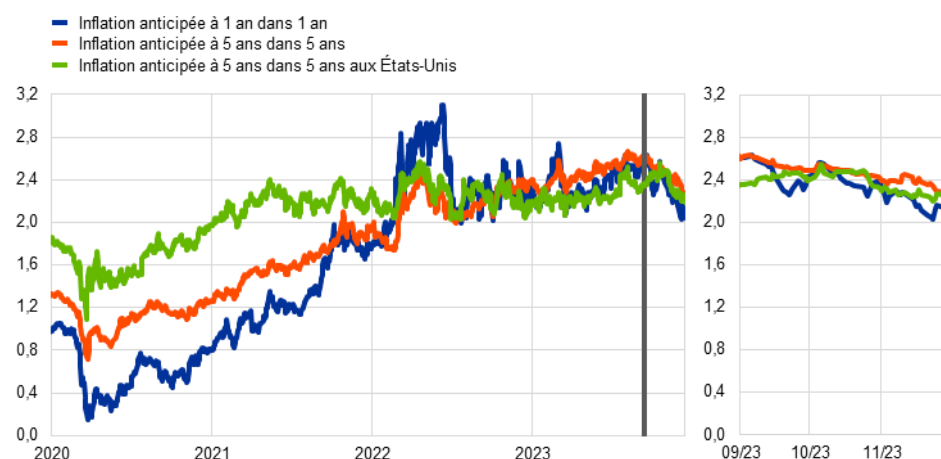
Les mesures tirées d'enquêtes relatives aux anticipations d'inflation à plus long terme sont restées autour de 2 %, tandis que les mesures de la compensation de l'inflation extraites des instruments de marché corrigées des primes de risque ont diminué. Dans l'enquête de la BCE auprès des prévisionnistes professionnels pour le quatrième trimestre 2023, comme dans l'enquête réalisée en décembre 2023 par la BCE auprès des analystes monétaires (*Survey of Monetary Analysts*), les anticipations médianes à plus long terme sont ressorties à 2,0 %. Les mesures de la compensation de l'inflation extraites des instruments de marché (fondées sur l'IPCH hors tabac) ont fortement diminué depuis la réunion de septembre du Conseil des gouverneurs de la BCE, en particulier pour les échéances à court terme, dans la mesure où des chiffres d'inflation moins élevés que prévu pour septembre, octobre et novembre, ainsi que des perspectives de croissance atones, ont incité les intervenants de marché à réviser à la baisse leurs prévisions d'inflation (graphique 13). Le taux des *swaps* indexés sur l'inflation à un an dans un an a baissé d'environ 50 points de base pour s'établir à 2,1 %. Sur la partie longue, le taux des *swaps* indexés sur l'inflation à cinq ans dans cinq ans a diminué de 35 points de base environ pour s'établir à 2,3 % après le pic pluriannuel qu'il avait atteint début août, restant cependant élevé au regard des évolutions historiques. Toutefois, il convient de noter que ces mesures de la compensation de l'inflation extraites des instruments de marché ne constituent pas une évaluation directe des véritables anticipations d'inflation des intervenants de marché, car ces mesures incluent des primes de risque sur l'inflation, qui compensent les risques liés à l'inflation. Les estimations fondées sur des modèles pour les véritables anticipations d'inflation, hors primes de risque sur l'inflation, ont légèrement diminué au cours de la période sous revue et indiquent que les intervenants de marché prévoient également que l'inflation s'établira à 2 % environ à plus long terme. Du côté des consommateurs, selon l'enquête de la BCE sur les anticipations des consommateurs (*Consumer Expectations Survey*) d'octobre 2023, les anticipations

médianes pour l'inflation totale à un an sont restées inchangées, à 4,0 %. De même, les anticipations d'inflation à trois ans se sont stabilisées à 2,5 %.

Graphique 13

Mesures des anticipations d'inflation extraites des instruments de marché

(en pourcentage annuel)



Sources : Refinitiv, Bloomberg et calculs de la BCE.

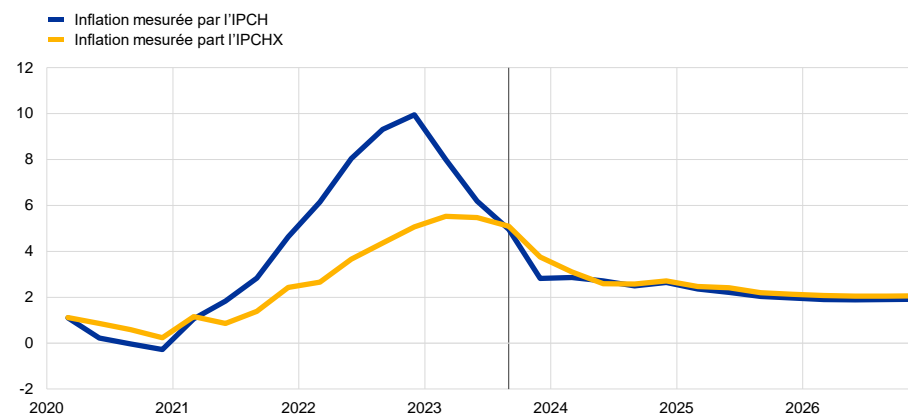
Notes : Le graphique présente les taux à terme des *swaps* indexés sur l'inflation à différents horizons pour la zone euro et les points morts d'inflation anticipés à cinq ans dans cinq ans pour les États-Unis. La ligne verticale grise indique le début de la période sous revue (14 septembre 2023). Les dernières observations se rapportent au 13 décembre 2023.

Les projections macroéconomiques de décembre 2023 établies par les services de l'Eurosystème prévoient un recul de l'inflation totale, revenant d'une moyenne de 5,4 % en 2023 à 2,7 % en 2024, 2,1 % en 2025 et 1,9 % en 2026 (graphique 14). Cette trajectoire désinflationniste vers la cible de 2 % reflète le ralentissement de la hausse des prix de l'énergie, l'impact du resserrement de la politique monétaire, la poursuite de la dissipation des tensions en amont de la chaîne des prix et des goulets d'étranglement au niveau de l'offre et le fait que les anticipations d'inflation à plus long terme demeurent ancrées. La croissance des salaires devrait se ralentir sur l'horizon de projection avec la dissipation progressive de l'impact haussier de la compensation de l'inflation. Toutefois, les coûts de main-d'œuvre sont en train de devenir le principal déterminant de l'inflation mesurée par l'IPCHX. Les bénéfiques devraient s'affaiblir au cours de l'horizon de projection et permettre d'amortir la répercussion des coûts de main-d'œuvre. Par rapport aux projections de septembre 2023, les projections pour l'inflation totale ont été revues à la baisse pour 2023 et 2024, de 0,2 et 0,5 point de pourcentage, respectivement, principalement en raison du niveau moins élevé que prévu des récents résultats et d'hypothèses plus basses pour les prix des matières premières énergétiques. Les projections relatives à l'inflation totale pour 2025 demeurent néanmoins inchangées.

Graphique 14

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

(variations annuelles en pourcentage)



Sources : Eurostat et [Projections macroéconomiques de décembre 2023 pour la zone euro établies par les services de l'Eurosystème](#).
Notes : La ligne verticale indique le début de l'horizon de projection. Les dernières observations se rapportent au troisième trimestre 2023 pour les données et au quatrième trimestre 2026 pour les projections. Les projections macroéconomiques de décembre 2023 établies par les services de l'Eurosystème ont été finalisées fin novembre et la date d'arrêt des hypothèses techniques est le 23 novembre 2023. Les données historiques et effectives relatives à l'inflation mesurée par l'IPCH et l'IPCHX sont trimestrielles.

Évolutions sur les marchés financiers

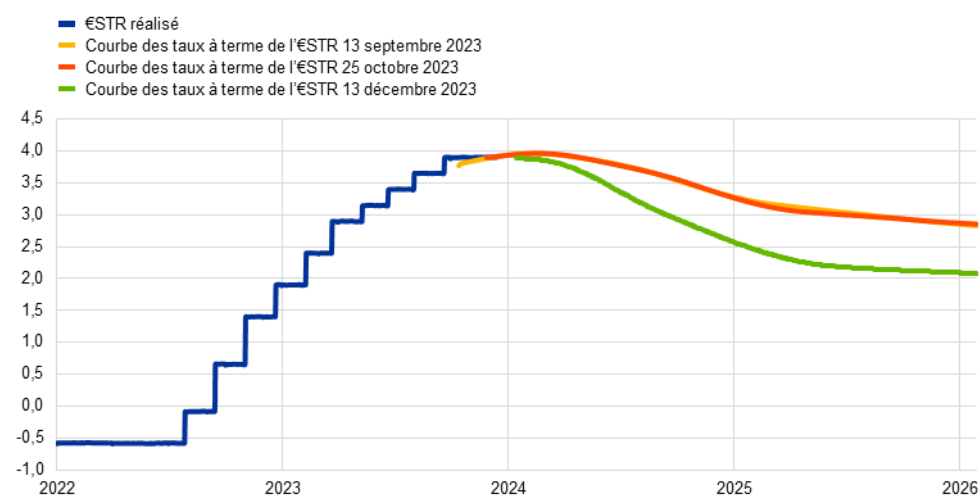
Au cours de la période allant du 14 septembre au 13 décembre 2023, les évolutions sur les marchés financiers ont été dominées par les effets de contagion provenant des fortes fluctuations des rendements des bons du Trésor américain et de chiffres de l'inflation dans la zone euro plus bas qu'anticipés. Les anticipations relatives aux taux directeurs de la zone euro pour les prochaines réunions du Conseil des gouverneurs, intégrées dans les taux sans risque à court terme, sont demeurées globalement stables entre les réunions de septembre et d'octobre. Cela indique que les intervenants de marché s'attendaient à ce que les taux directeurs aient atteint un point haut et restent inchangés pendant un certain temps. Après la réunion d'octobre, les anticipations relatives aux taux directeurs se sont nettement déplacées vers le bas, les chiffres de l'inflation plus faibles que prévu donnant lieu à des anticipations de désinflation plus rapide qu'attendu précédemment. Les taux sans risque à plus long terme ont d'abord augmenté, les hausses des taux aux États-Unis pour des échéances équivalentes s'étant répercutées sur la zone euro. Par la suite, ces évolutions se sont inversées, les taux aux États-Unis ayant reculé et les chiffres de l'inflation dans la zone euro ayant été inférieurs aux anticipations. Dans l'ensemble, les taux sans risque nominaux à long terme de la zone euro sont nettement inférieurs à leur niveau d'avant la réunion de septembre. Les rendements des obligations souveraines ont diminué parallèlement aux taux sans risques, dans des proportions à peu près similaires et assez uniformément dans l'ensemble de la zone euro. Les prix des actifs risqués ont d'abord baissé, tirés vers le bas par la hausse des taux d'actualisation. Toutefois, ils se sont plus que redressés à la suite de la baisse des taux, pour s'établir globalement à un niveau plus élevé qu'au moment de la réunion de septembre. Enfin, sur les marchés des changes, l'euro s'est légèrement déprécié en termes pondérés des échanges commerciaux.

La courbe à terme des taux des swaps au jour le jour (OIS) est demeurée globalement inchangée entre les réunions de septembre et d'octobre du Conseil des gouverneurs, mais elle s'est nettement déplacée vers le bas depuis lors (graphique 15). Le taux de référence à court terme de l'euro (€STR) s'est établi à 3,9 % en moyenne au cours de la période sous revue. Il a étroitement suivi le taux de la facilité de dépôt, que le Conseil des gouverneurs a relevé de 25 points de base (de 3,75 % à 4 %) lors de sa réunion de politique monétaire du 14 septembre 2023. L'excédent de liquidité a diminué de 79 milliards d'euros environ pour s'établir à 3 584 milliards d'euros. 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 diminution du portefeuille du programme d'achat d'actifs (APP), l'Eurosystème ne réinvestissant plus les remboursements au titre du principal des titres arrivant à échéance. Les taux à terme de l'OIS basés sur l'€STR qui couvrent les prochaines réunions du Conseil des gouverneurs sont restés stables dans l'ensemble entre les réunions de septembre et d'octobre. Cela indique que les intervenants de marché s'attendaient à ce que le cycle de relèvement des taux ait atteint un point haut avec la hausse de septembre et à ce que les taux directeurs restent à leurs niveaux actuels pendant un certain temps. Au cours de la période qui a suivi la réunion d'octobre, les taux à terme se sont nettement déplacés vers le bas, les chiffres de l'inflation plus faibles que prévu dans la zone euro,

associés à des perspectives de croissance modérée, ayant entraîné une réévaluation des perspectives d'inflation. La courbe des taux à terme du 13 décembre intégrait la première réduction complète de 25 points de base au printemps 2024, une forte probabilité d'une baisse dès la réunion de mars ainsi qu'une baisse cumulée d'environ 140 points de base courant 2024.

Graphique 15 Taux à terme de l'€STR

(en pourcentage annuel)



Sources : Thomson Reuters et calculs de la BCE.

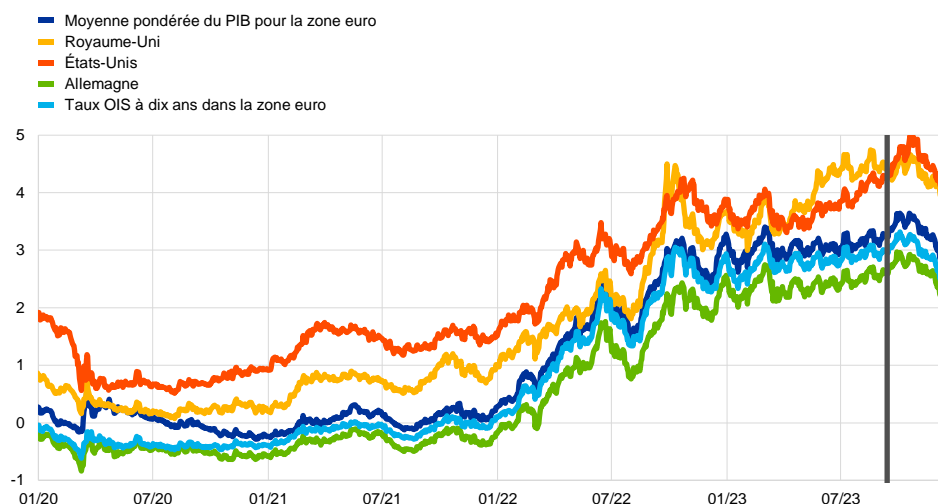
Note : La courbe des taux à terme est estimée à l'aide des taux OIS (€STR) au comptant.

Les taux d'intérêt sans risque à long terme de la zone euro ont sensiblement fluctué, reflétant largement les évolutions des rendements à long terme des bons du Trésor américain, et sont au final nettement inférieurs à leurs niveaux d'avant la réunion de septembre (graphique 16). Au début de la période sous revue, les taux sans risque à long terme ont fortement augmenté : mi-octobre, le taux des OIS à dix ans de la zone euro était supérieur d'environ 30 points de base à son niveau de la veille de la réunion de septembre. Cette augmentation semble s'expliquer principalement par des effets de contagion en provenance des États-Unis, où la hausse des taux à long terme a été plus forte que dans la zone euro. Par la suite, la hausse des taux sans risque à long terme de la zone euro s'est largement inversée, car les rendements des bons du Trésor américain qui se situaient à un pic ont diminué, les chiffres de l'inflation dans la zone euro ont surpris à la baisse et les perspectives économiques se sont détériorées. Le taux des OIS à dix ans de la zone euro s'est finalement établi environ 50 points de base environ au-dessous de son niveau de mi-septembre, aux alentours de 2,4 %. Le rendement des bons du Trésor américain à dix ans a diminué d'environ 25 points de base, à 4,0 %, après avoir augmenté de plus de 70 points de base au début de la période sous revue, tandis que son équivalent britannique a baissé d'environ 45 points de base pour s'établir à 3,8 % environ.

Graphique 16

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

(en pourcentage annuel)



Sources : Refinitiv et calculs de la BCE.

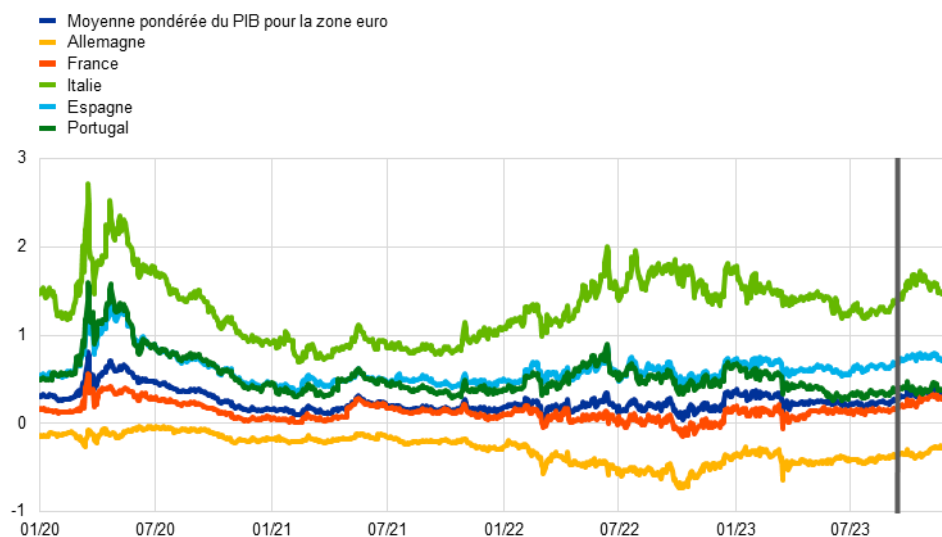
Notes : La ligne verticale grise indique le début de la période sous revue (14 septembre 2023). Les dernières observations se rapportent au 13 décembre 2023.

Les rendements des obligations souveraines de la zone euro ont diminué pratiquement en phase et de la même ampleur que les taux sans risque et, de sorte que les écarts de rendement des obligations souveraines n'ont pratiquement pas changé (graphique 17). Le rendement pondéré du PIB des obligations souveraines à dix ans dans la zone euro s'est établi à 2,8 % environ, soit un niveau inférieur d'environ 40 points de base. Au cours de la période sous revue, l'écart de rendement moyen pondéré par le PIB des obligations souveraines de la zone euro par rapport au taux OIS basé sur l'€STR n'a que légèrement augmenté. Les écarts de rendement des obligations souveraines de la majorité des juridictions de la zone euro ont évolué de manière comparable. L'écart de rendement des obligations souveraines grecques, qui a diminué de 10 points de base quand la note de crédit de la Grèce a été portée à « bien noté » (*investment grade*), constitue une exception. Après avoir augmenté au début de la période sous revue, l'écart de rendement des obligations souveraines italiennes a ensuite effacé l'essentiel de la hausse, quand les agences de notation ont confirmé leurs notes pour l'Italie.

Graphique 17

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

(en point de pourcentage)



Sources : Refinitiv et calculs de la BCE.

Notes : La ligne verticale grise indique le début de la période sous revue (14 septembre 2023). Les dernières observations se rapportent au 13 décembre 2023.

Les écarts de rendement des obligations d'entreprises sont restés globalement inchangés au cours de la période sous revue, dans un contexte de sentiment positif à l'égard du risque. Les écarts de rendement des obligations d'entreprises à haut rendement ont suivi les mouvements des taux d'intérêt à long terme, augmentant significativement durant la première moitié de la période sous revue et diminuant par la suite. En revanche, les écarts de rendement des obligations d'entreprises bien notées n'ont que modérément fluctué au cours de la période. Ces évolutions sont cohérentes avec le fait que la valorisation du risque de crédit pour les entreprises moins bien notées est plus sensible aux variations des taux d'intérêt. Toutefois, dans une perspective de plus long terme, à savoir depuis le début de la normalisation de la politique monétaire en décembre 2021, les écarts de rendement des obligations d'entreprises n'ont que légèrement augmenté. La résilience du secteur des entreprises de la zone euro a contribué à contenir les coûts de financement par obligations.

Les cours des actions de la zone euro ont augmenté au cours de la période sous revue, un rebond persistant en novembre ayant plus que compensé les pertes accumulées plus tôt (graphique 18). Sur l'ensemble de la période sous revue, les indices boursiers de la zone euro ont augmenté de 4,3 %. Depuis novembre, ils ont effacé les pertes accumulées jusqu'à la fin du mois d'octobre. Le sentiment de marché a d'abord été atone, les taux à long terme et l'incertitude géopolitique ayant pesé sur les performances des actions, mais il s'est ensuite redressé avec la diminution de la prime de risque sur actions et la baisse des taux d'intérêt. Le secteur bancaire a enregistré de meilleures performances, en hausse de 6,0 %, sa valorisation boursière continuant de bénéficier de la distribution des

profits aux actionnaires. En revanche, les prix des actions des sociétés non financières (SNF) n'ont augmenté que de 2,6 %, même s'ils affichent une très forte hétérogénéité sectorielle. Les secteurs sensibles aux taux d'intérêt, tels que la technologie et l'immobilier, ont enregistré certaines des plus fortes variations de prix au cours de la période sous revue. Les performances des actions aux États-Unis ont suivi une trajectoire similaire, l'indice général ayant augmenté de 4,5 % et le secteur bancaire affichant de meilleures performances que les sociétés non financières.

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

(indice : 1^{er} janvier 2020 = 100)



Sources : Refinitiv et calculs de la BCE.

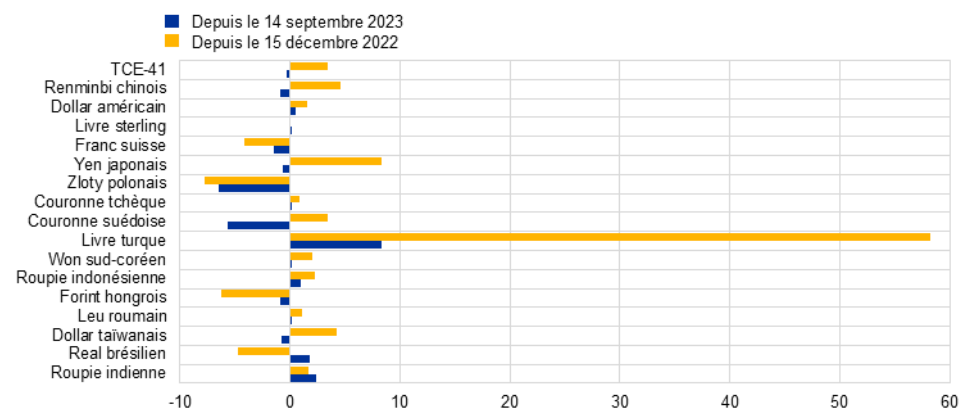
Notes : La ligne verticale grise indique le début de la période sous revue (14 septembre 2023). Les dernières observations se rapportent au 13 décembre 2023.

Sur les marchés des changes, l'euro s'est légèrement déprécié en termes pondérés des échanges commerciaux (cf. 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 déprécié de 0,3 %. La dépréciation modérée de l'euro masque certaines fluctuations sur la période reflétant des évolutions des anticipations des intervenants de marché relatives aux taux directeurs, en particulier aux États-Unis. S'agissant des évolutions des taux de change bilatéraux vis-à-vis des devises des principaux partenaires commerciaux, l'euro s'est affaibli vis-à-vis du renminbi chinois (de 0,9 %), du franc suisse (de 1,4 %) et des devises de certains États membres de l'UE n'appartenant pas à la zone euro (de 6,5 % vis-à-vis du zloty polonais et de 5,6 % vis-à-vis de la couronne suédoise). En revanche, l'euro s'est apprécié vis-à-vis de la roupie indienne (de 2,3 %), de la livre turque (de 8,4 %) et du dollar américain (de 0,5 %). Cette dernière appréciation a reflété la dissipation des anticipations relatives au maintien des taux directeurs de la Réserve fédérale pendant une période prolongée. En outre, les chiffres de l'IPC pour les États-Unis plus faibles que prévu mi-novembre ont apporté un soutien supplémentaire à l'euro, même s'ils ont été en partie compensés par les chiffres de l'IPCH pour la zone euro, qui sont également restés inférieurs aux anticipations.

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 13 décembre 2023.

5 Conditions de financement et évolutions du crédit

La transmission du resserrement de la politique monétaire de la BCE aux conditions de financement au sens large est restée forte. En octobre 2023, les coûts de financement des banques et les taux débiteurs bancaires ont continué d'augmenter, atteignant leur plus haut niveau depuis près de 15 ans, pour les entreprises comme pour les ménages. Au cours du même mois, le coût total du financement des sociétés non financières (SNF) s'est également inscrit en hausse. Entre le 14 septembre et le 13 décembre 2023, le coût pour les SNF du financement tant par endettement de marché que par émission d'actions a fortement diminué. La dernière enquête sur l'accès des entreprises au financement (Survey on the Access to Finance of Enterprises, SAFE) qui couvre la période comprise entre avril et septembre 2023, fait état d'un resserrement généralisé des conditions de financement des entreprises. Les prêts bancaires aux entreprises et aux ménages sont restés faibles en octobre, reflétant la hausse des taux débiteurs, le fléchissement de la demande de prêts et le durcissement des critères d'octroi. La croissance de la monnaie a continué de se contracter, avec des taux annuels proches des points bas historiques, en raison du niveau élevé des coûts d'opportunité, de l'atonie de la croissance du crédit et de la réduction du bilan de l'Eurosystème.

Les coûts de financement des banques de la zone euro ont continué d'augmenter en octobre 2023, sous l'effet de nouvelles hausses des taux appliqués aux dépôts. Le coût composite du financement par endettement des banques de la zone euro a augmenté en octobre, atteignant son plus haut niveau depuis plus de dix ans et affichant davantage d'hétérogénéité entre les pays (graphique 20, partie a). Tandis que les rendements des obligations bancaires ont commencé à baisser en novembre, reflétant l'évolution de la courbe des rendements (graphique 20, partie b), les taux des dépôts ont continué de s'inscrire en hausse régulière, avec quelques variations selon les instruments et secteurs. L'accroissement de l'écart déjà large entre les taux des dépôts à terme et des dépôts à vue a conduit les déposants à transférer d'importants volumes de leurs dépôts à vue vers des dépôts à terme et d'autres instruments offrant une rémunération plus élevée. Les taux proposés aux entreprises pour la détention de dépôts à terme sont proches du taux de la facilité de dépôt de la BCE et restent supérieurs à ceux proposés aux ménages. De plus, la transmission des taux directeurs aux taux des dépôts a continué de varier significativement selon les banques, reflétant principalement des différences liées à la concurrence, à la durée des actifs et des passifs des banques et aux dispositions réglementaires.

La suppression progressive en cours des opérations de refinancement à plus long terme ciblées (TLTRO) a contribué à une réduction de l'excédent de liquidité dans un environnement de liquidité toujours abondante à l'échelle du système. À la suite du règlement du 20 décembre 2023, l'encours total des fonds au titre de la troisième série de TLTRO (TLTRO III) a diminué de 1 721 milliards d'euros, revenant à 392 milliards. Ce chiffre est inférieur de 81 % à l'encours précédant le recalibrage de la rémunération des TLTRO III opéré en octobre 2022

(2 113 milliards) ⁸. Pour compenser la diminution de la liquidité mise à disposition par la BCE, les banques ont accru leurs émissions de titres de créance et d'instruments du marché monétaire et se sont livrés à une concurrence plus active pour attirer les dépôts en augmentant la rémunération de ces instruments. Les épargnants ont réaffecté leurs dépôts des banques offrant une rémunération moins attrayante vers celles ayant plus rapidement augmenté les taux appliqués aux dépôts. Les émissions d'obligations bancaires, qui sont plus onéreuses pour les banques que les dépôts, ont augmenté en volume depuis septembre 2022, dans un contexte de réduction progressive des TLTRO et de diminution des dépôts à vue.

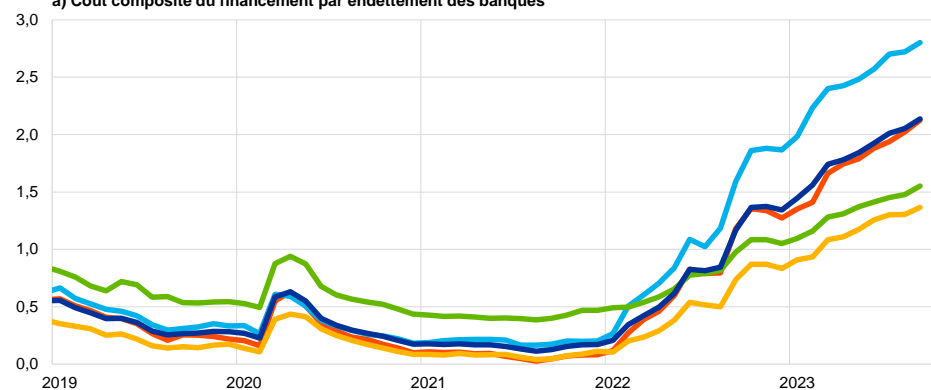
Graphique 20

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

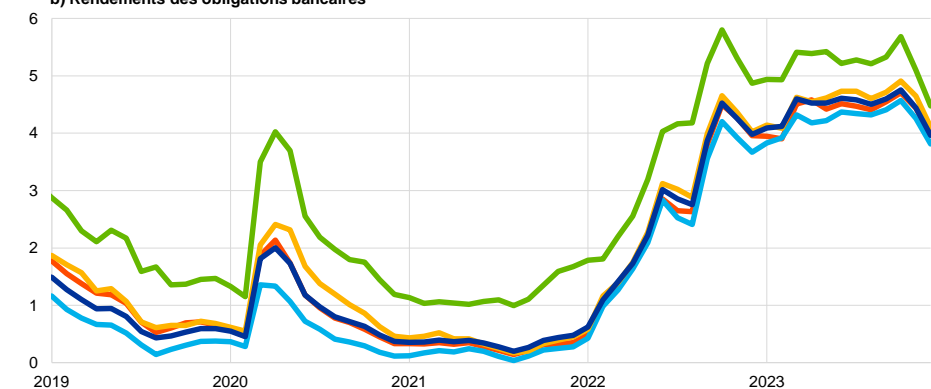
(pourcentages annuels)

■ 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. Les dernières observations se rapportent à octobre 2023 pour le coût composite de financement par endettement des banques et au 13 décembre 2023 pour les rendements des obligations bancaires.

⁸ Cf. le communiqué de presse de la BCE « [La BCE recalibre les opérations de prêt ciblées afin de rétablir la stabilité des prix à moyen terme](#) », 27 octobre 2022.

Les bilans des banques ont été globalement solides, malgré un environnement économique faible.

Au premier semestre 2023, les banques ont continué d'accroître leur capitalisation et maintenu les ratios de fonds propres bien au-dessus des exigences de fonds propres de base de catégorie 1 (*Common Equity Tier 1*, CET1). Un système bancaire bien capitalisé est essentiel pour garantir la fourniture durable de crédit à l'économie réelle dans des conditions adéquates. Malgré la hausse des coûts de financement des banques, la baisse des volumes de prêts et la détérioration de la qualité des actifs, la rentabilité des banques a bénéficié de l'augmentation des marges nettes d'intérêts, dans un contexte d'hétérogénéité importante entre les pays. La hausse du revenu net d'intérêts a été particulièrement évidente pour les banques situées dans les pays où prédominent les prêts à taux variables et où l'augmentation des coûts de financement des banques a été moins élevée. Les prêts non performants des banques sont restés à de bas niveaux au deuxième trimestre 2023, mais les taux de défaut sur les expositions tant sur les entreprises que sur la clientèle de détail ont déjà commencé à augmenter, indiquant de nouvelles hausses des prêts non performants. Les banques pourraient être confrontées au risque d'une augmentation des coûts de provisionnement si les risques pesant sur les secteurs non financiers se matérialisaient en raison de conditions économiques plus faibles que prévu.

En octobre 2023, les taux des prêts accordés aux entreprises et aux ménages ont encore augmenté, reflétant la hausse des taux directeurs de la BCE et le durcissement des critères d'octroi.

Entre début juillet 2022 et septembre 2023, les taux directeurs de la BCE ont augmenté fortement et rapidement, de 450 points de base au total. Cela a entraîné une forte hausse des taux débiteurs pour les entreprises comme pour les ménages dans les différents pays de la zone euro (graphique 21). Les taux appliqués par les banques aux nouveaux prêts consentis aux SNF et aux ménages ont atteint leur plus haut niveau en près de 15 ans, dans un contexte de diminution de l'octroi de nouveaux prêts et de durcissement des critères d'octroi. Depuis mai 2022, c'est-à-dire avant l'annonce par la BCE du premier relèvement de taux dans le cadre du cycle de resserrement en cours, les taux d'intérêt des prêts accordés aux entreprises et aux ménages pour l'achat d'un logement ont augmenté d'environ 350 points de base et 210 points de base, respectivement. En octobre 2023, les taux débiteurs appliqués aux entreprises sont ressortis à 5,27 %, après 5,09 % en septembre. Cette hausse a été généralisée sur l'ensemble des périodes de fixation des taux, la plus forte augmentation ayant été enregistrée pour les périodes de fixation comprises entre un et cinq ans. Les taux appliqués par les banques aux nouveaux prêts à la consommation accordés aux ménages sont restés globalement inchangés, à 7,90 % en octobre. Les taux d'intérêt appliqués aux nouveaux prêts dans la catégorie « autres prêts aux ménages », qui inclut les entrepreneurs individuels, sont ressortis à 5,55 % en octobre, après 5,38 % en septembre. Les taux d'intérêt appliqués aux nouveaux prêts au logement consentis aux ménages n'ont que légèrement augmenté, s'établissant à 3,91 % en octobre, après 3,89 % en septembre. Ce taux de croissance moins rapide reflète la phase avancée du cycle de resserrement et la hausse des volumes de prêts renégociés qui ont tiré vers le bas les taux sur les nouveaux prêts dans certains

pays de la zone euro ⁹. Il a également été plus élevé pour les prêts hypothécaires à taux variable que pour ceux à taux fixe, dans un contexte d'hétérogénéité entre pays. D'après les résultats de l'[enquête de la BCE sur les anticipations des consommateurs](#) pour octobre 2023, les consommateurs prévoient une stabilisation des taux hypothécaires légèrement au-dessus des niveaux actuels au cours des douze prochains mois. Pour un pourcentage net important de participants à l'enquête, les critères d'octroi sont restrictifs et il devrait devenir plus difficile d'obtenir un prêt au logement au cours de cette même période. La dispersion entre pays des taux débiteurs est restée faible tant pour les entreprises que pour les ménages (graphique 21, parties a et b).

⁹ L'objectif de la négociation des prêts est de permettre à l'emprunteur de faire face plus facilement aux paiements futurs et de garantir que le prêteur sera remboursé *in fine*.

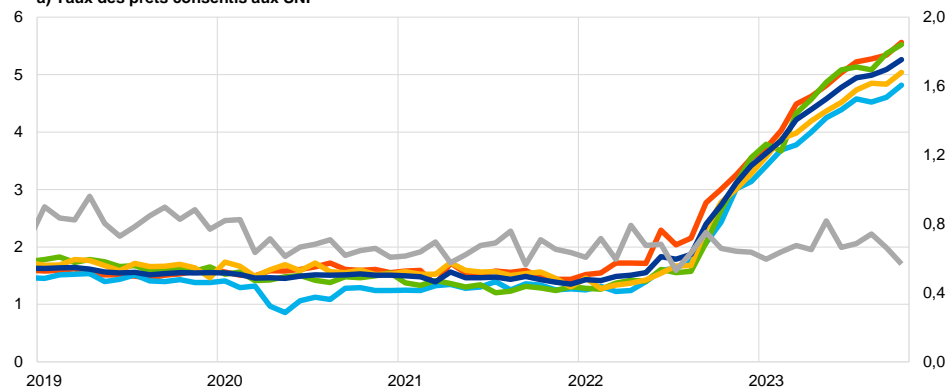
Graphique 21

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

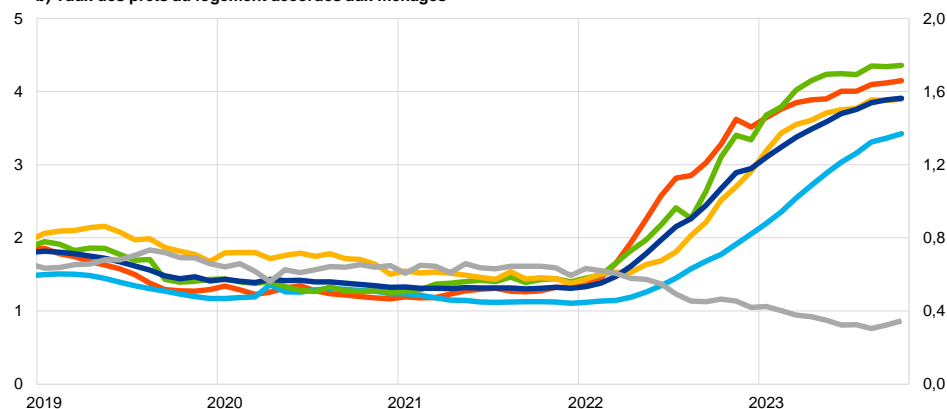
(pourcentages annuels ; écart type)

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

a) Taux des prêts consentis aux SNF



b) Taux des prêts au logement accordés aux ménages



Source : BCE.

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

Entre le 14 septembre et le 13 décembre 2023, le coût pour les SNF du financement de marché et du financement par émission d'actions a fortement diminué.

En octobre, le coût total de financement des SNF, c'est-à-dire le coût composite de l'emprunt bancaire, de l'endettement de marché et des fonds propres, a atteint un sommet pluriannuel, à des niveaux observés pour la dernière fois au second semestre 2010, avec une hausse de 11 points de base par rapport au mois précédent pour ressortir à 6,54 % (graphique 22)¹⁰. Cette hausse résulte principalement d'une augmentation du coût des emprunts à court et à long terme auprès des banques. Toutefois, sur l'ensemble de la période sous revue, du 14 septembre au 13 décembre 2023, le coût des fonds propres et du financement

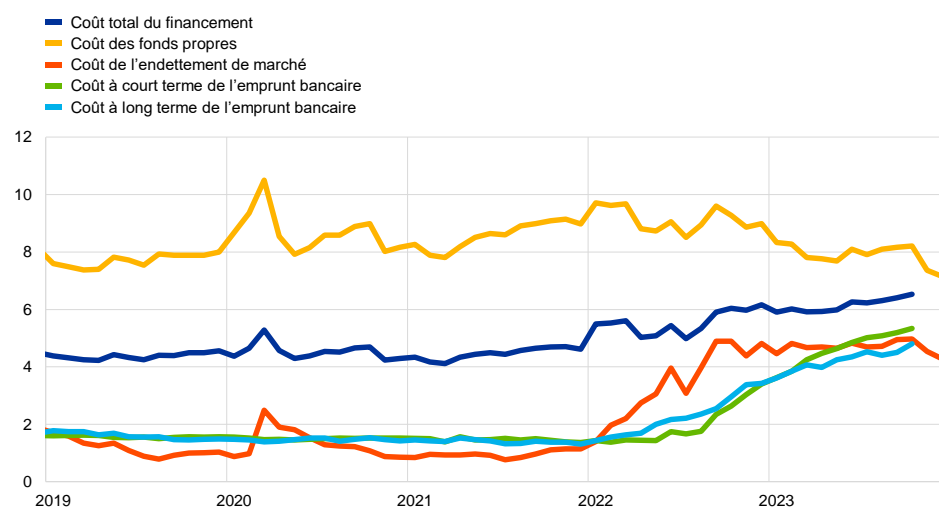
¹⁰ En raison de décalages dans la disponibilité des données relatives au coût de l'emprunt auprès des banques, les données relatives au coût total du financement des SNF ne sont disponibles que jusqu'à octobre 2023.

de marché a reculé. La baisse du coût des fonds propres a résulté du fléchissement de la prime de risque sur actions et du taux sans risque à long terme (approximé par le taux des *swaps* au jour le jour à dix ans). La baisse du coût du financement de marché s'est révélée presque identique au recul du taux sans risque étant donné que les écarts de rendement sur les obligations émises par les sociétés non financières sont demeurés pratiquement inchangés (cf. section 4).

Graphique 22

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

(pourcentages annuels)



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

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

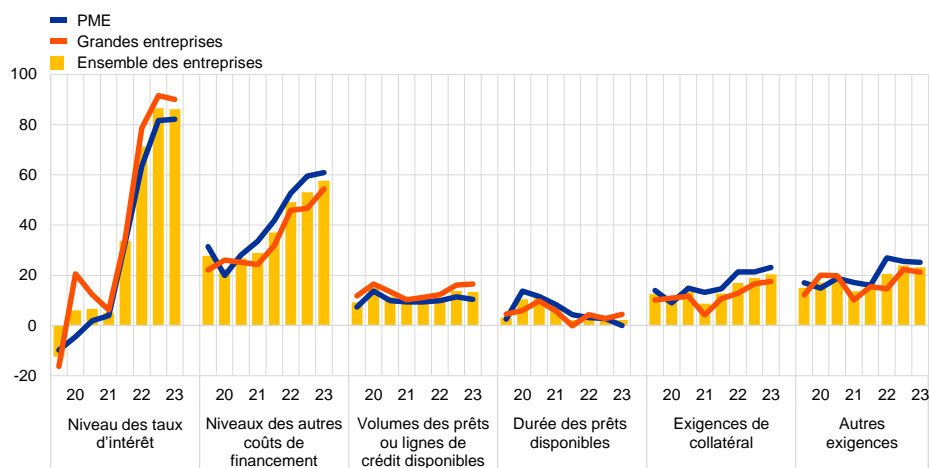
Les entreprises ont continué de faire état d'une hausse généralisée des taux d'intérêt bancaires et des autres coûts de financement bancaire entre avril et septembre 2023 dans l'enquête sur l'accès des entreprises au financement.

En pourcentages nets, 86 % des entreprises ont fait état d'une hausse des taux d'intérêt bancaires lors de la dernière campagne d'enquête, contre 87 % lors de la campagne précédente (graphique 23). Dans le même temps, un pourcentage net historiquement élevé de 58 % (après 53 %) des entreprises ont signalé une hausse des autres coûts de financement (à savoir les charges, frais et commissions). Une hausse des taux d'intérêt bancaires a été rapportée plus largement par les grandes entreprises, tandis qu'une augmentation des autres coûts relatifs aux prêts bancaires a été plus souvent signalée par les petites et moyennes entreprises (PME). En données nettes, les entreprises ont également fait état d'exigences de collatéral plus strictes. En dépit du resserrement des conditions de financement, peu d'entreprises ont fait état d'obstacles pour obtenir un prêt bancaire.

Graphique 23

Évolution des modalités et conditions du financement bancaire pour les entreprises de la zone euro

(pourcentages nets de participants)



Source : Enquête de la BCE sur l'accès des entreprises au financement (enquête SAFE).

Notes : « PME » signifie « petites et moyennes entreprises ». Les données se fondent sur les entreprises ayant fait une demande de prêt bancaire (y compris les prêts bancaires subventionnés), de ligne de crédit, ou de découvert bancaire ou de carte de crédit. Les pourcentages nets correspondent à la différence entre le pourcentage des entreprises déclarant qu'un facteur donné a augmenté et le pourcentage de celles faisant état d'une diminution. Les chiffres se rapportent aux campagnes 22 à 29 de l'enquête (octobre 2019-mars 2020 à avril 2023-septembre 2023).

Les entreprises ont également fait état d'un nouvel élargissement modéré de leur écart de financement et prévoient une détérioration de la disponibilité de la plupart des sources de financement externe à l'avenir.

Dans la zone euro, l'écart de financement externe, c'est-à-dire la différence entre la variation des besoins de financement externe et la variation de sa disponibilité sur l'ensemble des instruments financiers, s'est élevée à 8 % (après 6 % lors de la précédente campagne d'enquête). S'agissant de l'écart de financement, davantage de grandes entreprises que de PME ont fait état d'une hausse, en raison d'une augmentation des besoins de financement pour la plupart des instruments. À plus long terme, les entreprises sont légèrement plus pessimistes concernant la disponibilité du financement externe au cours des six prochains mois. Reflétant le durcissement en cours des conditions d'octroi des prêts bancaires, un pourcentage net de 18 % des entreprises prévoit une nouvelle détérioration de l'accès aux prêts bancaires au cours des six prochains mois, tandis que les chiffres correspondants pour les lignes de crédit et les titres de créance s'élèvent à 15 % et 17 %, respectivement. Davantage de PME que de grandes entreprises, prévoient une détérioration de l'accès aux prêts bancaires et aux lignes de crédit. En revanche, la part des entreprises qui s'attendent à une détérioration de la disponibilité des titres de créance s'est révélée plus élevée pour les grandes entreprises que pour les PME.

La variation annuelle des prêts consentis aux SNF est devenue négative en octobre 2023.

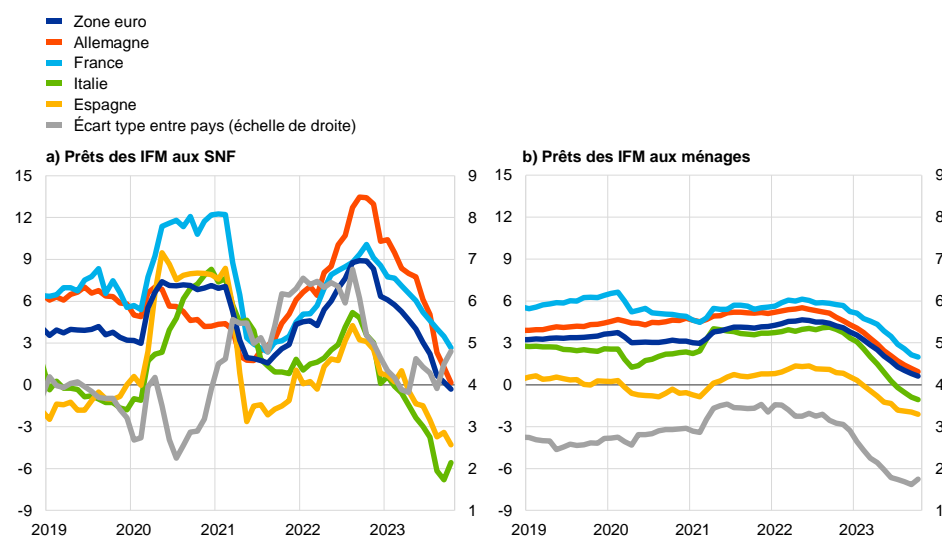
Ce taux de variation est revenu à -0,3 % en octobre, contre 0,2 % en septembre (graphique 24, partie a), dans un contexte de forte hétérogénéité selon les pays et les échéances. Ce ralentissement reflète la forte diminution de la demande de prêts, en partie due à une hausse des taux d'emprunt et aux réductions associées des projets de dépense, et la baisse de l'offre de prêts, comme le suggère

le nouveau durcissement des critères d'octroi au troisième trimestre 2023. La dynamique à court terme est restée modérée, comme l'indiquent les flux mensuels qui ont été négatifs, en moyenne, sur la période de trois mois s'achevant en octobre. Le taux de croissance annuel des prêts aux ménages est revenu à 0,6 % en octobre, contre 0,8 % en septembre (graphique 24, partie b), dans le contexte de perspectives négatives sur le marché de l'immobilier résidentiel, d'un nouveau durcissement des critères d'octroi et d'une hausse des taux débiteurs. La baisse a principalement résulté des prêts au logement et des prêts aux entrepreneurs individuels (c'est-à-dire les petites sociétés de personnes), tandis que les prêts à la consommation ont continué de mieux résister, malgré un durcissement des critères d'octroi et un recul de la confiance des consommateurs. La dynamique à court terme ne montre pratiquement aucune nouvelle capacité nette de financement au cours des trois derniers mois.

Graphique 24

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

(variations annuelles en pourcentage ; écart type)



Source : BCE.

Notes : Les prêts des institutions financières monétaires (IFM) sont corrigés des cessions de prêts et de la titrisation ; dans le cas des sociétés non financières (SNF), les prêts sont également corrigés de la centralisation de trésorerie (*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 octobre 2023.

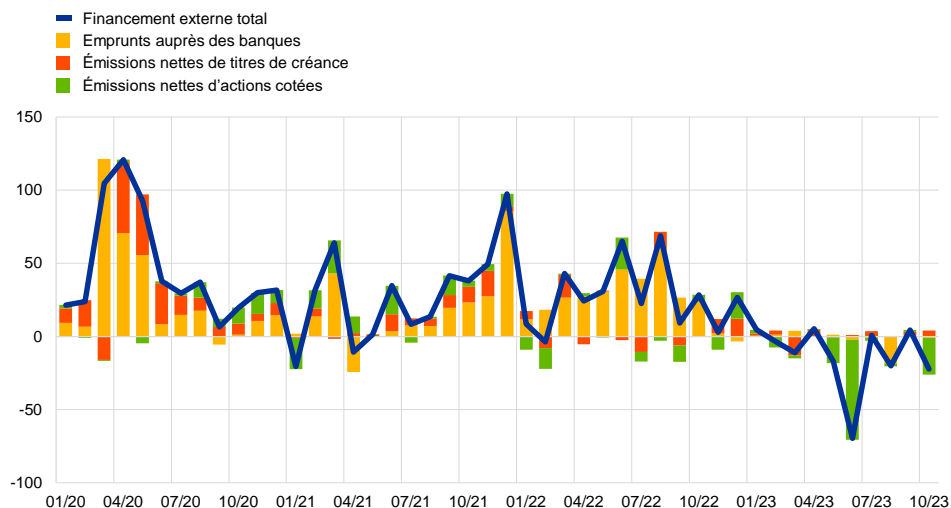
La croissance du financement externe net des entreprises de la zone euro a été faible au troisième trimestre 2023 et en octobre, reflétant les bas niveaux du financement par endettement.

Le taux de variation annuel du financement externe net est revenu de 0,5 % en juin 2023 à -0,7 % en octobre (graphique 25). Contrairement aux précédentes périodes de faible dynamique des prêts, les émissions d'obligations d'entreprises n'ont pas compensé la baisse des prêts bancaires. Les émissions d'actions cotées se sont révélées globalement atones, les entreprises procédant également à des rachats d'actions pour doper les rendements des actionnaires.

Graphique 25

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

(flux mensuels ; en milliards d'euros)



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

Notes : Le financement externe net 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 octobre 2023.

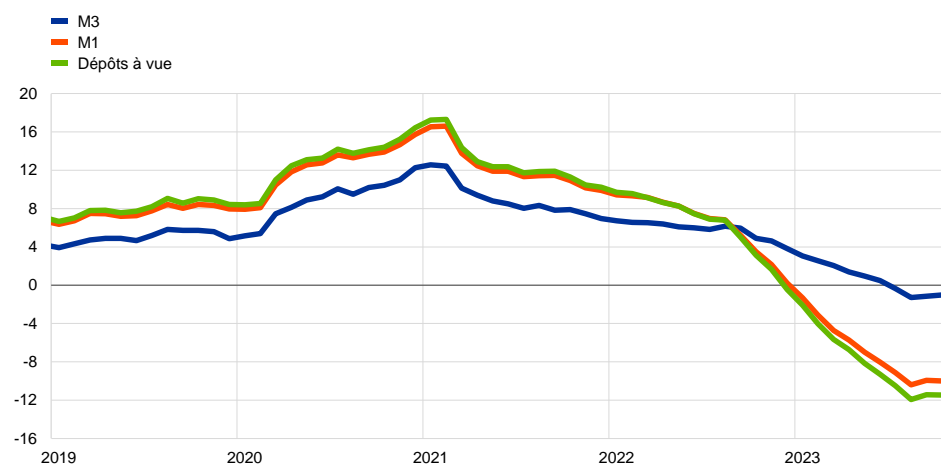
La réallocation des dépôts à vue vers les dépôts à terme s'est intensifiée en

octobre. Le taux de variation annuel des dépôts à vue a continué d'afficher une contraction supérieure à 10 % ; en octobre, revenant à – 11,5 %, contre – 11,4 % en septembre (graphique 26). La hausse des taux d'intérêt s'est traduite par un écart de rendement large et en hausse entre les dépôts à terme et les dépôts à vue dans la mesure où, les taux d'intérêt sur les dépôts à vue se sont ajustés aux modifications de taux directeurs plus lentement que ceux appliqués aux dépôts à terme, en ligne avec les cycles de resserrement précédents. Cela a accru le coût d'opportunité de la détention d'actifs liquides et détermine la réallocation en cours des fonds, des dépôts à vue vers les dépôts à terme. Pour les ménages, en octobre a eu lieu le déplacement mensuel vers les dépôts à terme au détriment des dépôts à vue le plus important depuis le début du cycle de resserrement. Les entreprises sont passées d'un instrument à l'autre à un rythme plus rapide, comme cela a été le cas au premier semestre 2023.

Graphique 26

M3, M1 et dépôts à vue

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



Source : BCE.

Note: Les dernières observations se rapportent à octobre 2023.

En octobre 2023, la croissance de la monnaie a continué de se contracter, avec des taux annuels proches des récents points bas historiques, sous l'effet du niveau élevé des coûts d'opportunité, de la croissance modérée du crédit et de la réduction du bilan de l'Eurosystème. La variation annuelle de l'agrégat large (M3) dans la zone euro s'est établie à - 1,0 % en octobre, après - 1,2 % en septembre (graphique 26). La variation annuelle de l'agrégat monétaire étroit (M1) a enregistré une contraction supérieure à 10 %, la dynamique monétaire globalement restrictive étant renforcée par des arbitrages de portefeuille. En octobre, la variation annuelle de M1 s'est établie à - 10,0 %, en légère baisse après - 9,9 % en septembre. Comme au cours des mois précédents, la réduction du bilan de l'Eurosystème et les achats d'obligations bancaires par les détenteurs de monnaie ont continué d'exercer un effet de contraction sur la dynamique monétaire. De plus, les remboursements au titre des TLTRO et le coût d'opportunité plus élevé pour les déposants de la détention d'actifs liquides conduisent les banques à émettre des obligations assorties d'échéances plus longues, non incluses dans M3. Dans le même temps, la dynamique monétaire a été soutenue de façon croissante par les achats d'obligations d'État par les banques et les investisseurs étrangers, injectant ainsi de l'argent frais dans le système, et par une hausse de l'excédent du compte des transactions courantes qui a conduit à une augmentation des entrées monétaires en provenance du reste du monde.

6 Évolutions budgétaires

D'après les projections macroéconomiques de décembre 2023 établies par les services de l'Eurosystème, le solde budgétaire total des administrations publiques de la zone euro se serait légèrement amélioré en 2023 mais se dégraderait quelque peu en 2024. Cette évolution serait suivie de nouvelles améliorations seulement marginales en 2025 et en 2026. L'orientation de la politique budgétaire de la zone euro se serait resserrée modérément en 2023 et devrait se durcir plus significativement en 2024, ce qui reflète largement ces évolutions. Au cours des deux années suivantes, seul un très modeste resserrement supplémentaire est attendu. Le ratio dette/PIB de la zone euro ne se replierait que marginalement sur l'horizon de projection, revenant de quelque 89 % en 2023 à environ 88 % en 2026, soit un ralentissement du déclin observé depuis le pic de la pandémie. Alors que la crise énergétique s'estompe, les pouvoirs publics devraient continuer de retirer les mesures de soutien correspondantes. Cela est essentiel pour éviter d'accentuer les pressions inflationnistes à moyen terme, qui exigeraient, sinon, une politique monétaire encore plus stricte. Les politiques budgétaires doivent être conçues de manière à rendre l'économie de la zone euro plus productive et à réduire progressivement les niveaux élevés de dette publique. Il est important que les États membres s'accordent rapidement sur la réforme du cadre de gouvernance économique de l'UE.

D'après les projections macroéconomiques de décembre 2023 établies par les services de l'Eurosystème, le solde budgétaire des administrations publiques de la zone euro se raffermira lentement sur l'ensemble de l'horizon de projection ¹¹. Selon les prévisions, le déficit budgétaire des administrations publiques de la zone euro serait retombé à 3,1 % du PIB en 2023 et continuera de se résorber, pour s'établir à 2,8 % du PIB en 2024, 2,7 % en 2025 et 2,6 % en 2026 (graphique 27). Cette trajectoire s'expliquerait principalement par des soldes primaires corrigés du cycle moins négatifs, tandis que la composante conjoncturelle devrait demeurer relativement stable sur l'horizon de projection. Les paiements d'intérêts augmenteraient légèrement durant cette période, mais la hausse serait modérée par rapport à celle des taux d'intérêt du marché, les répercussions se faisant ressentir de façon progressive en raison des longues échéances résiduelles de la dette souveraine, pour lesquelles la moyenne de la zone euro est actuellement juste inférieure à 8 ans (contre 6,5 ans en 2015). La baisse du déficit primaire corrigé du cycle, qui se concentre en 2023 et en 2024, est 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. D'après les estimations actuelles, ces mesures ont atteint 1,3 % du PIB en 2023 dans la zone euro et chuteraient à 0,4 % en 2024, puis à quelque 0,1 % en 2025 et en 2026. Cette amélioration du solde primaire corrigé du cycle est également influencée par la récente décision de la Cour constitutionnelle fédérale allemande concernant l'utilisation des crédits d'urgence et par ses effets sur le

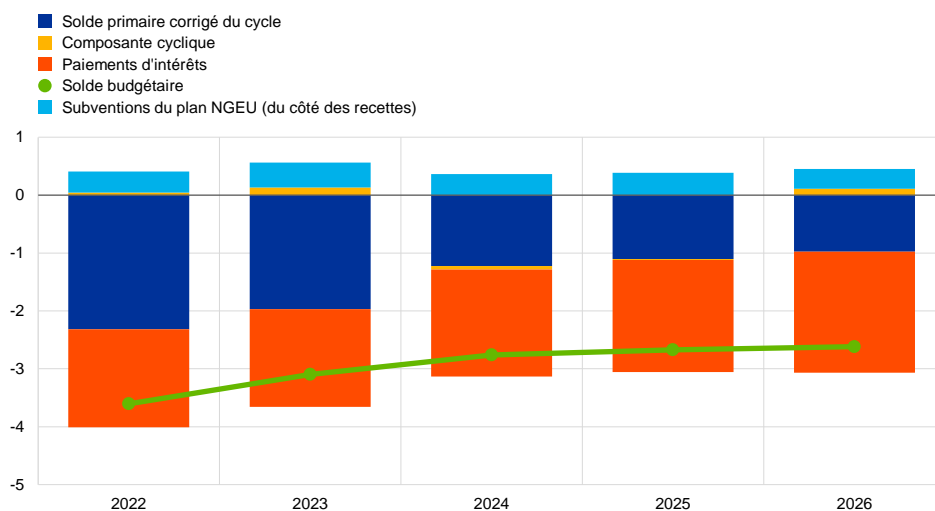
¹¹ Cf. les « [Projections macroéconomiques pour la zone euro établies par les services de l'Eurosystème, décembre 2023](#) », publiées sur le site internet de la BCE le 14 décembre 2023.

« frein à l'endettement ». Ceux-ci demeurent toutefois incertains, étant donné que le budget fédéral allemand pour 2024 n'a pas encore été finalisé.

Graphique 27

Solde budgétaire et ses composantes

(en pourcentage du PIB)



Sources : Calculs de la BCE et projections macroéconomiques pour la zone euro établies par les services de l'Eurosystème, décembre 2023.

Notes : Le solde primaire corrigé du cycle fait l'objet d'un ajustement pour les subventions liées au plan *Next Generation EU* (NGEU) du côté des recettes. Les données se rapportent au secteur agrégé des administrations publiques de l'ensemble des 20 États membres de la zone euro (y compris la Croatie).

Par rapport aux projections macroéconomiques de septembre 2023 établies par les services de la BCE, le solde budgétaire augmenterait légèrement en 2023 (+0,1 point de pourcentage), resterait stable en 2024 et progresserait quelque peu en 2025 (+0,3 point de pourcentage). Ces ajustements trouvent leur origine dans une révision à la hausse de la composante conjoncturelle sur l'ensemble de l'horizon de projection (+0,4 point de pourcentage par an), laquelle est presque entièrement compensée en 2023 et en 2024 par un solde primaire corrigé du cycle plus défavorable. En 2025, la révision à la hausse de la composante conjoncturelle ne serait toutefois compensée que dans une moindre mesure. La contribution des charges d'intérêts, quant à elle, restera stable sur l'horizon de projection.

L'orientation budgétaire de la zone euro devrait quelque peu se resserrer sur l'horizon de projection, en particulier en 2024¹². La variation annuelle du solde primaire corrigé du cycle, corrigée des subventions accordées aux pays dans le cadre du programme NGEU, révèle 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

¹² 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 au titre du plan NGEU provenant du budget de l'UE n'ont pas pour effet de comprimer la demande, le solde primaire corrigé du cycle est ajusté dans ce contexte afin d'exclure lesdites recettes. Pour plus de détails concernant l'orientation budgétaire de la zone euro, cf. l'article intitulé « *L'orientation budgétaire de la zone euro* », *Bulletin économique*, n° 4, BCE, 2016.

étant progressivement retirées. Néanmoins, compte tenu des mesures prises dans le passé, y compris celles adoptées en réponse à l'apparition de la pandémie en 2020 et, plus récemment, celles destinées à faire face au choc énergétique et d'inflation, le soutien budgétaire dans la zone euro devrait rester largement accommodant sur l'ensemble de l'horizon de projection. Le modeste durcissement de l'orientation budgétaire prévu en 2025 et en 2026 n'altère guère cette évaluation globale.

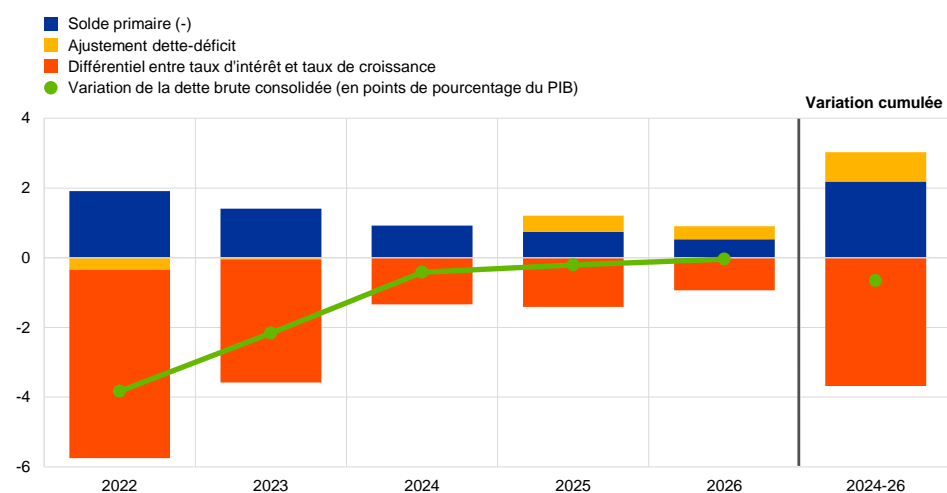
Le ratio dette/PIB du secteur des administrations publiques de la zone euro resterait supérieur à son niveau d'avant la pandémie et ne se tasserait que doucement, revenant de quelque 88,7 % du PIB en 2023 à 88,1 % en 2026.

Le ratio d'endettement a augmenté d'approximativement 13 points de pourcentage, pour s'établir aux alentours de 97 % en 2020, mais il s'est progressivement replié depuis et devrait poursuivre sa diminution sur l'horizon de projection, bien qu'à un rythme nettement moins élevé. La baisse attendue est fondée sur des différentiels plus faibles, quoique toujours négatifs, entre les taux d'intérêt et la croissance nominale du PIB, qui sont partiellement compensés par des déficits primaires persistants ainsi que par les ajustements dette-déficit positifs escomptés dans la seconde moitié de l'horizon de projection (graphique 28).

Graphique 28

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

(en pourcentage du PIB, sauf mention contraire)



Sources : Calculs de la BCE et projections macroéconomiques pour la zone euro établies par les services de l'Eurosystème, décembre 2023.

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

Alors que le choc énergétique s'estompe, les pouvoirs publics devraient continuer de retirer les mesures de soutien correspondantes.

Cela est essentiel pour éviter d'accentuer les pressions inflationnistes à moyen terme, qui exigeraient à défaut une politique monétaire encore plus stricte. Dans sa déclaration du 7 décembre, l'Eurogroupe a appelé les États membres qui appliquent encore des mesures importantes à les supprimer progressivement, dès que possible, en 2024 et à affecter les économies ainsi réalisées à la réduction du déficit. L'Eurogroupe a estimé que, même si les politiques doivent rester souples compte tenu de

l'incertitude qui prévaut, il conviendrait de mener une politique budgétaire globalement restrictive dans la zone euro en 2024 afin de renforcer la soutenabilité des finances publiques et d'éviter d'alimenter les tensions inflationnistes. En outre, il importerait d'élaborer les politiques budgétaires de façon à rendre l'économie de la zone euro plus productive et à réduire progressivement les niveaux élevés de dette publique. Le meilleur moyen d'y parvenir est de disposer d'un cadre communautaire solide pour la coordination et la surveillance des politiques économiques et budgétaires. Dans son [avis](#) du 5 juillet 2023 sur une proposition de réforme de la gouvernance économique dans l'Union, la BCE a vivement encouragé les législateurs de l'UE à parvenir à un accord sur la réforme du cadre de gouvernance économique dès que possible, et au plus tard fin 2023 ¹³.

¹³ Le 21 décembre 2023, et donc après la réunion de décembre du Conseil des gouverneurs couverte par le présent *Bulletin économique*, le Conseil est parvenu à un [accord](#) sur une réforme de la gouvernance économique de l'UE, qui ouvre la voie à un trilogue entre la Commission, le Conseil et le Parlement européen.

Encadrés

1 Conditions sur le marché des titres du Trésor américain et réactions des marchés mondiaux à la politique monétaire américaine

Magdalena Grothe, Ana-Simona Manu et Peter McQuade

Le marché des titres du Trésor américain est le marché le plus vaste et le plus liquide au monde pour les titres d'État. Avec plus de 25 000 milliards d'encours de titres, ce marché sert à financer l'État américain et joue un rôle central dans la mise en œuvre de la politique monétaire du Système fédéral de réserve des États-Unis. Les titres du Trésor américain constituent également une référence essentielle à la fois pour le financement du secteur privé domestique aux États-Unis et pour les marchés internationaux. Ainsi, les variations des conditions de la liquidité sur ce marché peuvent avoir des conséquences notables pour les marchés financiers mondiaux.

La liquidité sur le marché des titres du Trésor américain a diminué récemment en raison d'une combinaison de facteurs. Le graphique A (partie a) montre l'évolution de la liquidité du marché obligataire dans une sélection d'économies avancées, notamment la liquidité du marché des titres du Trésor américain, telle que mesurée par l'écart entre courbe observée et estimée (« *spline spread* »), qui correspond à l'erreur d'ajustement moyenne dans une courbe des rendements. Ce *spread* est utilisé comme une approximation de l'ampleur des opportunités d'arbitrage sur un marché obligataire, des valeurs plus élevées étant associées à une liquidité du marché plus faible¹. Le fonctionnement harmonieux du marché des titres du Trésor américain a été mis en difficulté à plusieurs reprises ces dernières années, en particulier en mars 2020 au début de la pandémie. Plus récemment, le resserrement de la politique monétaire (notamment la moindre absorption de bons du Trésor américain par le Système fédéral de réserve, comme indiqué par la ligne bleue dans le graphique A, partie b) et l'incertitude élevée concernant l'inflation et la croissance ont probablement contribué à la diminution de la liquidité et accru la sensibilité des marchés américain et mondiaux des obligations souveraines².

¹ La liquidité est également inversement liée à la volatilité dans la mesure où, toutes choses égales par ailleurs, les teneurs de marché élargissent leurs écarts entre cours acheteur et cours vendeur et affichent une profondeur moindre qui leur permet de gérer le risque accru associé à une prise de position dans un contexte de volatilité élevée. Cf. Fleming (M.), « *How Has Treasury Market Liquidity Evolved in 2023?* », *Liberty Street Economics*, 17 octobre 2023.

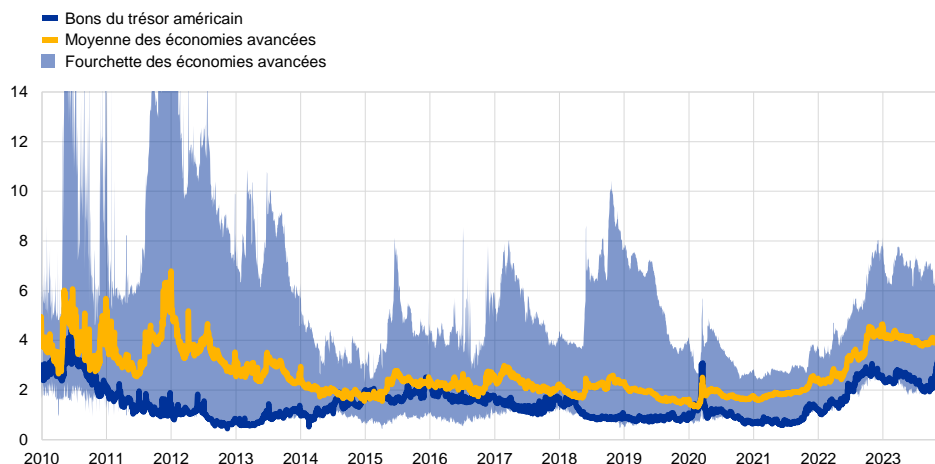
² Pour des détails sur les facteurs contribuant à la faible liquidité actuelle, cf. *Quarterly Review*, Banque des règlements internationaux (BRI), septembre 2023 ; *Global Financial Stability Report*, Fonds monétaire international, octobre 2023, Chapitre 1 ; et Duffie (D.), « *Dealer Capacity and US Treasury market functionality* », *BIS Working Papers*, n° 1138, BRI, octobre 2023.

Graphique A

Évolutions de la liquidité sur les marchés des obligations souveraines

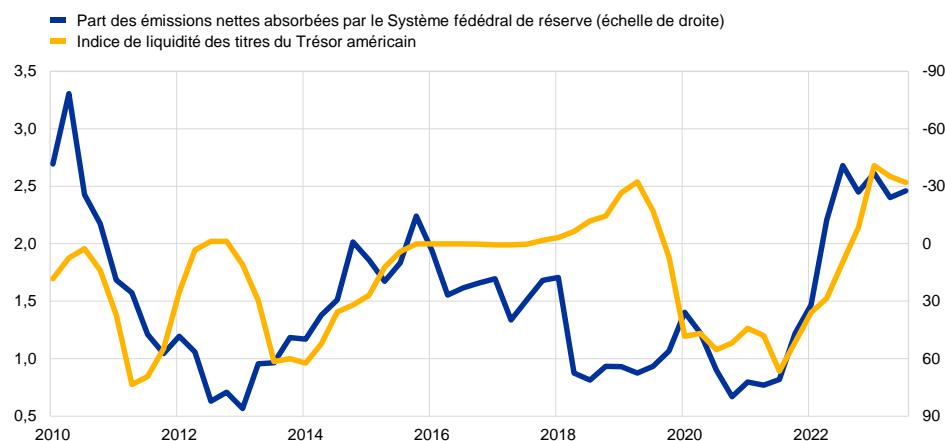
a) *Spline spreads* sur les bons du Trésor américain et les obligations souveraines d'une sélection d'autres grandes économies avancées

(en pourcentages)



b) *Spline spreads* des titres du Trésor américain et absorption par le Système fédéral de réserve des émissions de titres du Trésor américain

(échelle de gauche : valeurs de l'indice ; échelle de droite : pourcentages (inversés))



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

Notes : Partie a) : le « *spline spread* » de la courbe des rendements mesure la somme des valeurs absolues de l'écart entre la courbe des rendements observée et une interpolation par spline cubique. Cet indicateur rend compte de l'existence d'opportunités d'arbitrage, caractéristique des marchés illiquides, et constitue l'un des nombreux indicateurs de la liquidité du marché qui sont généralement fortement corrélés entre eux. Une augmentation du *spread* indique une diminution de la liquidité. Les autres économies avancées incluent le Canada, la France, l'Allemagne, l'Italie, le Japon, l'Espagne et le Royaume-Uni. En 2011-2012, les valeurs maximales du *spline spread* ont atteint 25 points de base environ, mais pour une meilleure lisibilité, cela n'est pas présenté dans le graphique. Partie b) : la part des émissions nettes absorbées par le Système fédéral de réserve est calculée comme une moyenne sur quatre trimestres. L'indice de liquidité présente l'erreur de rendement moyenne sur l'ensemble des bons et des obligations du Trésor américain assortis d'une échéance résiduelle égale ou supérieure à un an. L'échelle de droite est inversée de sorte que les valeurs plus élevées indiquent une absorption plus faible des émissions de titres du Trésor américain. Dernières observations : 15 décembre 2023 pour la partie a) ; troisième trimestre 2023 pour la partie b).

L'activité des fonds à levier sur le marché des contrats à terme sur titres du Trésor américain pourrait également amplifier la sensibilité du marché aux informations nouvelles. Les positions courtes nettes des fonds à levier sur le marché des contrats à terme sur titres du Trésor américain ont atteint des niveaux historiquement élevés, ressortant à environ 650 milliards de dollars, dont

environ 300 milliards assortis d'une échéance de deux ans (graphique B)³. Cette situation peut être liée à plusieurs stratégies de négociation, telles que le « *cash-futures basis trade* » (opérations d'arbitrage entre marchés au comptant et à terme) ou des transactions directionnelles misant sur des hausses des taux⁴. Même si cette activité pourrait en principe contribuer à maintenir la liquidité sur le marché au comptant des titres du Trésor, il a été suggéré qu'elle risquait parfois d'accroître la sensibilité du marché⁵.

Graphique B

Positions spéculatives des fonds à levier sur les contrats à terme sur titres du Trésor américain

Position nette sur les contrats à terme sur titres du Trésor américain

(en milliards de dollars)



Sources : Bloomberg, Commodity Futures Trading Commission et calculs des services de la BCE.

Notes : Le graphique présente la somme des positions nettes sur les contrats à terme sur titres du Trésor américain à deux, cinq et dix ans détenues par les fonds à levier. Les positions nettes se rapportent à la valeur des positions longues moins la valeur des positions courtes.

Dernière observation : 15 décembre 2023.

L'effet d'un choc exercé par la politique monétaire américaine sur les prix des obligations peut varier en fonction des conditions sur le marché des titres du Trésor américain.

L'analyse empirique étudie si les conditions sur ce marché pourraient influencer sur l'ampleur de l'impact sur le marché obligataire d'un choc de politique monétaire aux États-Unis. L'approche empirique se concentre sur l'impact des chocs de politique monétaire aux États-Unis, car ils sont généralement un déterminant majeur des conditions financières mondiales. Des méthodes de

³ Les fonds à levier sont généralement des *hedge funds* dont les stratégies peuvent impliquer de prendre des positions fermes ou d'effectuer des arbitrages au sein des marchés ou entre eux. Une position courte sur un contrat à terme sur obligations est rentable si le prix de l'obligation baisse.

⁴ La stratégie *cash-futures basis trade* implique de prendre une position courte sur des contrats à terme sur titres du Trésor, de prendre une position longue sur titres du Trésor au comptant et d'emprunter sur le marché *repo* pour financer la transaction. Cette stratégie est à rapprocher de la situation de grave illiquidité sur le marché des titres du Trésor américain connue sous le nom de « course au cash » (*dash for cash*) en mars 2020. Cf. Vissing-Jorgensen (A.), « *The Treasury Market in Spring 2020 and the Response of the Federal Reserve* », *Journal of Monetary Economics*, vol. 124, novembre 2021, p. 19-47; et Schimpf (S.), Shin (H.S.) et Sushko (V.), « *Leverage and margin spirals in fixed income markets during the Covid-19 crisis* », *BIS Bulletin*, n° 2, BRI, avril 2020.

⁵ Par exemple, la sensibilité accrue pourrait être liée au fait que ces stratégies de négociation sont généralement à fort effet de levier et exposées aux variations des taux *repo* et des marges sur les contrats à terme. Cf. également Avalos (F.) et Sushko (V.), « *Margin leverage and vulnerabilities in US Treasury futures* », *BIS Quarterly Review*, BRI, septembre 2023, Box A ; et Barth (D.), Kahn (R.J.) et Mann (R.), « *Recent Developments in Hedge Funds' Treasury Futures and Repo Positions: is the Basis Trade "Back"?* », *FEDS Notes*, Conseil des gouverneurs du Système fédéral de réserve, août 2023.

projections locales sont utilisées pour examiner comment les effets sur les marchés obligataires varient en fonction des conditions sur le marché des titres du Trésor américain. Deux types de variables dépendantes de l'état du marché sont analysées. La première approche consiste à examiner si l'impact de la politique monétaire américaine diffère en fonction du niveau de liquidité du marché des titres du Trésor américain, mesuré par le « *spline spread* », c'est-à-dire la différence entre la courbe des rendements observée et une courbe résultant d'une interpolation par spline (comme présenté dans le graphique A). La seconde approche consiste à examiner si l'effet de la politique monétaire américaine diffère en fonction de l'ampleur des positions nettes que les fonds à levier détiennent sur les contrats à terme sur titres du Trésor américain. Les chocs de politique monétaire aux États-Unis sont identifiés dans un modèle vectoriel autorégressif bayésien (BVAR) quotidien utilisant des restrictions de signe et sont calibrés pour un resserrement moyen de 10 points de base du rendement des bons du Trésor américain à 10 ans sur une semaine ⁶. L'estimation des projections locales contrôle par les variations de la volatilité du marché boursier et l'activité économique, et inclut une variable muette pour contrôler par la période de la pandémie.

L'analyse suggère que l'impact d'un choc de politique monétaire aux États-Unis est plus significatif quand la liquidité du marché est faible ou quand les positions courtes à effet de levier sont importantes. L'effet d'un choc de politique monétaire aux États-Unis sur les rendements des titres du Trésor américain à deux ans est plus important quand la liquidité sur le marché des titres du Trésor américain est relativement faible (graphique C, partie a) ⁷. Cela est cohérent avec des études précédentes suggérant que les marchés financiers ont tendance à devenir plus sensibles aux informations quand la liquidité du marché est limitée ⁸. De même, l'effet d'un choc de politique monétaire aux États-Unis sur les rendements des bons du Trésor américain à deux ans tend à être plus important lorsque les fonds à levier détiennent des positions courtes nettes relativement importantes sur des contrats à terme sur titres du Trésor américain (graphique C, partie b) ⁹. Les intervalles de confiance à 68 % des effets estimés se chevauchent légèrement, ce qui indique que, si la sensibilité du marché aux chocs varie d'un état à l'autre, la différence en termes d'effets n'est pas toujours significative.

⁶ Pour plus de détail sur le modèle BVAR quotidien, cf. Brandt (L.), Saint Guilhem (A.), Schröder (M.) et Van Robays (I.), « *What drives euro area financial market developments? The role of US spillovers and global risk* », *Working Paper Series*, n° 2560, BCE, mai 2021.

⁷ Un choc de politique monétaire aux États-Unis d'une ampleur correspondant à un impact moyen de 10 points de base sur le rendement des titres du Trésor américain à dix ans se traduit par une hausse d'environ 13 points de base des rendements des titres du Trésor américain à deux ans au bout d'une semaine lorsque la liquidité est faible, mais par une hausse d'environ 7 points de base lorsque la liquidité du marché des titres du Trésor américain est relativement élevée.

⁸ Cf., par exemple, Guimaraes (R.), Pinter (G.) et Wijnandts (J.C.), « *The liquidity state-dependence of monetary policy transmission* », *Staff Working Papers*, n° 1045, Bank of England, octobre 2023 ; de Vette (N.), Klaus (B.), Kördel (S.) et Sowiński (A.), « *Why market and funding liquidity matter and how they interact* », *Financial Stability Review*, BCE, mai 2023, *Special Feature A*, Section 2 ; et Adrian (T.) et Shin (H.S.), « *Liquidity, Monetary Policy, and Financial Cycles* », *Current Issues in Economics and Finance*, vol. 14, n° 1, Federal Reserve Bank of New York, janvier/février 2008.

⁹ Les estimations indiquent une hausse d'environ 12 points de base des rendements des titres du Trésor à deux ans en réponse à un choc de politique monétaire lorsque les positions courtes nettes des fonds à levier sont importantes, contre une hausse d'environ 9 points de base lorsque ces positions courtes sont relativement contenues.

Graphique C

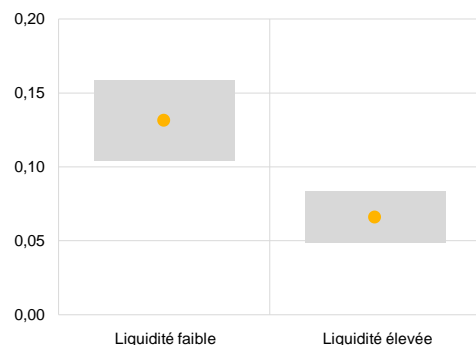
Impact d'un choc de politique monétaire aux États-Unis en fonction des conditions du marché des titres du Trésor américain

Réaction estimée des rendements des titres du Trésor américain à deux ans en fonction :

a) de la liquidité du marché des titres du Trésor américain b) des positions courtes nettes sur titres du Trésor américain

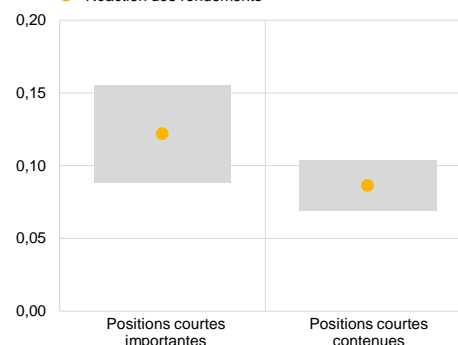
(en points de pourcentage)

■ Intervalle de confiance
● Réaction des rendements



(en points de pourcentage)

■ Intervalle de confiance
● Réaction des rendements



Sources : Bloomberg Finance L.P., Refinitiv et calculs des services de la BCE.

Notes : Les points jaunes représentent l'estimation moyenne de la réaction des rendements des titres du Trésor américain à deux ans à un choc de politique monétaire. Le choc correspond à un resserrement de 10 points de base environ du rendement des titres du Trésor américain à dix ans sur une semaine et est estimé dans un modèle BVAR quotidien utilisant une combinaison de restrictions de signe et de grandeur relative. Les réponses impulsionnelles sont présentées à l'impact et sont estimées à l'aide de projections locales prenant en compte l'état du marché, d'après Ramey (V.) et Zubairy (S.), « *Government Expenditures Multipliers in Good Times and in Bad : Evidence from US Historical Data* », *Journal of Political Economy*, vol. 126(2), avril 2018, p. 850-901, en supposant le paramètre gamma de transition entre états (*state transition parameter gamma*) égal à 2. L'estimation utilise des données hebdomadaires sur la période 2010-2023, avec comme variables de contrôle l'activité économique, les conditions de financement, les taux d'intérêt et l'incertitude sur les marchés (mesurée par l'indice Citigroup de surprise économique, l'écart entre les taux des titres du Trésor américain à dix ans et à deux ans, l'indice des conditions financières, le VIX et l'indice MOVE), et elle inclut une variable muette de crise pour l'apparition de la pandémie sur la période février-mai 2020. Les états du marché sont définis sur la base de la liquidité sur le marché des titres du Trésor américain (partie a) et des positions nettes des fonds à levier en contrats à terme sur les titres du Trésor américain (partie b). Les zones ombrées représentent les intervalles de confiance à 68 % basés sur des erreurs types de Newey-West.

Dernière observation : septembre 2023.

Les résultats montrent également que les conditions sur le marché des titres du Trésor américain peuvent amplifier les réactions du marché obligataire à la politique monétaire américaine dans d'autres pays. L'effet d'un choc de politique monétaire aux États-Unis sur les marchés obligataires d'autres économies avancées s'avère légèrement plus important lorsque les conditions de liquidité sur les marchés des titres du Trésor américain sont plus tendues que la normale (graphique D, parties a et b)¹⁰. Cela pourrait être lié au rôle significatif des bons du Trésor américain dans diverses stratégies de négociation et dans la fixation des prix de référence, ainsi qu'au fait qu'une détérioration de la liquidité sur les marchés américains pourrait également être liée à une diminution de la liquidité sur les marchés mondiaux.

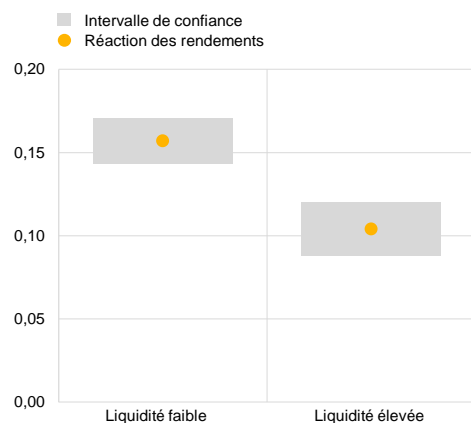
¹⁰ Un choc de politique monétaire aux États-Unis est associé à une hausse de 16 points de base environ des rendements à long terme étrangers et de 3 points de base environ des taux à court terme étrangers, lorsque la liquidité du marché des titres du Trésor américain est plus faible que la normale, contre environ 10 points de base et 1 point de base environ, respectivement, dans des conditions de liquidité normales.

Graphique D

Réaction estimée des rendements dans d'autres économies avancées à un choc de politique monétaire aux États-Unis en fonction des conditions de la liquidité sur le marché des titres du Trésor américain

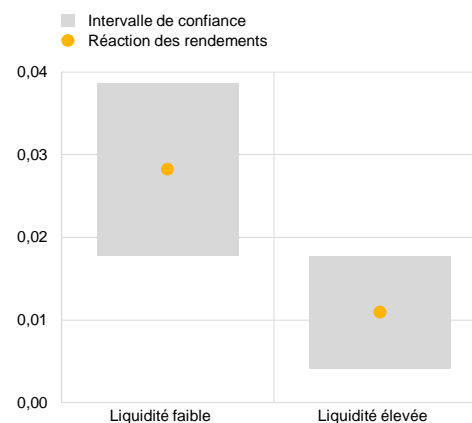
a) Réaction des rendements à long terme

(en points de pourcentage)



b) Réaction des taux à court terme

(en points de pourcentage)



Sources : Bloomberg Finance L.P., Refinitiv et calculs des services de la BCE.

Notes : Les points jaunes représentent l'estimation moyenne de la réaction des rendements à long terme (partie a) et des taux à court terme (partie b) des économies avancées à un choc de politique monétaire aux États-Unis. Le choc correspond à un resserrement de 10 points de base environ du rendement des titres du Trésor américain à dix ans sur une semaine et est estimé dans un modèle BVAR quotidien utilisant une combinaison de restrictions de signe et de grandeur relative. Les réponses impulsionnelles sont présentées après une semaine et sont estimées sur la période 2010-2023 à l'aide de projections locales prenant en compte l'état du marché. Les estimations des coefficients des projections locales sont déclarées comme étant conditionnées à l'état du marché des titres du Trésor américain. L'état de la liquidité du marché des titres du Trésor américain est défini à l'aide d'une approximation fondée sur les erreurs moyennes dans le cadre d'un ajustement de la courbe des rendements des obligations du Trésor américain (*fitted Treasury curve*). Des variables de contrôle supplémentaires incluent l'indice VIX relatif à la volatilité des marchés boursiers, les indices de surprise économique de Citi pour les États-Unis et au niveau mondial et les retards de la variable dépendante. Les zones ombrées représentent les intervalles de confiance à 68 % basés sur des erreurs types de Newey-West.
Dernière observation : septembre 2023.

Globalement, l'analyse empirique suggère que les réactions des marchés obligataires tant domestiques que mondiaux à la politique monétaire américaine pourraient être plus fortes lorsque certaines conditions prévalent sur le marché des titres du Trésor américain. Ces résultats pourraient contribuer à expliquer une partie des ajustements relativement importants des rendements des titres du Trésor américain observés en 2023, la baisse de la liquidité sur le marché des titres du Trésor étant probablement l'un des facteurs contribuant à une plus grande sensibilité des rendements. Les résultats empiriques illustrent également le lien entre les conditions du marché des titres du Trésor américain et la sensibilité plus large des marchés obligataires à la politique monétaire.

Massimo Ferrari Minesso, Marie-Sophie Lappe et Denise Rößler

La relation entre les évolutions géopolitiques et les prix du pétrole n'est pas clairement définie. Historiquement, il n'existe pas de relation claire entre les prix du pétrole et les événements géopolitiques, tels que les tensions émergentes entre les pays ou les attentats. Par exemple, immédiatement après les attentats du 11 septembre, les prix du *Brent* ont augmenté de 5 % (environ cinq fois la variation quotidienne moyenne du prix du *Brent* entre 2000 et 2023). Cependant, en 14 jours, le prix a baissé d'environ 25 % sur fond de préoccupations relatives à l'affaiblissement de la demande de pétrole. Lorsque la Russie a envahi l'Ukraine en février 2022, les prix du *Brent* ont augmenté de près de 30 % au cours des deux premières semaines qui ont suivi l'invasion. Toutefois, les prix ont ensuite de nouveau diminué, pour revenir à leurs niveaux d'avant l'invasion après environ huit semaines. Plus récemment, les prix du baril de *Brent* ont augmenté d'environ 4 % après les attaques terroristes du 7 octobre 2023 en Israël, pour se stabiliser par la suite ¹. Dans une perspective plus globale, le graphique A retrace l'évolution de l'indice du risque géopolitique mondial (*Geopolitical Risk Index*, GPR) de Caldara et Iacoviello (2022) par rapport au logarithme du prix du *Brent* ². L'indice est construit en appliquant des méthodes d'analyse textuelle aux articles de journaux et en suivant la couverture médiatique des événements liés aux tensions géopolitiques au niveau mondial ³. Les fortes hausses de l'indice, qui capturent les principaux événements géopolitiques, ne sont pas systématiquement associées à des prix du pétrole plus élevés ou plus volatils. Au contraire, on observe qu'après la survenance de nombreux événements, les prix du pétrole sont restés faibles pendant plusieurs mois.

¹ Après un mois, le prix du *Brent* s'est établi au-dessous du niveau observé le jour précédant les attaques, à 79 USD par baril.

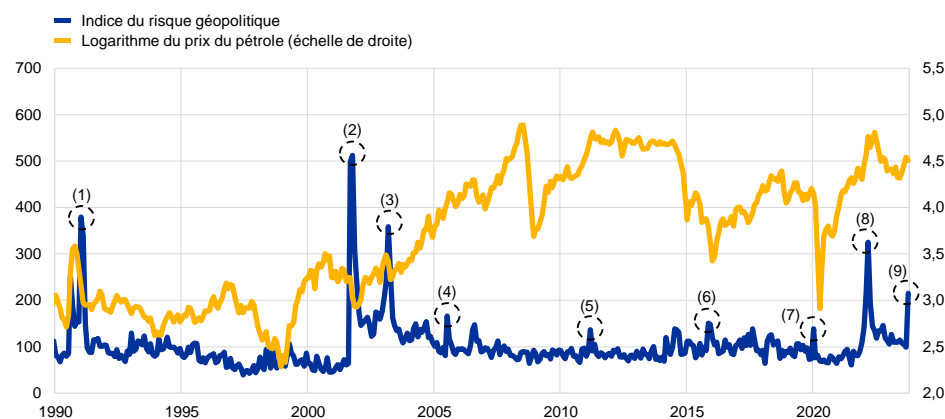
² Caldara (D.) et Iacoviello (M.), « *Measuring Geopolitical Risk* », *American Economic Review*, *American Economic Association*, vol. 112, n° 4, 2022, p. 1194-1225.

³ L'indice est fondé sur dix journaux (*Chicago Tribune*, *The Daily Telegraph*, *Financial Times*, *The Globe and Mail*, *The Guardian*, *Los Angeles Times*, *The New York Times*, *USA Today*, *The Wall Street Journal* et *The Washington Post*) et il est construit en comptant le nombre d'articles liés aux événements géopolitiques défavorables dans chaque journal pour chaque mois (en part du nombre total d'articles de presse). Il est construit séparément pour l'économie mondiale et 44 pays.

Graphique A

Prix du pétrole et risque géopolitique depuis 1990

(échelle de gauche : indice, échelle de droite : logarithme du prix du pétrole brut Brent)



Sources : Haver, Caldara et Iacoviello (2022) et calculs des services de la BCE.

Notes : Les dernières observations se rapportent à octobre 2023. Les pics numérotés correspondent aux événements géopolitiques suivants : 1) Guerre du Golfe ; 2) Attaques terroristes du 11 septembre ; 3) Invasion de l'Irak ; 4) Attaques terroristes de Londres ; 5) Printemps arabes et guerre civile en Libye ; 6) Attaques terroristes à Paris ; 7) Ambassade américaine attaquée en Irak ; 8) Invasion de l'Ukraine par la Russie ; 9) Guerre entre Israël et le Hamas.

Les chocs géopolitiques peuvent avoir un impact sur les prix du pétrole via la baisse de l'activité économique ou l'augmentation des risques sur l'offre de matières premières.

En principe, les risques géopolitiques peuvent affecter les prix des matières premières et du pétrole via deux principaux canaux. Premièrement, la hausse des tensions géopolitiques agit comme un choc de demande mondial négatif, car ces tensions augmentent l'incertitude entourant les perspectives économiques, qui affecte négativement la consommation et l'investissement et perturbe potentiellement le commerce international. Combinées, ces forces entraînent une contraction de l'activité économique mondiale, freinant *in fine* la demande et les prix du pétrole au niveau mondial. C'est ce que l'on appelle le canal de l'activité économique. Deuxièmement, le canal du risque implique que les marchés financiers intègrent potentiellement dans les prix une augmentation des risques sur l'offre de pétrole future, qui va bien au-delà du choc géopolitique actuel. Cette situation augmente la valeur monétaire de la détention de contrats pétroliers, également appelée rendement d'opportunité, et exerce une pression à la hausse sur les prix du Brent⁴. Ces deux canaux font évoluer les marchés du pétrole dans des directions opposées et la question de savoir lequel des deux l'emporte reste empirique. Parmi les facteurs de confusion supplémentaires, les producteurs de pétrole pourraient notamment décider d'ajuster leur production de pétrole pour stabiliser les prix.

En moyenne, un choc géopolitique mondial exerce une pression à la baisse sur les prix du pétrole.

La réaction des prix du pétrole – mesurée sur le Brent – aux chocs géopolitiques mondiaux peut être déterminée par un modèle VAR, en éliminant la réponse des producteurs de pétrole et en contrôlant par l'activité

⁴ Cf. Szymanowska (M.), de Roon (F.), Nijman (T.) et van den Goorbergh (R.), « *An Anatomy of Commodity Futures Risk Premia* », *Journal of Finance*, American Finance Association, vol. 69, n° 1, 2014, p. 453-482.

mondiale et le cycle financier ⁵. Le modèle couvre la période comprise entre janvier 2000 et octobre 2023 et est estimé à l'aide de méthodes bayésiennes ⁶. Le graphique B présente les réponses initiales et estimées à trois mois du prix du *Brent* à un choc géopolitique égal à un écart type, qui correspond à environ un dixième de la valeur prise comme hypothèse par cet indice après les attentats du 11 septembre (point jaune dans le graphique, se rapportant au choc lié à un risque géopolitique mondial). Les élasticités estimées montrent qu'il faut du temps pour que les chocs géopolitiques mondiaux aient un impact sur les prix du *Brent*, qui restent d'abord stables (l'élasticité n'est pas significativement différente de zéro), avant de diminuer d'environ 1,2 % après un trimestre. Cela suggère que le canal de l'activité économique – les effets indirects d'une incertitude plus élevée sur la demande – domine la réaction des marchés du pétrole ⁷. En d'autres termes, les chocs géopolitiques mondiaux impliquent généralement des risques à la baisse pour les prix du pétrole.

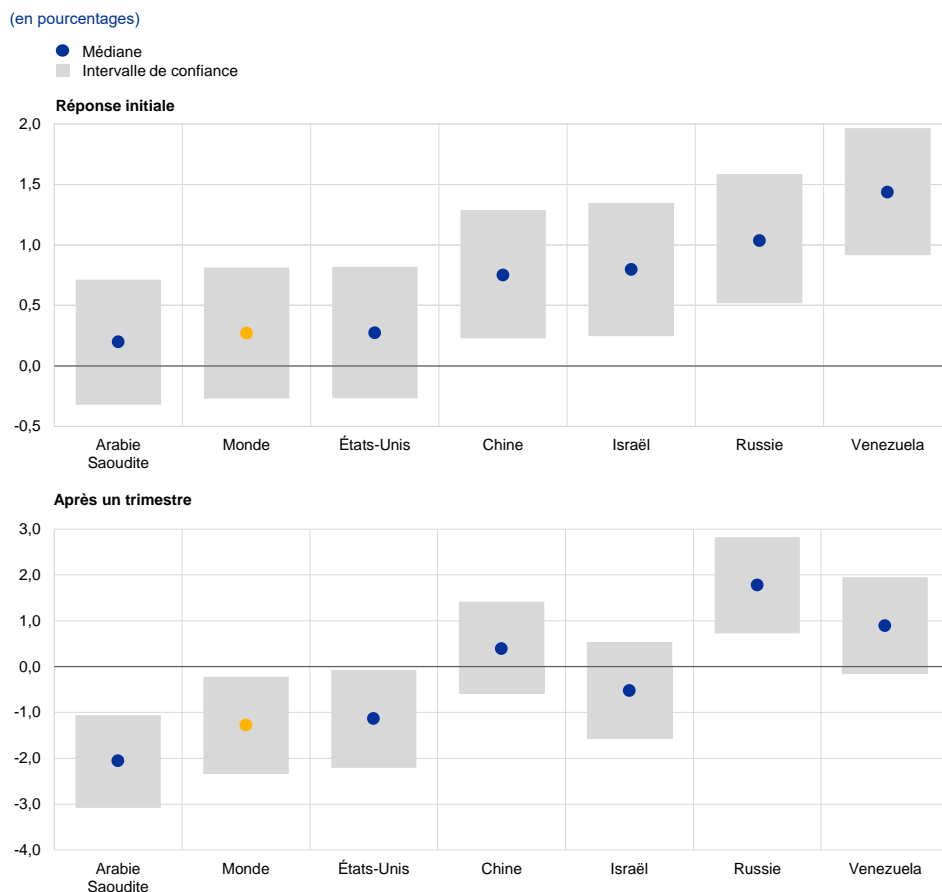
⁵ Les chocs sont identifiés par un classement de Cholesky, l'indice GPR étant classé en premier, comme pour Caldara et Iacoviello, *op. cit.* Le classement implique que toute corrélation instantanée entre les variables économiques et l'indice GPR reflète l'effet des événements géopolitiques sur les variables économiques, plutôt que le contraire. Caldara et Iacoviello fournissent une validation généralisée de cette hypothèse à caractère exogène.

⁶ Plus précisément, le modèle VAR inclut 12 décalages de cinq variables mensuelles : l'indice GPR mondial, le logarithme du prix du *Brent*, le logarithme de la production industrielle mondiale, le logarithme du prix du marché boursier américain et le rendement à deux ans pour capturer le cycle financier mondial. Le modèle est estimé en utilisant des méthodes bayésiennes et les *a priori* du Minnesota standards. Les résultats sont robustes à la prise en compte de la pandémie de COVID-19 comme dans Lenza (M.) et Primiceri (G.E.), « [How to estimate a vector autoregression after March 2020](#) », *Journal of Applied Econometrics*, vol. 37, n° 4, 2022, p. 688-699. L'échantillon couvre la période comprise entre janvier 2000 et octobre 2023.

⁷ La production industrielle mondiale se contracte d'environ 0,1 % et les prix des actions de 0,5 % au cours de la même période.

Graphique B

Réponses estimées des prix du pétrole aux chocs géopolitiques spécifiques à chaque pays et au niveau mondial



Sources : Haver, Caldara et Iacoviello (2022) et calculs des services de la BCE.

Notes : Le graphique montre la réponse du prix du Brent à un choc lié à un risque géopolitique égal à un écart type. Les chocs sont identifiés comme dans Caldara et Iacoviello (2022), en estimant des modèles VAR spécifiques par pays avec le classement de Cholesky et l'indice GPR classé en premier. Chaque VAR inclut un indice GPR spécifique à chaque pays, la production industrielle mondiale, le prix du Brent, l'indice boursier intérieur et le rendement américain à deux ans. Toutes les variables, hors indice et rendement à deux ans, sont exprimées en logarithmes. L'échantillon couvre la période comprise entre janvier 2000 et octobre 2023. Les pays sont classés selon l'ampleur de la réponse initiale.

Cependant, l'impact des chocs géopolitiques varie selon les pays, en fonction de l'origine de ces chocs.

Les tensions provenant des principaux producteurs de pétrole ou de pays jouant un rôle stratégique dans la distribution de produits pétroliers pourraient affecter différemment les marchés pétroliers. Si les pays concernés par les tensions géopolitiques ne représentent qu'une faible part de l'économie mondiale, il est peu probable qu'ils affectent significativement la croissance mondiale ; cela aurait tendance à atténuer le canal de l'activité économique des chocs géopolitiques. Toutefois, si les pays concernés appartiennent aux principaux producteurs des marchés pétroliers mondiaux, les risques d'approvisionnement de pétrole pourraient générer une forte tension sur les prix. Cette hypothèse peut être testée en évaluant la réponse des prix du Brent aux chocs géopolitiques spécifiques à chaque pays, plutôt qu'au niveau mondial. À cette fin, le graphique B présente également les élasticités estimées du prix du pétrole en fonction des chocs géopolitiques en provenance de certains des plus grands producteurs de pétrole (les États-Unis, l'Arabie Saoudite, la Russie et la Chine),

du Venezuela (qui dispose des plus grandes réserves de pétrole) et d'Israël (qui n'est pas lui-même producteur de pétrole, mais est un acteur clé de la politique du Moyen-Orient)⁸. Les estimations indiquent d'importantes variations des réponses spécifiques à chaque pays, ce qui suggère que tous les chocs géopolitiques ne se ressemblent pas. Les chocs américains se comportent de la même manière que les chocs mondiaux ; la réaction est d'abord insignifiante puis devient négative après un trimestre, de - 1,1 %. Ce n'est pas surprenant si l'on considère le rôle majeur des États-Unis dans l'économie mondiale. Les réactions sont différentes lorsque l'on considère des chocs provenant d'autres sources. Les chocs en Arabie Saoudite continuent d'entraîner une contraction, suggérant que les évolutions géopolitiques dans ce pays reflètent les tendances au niveau mondial⁹. Cependant, les tensions géopolitiques associées à la Chine, à Israël, à la Russie et au Venezuela exercent une pression à la hausse sur le prix du *Brent*, qui augmente immédiatement dans une fourchette comprise entre 0,8 % et 1,5 %¹⁰. Pour ces pays, le canal du risque domine clairement : les prix du pétrole augmentent, car les opérateurs anticipent des perturbations de l'offre future de pétrole.

Les tensions sur le prix du pétrole résultant de chocs géopolitiques défavorables sont généralement de courte durée, les élasticités devenant insignifiantes après un trimestre pour la plupart des pays¹¹.

Les tensions sur les prix liées aux chocs géopolitiques dans la plupart des pays sont de courte durée, les inquiétudes relatives à l'approvisionnement futur de pétrole se dissipant¹². Les effets sur les prix peuvent cependant durer plus longtemps en fonction de la durée des tensions géopolitiques dans l'échantillon considéré ou en raison de facteurs spécifiques à chaque pays. Dans l'ensemble, les données empiriques suggèrent que les chocs géopolitiques peuvent avoir des implications différentes selon les pays concernés. L'accroissement récent de l'incertitude géopolitique souligne la nécessité d'identifier la nature des chocs géopolitiques pour dissocier leurs effets sur les prix du pétrole et sur l'inflation.

⁸ L'Iran et l'Irak – deux autres importants pays producteurs de pétrole – ne sont pas pris en compte, car les indices spécifiques à chaque pays ne sont pas disponibles pour ces pays. En revanche, Israël est inclus en tant que plus proche voisin de l'Iran d'un point de vue géopolitique, les tensions en Israël impliquant souvent l'Iran. Dans ce cas, les élasticités sont construites en substituant l'indice mondial par l'un des indices spécifiques à chaque pays. Le modèle VAR contrôle par les évolutions macroéconomiques locales et mondiales et utilise l'indice comme instrument interne afin d'identifier les chocs géopolitiques spécifiques à chaque pays.

⁹ Les indices GPR mondiaux et pour l'Arabie Saoudite sont fortement corrélés.

¹⁰ Les résultats pour Israël peuvent capturer l'implication potentielle de l'Iran – un important producteur de pétrole – dans les tensions géopolitiques.

¹¹ S'agissant de la Russie, les chocs géopolitiques continuent d'influencer les marchés du pétrole après un trimestre, les prix restants supérieurs de 2 %. Dans le cas de l'invasion de l'Ukraine par la Russie en 2022, cela pourrait refléter l'imposition d'un embargo sur les importations de pétrole en provenance de la Russie.

¹² Ceci est probablement dû au fait que les tensions géopolitiques sont de courte durée ou que l'offre est remplacée par celle d'autres producteurs de pétrole. Les données ne semblent pas confirmer l'explication alternative selon laquelle la demande mondiale se contracte après des chocs géopolitiques régionaux dans ces économies, la réponse de la production mondiale étant généralement insignifiante dans les modèles VAR spécifiques à chaque pays.

3 Production potentielle en période de chocs d'offre temporaires

Guzmán González-Torres, José Emilio Gumiel et Béla Szörfi

Selon les estimations de grandes institutions internationales, l'écart de production de la zone euro est resté négatif ou très proche de zéro ces dernières années, en dépit de la hausse de l'inflation sous-jacente dans la zone¹. Motivées par des considérations relatives à la soutenabilité budgétaire, financière et extérieure, les estimations de la production potentielle établies par des institutions internationales telles que le Fonds monétaire international (FMI), l'Organisation de coopération et de développement économiques (OCDE) et la Commission européenne sont calculées en prenant pour hypothèse que la production potentielle fluctue seulement, la plupart du temps, en réponse à des chocs structurels à moyen terme – c'est-à-dire soit permanents soit très persistants². Cette approche a été conservée durant la pandémie et le choc d'offre associé, dont beaucoup ont supposé qu'il serait transitoire compte tenu de l'inversion des mesures d'endiguement et du rôle de soutien des politiques macroéconomiques.³

Un modèle simple demande agrégée-offre agrégée illustre comment les chocs d'offre temporaires, qui ne modifient pas la production potentielle, engendrent des écarts de production corrélés négativement avec l'inflation⁴. Le modèle prévoit que les chocs positifs de demande agrégée créent des écarts de production positifs tout en entraînant une hausse de la production et de l'inflation (graphique A, partie a). Dans le même temps, des chocs d'offre défavorables temporaires – c'est-à-dire des chocs d'offre qui génèrent de l'inflation, mais ne modifient pas la production potentielle – font baisser la production au-dessous du potentiel. En d'autres termes, ces chocs entraînent des écarts de production négatifs

¹ Cf. « *Autumn 2023 Economic Forecast: A modest recovery ahead after a challenging year* », Commission européenne, Bruxelles, novembre 2023, « *Perspectives de l'économie mondiale : Reprise : des situations divergentes à gérer* », FMI, Washington D.C., octobre 2023, et « *Perspectives économiques : Rétablir la croissance* », OCDE, Paris, novembre 2023.

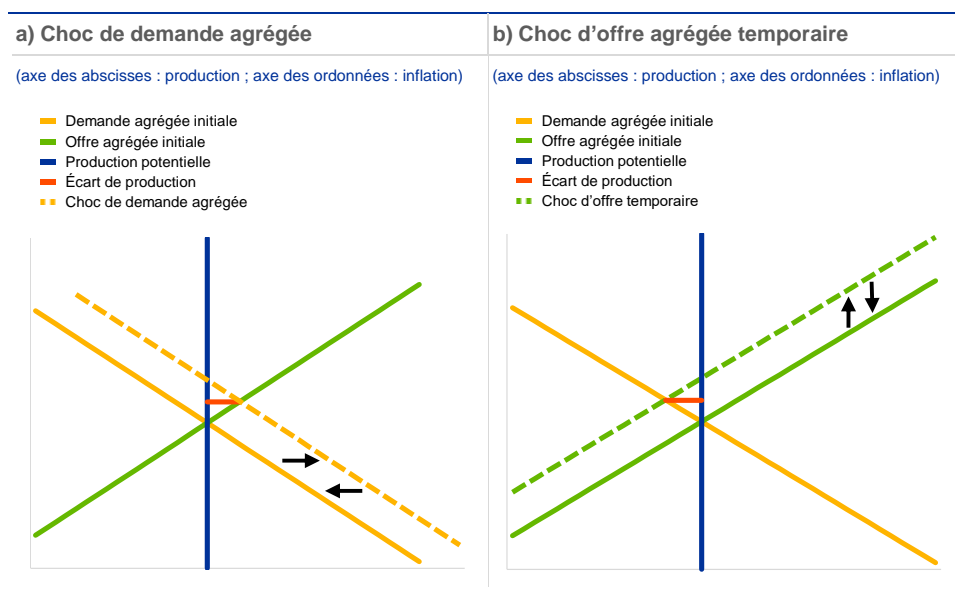
² Cf. Chalaux (T.) et Guillemette (Y.), « *The OECD Potential Output Estimation Methodology* », *Economics Department Working Papers*, n° 1563, OCDE, Paris, 2019, Havik (K.) et al., « *The Production Function Methodology for Calculating Potential Growth Rates and Output Gaps* », *Economic Papers*, 535, Commission européenne, Bruxelles, novembre 2014, et De Resende (C.), « *IEO Evaluation Report* », *IMF Forecasts*, Bureau indépendant d'évaluation du Fonds monétaire international, Washington D.C., avril 2014, chapitre 5.

³ Pour plus de détails, cf. l'article intitulé « *L'impact de la COVID-19 sur la production potentielle dans la zone euro* », *Bulletin économique*, n° 7, BCE, Francfort-sur-le-Main, 2020.

⁴ La théorie macroéconomique englobe différentes notions de la production potentielle qui diffèrent selon la mesure dans laquelle elles privilégient la prise en compte du niveau de production à long terme relativement stable au détriment du fait de signaler des tensions inflationnistes en présence de chocs temporaires affectant la capacité productive de l'économie. Cf., par exemple, Vetlov (I.), Hlédik (T.), Jonsson (M.), Kucsera (H.) et Pisani (M.), « *Potential Output in DSGE Models* », *Working Paper Series*, n° 1351, BCE, Francfort-sur-le-Main, 2011. Les institutions internationales mesurent généralement la production potentielle comme étant le niveau maximum d'activité économique soutenable sur le long terme. En conséquence, ces mesures de la production potentielle reflètent une perspective à moyen et long terme pour la production, avec des taux de croissance qui évoluent relativement lentement au fil du temps. La différence entre production effective et production potentielle correspond à l'écart de production, qui reflète la position de l'économie dans le cycle. En temps normal – c'est-à-dire lorsque des chocs de demande déterminent la phase de l'économie – l'écart de production est considéré comme un signal de tensions inflationnistes à court terme.

(graphique A, partie b). Une baisse de la production et une hausse de l'inflation qui n'entraînent pas d'écart de production négatif ne peuvent être obtenues simultanément que si la production potentielle diminue au moins autant que la production. Si la production potentielle n'est pas affectée, et en supposant qu'il n'y ait pas d'effets de second tour significatifs liés à la hausse des salaires, l'inflation reviendra au niveau initial. Dans le premier cas, l'écart de production convergera vers zéro à partir d'un niveau positif, tandis que dans le second cas, il reviendra à zéro à partir d'un niveau négatif.

Graphique A
Modèle simple demande agrégée-offre agrégée



Source : Services de la BCE.

Notes : Le graphique présente le modèle offre agrégée-demande agrégée⁵, la production étant présentée sur l'axe des abscisses et l'inflation sur l'axe des ordonnées. La prévision de l'offre agrégée représente le taux d'inflation qui résulterait des décisions des entreprises en matière de prix pour un niveau de production donné à court terme. La prévision de l'offre agrégée se déplace vers le haut (vers le bas) en réponse à des modifications des structures de coûts des entreprises – telles que des hausses (des baisses) des prix des consommations intermédiaires, des diminutions (des augmentations) de la disponibilité des consommations intermédiaires et des baisses (des augmentations) de la productivité – ainsi qu'à des hausses (des baisses) des anticipations d'inflation des entreprises. La prévision de la demande agrégée représente le montant des biens et services demandés par les ménages, les entreprises, les administrations publiques et le secteur extérieur à court terme, pour un niveau d'inflation donné. La prévision de la demande agrégée se déplace vers l'extérieur (vers l'intérieur) en réponse à divers chocs de demande, par exemple des augmentations (des diminutions) du revenu des ménages, des diminutions (des augmentations) des coûts des investissements, des hausses (des baisses) des dépenses publiques, ou des dépréciations (des appréciations) du taux de change. La nature temporaire supposée des chocs présentés conduit les prévisions correspondantes à se décaler tout d'abord vers l'extérieur (vers le haut), puis à revenir à leurs positions initiales. L'écart de production est mesuré comme la distance horizontale entre le niveau d'équilibre de la production et la production potentielle. Cette dernière est supposée rester inchangée tout au long.

Des modèles structurels, tels que le nouveau modèle couvrant l'ensemble de la zone euro (*New Area-Wide Model*, NAWM), peuvent permettre d'illustrer les effets des chocs d'offre sur la production potentielle⁶. Le modèle NAWM est utilisé pour obtenir une décomposition de l'écart de production de la Commission européenne, qui est imposée comme une variable observée. Cette configuration identifie séparément les déterminants de l'offre et de la demande (graphique B), entre autres facteurs. La décomposition montre comment le fait de considérer que la

⁵ Cf., par exemple, Robert (F.), Bernanke (B.), Antonovics (K.) et Heffetz (O.), « *Principles of Economics* », Huitième édition, McGraw-Hill Education, New York, NY, 2022.

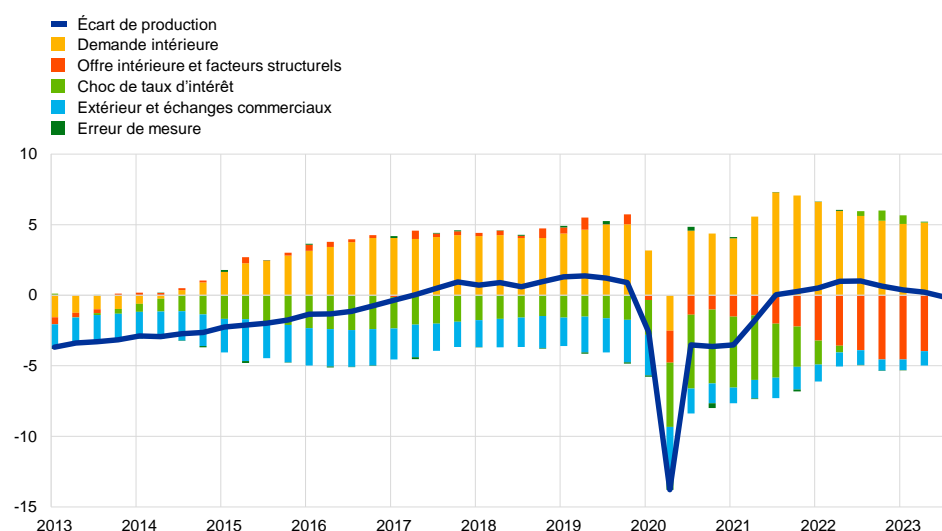
⁶ Le NAWM est un modèle d'équilibre général stochastique dynamique utilisé lors des exercices de projections de la BCE. Cf. Coenen (G.), Karadi (P.), Schmidt (S.) et Warne (A.), « *The New Area-Wide Model II: an extended version of the ECB's micro-founded model for forecasting and policy analysis with a financial sector* », *Working Paper Series*, n° 2200, BCE, Francfort-sur-le-Main, novembre 2018.

production potentielle est relativement lisse conduit le modèle à identifier les chocs d'offre récemment observés comme contribuant négativement à l'écart de production. Elle suggère également que les chocs d'offre ont joué un rôle limité dans la période précédant la pandémie, les chocs de demande étant alors dominants. Dans l'ensemble, la prédominance des chocs d'offre apparaît comme un événement exceptionnel d'un point de vue historique.

Graphique B

Décomposition des chocs à partir du modèle NAWM pour l'estimation interpolée de l'écart de production de la Commission européenne

(axe des abscisses : trimestres ; axe des ordonnées : en pourcentage de la production potentielle et contributions en pourcentage)



Sources : Prévisions économiques de l'automne 2023 de la Commission européenne et calculs des services de la BCE.

Notes : La Commission européenne ne fournit pas d'estimations trimestrielles de l'écart de production. Ses estimations annuelles de l'écart de production ont par conséquent été interpolées sur une fréquence trimestrielle par les services de la BCE. La catégorie « Offre intérieure et facteurs structurels » inclut les contributions de l'état initial, le choc sur le taux d'actualisation du modèle, le choc technologique permanent, les chocs technologiques transitoires et spécifiques à l'investissement ainsi que les hausses de salaires et de prix. Le « choc de taux d'intérêt » recouvre le choc de taux d'intérêt à court terme et le choc sur la marge des banques de détail. La « demande intérieure » inclut le choc de prime de risque domestique et le choc sur les dépenses publiques. La catégorie « Extérieur et échanges commerciaux » recense les chocs sur la demande étrangère, les prix à l'étranger, les taux d'intérêt américains à 3 mois et à 10 ans, les prix à l'exportation des concurrents, les prix du pétrole, la demande d'importations, les préférences à l'exportation, les chocs de majoration sur les prix à l'exportation et à l'importation, ainsi qu'un choc extérieur de prime de risque.

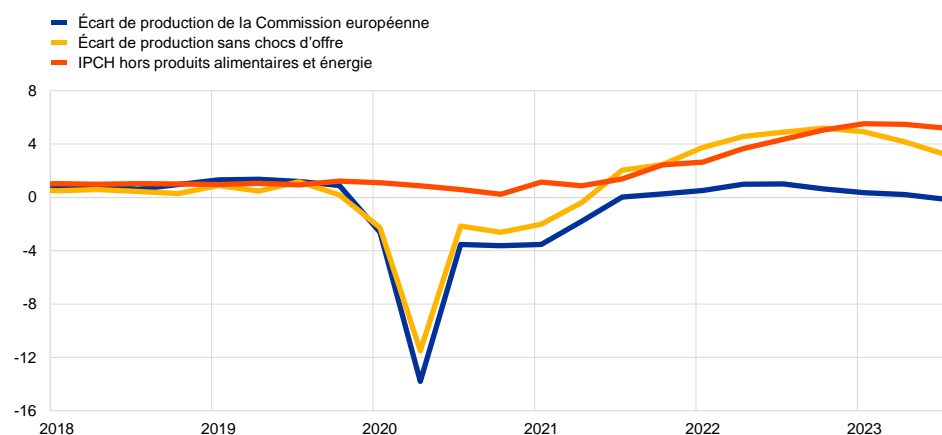
Si l'on ajustait les écarts de production estimés par les chocs d'offre identifiés précédemment, cela rendrait les premiers plus positifs pour les années 2021-2023, en dépit d'une estimation de la production potentielle devenue plus volatile. Il s'agirait d'une conséquence directe de l'hypothèse selon laquelle les chocs d'offre identifiés par le modèle NAWM sont de nature plus permanente que ne le suggère la décomposition ci-dessus et donc principalement absorbés par le niveau de la production potentielle plutôt que par l'écart de production (graphique C, partie a). L'estimation de la production potentielle résultant de cette expérience théorique diminue en 2020, puis de nouveau en 2022 en raison de chocs d'offre transitoires, ce qui accroît significativement sa volatilité (graphique C, partie b).

Graphique C

Prise en compte des chocs d'offre temporaires dans l'estimation de la Commission européenne relative à la production potentielle

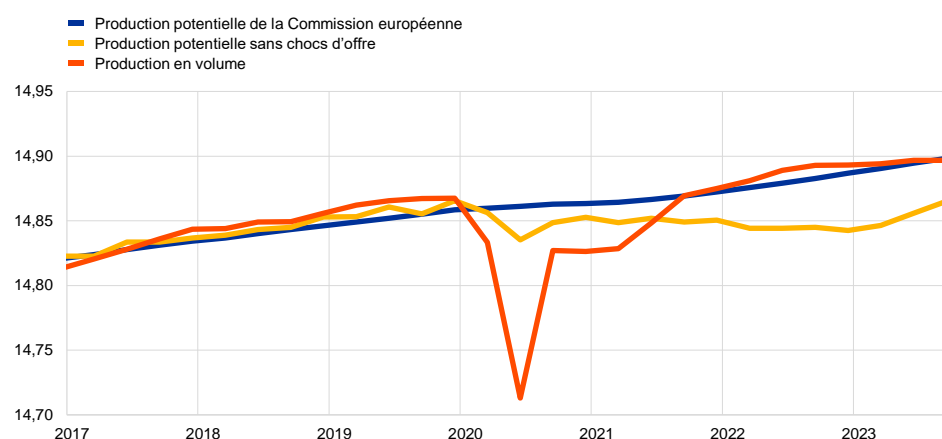
a) Autres estimations de l'écart de production et inflation mesurée par l'IPCHX

(axe des abscisses : trimestres ; axe des ordonnées : en pourcentage de la production potentielle, variation annuelle en pourcentage)



b) Autres estimations de la production potentielle et PIB en volume

(axe des abscisses : trimestres ; axe des ordonnées : niveaux logarithmiques)



Sources : Prévisions économiques de l'automne 2023 de la Commission européenne et calculs des services de la BCE.
Notes : La série « Écart de production sans chocs d'offre » présente l'écart de production de la Commission européenne après soustraction des chocs d'offre identifiés par le modèle NAWM dans le graphique B. La série « Production potentielle avec chocs d'offre » présente l'estimation de la production potentielle implicite résultant de l'estimation de l'écart de production mentionnée précédemment.

Les mesures de la sous-utilisation des capacités tirées d'enquêtes rendent compte de l'utilisation des capacités ou de la vigueur relative de la demande sans qu'il soit nécessaire de recourir à un modèle économique. Ces mesures fournissent des indications empiriques sur la mesure dans laquelle les variations transitoires de la capacité de production à l'échelle des entreprises affectent le niveau de production potentielle pertinent pour l'inflation. Les enquêtes portant sur le degré d'utilisation des capacités par les entreprises montrent que les entreprises du secteur manufacturier, des services et de la construction produisaient en utilisant des capacités relativement élevées au début de la pandémie, tandis que durant la pandémie, elles ont fonctionné avec une utilisation des capacités moins réduite que

celle indiquée par les estimations standard de l'écart de production ⁷. L'utilisation des capacités de production a connu un rebond rapide en 2021 et a atteint des points hauts historiques début 2022. Elle s'est nettement ralentie dans le secteur manufacturier sur la période 2022-2023 (restant toutefois supérieure à la moyenne historique), tout en demeurant soutenue dans les services et la construction.

Les mesures de la sous-utilisation des capacités tirées d'enquêtes au niveau des entreprises reflètent mieux la dynamique de l'inflation des dernières années, mais elles fournissent des contreparties plus volatiles pour la production tendancielle. L'utilisation des capacités de production présente un co-mouvement relativement fort avec la hausse de l'IPCH hors produits alimentaires et énergie, ce qui suggère qu'il existe des tensions à la hausse persistantes, bien qu'en diminution, sur l'inflation core (graphique D, partie a). Une analyse économétrique utilisant une courbe de Phillips sous forme réduite confirme que la mesure de la sous-utilisation des capacités productives tirée d'enquêtes engendre des erreurs de prévision d'inflation à court terme légèrement moins importantes pour la période récente d'inflation élevée. Toutefois, les indicateurs de sous-utilisation des capacités tirés d'enquêtes au niveau des entreprises font apparaître une production tendancielle encore plus volatile pour la période de la pandémie que la mesure de sous-utilisation des capacités calculée à l'aide de l'exercice NAWM (graphique D, partie b). Cela laisse penser que ces indicateurs pourraient ne pas être adaptés pour fournir des estimations de la production potentielle à moyen terme.

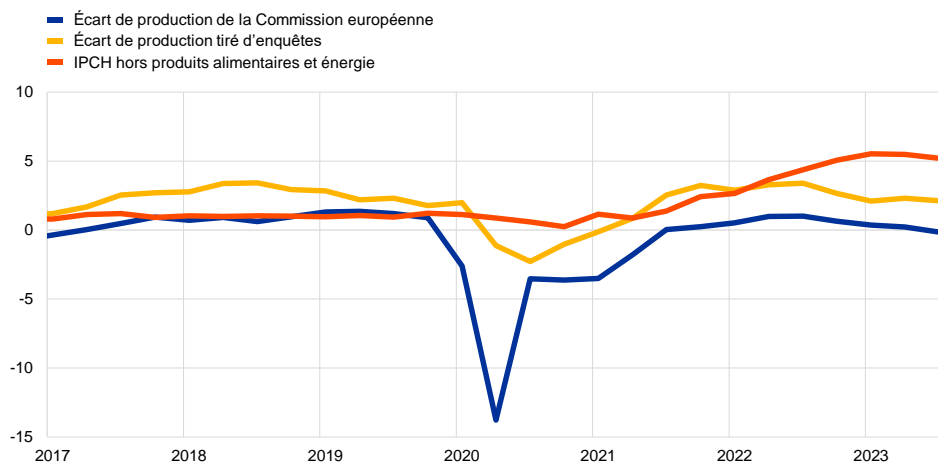
⁷ Les enquêtes de la Commission européenne auprès des chefs d'entreprise mesurent le niveau moyen d'utilisation des capacités de production par les entreprises ainsi que les principaux facteurs économiques qui limitent la production : la demande, la main-d'œuvre, les autres consommations intermédiaires (matériaux, équipements et espace), les contraintes financières, les conditions météorologiques, les autres facteurs ou aucun des facteurs susmentionnés. Tandis que l'utilisation des capacités n'est disponible qu'à compter de 2011 pour le secteur manufacturier et les services, les séries relatives à certains facteurs limitatifs sont disponibles pour les deux secteurs et pour la construction à compter de 2003. Parmi ceux-ci, la demande en tant que facteur limitant la production présente une forte corrélation avec l'utilisation des capacités. Cette dernière est donc utilisée comme approximation pour mesurer la sous-utilisation des capacités productives.

Graphique D

Comparaison entre une mesure de la sous-utilisation des capacités productives tirée d'enquêtes et l'estimation de l'écart de production élaborée par la Commission européenne

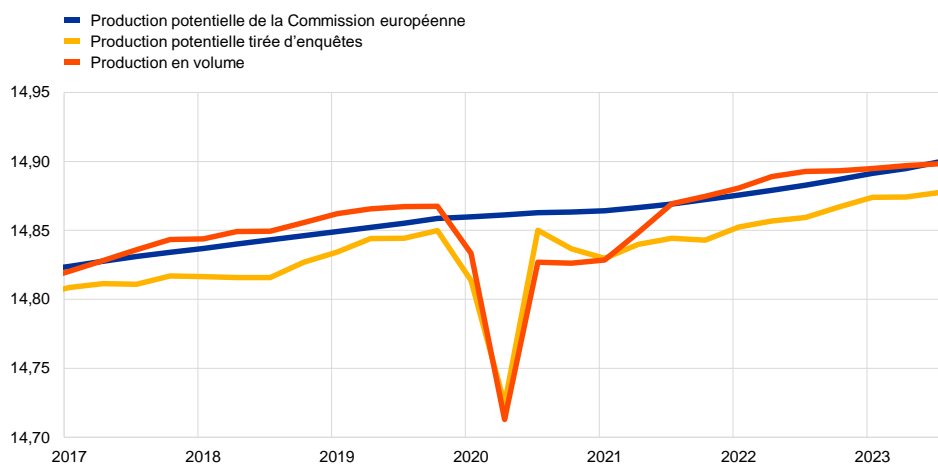
a) Autres estimations de l'écart de production et inflation mesurée par l'IPCHX

(axe des abscisses : trimestres ; axe des ordonnées : en pourcentage de la production potentielle, variation annuelle en pourcentage)



b) Autres estimations de la production potentielle et PIB en volume

(axe des abscisses : trimestres ; axe des ordonnées : niveaux logarithmiques)



Sources : Prévisions économiques de l'automne 2023 de la Commission européenne, calculs des services de la BCE et enquêtes de la Commission européenne auprès des chefs d'entreprise.

En conclusion, d'autres estimations de la production potentielle et de l'écart de production peuvent compléter les estimations à moyen terme des principales institutions internationales à certains moments. Les mesures complémentaires proposées pour la sous-utilisation des capacités semblent fournir

de meilleures prévisions à court terme de l'inflation en période de chocs d'offre temporaires qu'une estimation de l'écart de production fondée sur une notion souple de la production potentielle. Toutefois, il convient de faire preuve de prudence dans l'interprétation des estimations fondées sur la sous-utilisation des capacités comme mesures de la phase du cycle d'activité, les estimations de la production potentielle qui en sont tirées étant plus volatiles, ce qui pourrait fournir moins d'informations concernant les perspectives de croissance à moyen terme de l'économie.

La politique monétaire et le ralentissement récent du secteur manufacturier et des services

Niccolò Battistini et Johannes Gareis

L'activité économique dans la zone euro s'est ralentie dans le secteur manufacturier et les services¹. Depuis fin 2021, la croissance de l'activité économique, mesurée par la valeur ajoutée brute réelle, a été nettement plus rapide dans le secteur des services marchands – c'est-à-dire les services à l'exclusion de l'administration publique, de l'éducation, de la santé et des services sociaux – que dans le secteur manufacturier (graphique A). Cela a reflété, d'une part, une demande relativement dynamique de services nécessitant de nombreux contacts, soutenue par la réouverture de l'économie après la pandémie, et, d'autre part, une faible demande de biens, les goulets d'étranglement mondiaux au niveau de l'offre, puis le durcissement des conditions de financement résultant de la réponse de la politique monétaire à la rapide et forte hausse de l'inflation². Toutefois, l'activité dans les services, qui suit généralement celle du secteur manufacturier dans le cycle d'activité, s'est également affaiblie récemment³. Cet encadré examine les caractéristiques de l'activité du secteur manufacturier dans la zone euro en tant qu'indicateur avancé pour les services marchands de la zone, en se concentrant sur le rôle de la politique monétaire.

¹ La mesure de l'activité du secteur manufacturier se rapporte à l'agrégat de la zone euro en excluant l'Irlande, en raison de la très grande volatilité des droits de propriété intellectuelle dans ce pays. Cf. l'encadré intitulé « [Les actifs incorporels des entreprises multinationales en Irlande et leur impact sur le PIB de la zone euro](#) », *Bulletin économique*, n° 3, BCE, 2023.

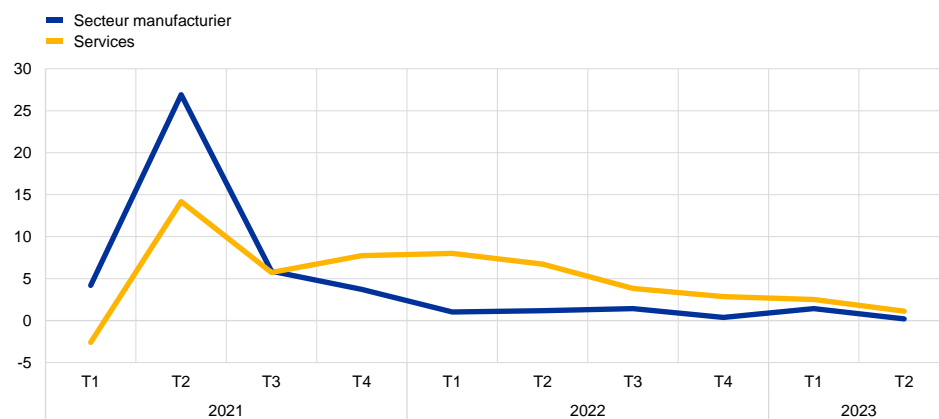
² Cf. l'encadré intitulé « [Le rôle des effets de réouverture selon les pays et les secteurs](#) », *Bulletin économique*, n° 6, BCE, 2023 ; l'encadré intitulé « [L'impact du renchérissement de l'énergie sur la consommation de services et de biens dans la zone euro](#) », *Bulletin économique*, n° 8, BCE, 2022 ; ainsi que l'article intitulé « [Le rôle de l'offre et de la demande dans la reprise post-pandémie en zone euro](#) », *Bulletin économique*, n° 4, BCE, 2023.

³ Pour une analyse fondée sur une enquête, cf. l'encadré intitulé « [Les déterminants des évolutions récentes des anticipations relatives à l'activité des entreprises dans les différents secteurs](#) », *Bulletin économique*, n° 7, BCE, 2023.

Graphique A

Activité du secteur manufacturier et des services dans la zone euro

(variations annuelles en pourcentage)



Sources : Eurostat et calculs de la BCE.

Notes : « Secteur manufacturier » correspond à la valeur ajoutée brute réelle du secteur C de la nomenclature NACE Rév. 2, à l'exclusion de l'Irlande. « Services » se rapporte à la valeur ajoutée brute réelle des secteurs G à N et R à U (services marchands) de la nomenclature NACE Rév. 2.

Une analyse de décalage temporel montre que l'activité manufacturière est en avance sur l'activité des services au cours du cycle.

L'analyse estime les coefficients de corrélation pour différents décalages (avance ou retard) de l'activité manufacturière et des services du premier trimestre 1999 au deuxième trimestre 2023, sur l'ensemble de l'échantillon et aussi sur des fenêtres glissantes de cinq ans. Selon les résultats, le secteur manufacturier semble devancer les services, bien que dans une mesure légèrement moindre récemment, tandis qu'aucune avance ne peut être clairement établie dans l'autre direction (graphique B). Ces résultats sont valables à différents horizons et sont confirmés par les tests de causalité de Granger, qui suggèrent une meilleure prédiction de l'activité du secteur manufacturier pour l'activité dans les services que l'inverse. Cette propriété du secteur manufacturier peut s'expliquer par plusieurs caractéristiques des biens par rapport aux services, telles que leur plus grande dépendance vis-à-vis de la demande extérieure via les canaux du commerce et de la compétitivité, les chaînes d'approvisionnement plus longues et les fonds de roulement plus importants nécessaires à leur production, ainsi que leur plus grande durabilité. En outre, les liens entrées-sorties entre les deux secteurs ont tendance à entraîner des effets de contagion qui, en moyenne, vont principalement de l'industrie manufacturière vers les services⁴. Compte tenu de ces caractéristiques, l'activité manufacturière réagit généralement plus fortement et plus rapidement à certains chocs économiques, tels

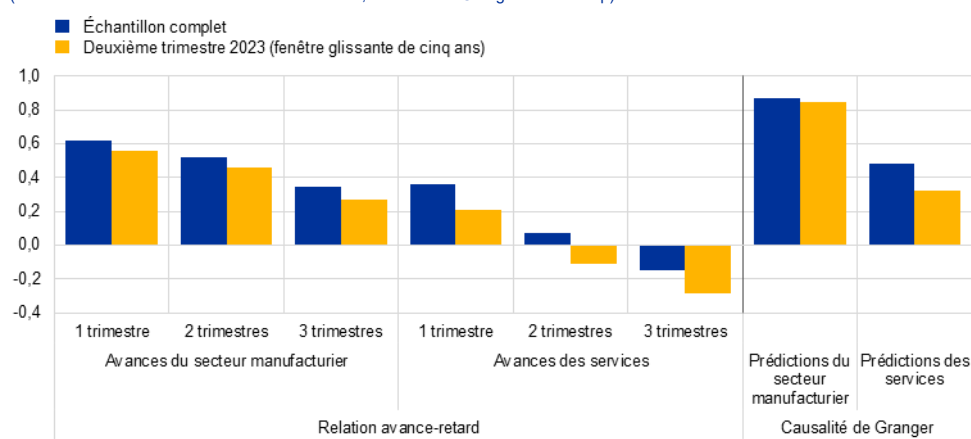
⁴ Dans le secteur des services, ces effets de contagion sont particulièrement pertinents pour les services aux entreprises. Cf., par exemple, l'encadré intitulé « [Évolutions du secteur des services et de sa relation avec le secteur manufacturier](#) », *Bulletin économique*, n° 7, BCE, 2019. Toutefois, les effets peuvent également aller dans l'autre sens, c'est-à-dire des services vers l'industrie manufacturière, dans un contexte de chocs importants spécifiques aux services, tels que les restrictions sur les déplacements et la réouverture de l'économie observées depuis le début de la pandémie.

que les variations des taux d'intérêt ⁵. Dans l'ensemble, les résultats suggèrent que la dynamique du secteur manufacturier contient des informations pertinentes pour la dynamique à court terme des services, et donc pour le reste de l'économie. Toutefois, à l'heure actuelle, cela n'est peut-être pas encore complètement visible, en raison des effets de la réouverture de l'économie, qui ont soutenu l'activité dans le secteur des services ⁶.

Graphique B

Décalages temporels entre l'activité manufacturière et l'activité de services

(relation avance-retard : coefficient de corrélation ; causalité de Granger : 1 - valeur-p)



Sources : Eurostat et calculs des services de la BCE.

Notes : Les tests de causalité de Granger sont basés sur des modèles vectoriels autorégressifs à trois variables, à savoir la valeur ajoutée brute réelle dans le secteur manufacturier, les services et le reste de l'économie, estimée entre le premier trimestre 1999 et le deuxième trimestre 2023. La mesure « 1 - valeur-p » correspond à la probabilité que l'hypothèse de l'absence de causalité de Granger puisse être rejetée.

Un modèle empirique confirme que les chocs de politique monétaire ont un impact plus important sur le secteur manufacturier que sur les services.

Un modèle vectoriel autorégressif structurel de type bayésien (BSVAR) inclut les véritables surprises de politique monétaire reflétées dans les variations des taux sans risque des *swaps* au jour le jour (OIS) à un an entourant les annonces de politique monétaire de la BCE, afin d'aider à identifier les chocs de politique monétaire (c'est-à-dire les variations inattendues des taux d'intérêt). Il inclut également le rendement des emprunts publics à un an, l'activité économique dans le secteur manufacturier, les services et le reste de l'économie, ainsi que d'autres

⁵ Cf. par exemple Dedola (L.) et Lippi (F.), « *The monetary transmission mechanism: Evidence from the industries of five OECD countries* », *European Economic Review*, vol. 49, n° 6, 2005, p. 1543-1569 ; Peersman (G.) et Smets (F.), « *The Industry Effects of Monetary Policy in the Euro Area* », *The Economic Journal*, vol. 115, n° 503, 2005, p. 319-342 ; et Hahn (E.), « *The impact of exchange rate shocks on sectoral activity and prices in the euro area* », *Working Paper Series*, n° 796, BCE, 2007.

⁶ Cf. l'encadré intitulé « *Le rôle des effets de réouverture selon les pays et les secteurs* », *Bulletin économique*, n° 6, 2023.

variables domestiques et extérieures⁷. On fait l'hypothèse que les chocs de politique monétaire entraînent des augmentations des mouvements des taux OIS et du rendement des emprunts publics à l'impact et qu'ils réduisent l'activité économique au cours de l'année suivante. Les résultats suggèrent que les chocs de politique monétaire exercent sur le secteur manufacturier un impact presque deux fois plus fort, et ce environ deux trimestres plus tôt que sur les services, soit globalement en ligne avec les données récentes tirées de différents outils empiriques (graphique C)⁸. Cette réaction plus forte et plus rapide du secteur manufacturier aux variations inattendues des taux d'intérêt contribue à expliquer son caractère d'indicateur avancé dans le cycle d'activité et suggère que le resserrement de la politique monétaire pourrait, entre autres facteurs, influencer fortement sur le rythme du ralentissement de l'activité manufacturière et des services.

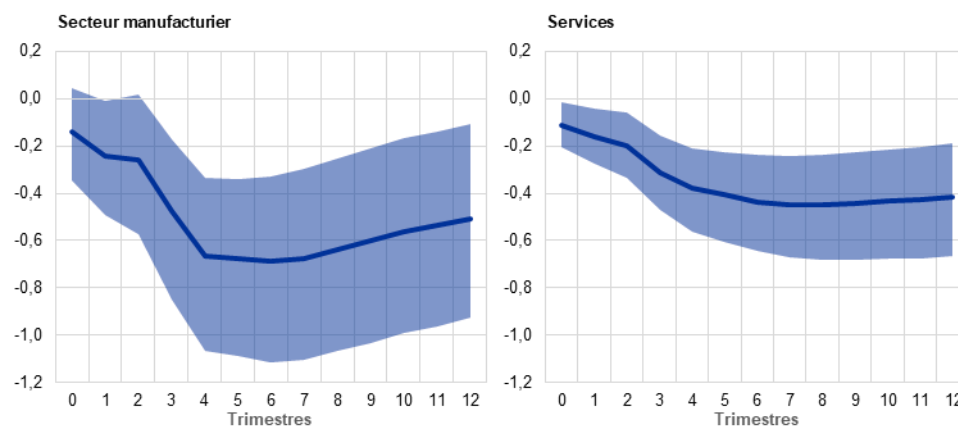
⁷ Le modèle BSVAR utilise les données de la zone euro allant du premier trimestre 1999 au deuxième trimestre 2023. Outre les véritables surprises de politique monétaire, le rendement des emprunts publics à un an et les variables de l'activité réelle, il inclut le déflateur de la consommation privée, le taux de change effectif, la demande extérieure et l'index *New York Federal Reserve Bank's Global Supply Chain Pressure*. Le modèle tient compte de la volatilité marquée des données macroéconomiques en 2020 en utilisant un ajustement de l'hétéroscédasticité de la pandémie. Cf. Lenza (M.) et Primiceri (G.), « *How to estimate a vector autoregression after March 2020* », *Journal of Applied Econometrics*, vol. 37, n° 4, juin/juillet 2022, p. 688-699. Les véritables surprises de politique monétaire sont identifiées à l'aide de restrictions de signe en utilisant les variations des taux OIS à un an et des prix des actions autour des événements de politique monétaire, tirées de la base de données de la politique monétaire de la zone euro. On fait l'hypothèse qu'un resserrement surprise de la politique monétaire entraîne une hausse des taux OIS et une baisse des prix des actions au sein d'une fenêtre étroite autour de l'annonce des mesures, contrairement à un assouplissement surprise de la politique monétaire. Ces surprises sont ensuite additionnées pour le trimestre concerné afin d'obtenir la même base trimestrielle que pour les variables de l'activité réelle. Cf. Altavilla (C.), Brugnolini (L.), Gürkaynak (R.), Motto (R.) et Ragusa (G.), « *Measuring euro area monetary policy* », *Journal of Monetary Economics*, vol. 108, décembre 2019, p. 162-179 ; et Jarociński (M.) et Karadi (P.), « *Deconstructing Monetary Policy Surprises – The Role of Information Shocks* », *American Economic Journal : Macroeconomics*, vol. 12, n° 2, avril 2020, p. 1-43.

⁸ Ces résultats sont qualitativement et quantitativement en ligne avec les études antérieures indiquant un effet plus prononcé de la politique monétaire sur le secteur manufacturier et un effet légèrement plus persistant sur les services. Cf. Hauptmeier (S.), Holm-Hadulla (F.) et Nikalaxi (K.), « *Monetary policy and regional inequality* », *Working Paper Series*, n° 2385, BCE, 2020. Cf. également l'encadré intitulé « *Structure par secteurs et effets réels de la politique monétaire* », *Bulletin économique*, n° 7, BCE, 2023.

Graphique C

Impact moyen des chocs de resserrement de la politique monétaire sur l'activité du secteur manufacturier et des services

(variations en pourcentage)



Sources : Eurostat, Eurosystème, Altavilla *et al.*, *op. cit.*, et calculs de la BCE.

Notes : Le graphique montre les fonctions de réponse impulsionnelle de l'activité du secteur manufacturier et des services, fondées sur le modèle BSVAR, à un choc de resserrement de la politique monétaire d'un écart-type. Les lignes continues représentent les réponses médianes et les zones ombrées représentent les intervalles de crédibilité de 68 % (les réponses sont également significatives au niveau de crédibilité de 90 %). Les chocs de politique monétaire sont identifiés à l'aide de restrictions de signe en utilisant comme instruments les véritables surprises de politique monétaire telles que reflétées dans les variations des taux OIS à un an autour des annonces de politique monétaire de la BCE. On suppose que les chocs de politique monétaire entraînent des augmentations des évolutions des taux OIS et du rendement des emprunts publics de l'échéance correspondante à l'impact et réduisent l'activité économique au cours de l'année suivante. Tous les autres chocs inclus dans le modèle devraient avoir un impact absolu plus faible sur les mouvements des taux OIS que les chocs de politique monétaire.

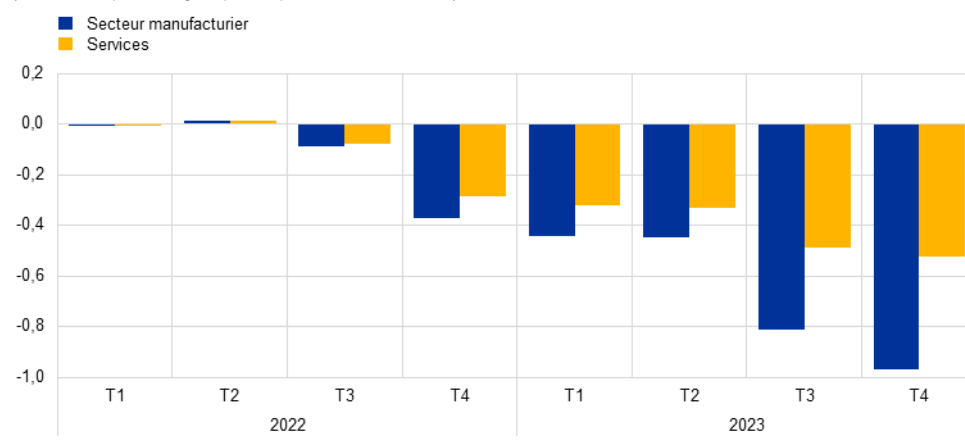
Le resserrement récent de la politique monétaire a pesé de façon croissante sur l'activité économique au cours de l'année 2023. Selon le modèle, le resserrement résultant des chocs de politique monétaire a commencé à affecter l'activité économique dès le troisième trimestre 2022, lorsque la BCE a relevé ses taux d'intérêt pour la première fois, quelques trimestres après la première annonce d'une normalisation de la politique monétaire fin 2021 (graphique D). Comme les taux d'intérêt ont continué à augmenter et que l'impact des chocs précédents s'est accru au fil du temps, les effets négatifs du resserrement monétaire se sont intensifiés au premier semestre 2023, le secteur manufacturier ayant été touché plus rapidement et dans une plus large mesure que le secteur des services. Selon le modèle, il est probable que les effets de la politique monétaire se sont également accentués au second semestre 2023, car ils ont continué à se répercuter sur l'économie, en partie en raison du retard important de la réaction du secteur des services. Il est important de noter que ces résultats ne tiennent compte que de l'impact des chocs de politique monétaire et non de la hausse plus large des taux d'intérêt, qui reflète la réponse systématique de la politique monétaire à l'augmentation de l'inflation. Cette dernière pourrait suggérer un effet plus important du resserrement récent de la politique monétaire sur l'activité, dépassant l'impact des chocs de politique monétaire identifiés ⁹.

⁹ Pour une évaluation de l'impact macroéconomique du resserrement récent de la politique monétaire de la BCE sur la base d'une suite de différents modèles, cf. l'encadré intitulé « Une évaluation fondée sur des modèles de l'impact macroéconomique du resserrement de la politique monétaire de la BCE depuis décembre 2021 », *Bulletin économique*, n° 3, BCE, 2023.

Graphique D

Impact réel des chocs de politique monétaire sur l'activité du secteur manufacturier et des services

(variations en pourcentage depuis le quatrième trimestre 2021)



Sources : Eurostat, Eurosystem, Altavilla *et al.*, *op. cit.*, et calculs de la BCE.

Notes : Le graphique montre les effets, basés sur le modèle BSVAR, des chocs de politique monétaire sur l'activité du secteur manufacturier et des services du premier trimestre 2022 au quatrième trimestre 2023. Les effets pour les troisième et quatrième trimestres 2023 sont basés sur les effets projetés des chocs de politique monétaire estimés jusqu'au deuxième trimestre 2023. Pour plus de détails sur l'identification des chocs de politique monétaire, cf. les notes du graphique C.

5 Introduction à la mesure du revenu des ménages

Johannes Gareis, Omiros Kouvavas et Pedro Neves

À la lumière des résultats d'enquêtes récents, cet encadré examine les dernières évolutions du revenu disponible des ménages, en se concentrant sur certaines questions conceptuelles et difficultés de mesures. Les données tirées de l'enquête de la BCE sur les anticipations des consommateurs (*Consumer Expectations Survey*, CES) à fin septembre 2023 montrent qu'environ 21 % des ménages de la zone euro ont fait état d'une hausse de leur revenu supérieure ou égale à l'inflation au cours des 12 derniers mois, tandis que 54 % des participants ont déclaré une hausse inférieure à l'inflation et 25 % une baisse de leur revenu (graphique A, partie a). Cette évaluation relativement négative de la dynamique récente du revenu réel a été partagée de façon assez uniforme sur l'ensemble de la distribution du revenu ¹. Elle est également en ligne avec les résultats de l'enquête de la Commission européenne qui indiquent que la perception par les consommateurs de leur situation financière au cours des 12 derniers mois a récemment été bien inférieure à sa moyenne de long terme, en particulier depuis la forte hausse de l'inflation à la suite du déclenchement de la guerre en Ukraine (graphique A, partie b). Toutefois, ces résultats contrastent avec la dynamique positive du revenu disponible des ménages mesuré par les comptes nationaux, qui a augmenté de 8,6 % en moyenne, en rythme annuel, au premier semestre 2023 (graphique B), ce qui correspond à une hausse du revenu disponible réel de 1,1 % sur la même période ². Cette divergence entre les résultats d'enquêtes et les données des comptes nationaux appelle une analyse détaillée des tendances récentes en matière de revenu disponible des ménages et de leurs implications pour les perspectives de la consommation privée.

¹ Même si le pourcentage de ménages à faible revenu déclarant une baisse de leur revenu est plus élevé que pour les ménages des autres tranches de revenu, le pourcentage des participants déclarant une hausse de leur revenu réel est relativement bas et stable sur l'ensemble de la distribution du revenu.

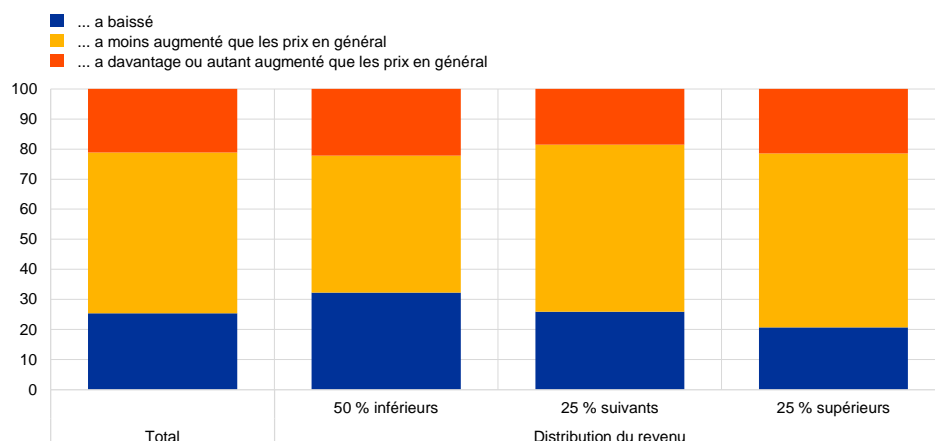
² Plus précisément, dans les statistiques officielles, le revenu disponible des ménages est mesuré dans les comptes dits sectoriels, qui contiennent des données détaillées des comptes nationaux décomposés par secteur institutionnel, y compris les ménages et les institutions sans but lucratif au service des ménages, les administrations publiques et les sociétés financières et non financières. Dans cet encadré, le terme « comptes nationaux » est utilisé lorsque l'on fait référence aux données officielles sur le revenu disponible.

Graphique A

Perception des consommateurs concernant les évolutions de leur revenu et de leur situation financière

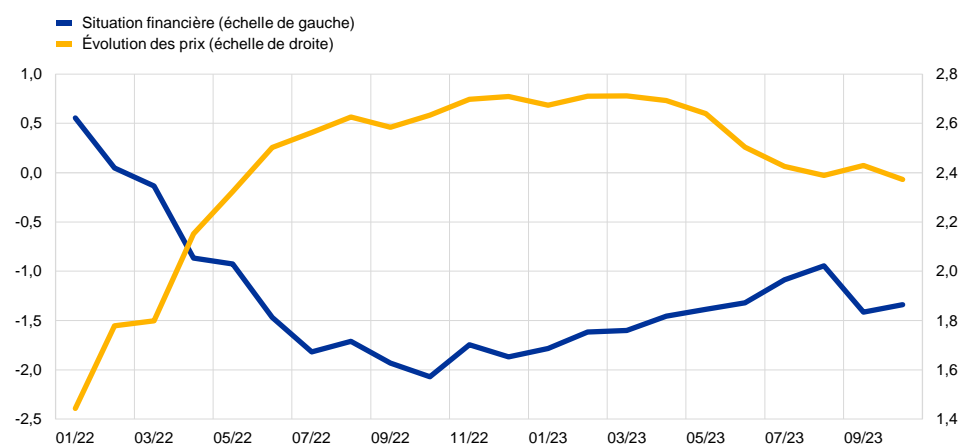
a) Perception concernant le revenu au cours des 12 derniers mois par rapport aux prix

(pourcentage de consommateurs)



b) Perception concernant la situation financière passée et l'évolution des prix

(soldes en pourcentage normalisés)



Sources : Enquête CES, Commission européenne et calculs de la BCE.

Notes : Pour la partie a), il a été demandé fin septembre 2023 aux participants à l'enquête CES d'indiquer si leur revenu net total avait davantage augmenté que les prix en général, moins augmenté que les prix en général, avait baissé ou varié à peu près dans les mêmes proportions que les prix en général au cours des 12 derniers mois. Pour la partie b), la perception des ménages concernant leur situation financière passée et l'évolution des prix est normalisée sur la période 2000-2019.

Le revenu disponible des ménages a bénéficié de la hausse des revenus du travail et de la poursuite de la forte croissance des revenus hors travail.

La rémunération des salariés et toutes les autres composantes du revenu des ménages, hors revenu fiscal net (*net fiscal income*), ont continué d'augmenter sensiblement au premier semestre 2023 en rythme annuel. La rémunération des salariés a augmenté en moyenne de 7,1 % au cours de la période et les revenus hors travail hors revenu fiscal net ont augmenté de 8,3 %, si bien que les deux composantes ont apporté une contribution significative à la croissance du revenu disponible (graphique B). Le revenu fiscal net n'a eu d'impact significatif sur la dynamique du revenu des ménages ni au second semestre 2022 ni au premier semestre 2023, alors qu'il a exercé un effet négatif sur le revenu des ménages au

premier semestre 2022 ³. Un examen détaillé des autres revenus des ménages (c'est-à-dire hors travail), hors revenu fiscal net, montre que toutes les composantes clefs ont sensiblement augmenté au premier semestre 2023. Le revenu mixte (des travailleurs indépendants) a augmenté de 6,8 %, l'excédent brut d'exploitation de 9,6 % et les revenus de la propriété nets de 8,8 % ⁴. Si la croissance du revenu mixte a été relativement constante, celle de l'excédent brut d'exploitation s'est sensiblement accélérée et, au premier semestre 2023, a atteint son taux le plus haut depuis le début de la série, en 1999. Les revenus de la propriété nets hors services d'intermédiation financière indirectement mesurés (SIFIM) ont été soutenus par une forte croissance des dividendes en 2022 ⁵. Les SIFIM ont ensuite fortement augmenté au premier semestre 2023 et, bien que représentant seulement une petite part du revenu total, ils ont contribué à hauteur de 0,6 point de pourcentage à la croissance du revenu disponible des ménages au premier semestre 2023.

³ Cet impact négatif du revenu fiscal net au premier semestre 2022 est lié au retrait des mesures de soutien relatives au coronavirus (COVID-19), qui a affecté la croissance annuelle du revenu disponible des ménages à partir du deuxième trimestre 2021.

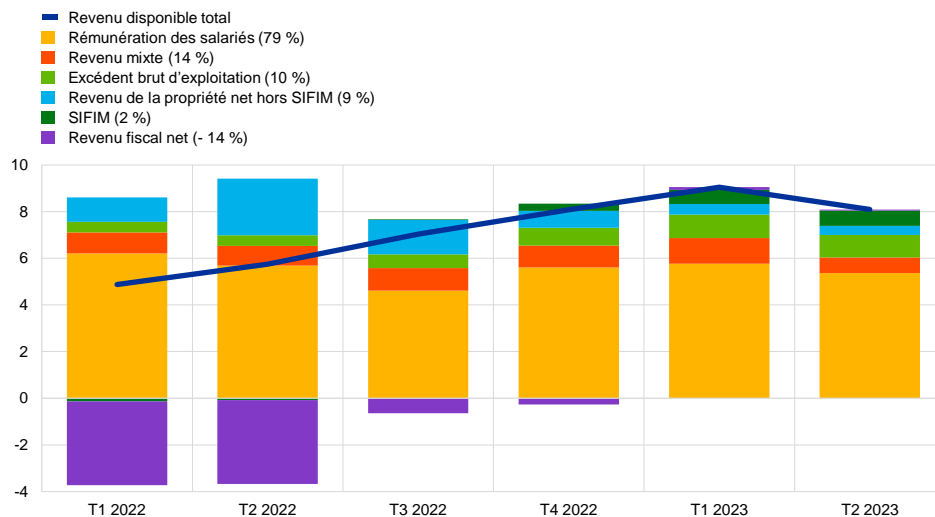
⁴ Le revenu mixte est étroitement lié au revenu des travailleurs indépendants, qui mesure l'excédent (ou le déficit) généré par la production des entreprises non constituées en sociétés détenues par les ménages. Les revenus de la propriété correspondent aux revenus provenant de la détention d'actifs financiers ou d'actifs corporels non produits (les terrains, en particulier, sont un actif corporel non produit, les loyers perçus sur les terrains font donc partie des revenus de la propriété, tandis que les loyers tirés de l'immobilier résidentiel, qui est un actif corporel produit, font partie du revenu mixte). L'excédent brut d'exploitation est principalement un flux imputé, car il contient pour l'essentiel des loyers imputés, qui représentent le revenu que les ménages propriétaires-occupants recevraient s'ils louaient leur logement.

⁵ Les services d'intermédiation financière indirectement mesurés (SIFIM) sont utilisés dans les comptes nationaux pour calculer la valeur ajoutée des intermédiaires financiers (par exemple les banques) pour les services financiers fournis sans frais de service explicites. Les revenus de la propriété nets hors SIFIM sont donc déterminés, entre autres, par les revenus d'intérêts nets effectifs des ménages qui s'ajoutent aux revenus distribués provenant de sociétés (c'est-à-dire les dividendes). Pour en savoir plus sur les récentes évolutions des revenus d'intérêts nets des ménages et des entreprises dans la zone euro, cf. l'encadré 7 du présent bulletin. Pour en savoir plus sur l'évolution des bénéfices des entreprises de la zone euro telle que perçue par les entreprises, cf. l'encadré intitulé « *Earnings calls : de nouvelles données sur les bénéfices, l'investissement et les conditions de financement des entreprises* », *Bulletin économique*, n° 4, BCE, 2023.

Graphique B

Évolution du revenu nominal des ménages

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



Sources : Comptes sectoriels trimestriels de la BCE et d'Eurostat et calculs de la BCE.

Note : Les chiffres entre parenthèses correspondent à la part de revenu disponible attribuable aux postes de revenus listés pour 2022.

Les composantes du revenu disponible des ménages ne sont pas toutes disponibles pour les ménages sous la forme de flux de trésorerie positifs.

La mesure du revenu disponible des ménages dans les comptes nationaux diffère des flux de trésorerie des ménages pour des raisons conceptuelles, l'objectif des comptes nationaux étant de mesurer l'activité économique, y compris le revenu des ménages, de manière aussi complète et précise que possible. Cela signifie que des données provenant de nombreuses sources différentes doivent être combinées et que les variables pour lesquelles aucune donnée directe n'est disponible doivent être estimées⁶. Par conséquent, les composantes du revenu disponible mesurées dans les comptes nationaux ne sont pas toutes disponibles pour les ménages sous la forme de flux de trésorerie positifs et sont donc susceptibles de ne pas se refléter dans la perception de leur revenu par les ménages (tableau A). Ce résultat est essentiellement lié aux revenus hors travail hors revenu fiscal net, qui ont bénéficié au premier semestre 2023 par rapport au second semestre 2022 principalement, de la croissance exceptionnellement forte de l'excédent brut d'exploitation et de la hausse importante des SIFIM, ni l'une ni l'autre n'ayant généré de flux de trésorerie positif pour les ménages (graphique B).

⁶ Pour une discussion sur la réconciliation des données de comptes nationaux relatives au revenu avec les données d'enquêtes dans le contexte des statistiques de l'UE sur le revenu et les conditions de vie (SRCV-UE), cf. Törmälehto (V.), « *Reconciliation of EU statistics on income and living conditions (EU-SILC) data and national accounts* », *Statistical working papers*, Eurostat, 2019.

Tableau A

Composantes du revenu et leur disponibilité sous forme de flux de trésorerie

Composante du revenu		Comptes nationaux.	Génère des flux de trésorerie ?
Revenus du travail	Rémunération des salariés	Salaires et traitements (en espèces et en nature)	Oui
		Cotisations sociales patronales effectives	Non
		Cotisations sociales patronales imputées	Non
Revenus hors travail hors revenu fiscal net	Revenus des travailleurs indépendants	Revenu mixte	Oui
	Revenus tirés de la location de biens immobiliers résidentiels et non résidentiels	Revenu mixte	Oui
	Loyers imputés	Excédent d'exploitation	Non
	Intérêts reçus avant allocation des SIFIM	Revenus de la propriété reçus	Oui
	Intérêts versés avant allocation des SIFIM	Revenus de la propriété versés	Oui
	SIFIM	Revenu mixte, excédent d'exploitation, revenus de la propriété nets	Non
	Revenu des autres investissements (par exemple, dividendes) et loyers (sur terrains et gisements) reçus	Revenus de la propriété reçus	Oui
Revenu fiscal net	Revenus de la propriété attribués aux souscripteurs de polices d'assurance	Revenus de la propriété reçus	Non
		Prestations sociales reçues (autres que les transferts sociaux en nature), cotisations sociales (y compris contributions sociales patronales) et impôts sur le revenu payés, impôts sur le patrimoine payés	Oui
		Transferts sociaux en nature reçus	Non

Sources : Eurostat et évaluation des services de la BCE.

Note : Les cotisations sociales patronales (effectives et imputées) n'affectent pas le revenu disponible net des ménages, car elles font partie tant de la rémunération des salariés que du revenu fiscal net, et accroissent par conséquent le revenu dans le cadre de la première et le réduisent dans le cadre du second.

Les SIFIM représentent les services d'intermédiation financière fournis par les institutions financières qui ne sont pas facturés explicitement mais sont pertinents pour la mesure de la production des banques, et peuvent donc avoir un impact sur le PIB et le revenu national ⁷. Les versements d'intérêts des ménages sur les prêts à la consommation et les prêts hypothécaires, et les intérêts reçus sur les dépôts sont enregistrés au taux de refinancement interbancaire dans les comptes nationaux ⁸. Toutefois, ce taux diffère des taux d'intérêt auxquels font face les ménages dans les faits, les taux débiteurs étant généralement plus élevés et les taux des dépôts plus bas que le taux interbancaire. La différence entre les intérêts versés et les intérêts perçus tels que mesurés dans les comptes nationaux et les montants effectifs est enregistrée comme frais de service implicites payés par les ménages au secteur financier, qui sont déclarés comme SIFIM dans les comptes nationaux. Ainsi, les SIFIM sont utilisés dans les comptes financiers pour calculer la valeur ajoutée des intermédiaires financiers (par exemple, les banques) pour les services financiers fournis sans frais de service explicites. Pour le secteur des ménages, cette marge indirectement mesurée est allouée à la consommation

⁷ Pour le concept de SIFIM et son traitement dans les comptes nationaux, cf. le chapitre 14 du manuel du Système européen des comptes 2010 (SEC 2010).

⁸ Il s'agit du taux pour lequel on suppose que le ménage en tant que prêteur et le ménage en tant qu'emprunteur seraient disposés à conclure une transaction.

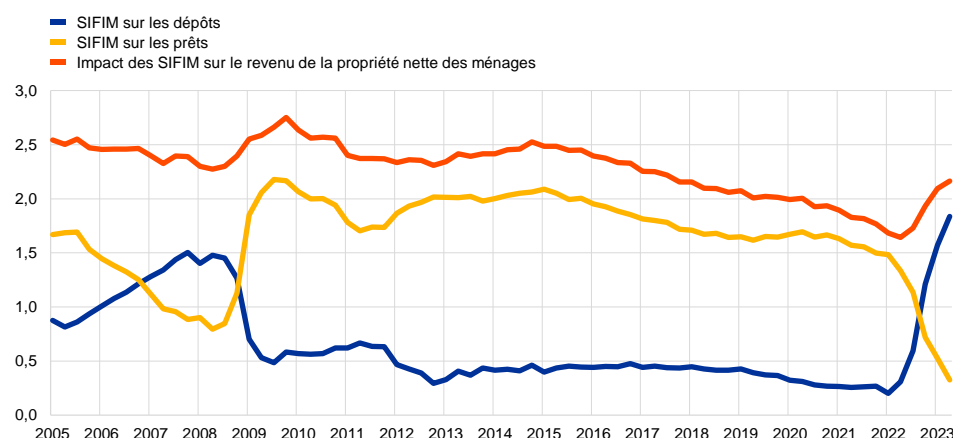
(comme service financier aux ménages) et au revenu disponible (pour rembourser la perte de revenu indirecte résultant des taux d'intérêt moins favorables auxquels les ménages sont de fait exposés), sans répercussion sur l'épargne des ménages.

Les SIFIM jouent un rôle particulièrement important pour le revenu et la consommation des ménages dans le contexte actuel de forte hausse des taux d'intérêt⁹. Les SIFIM ont un impact notable sur la dynamique du revenu disponible des ménages en période de fortes variations des taux d'intérêt, telle que la phase actuelle de resserrement monétaire (graphique C). Les taux d'intérêt sur les encours de prêts et sur les dépôts des ménages s'ajustant en général lentement, la hausse du taux d'intérêt interbancaire déclenchée par le resserrement de la politique monétaire depuis l'été 2022 a entraîné une forte hausse des SIFIM pour les dépôts et une forte baisse des SIFIM pour les prêts. Étant donné le volume des dépôts détenus par les ménages par rapport à leurs prêts, ces évolutions ont *in fine* eu un impact positif sur les revenus de la propriété nets des ménages, les SIFIM passant d'une moyenne de 1,7 % du revenu disponible des ménages au premier semestre 2022 à 2,1 % au premier semestre 2023.

Graphique C

Services d'intermédiation financière indirectement mesurés

(en pourcentage du revenu disponible des ménages)



Sources : Comptes sectoriels trimestriels de la BCE et d'Eurostat et calculs de la BCE.

Note : Les SIFIM sur les dépôts sont calculés comme la différence entre les intérêts que reçoivent les ménages après allocation des SIFIM et les intérêts effectivement reçus, tandis que les SIFIM sur les prêts correspondent à la différence entre les intérêts effectivement versés et les intérêts versés après allocation des SIFIM. L'impact net des SIFIM sur les revenus d'intérêts nets des ménages et donc sur les revenus de la propriété nets des ménages correspond donc à la somme des SIFIM sur les dépôts et les prêts. La dernière observation se rapporte au deuxième trimestre 2023.

Le revenu disponible des ménages inclut également les loyers imputés, qui affectent l'excédent brut d'exploitation des ménages.

L'excédent brut d'exploitation des ménages tel qu'enregistré dans les comptes nationaux mesure la production de services de logement par les ménages pour leur propre consommation moins les consommations intermédiaires nécessaires à cette production (par exemple, les SIFIM sur les prêts hypothécaires) et les taxes.

⁹ Pour une évaluation de l'impact des SIFIM dans le cas de la France en se concentrant sur les prix à la consommation, cf. INSEE, « Note de conjoncture - Refroidissement », *Conjoncture en France*, décembre 2022.

La production de services de logement par les ménages pour leur propre consommation correspond aux loyers imputés que percevraient les ménages s'ils avaient mis en location le logement qu'ils occupent en tant que propriétaire ¹⁰.

La hausse exceptionnellement forte de l'excédent brut d'exploitation au premier semestre 2023 est attribuable à une augmentation des loyers imputés et à une baisse des SIFIM sur les prêts hypothécaires. Les loyers imputés ont sans doute été positivement influencés par l'accélération de la hausse des loyers, qui, d'après l'indice des loyers mesurant, aux fins de l'indice des prix à la consommation harmonisé, les loyers effectivement payés par les locataires, est passée d'une moyenne de 2 % au second semestre 2022 à 2,6 % au premier semestre 2023, atteignant des niveaux historiquement élevés (graphique D). Dans le même temps, les SIFIM sur les prêts hypothécaires devraient avoir nettement baissé en parallèle du recul des SIFIM sur les prêts totaux au premier semestre 2023 (graphique C). Les deux facteurs, c'est-à-dire la hausse des loyers imputés et la baisse des SIFIM sur les prêts hypothécaires, peuvent expliquer la forte augmentation de l'excédent brut d'exploitation des ménages au premier semestre 2023 ¹¹.

Graphique D Hausse des loyers

(variations annuelles en pourcentage ; moyennes trimestrielles)



Sources : Eurostat et calculs de la BCE.

Note : La dernière observation se rapporte au troisième trimestre 2023 et fait référence à octobre 2023.

Les perspectives moroses de la consommation privée semblent en ligne avec l'évaluation négative par les consommateurs des évolutions récentes du

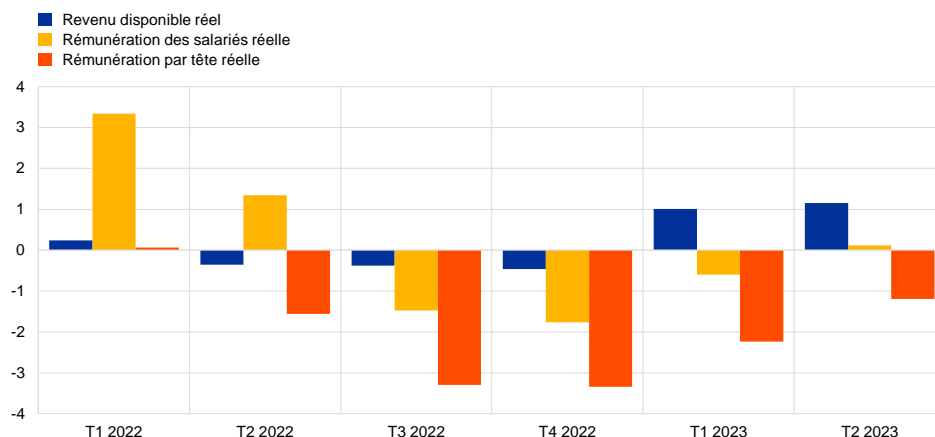
¹⁰ L'inclusion des loyers imputés dans les comptes nationaux est importante pour atteindre la couverture totale des activités immobilières (locataires et propriétaires-occupants). Ce faisant, la comparabilité à l'échelle internationale du PIB et du revenu national est assurée, la proportion de ménages propriétaires de leur logement pouvant varier significativement d'un pays à l'autre. Toutefois, les loyers imputés ne pouvant être observés, il convient de procéder à une estimation.

¹¹ Le fait que les SIFIM sur les prêts hypothécaires soient ajoutés au revenu disponible des ménages via les revenus de la propriété nets et déduits du revenu des ménages via l'excédent brut d'exploitation (et via le revenu mixte pour les ménages qui, dans les faits, sont propriétaires) signifie qu'ils n'ont aucun effet sur le revenu disponible des ménages, l'effet total des SIFIM sur le revenu disponible des ménages est par conséquent effectivement déterminé par les SIFIM sur les dépôts et sur les prêts à la consommation. Cet impact ne correspond pas aux SIFIM présentés dans les graphiques B et C, qui montrent l'impact des SIFIM sur les revenus de la propriété nets des ménages pour lesquels des données officielles sont disponibles.

revenu réel. Bien que les SIFIM et les loyers imputés soient ajoutés au revenu disponible des ménages dans les comptes nationaux, ils ne contribuent pas au flux de trésorerie des ménages et peuvent donc ne pas être pris en compte dans la perception que les ménages ont du revenu. Comme telles, ces sources de revenus ne devraient pas jouer de rôle majeur dans l'évolution de la consommation privée¹². Les revenus du travail constituent un indicateur de la croissance du revenu des ménages qui devrait se rapprocher du revenu que les ménages perçoivent effectivement. En effet, si l'on déflate la rémunération des salariés et la rémunération par tête au moyen du déflateur des prix à la consommation privée, cela suggère que la croissance du revenu réel, tel qu'il est très probablement perçu par les ménages, a été plus faible que la croissance du revenu disponible réel telle que mesurée dans les comptes nationaux (graphique E). Ce résultat est lui-même en ligne avec l'évaluation pessimiste par les consommateurs des évolutions récentes du revenu réel selon les enquêtes (comme le montre le graphique A) et ainsi avec les perspectives moroses de la consommation privée¹³.

Graphique E Évolution du revenu réel des ménages

(variations annuelles en pourcentage)



Sources : Eurostat et calculs de la BCE.

Note : L'évolution du revenu réel est calculée à l'aide du déflateur des prix à la consommation privée rapporté au revenu nominal déflaté.

¹² Ce résultat est en ligne avec la conclusion selon laquelle la propension à consommer semble atteindre son niveau le plus élevé pour les postes de revenus les plus liquides (tels que les revenus du travail) et vice versa. Cf. de Bondt (G.), Gieseck (A.), Herrero (P.) et Zekaité (Z.), « *Disaggregate income and wealth effects in the largest euro area countries* », *Working Paper Series*, n° 2343, BCE, décembre 2019.

¹³ Pour une évaluation des perspectives de consommation privée, cf. la section relative aux évolutions de l'activité économique dans le présent Bulletin économique.

6 Conditions de la liquidité et opérations de politique monétaire du 2 août au 31 octobre 2023

Denis Lungu et Kristian Tötterman

Le présent encadré décrit les conditions de la liquidité et les opérations de politique monétaire de l'Eurosystème durant les cinquième et sixième périodes de constitution de réserves de 2023. Ces deux périodes de constitution se sont déroulées du 2 août au 31 octobre 2023 (la « période sous revue »).

Le Conseil des gouverneurs a relevé les trois taux directeurs de la BCE de 25 points de base à chacune de ses réunions sur la période, c'est-à-dire le 27 juillet et le 14 septembre 2023. Ces augmentations ont pris effet au cours des cinquième et sixième périodes de constitution respectivement. Lors de sa réunion du 27 juillet, le Conseil des gouverneurs a également décidé de réduire à 0 % la rémunération des réserves obligatoires que les banques sont tenues de détenir auprès de leur banque centrale nationale de l'Eurosystème. Cette réduction est entrée en vigueur au début de la sixième période de constitution.

L'excédent de liquidité dans le système bancaire de la zone euro a continué de diminuer durant la période sous revue. Cette baisse s'explique principalement par l'arrivée à échéance de la cinquième opération de la troisième série d'opérations de refinancement à plus long terme ciblées (TLTRO III) et par les remboursements anticipés d'autres fonds TLTRO par les banques le 27 septembre 2023. Dans une certaine mesure, elle a également résulté de la baisse des titres détenus dans le cadre du programme d'achats d'actifs (*asset purchase programme*, APP) depuis l'arrêt par l'Eurosystème des réinvestissements dans le cadre de ce programme à compter du 1^{er} juillet. Toutefois, la réduction de la fourniture de liquidité a été partiellement compensée par la baisse continue du solde des facteurs autonomes qui avait débuté avec la fin de l'environnement de taux d'intérêt négatifs en juillet 2022, principalement en raison de la diminution des dépôts des administrations publiques.

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 101,3 milliards d'euros pour s'établir à 1 735,0 milliards. Par rapport aux troisième et quatrième périodes de constitution de 2023, cette évolution résulte entièrement d'une baisse de 101,3 milliards d'euros du solde des facteurs autonomes, qui s'établit à 1 570,0 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 sont restées inchangées à 165 milliards d'euros.

Les facteurs autonomes de retrait de liquidité ont diminué de 83,0 milliards d'euros au cours de la période sous revue, pour s'établir à 2 720,6 milliards, principalement en raison d'une baisse des dépôts des administrations publiques et des autres facteurs autonomes. Les dépôts des administrations publiques (cf. la partie du tableau A intitulée « Engagements ») ont diminué de 32,8 milliards d'euros en moyenne au cours de la période sous revue, ressortant à 222,6 milliards, l'essentiel de cette diminution étant intervenue au cours de la cinquième période de constitution des réserves. Cette baisse reflète la poursuite de la normalisation du volume global des coussins de liquidité détenus par les trésors publics nationaux et, au sein de ces coussins, un ajustement de leurs stratégies de gestion de la trésorerie en raison des variations de la rémunération des dépôts des administrations publiques auprès de l'Eurosystème qui a rendu plus attrayant financièrement le placement de fonds sur le marché.

Plus spécifiquement, la BCE a abaissé le plafond appliqué à la rémunération des dépôts des administrations publiques auprès de l'Eurosystème au taux à court terme de l'euro (€STR) minoré de 20 points de base, à compter du 1^{er} mai 2023. Dans le cadre du concept de plafond, les banques centrales nationales de l'Eurosystème peuvent décider de s'écarter du plafond et de rémunérer les dépôts des administrations publiques à un taux moins élevé. Par exemple, la Deutsche Bundesbank a fixé à 0 % le taux d'intérêt appliqué à la rémunération des dépôts des administrations publiques nationales, à compter du 1^{er} octobre 2023. Cependant, l'effet baissier de cette modification sur les dépôts des administrations publiques concernés a été compensé par des variations saisonnières à la hausse d'autres dépôts des administrations publiques. La normalisation des conditions sur le marché repo et le niveau plus élevé des taux repo par rapport à l'€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 5,5 milliards d'euros au cours de la période sous revue, à 1 559,8 milliards, reflétant la poursuite de la réduction de la détention de billets observée depuis que les taux directeurs de la BCE sont sortis du territoire négatif. Les autres facteurs autonomes ont également diminué, de 44,7 milliards d'euros en moyenne. La baisse reflète plusieurs variations d'autres actifs divers et du compte de réévaluation.

Les facteurs autonomes d'apport de liquidité ont augmenté de 18 milliards d'euros, pour s'établir à 1 150,8 milliards. Les actifs nets libellés en euros ont augmenté de 28,5 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 un ajustement des stratégies de gestion de 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 de l'ERMS ayant été également ajustée à compter du 1^{er} mai 2023. Les avoirs extérieurs nets ont diminué de 10,5 milliards d'euros, compensant partiellement la baisse mentionnée ci-dessus des autres facteurs autonomes.

Le tableau A fournit une vue d'ensemble des conditions de la liquidité de l'Eurosystème, y compris les variations des facteurs autonomes mentionnés ci-dessus ¹.

Tableau A
Conditions de la liquidité dans l'Eurosystème

Engagements

(moyennes ; en milliards d'euros)

	Période sous revue actuelle : 2 août 2023-31 octobre 2023						Précédente période sous revue : 10 mai 2023-1 ^{er} août 2023	
	Cinquième et sixième périodes de constitution		Cinquième période de constitution : 2 août-19 septembre		Sixième période de constitution : 20 septembre-31 octobre		Troisième et quatrième périodes de constitution	
Facteurs autonomes de retrait de liquidité	2 720,6	(-83,0)	2 735,5	(-48,0)	2 703,3	(-32,1)	2 803,6	(-128,3)
Billets en circulation	1 559,8	(-5,5)	1 564,2	(-2,8)	1 554,7	(-9,5)	1 565,4	(+8,2)
Dépôts des administrations publiques	222,6	(-32,8)	222,5	(-31,9)	222,7	(+0,3)	255,4	(-114,3)
Autres facteurs autonomes (nets) ¹⁾	938,2	(-44,7)	948,8	(-13,3)	925,8	(-23,0)	982,9	(-22,3)
Excédent des avoirs en compte courant par rapport aux réserves obligatoires	9,5	(-5,1)	9,0	(-3,3)	10,0	(+1,0)	14,5	(-6,8)
Réserves obligatoires ²⁾	165,0	(-0,0)	165,3	(+0,2)	164,5	(-0,7)	165,0	(-0,3)
Facilité de dépôt	3 615,1	(-300,3)	3 647,4	(-57,0)	3 577,4	(-70,1)	3 915,4	(-130,0)
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.

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

Avoirs

(moyennes ; en milliards d'euros)

	Période sous revue actuelle : 2 août 2023-31 octobre 2023						Précédente période sous revue : 10 mai 2023-1 ^{er} août 2023	
	Cinquième et sixième périodes de constitution		Cinquième période de constitution : 2 août-19 septembre		Sixième période de constitution : 20 septembre-31 octobre		Troisième et quatrième périodes de constitution	
Facteurs autonomes d'apport de liquidité	1 150,8	(+18,0)	1 139,5	(+19,6)	1 164,0	(+24,5)	1 132,8	(+61,8)
Avoirs extérieurs nets	927,5	(-10,5)	924,3	(-3,4)	931,2	(+6,9)	938,0	(+6,1)
Avoirs nets libellés en euros	223,3	(+28,5)	215,2	(+23,1)	232,8	(+17,7)	194,8	(+55,8)
Instruments de politique monétaire	5 359,5	(-406,7)	5 417,9	(-128,1)	5 291,5	(-126,4)	5 766,2	(-327,1)
<i>Opérations d'open market</i>	5 359,4	(-406,7)	5 417,8	(-128,1)	5 291,4	(-126,4)	5 766,1	(-327,2)
Opérations de crédit	568,2	(-329,3)	606,6	(-86,3)	523,5	(-83,1)	897,5	(-274,7)
Opérations principales de refinancement	6,8	(+0,5)	5,6	(-5,3)	8,1	(+2,6)	6,3	(+5,0)
Opérations de refinancement à plus long terme d'une durée de trois mois	8,2	(+4,3)	8,9	(+3,4)	7,4	(-1,5)	3,8	(+1,4)
TLTRO III	553,3	(-334,2)	592,2	(-84,4)	508,0	(-84,1)	887,5	(-281,1)
Portefeuilles d'achats fermes de titres ¹⁾	4 791,2	(-77,3)	4 811,2	(-41,8)	4 767,9	(-43,3)	4 868,6	(-52,5)
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.

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 : 2 août 2023-31 octobre 2023						Précédente période sous revue : 10 mai 2023-1 ^{er} août 2023	
	Cinquième et sixième périodes de constitution		Cinquième période de constitution : 2 août-19 septembre		Sixième période de constitution : 20 septembre-31 octobre		Troisième et quatrième périodes de constitution	
Besoin global de financement ¹⁾	1 735,0	(-101,3)	1 761,4	(-67,8)	1 704,1	(-57,3)	1 836,3	(-190,4)
Solde des facteurs autonomes ²⁾	1 570,0	(-101,3)	1 596,1	(-68,0)	1 539,6	(-56,6)	1 671,3	(-190,1)
Excédent de liquidité ³⁾	3 624,5	(-305,3)	3 656,4	(-60,2)	3 587,3	(-69,0)	3 929,8	(-136,8)

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 : 2 août 2023-31 octobre 2023				Précédente période sous revue : 10 mai 2023-1 ^{er} octobre 2023			
	Cinquième période de constitution : 2 août- 19 septembre		Sixième période de constitution : 20 septembre- 31 octobre		Troisième période de constitution		Quatrième période de constitution	
Opérations principales de refinancement	4,37	(+0,49)	4,25	(+0,25)	4,50	(+0,25)	3,88	(+0,61)
Facilité de prêt marginal	4,62	(+0,49)	4,50	(+0,25)	4,75	(+0,25)	4,13	(+0,61)
Facilité de dépôt	3,87	(+0,49)	3,75	(+0,25)	4,00	(+0,25)	3,38	(+0,61)
€STR	3,767	(+0,492)	3,652	(+0,251)	3,901	(+0,249)	3,275	(+0,607)
RepoFunds Rate Euro	3,797	(+0,529)	3,687	(+0,286)	3,926	(+0,239)	3,267	(+0,607)

Sources : BCE, CME Group et Bloomberg.

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

Fourniture de liquidité par le biais des instruments de politique monétaire

Le montant moyen de la liquidité fournie par le biais des instruments de politique monétaire a diminué de 406,7 milliards d'euros, pour s'établir à 5 359,5 milliards au cours de la période sous revue (graphique A).

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

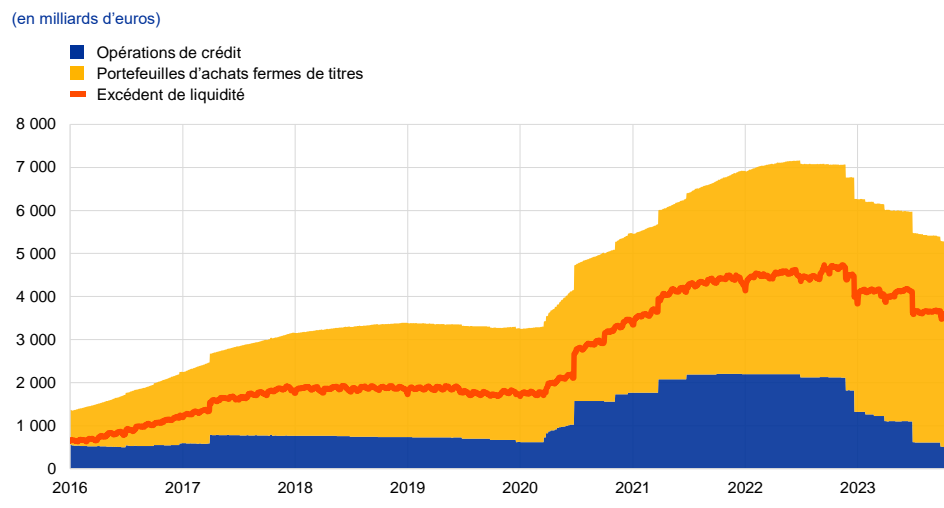
Le montant moyen de liquidité fournie par le biais d'opérations de crédit a diminué de 329,3 milliards d'euros, pour s'établir à 568,2 milliards, au cours de la période sous revue. Cette réduction reflète largement la baisse des encours des TLTRO III en raison a) de l'arrivée à échéance de la cinquième opération TLTRO III (66,7 milliards d'euros) et des remboursements anticipés d'autres fonds TLTRO (34,2 milliards) le 27 septembre, et b) de l'arrivée à échéance de la quatrième opération TLTRO III (476,8 milliards d'euros) et des remboursements anticipés d'autres fonds TLTRO (29,5 milliards) le 28 juin, qui ont continué d'affecter le niveau moyen des opérations de crédit au cours de la précédente période sous revue. Avec des augmentations moyennes de 0,5 milliard d'euros et de 4,3 milliards respectivement, les opérations principales de refinancement et les opérations de refinancement à plus long terme d'une durée de trois mois n'ont compensé qu'une petite part de l'assèchement de liquidité provoqué par les remboursements au titre des TLTRO III. Les hausses limitées de ces opérations reflètent la situation de liquidité confortable des banques et la disponibilité d'autres sources de financement.

Le montant moyen de liquidité fournie par le biais des encours des portefeuilles d'achats fermes de titres a diminué de 77,3 milliards d'euros au cours de la période sous revue. Cette baisse est imputable à l'arrêt des réinvestissements du principal des titres arrivant à échéance dans le cadre de l'APP à compter du 1^{er} juillet 2023. 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.

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 31 octobre 2023.

Excédent de liquidité

L'excédent de liquidité moyen a diminué de 305,3 milliards d'euros, pour s'établir à 3 624,5 milliards (graphique A). L'excédent de liquidité correspond à la somme de l'excédent des réserves des banques par rapport aux réserves obligatoires et du recours à la facilité de dépôt, déduction faite du recours à la facilité de prêt marginal. Il reflète la différence entre la liquidité totale fournie au système bancaire et les besoins de liquidité des banques afin de remplir leurs obligations en matière de constitution de réserves. Après un point haut de 4 748 milliards en novembre 2022, l'excédent de liquidité moyen a régulièrement diminué, principalement en raison des opérations arrivant à échéance et des remboursements anticipés dans le cadre des TLTRO III. L'arrêt des réinvestissements dans le cadre de l'APP à compter du 1^{er} juillet 2023 a également contribué à cette baisse.

Évolutions des taux d'intérêt

L'€STR a augmenté de 47,8 points de base, passant de 3,404 % le 1^{er} août, dernier jour de la précédente période sous revue, à 3 882 % le 31 octobre, dernier jour de la période sous revue actuelle, reflétant les relèvements des

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.

taux directeurs de la BCE³. Les relèvements des taux directeurs de la BCE qui ont pris effet en août et en septembre 2023 se sont transmis aux taux au jour le jour du marché monétaire en blanc de façon immédiate et complète. Les effets de fin de trimestre et de fin de mois sur l'€STR ont été légèrement plus prononcés en septembre et en octobre. Cela peut être attribué aux tentatives des banques d'optimiser l'assiette de leurs réserves obligatoires afin de réduire leurs réserves obligatoires pour les septième et huitième périodes de constitution de réserves de 2023 respectivement. L'€STR s'est échangé 12 et 11,8 points de base au-dessous du taux de la facilité de dépôt fin septembre et fin octobre respectivement, soit un niveau légèrement supérieur à l'écart moyen de 10,8 points de base observé en fin de trimestre et en fin de mois en 2023.

Le taux repo dans la zone euro, mesuré par l'indice RepoFunds Rate Euro, a augmenté de 49,6 points de base, passant de 3,438 % le 1^{er} août à 3,934 % le 31 octobre. Comme pour le marché monétaire en blanc, la transmission des relèvements des taux directeurs de la BCE au compartiment des opérations garanties du marché monétaire a été immédiate et complète. Le marché repo a continué de bien fonctionner grâce à plusieurs facteurs, notamment une augmentation des émissions nettes depuis début 2023 et la libération des garanties mobilisées à la suite de l'arrivée à échéance des TLTRO, ainsi que la diminution des encours au titre de l'APP.

³ Le taux au 31 octobre a été influencé par l'effet de fin de mois pour ce mois.

Revenus nets d'intérêts des ménages et des entreprises ¹

Gabe de Bondt, Georgi Krustev, Michal Slavik et Mika Tujala

Cet encadré se concentre sur les évolutions des revenus nets d'intérêts des ménages et des entreprises dans un contexte de hausse des taux d'intérêt.

Après une décennie de taux d'intérêt bas, la BCE a entamé une série de relèvements des taux directeurs en juillet 2022. Les modifications des taux directeurs affectent les taux d'intérêt appliqués aux actifs rémunérés, tels que les dépôts bancaires, et ceux appliqués aux passifs portant intérêts, tels que les prêts et les obligations. Ces taux d'intérêt affectent à leur tour les revenus d'intérêts perçus et payés par les ménages et les entreprises, de même que l'ampleur, l'échéance résiduelle et le délai de réévaluation de leurs actifs et passifs portant intérêts. Les revenus nets d'intérêts, c'est-à-dire les intérêts perçus moins les intérêts payés, représentent un canal direct par lequel les modifications des taux directeurs de la BCE se transmettent aux épargnants et aux emprunteurs via les taux d'intérêt des actifs et des passifs qu'ils détiennent ². Cela s'ajoute aux incitations issues des taux d'intérêt appliqués sur les nouveaux prêts et produits d'épargne, ainsi qu'à d'autres canaux de transmission ayant une incidence sur les ménages et les entreprises, mais qui n'entrent pas dans le champ du présent encadré ³.

Ces dernières années, les ménages et les entreprises ont affiché des revenus nets d'intérêts négatifs au niveau agrégé de la zone euro. De même, des secteurs tels que celui des administrations publiques et, dans une bien moindre mesure, le reste du monde ont également affiché des revenus nets d'intérêts négatifs. Cela contraste nettement avec les sociétés financières, qui ont généré des revenus nets d'intérêts positifs élevés. Depuis 2007, les intérêts payés ont été supérieurs aux intérêts perçus, jusqu'à 1 % du PIB pour les ménages de la zone euro et jusqu'à 2,5 % pour les entreprises (graphique A). L'ajustement des revenus

¹ Cet encadré a été actualisé le 30 janvier 2024 en supprimant le texte concernant les évolutions des revenus nets d'intérêts des ménages en Espagne. La version précédente comportait une erreur dans le graphique C pour les ménages en Espagne, qui a conduit à une surestimation des évolutions en Espagne.

² Cet encadré se concentre sur les revenus nets d'intérêts avant allocation des services d'intermédiation financière indirectement mesurés (SIFIM), car ils reflètent de manière plus exacte les taux d'intérêt effectifs appliqués aux prêts et aux dépôts. Cela diffère de la mesure des revenus nets d'intérêts dans les comptes nationaux, enregistrés après allocation des SIFIM, ce qui signifie que les intérêts payés et les intérêts perçus sont calculés comme si les dépôts et les prêts étaient rémunérés sur la base d'un taux de référence, ou du taux de refinancement interbancaire. Les SIFIM sont utilisés dans les comptes nationaux pour calculer la valeur des services d'intermédiation fournis par les institutions financières qui n'ont pas de frais de service explicites. Pour plus d'informations, cf. le chapitre 14 du [Règlement \(UE\) n° 549/2013 du Parlement européen et du Conseil du 21 mai 2013 relatif au système européen des comptes nationaux et régionaux dans l'Union européenne](#) (JO L 174, 26.06.2013, p. 1), et « [Revenus des ménages](#) », *Note de conjoncture*, INSEE, 15 décembre 2022.

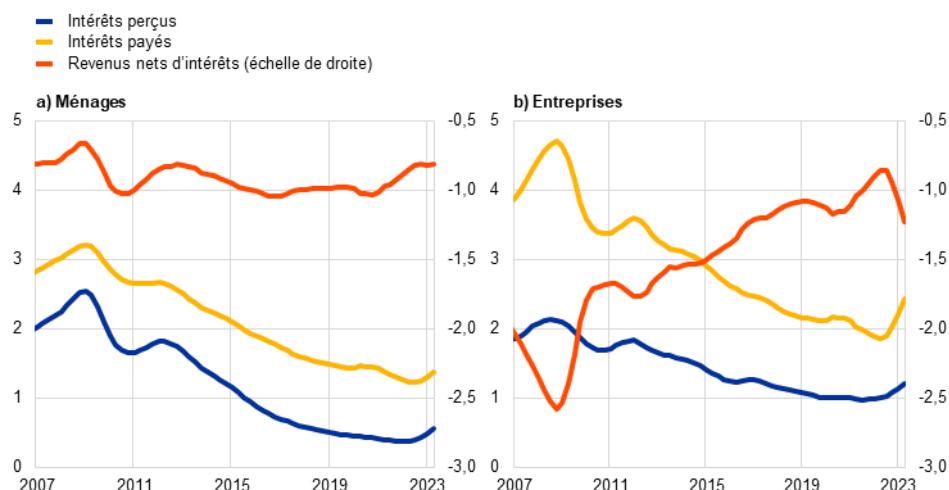
³ Pour plus d'informations sur ce sujet, cf. l'encadré intitulé « [Faiblesse des taux d'intérêt et revenus d'intérêts nets des ménages](#) », *Bulletin économique*, n° 4, BCE, 2016. Pour une description des principaux canaux de transmission de la politique monétaire, cf. Lane (P.R.), « [The banking channel of monetary policy tightening in the euro area](#) », remarques formulées lors de la table ronde sur la solvabilité des banques et la politique monétaire, *NBER Summer Institute 2023 Macro, Money and Financial Frictions Workshop*, 12 juillet 2023.

nets d'intérêts dans le dernier cycle de relèvement des taux d'intérêt de la BCE diffère selon les ménages et les entreprises. Les revenus nets d'intérêts des entreprises de la zone euro exprimés en pourcentage du PIB ont diminué de 0,3 point de pourcentage depuis fin 2021, tandis que les revenus nets d'intérêts des ménages ont augmenté de 0,1 point de pourcentage. Cette évolution contrastée reflète une réévaluation plus progressive des intérêts payés par les ménages sur l'encours de leur dette par rapport aux entreprises, ce qui s'explique en grande partie par le fait que les ménages possèdent une part plus importante de prêts à taux fixe ⁴.

Graphique A

Intérêts perçus, intérêts payés et revenus nets d'intérêts des ménages et des entreprises dans la zone euro

(flux sur quatre trimestres en pourcentage du produit intérieur brut nominal)



Sources : Eurostat, données des comptes sectoriels trimestriels (QSA) de la BCE et calculs des auteurs.
Note : Les dernières observations se rapportent au deuxième trimestre 2023.

La différence entre les taux d'intérêt perçus sur les actifs et ceux payés sur les passifs est un déterminant important du revenu net. Malgré une situation positive en termes d'actifs nets nominaux, les revenus nets d'intérêts négatifs des ménages au niveau agrégé de la zone euro indiquent que le taux d'intérêt moyen payé sur l'encours de leur dette est supérieur au taux d'intérêt moyen perçu sur l'encours de leurs dépôts en raison des services de transformation des échéances fournis par les sociétés financières et des marges d'intermédiation financière qui y sont associées (graphique B). En termes de dynamique, depuis fin 2021, les revenus nets d'intérêts des ménages de la zone euro ont bénéficié de l'ajustement progressif des taux appliqués aux encours des prêts hypothécaires en raison de leur durée plus longue. Et ce, en dépit de la hausse rapide des taux hypothécaires pour les contrats nouveaux. Bien que les ménages rééquilibrent activement leurs portefeuilles d'actifs au profit des dépôts à terme et des titres de créance, les intérêts perçus ont été modérés par la part importante de l'épargne détenue sous forme de dépôts à vue. Ces derniers ont tendance à offrir une rémunération plus faible et sont

⁴ Pour la part des prêts à taux fixe accordés aux ménages et aux entreprises dans la zone euro, cf. Lane (P. R.), *op. cit.*

moins réactifs aux modifications des taux directeurs. Le taux d'intérêt tiré des revenus d'intérêts perçus par les ménages suit un profil semblable à celui du taux d'intérêt composite appliqué à l'encours des dépôts des ménages. On observe un tableau similaire pour les taux d'intérêt payés et perçus par les entreprises, même si le taux d'intérêt tiré des intérêts perçus est beaucoup plus élevé que le taux d'intérêt composite appliqué à l'encours des dépôts. Ces dépôts ne représentent qu'un tiers environ des actifs portant intérêts des entreprises, la majorité concernant des prêts interentreprises à plus haut rendement.

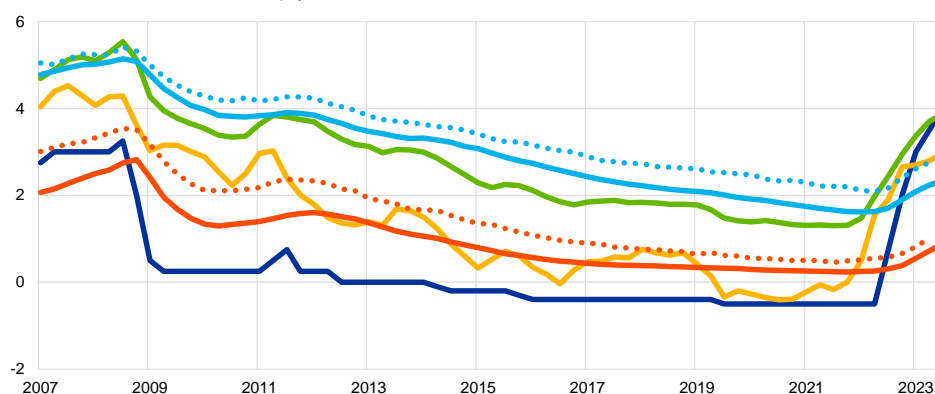
Graphique B

Taux d'intérêt appliqués aux dépôts et aux prêts consentis aux ménages et aux entreprises de la zone euro

a) Ménages

(en pourcentage annuel)

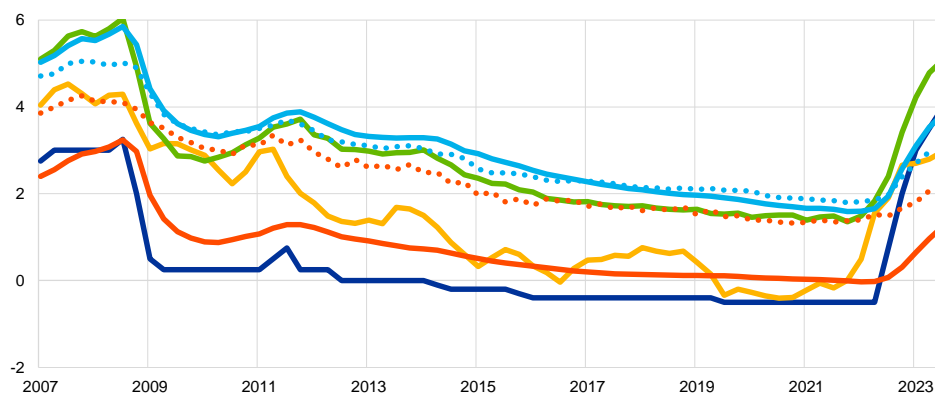
- Taux de la facilité de dépôt de la BCE
- Taux des swaps au jour le jour (OIS) à dix ans
- Taux d'intérêt composite sur l'encours des dépôts des ménages
- Indicateur du coût d'emprunt pour les prêts au logement consentis aux ménages
- Taux d'intérêt composite sur l'encours des prêts hypothécaires aux ménages
- Taux d'intérêt tiré des intérêts perçus
- Taux d'intérêt tiré des intérêts payés



b) Entreprises

(en pourcentage annuel)

- Taux de la facilité de dépôt de la BCE
- Taux des swaps au jour le jour (OIS) à dix ans
- Taux d'intérêt composite sur l'encours des dépôts des entreprises
- Indicateur du coût d'emprunt pour les entreprises
- Taux d'intérêt composite sur l'encours des prêts aux entreprises
- Taux d'intérêt tiré des intérêts perçus
- Taux d'intérêt tiré des intérêts payés



Sources : Eurostat et données QSA de la BCE, données sur les taux d'intérêt des IFM, données de bilan (BSI) et calculs des auteurs. Notes : Les dernières observations se rapportent au deuxième trimestre 2023 pour les taux d'intérêt tirés des intérêts perçus et des intérêts payés, et au troisième trimestre 2023 pour les autres rubriques. Le taux d'intérêt composite appliqué aux dépôts des ménages est une moyenne pondérée des taux d'intérêt appliqués aux dépôts à vue, aux dépôts à terme et aux dépôts remboursables avec préavis. Le taux d'intérêt composite appliqué aux dépôts des entreprises est une moyenne pondérée des taux d'intérêt appliqués aux dépôts à vue, aux dépôts à terme et aux accords de pension, avec leurs pondérations correspondantes.

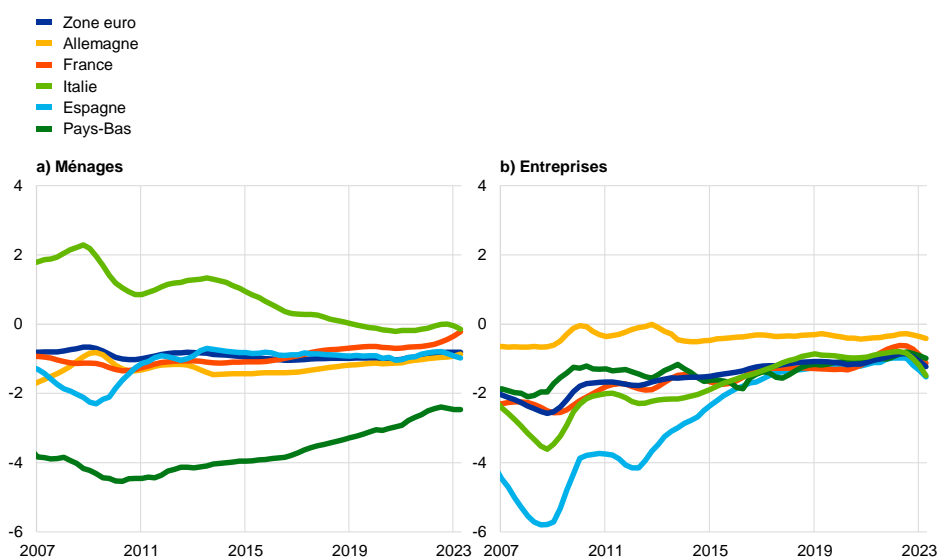
Les revenus nets d'intérêts au niveau de la zone euro masquent de fortes disparités entre les pays, qui reflètent principalement des situations différentes entre les secteurs en termes d'actifs nets. Sur les cinq principaux pays de la zone euro, les revenus nets d'intérêts des ménages sont nettement plus négatifs aux Pays-Bas (graphique C). En 2023, les revenus nets d'intérêts des ménages représentaient environ – 2 % du PIB aux Pays-Bas, tandis que ce

pourcentage était proche de zéro dans les autres grands pays de la zone euro. Les ménages italiens se situent à l'autre extrémité de l'échelle, avec des revenus nets d'intérêts positifs de longue date, qui ne sont devenus légèrement négatifs qu'en 2020. Si l'on examine les derniers trimestres, les revenus nets d'intérêts des ménages sont restés relativement stables dans l'ensemble des principaux pays de la zone euro. Les revenus nets d'intérêts des entreprises ont diminué dans tous les pays depuis le début du cycle de relèvement des taux en 2022, reflétant un niveau élevé de dettes à court terme ou à taux variable en termes agrégés, avec toutefois des différences significatives d'un pays à l'autre.

Graphique C

Revenus nets d'intérêts dans les principaux pays de la zone euro

(flux sur quatre trimestres en pourcentage du produit intérieur brut nominal)



Sources : Eurostat, données QSA de la BCE et calculs des auteurs.
Note : Les dernières observations se rapportent au deuxième trimestre 2023.

Les actifs nets portant intérêts ont également été un déterminant majeur de l'évolution des revenus nets d'intérêts et ils présentent une diversité notable d'un pays à l'autre.

Pour les ménages, les actifs portant intérêts sont supérieurs aux passifs dans tous les principaux pays de la zone euro, à l'exception des Pays-Bas (graphique D)⁵. Les actifs nets portant intérêts ont été constamment plus élevés en Italie que dans les autres grands pays de la zone euro, reflétant un niveau de dette plus faible et une plus grande détention d'actifs rémunérés, en particulier de titres de créance émis par les administrations publiques. Toutefois, en pourcentage du PIB, les actifs nets portant intérêts ont diminué en Italie depuis fin 2009. Cela reflète une baisse des détentions de titres de créance, qui explique la convergence des revenus nets d'intérêts vers le total de la zone euro. Pour les Pays-Bas, l'omniprésence passée des prêts *in fine* explique pourquoi les passifs sont supérieurs aux actifs portant intérêts et pourquoi les revenus nets d'intérêts sont

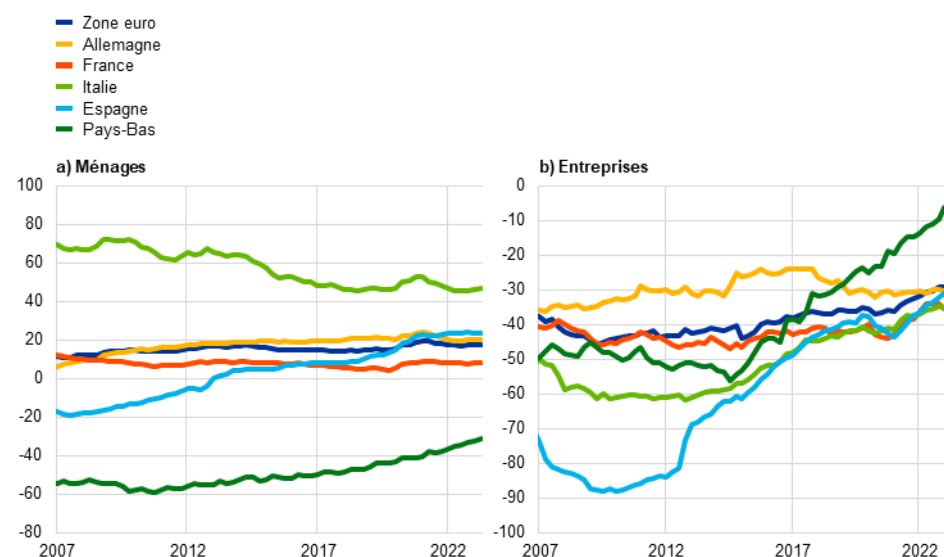
⁵ Outre les dépôts et les titres de créance, les ménages peuvent également épargner en achetant des actions, des parts de fonds d'investissement, des assurances-vie, des produits d'épargne retraite et des biens immobiliers. Les actifs nets des ménages, à savoir la différence entre le total des actifs qu'ils détiennent et le total de leurs dettes au passif, s'établissait entre 420 % et 607 % du PIB dans les cinq principaux pays membres de la zone euro au deuxième trimestre 2023.

inférieurs à ceux de la zone euro dans son ensemble. Les actifs nets portant intérêts ont augmenté en Espagne depuis la crise financière mondiale, reflétant une baisse de l'endettement qui, combinée à la part élevée des prêts à taux variable et à la baisse des taux d'intérêt, a entraîné une amélioration des revenus nets d'intérêts. Pour les entreprises, les passifs portant intérêts sont supérieurs aux actifs dans tous les principaux pays de la zone euro. En pourcentage du PIB, les actifs nets portant intérêts sont restés relativement inchangés en Allemagne et en France au cours de la dernière décennie, mais se sont inscrits en hausse régulière en Espagne, en Italie et aux Pays-Bas. En Espagne et en Italie, l'amélioration des revenus nets d'intérêts depuis 2012 s'explique principalement par une baisse de l'endettement, conjuguée à une part élevée de dettes à taux variable et à des taux d'intérêt plus bas.

Graphique D

Actifs nets portant intérêts dans la zone euro et dans les principaux pays de la zone euro

(encours en pourcentage des flux sur quatre trimestres du produit intérieur brut nominal)



Sources : Eurostat, données QSA de la BCE et calculs des auteurs.

Notes : Les actifs nets portant intérêts correspondent au total des actifs portant intérêts d'un secteur institutionnel moins sa dette au passif. Les actifs portant intérêts comprennent les dépôts, les titres de créance détenus directement et les prêts accordés. Dans le cas des ménages, la dette au passif comprend les prêts accordés par tous les secteurs institutionnels. Pour les entreprises, la dette au passif comprend également les titres de créance émis. Les dernières observations se rapportent au deuxième trimestre 2023.

En résumé, l'effet des hausses des taux d'intérêt sur les revenus nets d'intérêts diffère selon que le secteur institutionnel joue, en termes nets, le rôle de prêteur ou d'emprunteur. La hausse des taux affecte négativement les secteurs institutionnels qui ont besoin d'emprunter des fonds en raison de coûts de financement plus élevés. À l'inverse, les épargnants nets perçoivent plus de revenus, car ils peuvent bénéficier de taux d'intérêt plus élevés sur leurs actifs. En outre, les taux d'intérêt perçus et payés sur le stock d'actifs et de passifs ne varient que progressivement, à mesure que les instruments à taux variable sont réévalués et que les instruments à taux fixe existants arrivent à échéance. Les revenus nets d'intérêts des ménages de la zone euro ont augmenté de 0,1 % du PIB depuis fin 2021 et ont légèrement stimulé les dépenses de consommation privée via la propension marginale à consommer des revenus d'intérêts. Toutefois,

son effet positif sur la consommation a été moins important que l'effet négatif des taux d'intérêt plus élevés transmis via d'autres canaux. En revanche, les revenus nets d'intérêts des entreprises ont diminué de 0,3 % du PIB depuis fin 2021, entraînant une baisse de l'investissement en raison de sa sensibilité au *cash-flow*.

Ramón Adalid, Max Lampe et Silvia Scopel

Le cycle de relèvement des taux directeurs entamé mi-2022 a conduit les banques à augmenter les taux qu'elles proposent pour les dépôts. Jusqu'à présent, la BCE a relevé ses trois taux d'intérêt directeurs de 450 points de base au cours du cycle de resserrement. Par rapport aux niveaux observés fin mai 2022, peu avant l'annonce, lors de la conférence de presse de juin, de l'intention de relever les taux directeurs, les taux d'intérêt appliqués aux dépôts à terme nouvellement souscrits ont augmenté de 372 points de base et ceux appliqués aux dépôts à vue de 50 points de base.

Comparés aux taux directeurs, les taux des dépôts restent toutefois légèrement inférieurs aux normes historiques, en particulier pour les ménages, et principalement dans le cas des dépôts à vue. Lorsque les taux d'intérêt sont positifs, la rémunération des dépôts à terme a tendance à suivre étroitement le taux directeur ¹. En octobre 2023, les taux d'intérêt annuels proposés aux entreprises et aux ménages de la zone euro se sont établis, en moyenne, à 3,70 % et 3,27 %, respectivement, pour les dépôts à terme nouvellement souscrits assortis d'une échéance inférieure ou égale à deux ans. Cela implique des écarts de – 30 points de base et – 73 points de base, respectivement, par rapport au taux directeur. En octobre, l'écart de rendement pour les dépôts à terme des entreprises s'est situé dans la fourchette historique, tandis que celui pour les dépôts à terme des ménages a été légèrement plus important, mais pas sans précédent : il a été globalement similaire à celui observé début 2001, au pic du cycle de resserrement de 2000-2001. À la différence des dépôts à terme, la rémunération des dépôts à vue reste généralement bien inférieure au taux directeur lorsque les taux d'intérêt sont nettement supérieurs à zéro, reflétant les services de paiement, de liquidité et de commodité offerts par ce type de dépôts (graphique A, partie a) ². En outre, la rémunération associée évolue lentement, ce qui signifie que la taille de l'écart qui en résulte par rapport au taux directeur a tendance à s'élargir durant les cycles de resserrement. Cet élargissement est cohérent avec l'idée selon laquelle les coûts élevés pour changer de banque donnent aux établissements bancaires un pouvoir de marché, en particulier sur le marché des dépôts à vue ³. En octobre 2023, ces dépôts offraient un écart de rendement négatif beaucoup plus important que sur la

¹ Le taux directeur est le taux d'intérêt qu'une banque centrale utilise pour signaler son orientation de politique monétaire. Le taux de refinancement principal a été utilisé comme taux de référence pour calculer les écarts par rapport aux taux des dépôts au cours de la première décennie de l'euro, car dans un environnement où les niveaux d'excédent de liquidité étaient très bas, le taux des opérations principales de refinancement constituait la principale référence pour les taux d'intérêt de marché. En revanche, sur la majeure partie de la dernière décennie, le taux de la facilité de dépôt est devenu le principal point d'ancrage pour les taux d'intérêt de marché dans l'environnement d'excédent de liquidité abondant qui prévalait. En conséquence, ce taux a été utilisé pour calculer les écarts par rapport aux taux des dépôts pour cette période.

² Cf. Drechsler (I.), Savov (A) et Schnabl (P.), « *The deposits channel of monetary policy* », *The Quarterly Journal of Economics*, vol. 132, n° 4, 2017, p. 1819-1876.

³ Cf. Polo (A.), « *Imperfect pass-through to deposit rates and monetary policy transmission* », *Staff Working Paper* n° 933, Bank of England, 2021.

période 2007-2008 où les taux s'étaient stabilisés au pic du cycle de relèvement, mais moins important par rapport au plateau atteint au cours du cycle de 2000. Toutefois, il convient de prendre en compte le fait que la rémunération des dépôts au cours de la période 2007-2008 pourrait avoir été soutenue en partie par les besoins de liquidité des banques au moment où la crise financière a débuté. De manière symétrique, la dynamique au cours du cycle actuel semble être également en partie affectée par les faibles besoins de financement des banques dans un contexte d'atonie de l'activité de prêt et de diminution de la concurrence sur certains segments du marché des dépôts ⁴.

Les variations cumulées des taux des dépôts ont été relativement faibles en partie parce que les taux des dépôts étaient supérieurs au taux directeur durant la période de taux d'intérêt négatifs précédant le cycle actuel, mais également en raison d'une transmission vraiment plus faible aux taux des dépôts à vue pour les ménages. Le ratio entre la hausse des taux appliqués aux dépôts et celle des taux directeurs est une mesure largement utilisée pour comparer la vigueur de la transmission des taux directeurs aux taux appliqués aux dépôts au cours des cycles de resserrement. Ce ratio est généralement appelé bêta des dépôts. Toutefois, cette mesure est sensible au point de départ, en particulier si l'écart entre le taux des dépôts et le taux directeur à ce moment-là diffère de la norme historique. Tel fut le cas au début du cycle de resserrement actuel dans la mesure où mi-2022, les écarts entre les taux appliqués aux dépôts et les taux directeurs étaient négatifs (graphique A, partie a, graphique de droite). Ces écarts inversés pour les dépôts reflètent le fait que les banques ont été réticentes à répercuter les taux d'intérêt négatifs sur les dépôts des particuliers en raison d'obstacles juridiques et de risques de litiges ou d'inquiétudes relatives aux retraits des dépôts ⁵. La fin de la période de taux d'intérêt négatifs et très bas a permis un retour des écarts entre le taux directeur et les taux des dépôts vers leurs profils d'évolution historiques, marquant une période au cours de laquelle les relèvements des taux directeurs ne s'accompagnaient que de faibles augmentations des taux des dépôts. Pour cette raison, il est important d'exclure la période de taux d'intérêt directeurs bas lorsque l'on utilise les bêtas des dépôts pour comparer la vigueur de la transmission aux taux d'intérêt des dépôts par rapport aux épisodes passés. Il serait possible, par exemple, d'exclure la période durant laquelle le taux directeur a été inférieur à 2 %, niveau qui prévalait au début du cycle précédent. Si l'on procède ainsi, les bêtas des dépôts augmentent pour tous les dépôts à vue, ainsi que pour les dépôts à terme détenus par les ménages. Le fait que les entreprises et les ménages détiennent actuellement une part de dépôts à vue plus importante qu'auparavant constitue un autre facteur qui affecte les bêtas agrégés des dépôts, c'est-à-dire ceux qui pondèrent les hausses des taux d'intérêt pour les différents types de dépôts sur la base de leurs encours (graphique B, partie b). En utilisant les parts de dépôts observées au cours du cycle de durcissement 2005-2007 (au lieu des parts actuelles) pour combiner la rémunération des dépôts à vue et celle des dépôts à terme, le bêta des dépôts qui en résulte se rapproche de celui observé au

⁴ Cf. Mayordomo (S.) et Roibás (I.), « *The pass-through of market interest rates to bank interest rates* », *Documentos Ocasionales* n° 2312, Banco de España, 2023.

⁵ Cf. l'article intitulé « *Les taux négatifs et la transmission de la politique monétaire* », *Bulletin économique* de la BCE, n° 3, BCE, 2020.

cours des cycles de hausse précédents, même s'il reste légèrement inférieur (graphique A, partie b). Cela est principalement dû à la transmission vraiment plus faible des hausses des taux directeurs aux dépôts à vue des ménages.

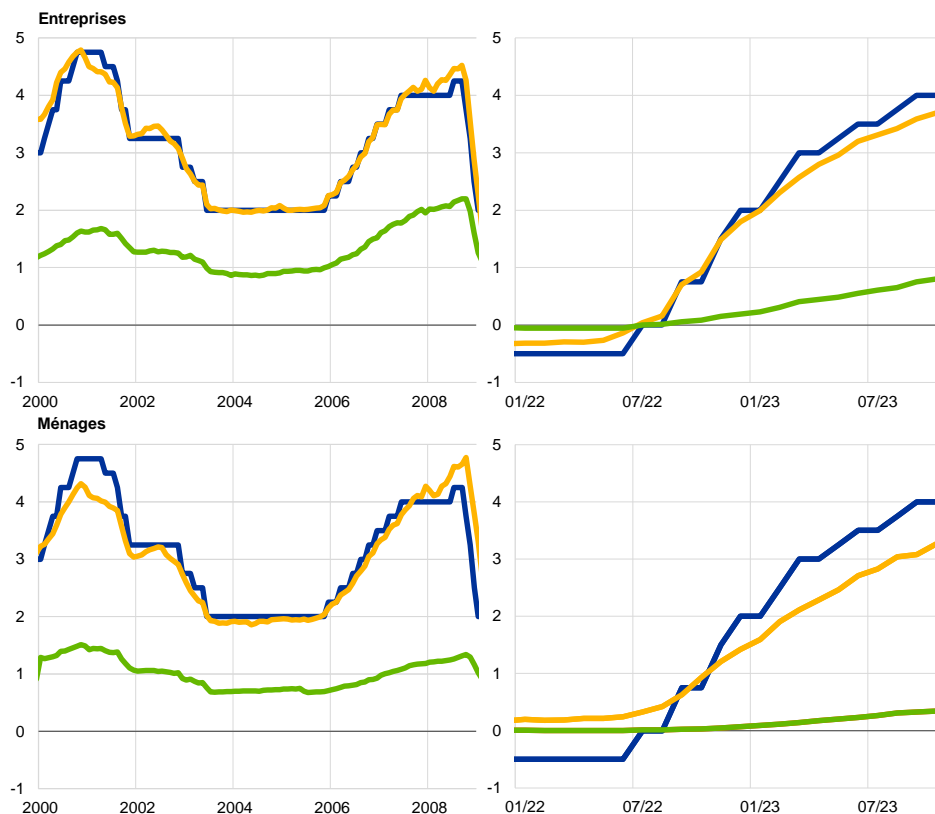
Graphique A

Transmission des taux d'intérêt dans la zone euro

a) Niveaux des taux d'intérêt

(pourcentages annuels)

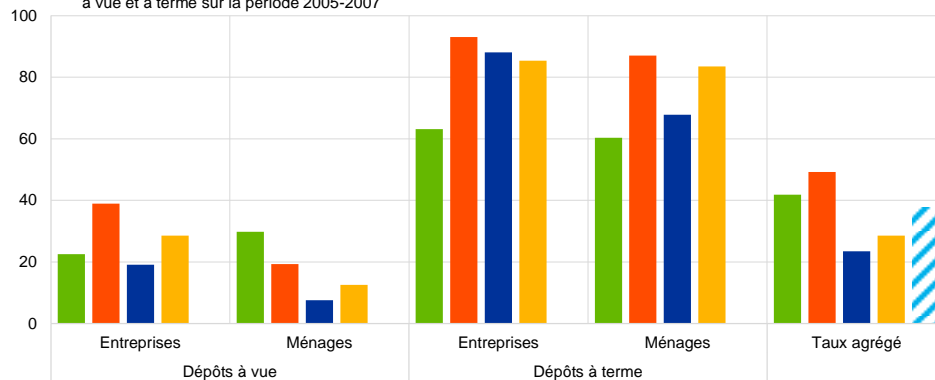
- Taux directeur de la BCE correspondant
- Dépôts à terme
- Dépôts à vue



b) Bêtas des dépôts

(en pourcentages)

- Cycle 1999-2000
- Cycle 2005-2007
- Cycle actuel
- Cycle actuel (à compter du moment où le taux directeur a atteint 2 %)
- Cycle actuel (à compter du moment où le taux directeur a atteint 2 %) avec des pondérations fondées sur les dépôts à vue et à terme sur la période 2005-2007



Source : BCE.

Notes : Les dépôts à terme correspondent aux taux appliqués aux contrats nouvellement souscrits assortis d'une échéance inférieure ou égale à deux ans. Les bêtas des dépôts sont définis comme le ratio entre la hausse des taux des dépôts et celle des taux directeurs. Les dernières observations se rapportent à octobre 2023.

La hausse de la rémunération des dépôts à terme et des obligations après une longue période de taux d'intérêt bas ou négatifs a encouragé les arbitrages vers ces instruments au détriment des dépôts à vue et des autres dépôts faiblement rémunérés. Durant la période de taux d'intérêt bas, le coût d'opportunité de la détention de dépôts à vue était très faible, ce qui a incité les ménages et les entreprises à accumuler la quasi-totalité de leurs nouveaux soldes monétaires sous la forme de dépôts à vue (graphique B, partie a). Le resserrement actuel de la politique monétaire et sa transmission aux taux appliqués aux dépôts et aux rendements des autres actifs financiers ont accru le coût d'opportunité de la détention de dépôts à vue, le portant à des niveaux comparables à ceux observés lors des cycles de relèvement précédents. Cela a conduit les entreprises et les ménages à transférer une part importante de leur stock inhabituellement important de dépôts à vue vers les dépôts à terme et les obligations. Ce stock a diminué par rapport à mi-2022, mais demeure élevé au regard des évolutions historiques. Cette évolution est davantage constatée pour les ménages que pour les entreprises (graphique B, partie b) ⁶, ce qui pourrait expliquer le ralentissement des arbitrages réalisés par les entreprises sur les dépôts observé au cours des deux derniers trimestres.

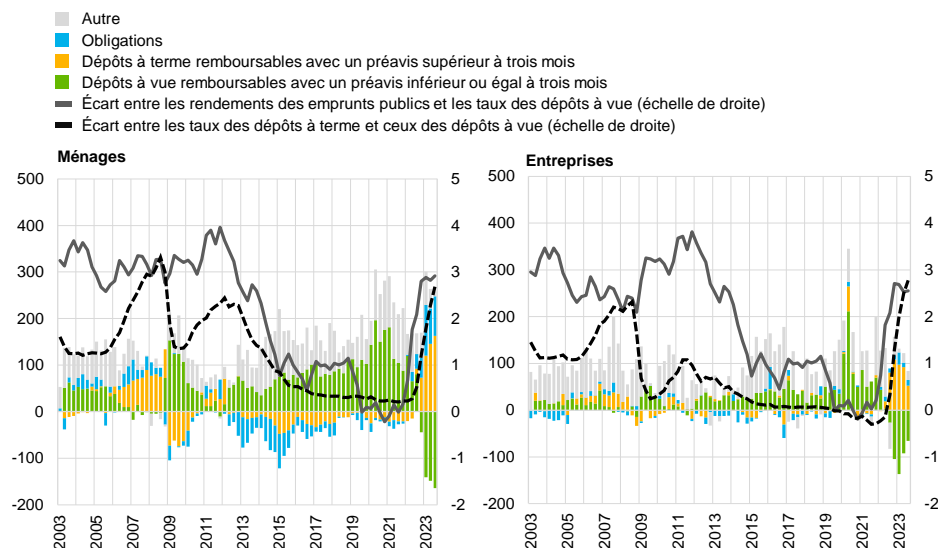
⁶ La période de référence retenue pour la comparaison est le quatrième trimestre 2005, qui correspond au début du cycle de resserrement cette année-là. L'utilisation comme référence de la moyenne sur une période plus longue (comme celle utilisée dans le graphique A, partie a, bloc de droite) ne modifierait pas la conclusion selon laquelle le poids des dépôts à vue demeure nettement plus élevé que par le passé, en particulier pour le secteur des ménages.

Graphique B

Rééquilibrage des portefeuilles

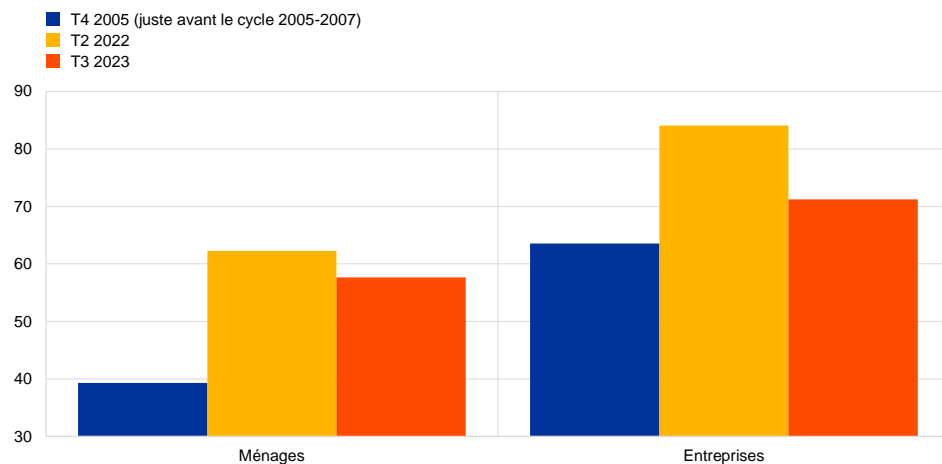
a) Placements financiers des entreprises et des ménages

(échelle de gauche : flux trimestriels, en milliards d'euros ; échelle de droite : en points de pourcentage)



b) Dépôts à vue

(part en pourcentage du total des avoirs en dépôts)



Source : BCE.

En général, outre leur incidence sur les choix de portefeuille des ménages et des entreprises, les modifications de la politique monétaire affectent la création monétaire de plusieurs manières. Premièrement, via la création de crédit dans la mesure où, lorsque les banques accordent des prêts, cela se traduit immédiatement par une augmentation des soldes des dépôts des emprunteurs, qu'ils peuvent ensuite utiliser pour leurs paiements et leurs autres transactions ⁷.

⁷ Cela ne signifie pas que les banques peuvent créer des dépôts de manière illimitée. Premièrement, les dépôts créés pourraient finalement se retrouver dans d'autres banques. Deuxièmement, pour octroyer des crédits, les banques doivent, entre autres, prendre en compte leur situation plus globale en matière de financement et de solvabilité, ainsi que le risque lié à leurs expositions et respecter les contraintes réglementaires.

Deuxièmement, de manière similaire, les soldes de l'agrégat monétaire large augmentent lorsque la banque centrale acquiert des actifs auprès de résidents de la zone euro autres que des banques, et également lorsque les non-résidents achètent des biens, des services et des actifs financiers auprès de résidents de la zone euro autres que des banques ⁸. Enfin, les crédits accordés aux banques par la banque centrale peuvent également contribuer à la création monétaire, dans la mesure où ils se substituent au financement obligataire, libérant ainsi des fonds que les déposants peuvent conserver sur leurs comptes.

Le resserrement actuel de la politique monétaire a ralenti la création monétaire au sens large, la ramenant en territoire négatif à un niveau historiquement bas.

Depuis le début du cycle actuel de resserrement, la hausse des taux d'intérêt a entraîné une forte baisse de la demande et de l'offre de prêts. Cela a considérablement réduit les volumes de crédit, qui constituent une source classique de création monétaire. De plus, la contraction du bilan de l'Eurosystème a renforcé la baisse de l'offre de crédit et a eu un effet modérateur direct sur M3 via deux canaux : a) les remboursements au titre des TLTRO, qui incitent les banques à émettre des obligations à long terme, réduisant ainsi les soldes monétaires à mesure que les déposants acquièrent ces obligations ; et b) les remboursements progressifs du portefeuille du programme d'achats d'actifs, qui réduisent la monnaie en circulation ⁹. Par conséquent, la contribution des prêts aux entreprises et aux ménages à l'encours annuel de M3 a diminué, revenant de 4 points de pourcentage mi-2022 à environ zéro en octobre 2023, tandis que les émissions d'obligations par les banques font actuellement baisser l'encours annuel de M3 d'environ 1,5 point de pourcentage. La contribution directe des achats de l'Eurosystème est devenue négative, revenant de près de 6 points de pourcentage début 2022 à - 1 point de pourcentage en octobre 2023. Cette évolution a toutefois été largement contrebalancée par les achats d'obligations d'État par les investisseurs étrangers, même si les achats d'obligations par les ménages pèsent actuellement légèrement sur la dynamique monétaire. Le redressement de l'excédent du compte des transactions courantes et du compte de capital, qui reflète également l'affaiblissement de la demande intérieure de biens étrangers, a aussi contribué à soutenir les entrées monétaires nettes en provenance de l'étranger depuis fin 2022 (graphique C, partie a).

⁸ M3 recouvre essentiellement les passifs à court terme et liquides émis par les institutions financières monétaires et détenus par le secteur détenteur de monnaie.

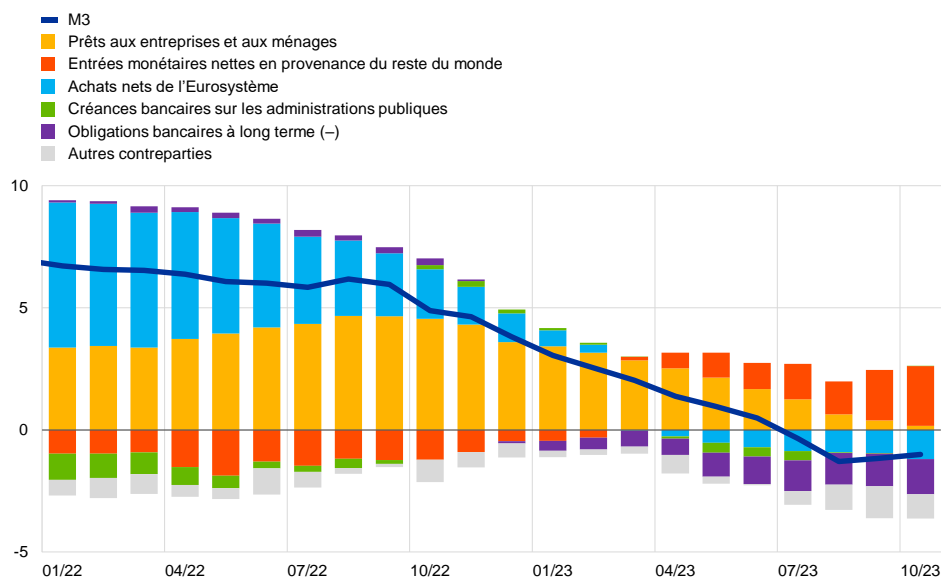
⁹ Cf. Lane (P.), « *The banking channel of monetary policy tightening in the euro area* », remarques lors du Panel Discussion on Banking Solvency and Monetary Policy, NBER Summer Institute 2023 Macro, Money and Financial Frictions Workshop, 12 juillet 2023.

Graphique C

Agrégats monétaires

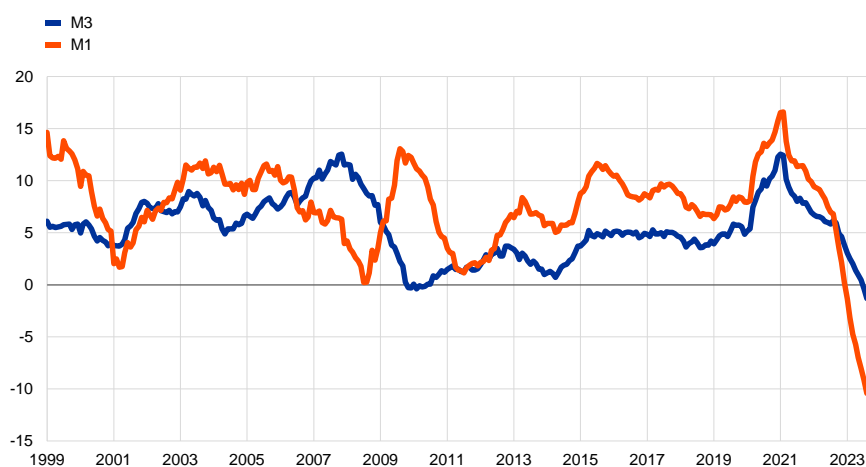
a) Sources de création de monétaire

(variations annuelles en pourcentage, contributions aux variations annuelles en pourcentage)



b) Agrégats monétaires

(variations annuelles en pourcentage)



Source : BCE.

Note : Les dernières observations se rapportent à octobre 2023.

Les arbitrages entre dépôts et la contraction de l'agrégat monétaire large ont entraîné une croissance négative d'une ampleur sans précédent de l'agrégat monétaire étroit M1. Les dépôts à vue étant la principale composante de M1, les arbitrages à leur détriment se sont traduits par une contraction sans précédent de cet agrégat (10 % environ depuis l'été ; graphique C, partie b). Dans la mesure où la croissance de M1 a toujours été un outil de prédiction satisfaisant de la croissance du PIB en volume, cette évolution a suscité des inquiétudes quant à un nouveau ralentissement de l'activité économique ¹⁰. Cette connexion s'opère en partie via les

¹⁰ Cf. l'encadré intitulé « *Le pouvoir prédictif de M1 en termes réels pour l'activité économique réelle dans la zone euro* », *Bulletin économique*, n° 3, BCE, 2019.

décisions de consommation, d'épargne et d'investissement, M1 étant un indicateur pertinent du degré de liquidité dans l'économie. Toutefois, dans la situation actuelle, l'abandon progressif observé des dépôts à vue et la précédente forte croissance de M1 enregistrée depuis 2015 – qui était largement liée à la combinaison d'achats nets d'actifs et de taux d'intérêt bas – peuvent brouiller le signal habituel. En d'autres termes, une contraction de M1 résultant d'un arbitrage de portefeuille au détriment des dépôts à vue devrait, en principe, avoir un impact plus limité sur la capacité de dépense des agents économiques. Elle devrait par conséquent exercer un impact négatif moins important sur le PIB que celui lié à une diminution classique de l'agrégat M1, en particulier dans la mesure où le stock de dépôts à vue reste relativement élevé au regard des évolutions historiques. Toutefois, cela ne signifie pas que l'agrégat M1 doit être complètement ignoré, surtout s'il s'accompagne de tensions sur les marchés financiers et d'une demande accrue de liquidité.

Article

1 Le règlement des transactions de gros en monnaie de banque centrale face à l'innovation technologique

Holger Neuhaus et Mirjam Plooij

1 Introduction

Au travers de ses services TARGET, l'Eurosystème facilite le règlement des transactions financières de gros en monnaie de banque centrale, l'actif de règlement le plus sûr et le plus liquide. La possibilité de régler ces transactions en monnaie de banque centrale (c'est-à-dire sous forme de réserves détenues par les institutions financières auprès de la banque centrale) contribue à réduire les risques pesant sur le système financier et à soutenir la stabilité financière ainsi que la confiance dans la monnaie. La fourniture d'infrastructures de règlement s'inscrit dans l'exercice d'une des missions fondamentales de l'Eurosystème : promouvoir le bon fonctionnement des systèmes de paiement ¹.

L'Eurosystème continue de moderniser ses infrastructures de règlement et de les adapter à l'évolution des besoins des utilisateurs. L'Eurosystème s'engage à fournir une monnaie de banque centrale en euros à des fins de règlement via des infrastructures adaptées et qui utilisent un *pool* de liquidité unique de monnaie de banque centrale. Même si les banques détiennent plusieurs comptes auprès des services TARGET, elles doivent être en mesure de gérer leur liquidité sur l'ensemble de ces comptes de manière à ce qu'ils fonctionnent, de fait, comme un *pool* unique. Conformément à cet engagement, l'Eurosystème a consolidé, d'un point de vue technique et fonctionnel, ses services de paiement de gros (anciennement TARGET2, maintenant remplacé par T2) et de règlement des titres (T2S). Il prévoit également de lancer un système unifié – le système de gestion des garanties de l'Eurosystème (*Eurosystem Collateral Management System*) – pour gérer les actifs utilisés en garantie des opérations de crédit de l'Eurosystème, remplaçant les systèmes actuels utilisés par les banques centrales nationales.

L'Eurosystème procède à l'analyse de l'impact potentiel des technologies émergentes, y compris la technologie des grands livres distribués (*distributed ledger technology, DLT*), sur le règlement des transactions financières de gros. Ces travaux ont été initiés en réponse à l'intérêt croissant du secteur financier pour les applications possibles de la DLT dans des domaines tels que le règlement de transactions liées aux titres sur la base livraison contre paiement (*delivery versus payment, DvP*) et le règlement des paiements en devises croisées sur la base paiement contre paiement (*payment versus payment, Pvp*). Une large adoption de la DLT par les intervenants de marché pourrait nécessiter des changements de la part

¹ Article 127 du [Traité sur le fonctionnement de l'Union européenne](#) (OJ C 326, 26.10.2012, p. 47).

des banques centrales pour garantir que les transactions de gros puissent continuer à être réglées en monnaie de banque centrale.

Dans une première phase, l'Eurosystème a entrepris de sonder le marché et analysé les réponses possibles en cas de recours massif à la DLT.

L'Eurosystème a demandé aux intervenants des marchés financiers de donner leur avis sur l'utilisation future potentielle des DLT pour les transactions financières de gros et sur la manière dont ces transactions pourraient être réglées en monnaie de banque centrale. Si l'utilisation des DLT devait se développer pour les transactions financières de gros, l'Eurosystème pourrait notamment permettre aux plateformes de marché DLT d'interagir sans heurts avec les infrastructures de l'Eurosystème reposant sur la technologie existante, ou rendre la monnaie de banque centrale disponible sous une nouvelle forme pouvant être enregistrée et transférée sur une plateforme DLT. Ces réponses ne s'excluent pas mutuellement.

À la suite de cette première phase, l'Eurosystème a lancé des travaux pratiques exploratoires. Il s'agit de mieux comprendre comment faciliter l'interaction entre les infrastructures existantes ou nouvelles fondées sur la DLT pour le règlement en monnaie de banque centrale et les plateformes de marché DLT. Les travaux exploratoires sont constitués d'expérimentations, au cours desquelles seules des transactions fictives seront réglées dans un environnement de tests, et d'essais, dans le cadre desquels un nombre limité de transactions réelles seront réglées.

Cet article aborde successivement les raisons pour lesquelles l'Eurosystème étudie le règlement en monnaie de banque centrale des transactions enregistrées sur les plateformes DLT, les résultats de l'analyse effectuée jusqu'à présent et les prochaines étapes envisagées. La section 2 fournit des informations sur le rôle de la monnaie de banque centrale dans le règlement des transactions financières de gros. La section 3 analyse les évolutions du marché relatives à l'utilisation de nouvelles technologies, telles que la DLT, pour les transactions financières de gros. La section 4 examine les implications d'une adoption potentielle de la DLT par le marché pour les infrastructures de règlement de gros en monnaie de banque centrale de l'Eurosystème. La section 5 présente les projets de l'Eurosystème pour étudier plus en détail comment les transactions financières de gros enregistrées sur les plateformes DLT pourraient être réglées en monnaie de banque centrale.

2 La monnaie de banque centrale au cœur du système financier

L'importance du règlement en monnaie de banque centrale

Les infrastructures de marchés financiers (IMF) – à savoir les systèmes de paiement, les dépositaires centraux de titres, les systèmes de règlement de titres, les contreparties centrales et les référentiels centraux – constituent le

pilier du système financier. Elles facilitent les transactions financières entre les clients des différentes institutions financières et entre les institutions financières elles-mêmes. Le fonctionnement sûr et efficace des infrastructures de marché d'importance systémique est essentiel pour la stabilité financière.

Pour préserver et renforcer la stabilité financière, les normes internationales imposent à une IMF d'effectuer ses règlements en monnaie de banque centrale si cela est pratique et possible.

Ces normes sont définies dans les 12 Principes pour les infrastructures de marchés financiers établis par le Comité sur les systèmes de paiement et de règlement de la BRI et l'Organisation internationale des commissions de valeurs². La monnaie de banque centrale se rapporte aux passifs de banque centrale, émis pour être utilisés comme monnaie. Sur le plan numérique, la monnaie de banque centrale est mise à la disposition des banques commerciales sous la forme de réserves (c'est-à-dire de fonds détenus sur des comptes auprès de la banque centrale). Les banques commerciales émettent à leur tour leurs propres engagements, la monnaie de banque commerciale, à l'intention de leurs clients. Lorsque le client d'une banque effectue un virement en faveur d'un client d'une autre banque, il peut être réglé par un transfert de fonds entre les comptes des banques auprès de la banque centrale. Les transactions interbancaires peuvent également être réglées en monnaie de banque commerciale. Dans ce cas, des risques de crédit et de liquidité peuvent apparaître, par exemple si la banque de règlement devient insolvable. Les douze principes imposent donc aux IMF qui règlent en monnaie de banque commerciale de contrôler rigoureusement et de minimiser les risques de crédit et de liquidité provenant des banques de règlement commerciales. Utiliser la monnaie de banque centrale (chaque fois que cela est pratique et possible) pour les règlements au sein des IMF rend plus sûre l'utilisation de la monnaie de banque commerciale par les clients des banques en réduisant les expositions entre banques qui pourraient, in fine, entraîner des pertes pour leurs clients. Même si les clients paient ou reçoivent de leurs banques respectives des paiements en monnaie de banque commerciale, l'utilisation de la monnaie de banque centrale dans les paiements entre leurs banques respectives renforce et démontre la convertibilité au pair de la monnaie de banque commerciale et de la monnaie de banque centrale. Cela soutient la confiance du public dans la monnaie puisque la valeur d'un euro est la même, quel que soit son émetteur³.

Utiliser la monnaie de banque centrale est particulièrement pertinent pour le règlement des transactions financières de gros, généralement effectuées entre les banques et d'autres intervenants de marché, qui se démarquent par leurs montants élevés. La valeur moyenne des transactions traitées par T2, le système de paiement de montant élevé de l'Eurosystème, est de 5,5 millions d'euros. Si la moitié des transactions effectuées dans T2 sont inférieures à 6 500 euros, des transactions d'un montant beaucoup plus élevé peuvent être trouvées dans la partie supérieure de la distribution. Par exemple, en 2022, près de 219 paiements d'une

² Cf. Comité sur les systèmes de paiement et de règlement et Comité technique de l'Organisation internationale des commissions de valeurs, « [Principes pour les infrastructures de marchés financiers](#) », Banque des règlements internationaux et CSPR-OICV, avril 2012.

³ Cf. Comité sur les systèmes de paiement et de règlement, « [The role of central bank money in payment systems](#) », Banque des règlements internationaux, août 2003.

valeur supérieure à 1 milliard d'euros ont été effectués chaque jour, alors même qu'ils ne représentaient que 0,05 % des flux de paiement (en termes de nombre de transactions) ⁴. En outre, la structure du marché financier de gros peut conduire à une concentration des activités de paiement et des expositions associées au sein de chaque banque. Le règlement des transactions financières de gros en monnaie de banque centrale, plutôt qu'en monnaie de banque commerciale, réduit les risques liés à une telle concentration.

Services de monnaie de banque centrale de gros ou « monnaie numérique de banque centrale de gros » ?

Les monnaies numériques de banque centrale (MNBC) font l'objet de vifs débats. Lors de ces discussions, une distinction est souvent faite entre MNBC de détail et MNBC de gros. La première est relativement bien comprise, car une forme numérique de monnaie de banque centrale à la disposition du grand public est un concept nouveau, et elle peut être clairement distinguée d'autres types de monnaie, comme la monnaie de banque centrale sous forme physique (espèces) ou les formes numériques existantes de monnaie qui ne sont pas de la monnaie de banque centrale ou qui ne sont pas à la disposition du grand public. Le concept de MNBC de gros peut prêter à confusion.

Les MNBC de gros sont souvent présentées comme un nouveau concept, mais la monnaie de banque centrale est en réalité disponible sous forme numérique pour les transactions de gros depuis des décennies. L'Eurosystème rend cela possible via ses services TARGET, qui assurent la libre circulation des espèces, des titres et du collatéral à travers l'Europe.

La question n'est donc pas de savoir s'il faut fournir de la monnaie de banque centrale numérique pour les transactions de gros : elle porte sur les évolutions technologiques possibles dans la manière de fournir cette monnaie. Pour cette raison, l'Eurosystème a annoncé qu'il étudiait de nouvelles technologies pour le règlement de gros en monnaie de banque centrale, plutôt que pour une MNBC de gros. Par conséquent, ce dernier terme ne sera pas utilisé dans la suite de cet article ⁵.

D'autres banques centrales à travers le monde explorent également l'utilisation potentielle de nouvelles technologies pour le règlement de gros en monnaie de banque centrale. Selon une enquête de la BRI ⁶ réalisée fin 2022 auprès de 86 banques centrales, la majorité d'entre elles ont participé à des recherches portant sur la MNBC de gros (pour reprendre la terminologie de l'enquête), dont un grand nombre ont également pris part à des expérimentations pratiques. Certaines banques centrales passent désormais à l'étape suivante en

⁴ Cf. *TARGET Annual Report 2022*, BCE, Francfort-sur-le-Main, juin 2023.

⁵ Cf. « L'Eurosystème va explorer de nouvelles technologies pour le règlement en monnaie de banque centrale des transactions financières de gros », *communiqué de presse*, BCE, 28 avril 2023.

⁶ Cf. Kosse (A.), Mattei (I.), « *Making headway - Results of the 2022 BIS survey on central bank digital currencies and crypto* », *BIS papers*, n° 136, Banque des règlements internationaux, juillet 2023.

testant des transactions réelles avec des intervenants de marché. La Banque nationale suisse, par exemple, a récemment annoncé un projet pilote impliquant six banques commerciales, au cours duquel elle mettra de la monnaie de banque centrale à disposition sur une plateforme tierce réglementée ⁷. De même, la *Monetary Authority of Singapore* a annoncé un projet pilote avec des transactions en direct entre banques commerciales, leur permettant d'émettre de la monnaie de banque commerciale tokenisée pour leurs clients et de régler les transactions interbancaires associées en monnaie de banque centrale ⁸.

Amélioration régulière des services TARGET

Le rôle de la monnaie de banque centrale comme actif de règlement privilégié pour les transactions financières de gros nécessite des infrastructures fiables et actualisées. Comme le rappellent les paragraphes suivants, l'Eurosystème fournit donc des efforts continus pour moderniser ses services d'infrastructure de marché, en veillant à ce qu'ils soient pérennes et puissent répondre aux besoins et aux attentes des intervenants de marché.

Au cours des deux dernières décennies, l'Eurosystème a réalisé des progrès significatifs dans l'intégration et la modernisation de ses infrastructures de règlement de gros. Avec la transition des systèmes nationaux de règlement brut en temps réel vers TARGET en 1999, puis vers TARGET2 en 2007, l'Eurosystème a créé la première infrastructure de marché paneuropéenne intégrée pour les paiements de gros. Ce service a été complété par TARGET2-Titres (T2S), afin d'harmoniser les services post-marché pour les opérations sur titres. T2S fournit une plateforme commune par laquelle les titres et les espèces peuvent être transférés sur une base livraison contre paiement. En 2018, le service de règlement des paiements instantanés TARGET (*TARGET Instant Payment Settlement, TIPS*) a été lancé pour permettre aux paiements de détail instantanés entre les banques de l'UE d'être réglés en monnaie de banque centrale en temps réel, sur une base 24/7/365.

En outre, en décembre 2017, l'Eurosystème a lancé un grand projet de consolidation des aspects techniques et fonctionnels de TARGET2 et T2S, conduisant au lancement de la nouvelle plateforme T2 en mars 2023.

Cette consolidation harmonise et intègre davantage les services TARGET par le passage à la norme de messagerie ISO 20022, une norme mondiale pour les informations financières de plus en plus adoptée par les IMF à travers le monde, car elle facilite l'échange de données plus riches et plus structurées par rapport à la plupart des normes propriétaires actuelles ⁹. En outre, la plateforme T2 comporte un ensemble de composants communs à tous les services TARGET, tels qu'une interface harmonisée permettant aux participants d'accéder aux services. La

⁷ Cf. « [La BNS met en exploitation, à titre pilote, une MNBC pour établissements financiers](#) », communiqué de presse, Banque nationale suisse, 2 novembre 2023.

⁸ Cf. « [Shaping the Financial Ecosystem of the Future](#) », discours de M. Ravi Menon, directeur général de la *Monetary Authority of Singapore*, lors du *Singapore FinTech Festival 2023*, 16 novembre 2023.

⁹ Cf. Comité sur les paiements et les infrastructures de marché, « [Harmonised ISO 20022 data requirements for enhancing cross-border payments](#) », *Report to the G20*, Banque des règlements internationaux, octobre 2023.

plateforme consolidée offre également une meilleure cyber-résilience et permet aux participants de piloter, de gérer et de surveiller la liquidité dans l'ensemble des services TARGET. Elle sera complétée par le système de gestion des garanties de l'Eurosystème (*Eurosystem Collateral Management System*), un système unifié de gestion des actifs utilisés en garantie des opérations de crédit de l'Eurosystème.

L'Eurosystème poursuit ses efforts pour développer ses services TARGET.

Les dispositifs de gouvernance des services TARGET, y compris les processus de gestion des modifications et des nouvelles versions, permettent à l'Eurosystème de renforcer la capacité et la résilience lorsque cela est nécessaire, et de répondre aux évolutions commerciales, réglementaires et technologiques. Explorer l'utilisation ou les interactions possibles avec les nouvelles technologies s'inscrit dans le cadre de ces efforts continus pour améliorer les infrastructures de marché de l'Eurosystème.

3 Utilisation potentielle de nouvelles technologies comme la DLT pour le règlement des transactions financières de gros en monnaie de banque centrale

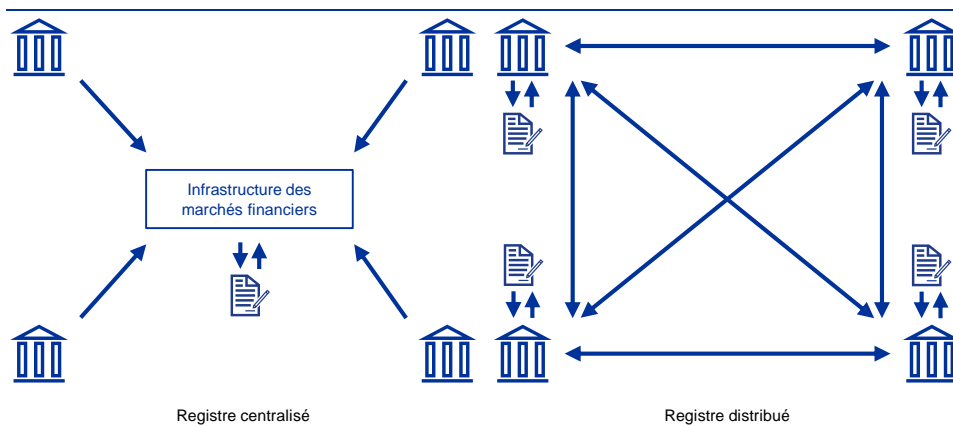
Nouvelles technologies : la DLT

L'émergence de la DLT pourrait potentiellement modifier le marché et l'environnement des transactions financières de gros. Une série d'initiatives privées et publiques, visant à explorer de nouvelles opportunités commerciales et à améliorer le fonctionnement des processus du marché par l'utilisation de la DLT, ont vu le jour au niveau mondial. L'adoption potentielle à grande échelle de la DLT par les intervenants de marché, par exemple pour les transactions sur titres, nécessiterait que la fourniture de monnaie de banque centrale soit compatible avec les nouveaux écosystèmes DLT afin de faciliter le règlement de la grande majorité de ces transactions.

La DLT se rapporte à une famille de technologies qui permettent aux entités participantes de valider des données et de mettre à jour un registre partagé, sans dépendre d'une coordination centrale. Contrairement aux systèmes existants de paiement et de règlement de titres, qui sont généralement fondés sur des structures centralisées où les intervenants de marché se connectent à une base de données centrale, dans les réseaux DLT, une base de données est partagée à travers un réseau et ses données sont accessibles aux membres du réseau, qui peuvent également activement participer aux opérations du réseau. Le schéma 1 compare les registres centralisés (généralement utilisés dans les IMF existantes) et les registres distribués.

Schéma 1

Différences entre les registres centralisés et distribués



Source : Santander InnoVentures, Oliver Wyman et Anthemis, « *The Fintech 2.0 Paper: rebooting financial services* », 2015.

Dans un réseau DLT, tout type d'actifs (financier ou autre) peut, en principe, être enregistré sous la forme d'un jeton numérique qui pourrait être directement échangé entre les participants sans avoir besoin d'un tiers de confiance pour gérer les comptes. Un tel jeton constitue une unité d'information numérique qui peut représenter un actif réel, comme un titre qui est enregistré dans un dépositaire central de titres. Sinon, le jeton numérique peut être l'actif lui-même, par exemple un titre émis directement sous forme de jeton DLT.

De nombreuses plateformes DLT incluent la possibilité de programmer des « smart contracts » (contrats intelligents). Les *smart contracts* sont des dispositions « contractuelles » automatisables intégrées dans un logiciel informatique, que celui-ci peut valider, exécuter et enregistrer automatiquement, dès que certaines conditions prédéfinies ont été remplies, en fonction des informations provenant du registre distribué lui-même ou d'une source (externe) prédéfinie. L'utilisation de ces *smart contracts* pourrait rendre le processus plus fluide, en fonction des configurations concrètes de l'infrastructure et des *smart contracts* eux-mêmes ; par exemple, des frictions pourraient apparaître en raison de la nécessité d'extraire des informations d'une source externe ou d'exécuter les transactions sur diverses plateformes (DLT ou non DLT) qui ne sont pas correctement interopérables.

Expériences du marché avec la DLT pour les transactions financières de gros

Ces dernières années, de nombreux intervenants de marché dans le secteur financier ont progressivement développé l'exploitation des possibilités offertes par la DLT pour générer de nouveaux modèles d'activité et pour améliorer le fonctionnement des processus du marché. L'Eurosystème a collecté des informations sur les initiatives pertinentes auprès des acteurs du marché et de leurs associations (par le biais d'enquêtes et de réunions). Les banques centrales nationales de l'Eurosystème ont fourni d'autres informations sur

les initiatives du marché et du secteur public liées à l'utilisation de nouvelles technologies comme la DLT pour les paiements de gros et le règlement de titres (y compris des initiatives nationales, des initiatives axées sur l'UE ou la zone euro et des initiatives mondiales).

Sur la base des expériences de marché, deux facteurs de réussite se distinguent : la coopération entre institutions financières sur des projets partagés et la réalisation d'une étude d'opportunité claire fondée sur les besoins du marché.

La coopération permet aux acteurs du marché de mettre en commun leurs ressources et de réduire les coûts ou les pertes possibles, tout en évitant le risque d'être laissé pour compte en cas d'adoption réussie des DLT. La clé de l'élaboration d'une étude d'opportunité claire repose sur l'implication précoce des utilisateurs potentiels pour identifier les cas d'usage considérés comme prometteurs – par exemple, pour remédier aux inefficacités existantes.

Les facteurs pouvant contribuer à l'échec d'un projet DLT sont variés et incluent des facteurs internes et externes.

Parmi les facteurs internes, on peut citer des choix de conception erronés (disponibilité de la technologie, complexité du projet) et une gestion sous-optimale des fournisseurs. Les facteurs externes qui ont été rapportés par les acteurs du marché comme susceptibles de contribuer à l'échec d'un projet DLT comprennent l'absence de solutions fiables pour le règlement de la jambe espèces des transactions DLT en monnaie de banque centrale, ainsi que des évolutions défavorables de la réglementation (par exemple, l'orientation de la *Securities and Exchange Commission* des États-Unis d'avril 2022 limite, en pratique, la capacité des entités et des groupes américains à détenir des actifs numériques en dépôt)¹⁰. L'élément le plus important est peut-être, paradoxalement, l'inverse de l'un des facteurs clés de réussite : l'absence d'une étude d'opportunité claire de l'utilisation de la DLT. Si les inefficacités existantes ne sont pas liées à la technologie, changer de technologie n'est peut-être pas la solution appropriée.

Avantages et défis potentiels de la DLT

Les acteurs du marché qui envisagent d'utiliser la DLT pour les transactions de gros estiment que cette technologie pourrait améliorer leur efficacité en réduisant le recours à des intermédiaires.

Les principaux avantages potentiels explorés par les acteurs du marché sont liés à la nature distribuée des plateformes DLT ; cela permet à ses participants de partager l'exploitation de la plateforme concernée et d'automatiser les processus par le biais des *smart contracts*. Les activités pour lesquelles les participants s'appuient actuellement sur des opérateurs centralisés pourraient alors être effectuées par les participants eux-mêmes.

Sur une plateforme DLT, les transactions *two-leg* (à savoir, les systèmes de livraison contre paiement ou de paiement contre paiement) pourraient être techniquement automatisées sans avoir à recourir à des intermédiaires.

¹⁰ *Securities and Exchange Commission* des États-Unis (*U.S. Securities and Exchange Commission*), « *Staff Accounting Bulletin No. 121* », 11 avril 2022.

Particulièrement dans un contexte de DLT, ce type d'automatisation technique est souvent appelé règlement atomique (*atomic settlement*). Alors que les opérations de livraison contre paiement ou de paiement contre paiement peuvent être effectuées avec la technologie actuelle, les partisans de la DLT affirment que les *smart contracts* peuvent servir de solution technique pour s'assurer que soit les deux jambes des transactions sont exécutées, soit qu'aucune ne l'est, et que les deux jambes soient exécutées aussi simultanément que possible, sans avoir recours à une entité centrale de validation. De plus, la finalité juridique des systèmes de livraison contre paiement ou de paiement contre paiement devra être assurée, comme c'est le cas aujourd'hui. Les partisans des DLT affirment qu'avec une telle atomicité, il y aurait moins de risque de contrepartie, moins de retards liés à de multiples niveaux de vérification et de validation, moins d'intermédiaires et, par conséquent, une baisse des coûts.

En plus d'autoriser l'automatisation des transactions *two-leg*, les plateformes DLT pourraient également permettre aux intervenants du marché de définir et de fixer les conditions applicables aux opérations dans le système, sans avoir besoin de recourir à des intermédiaires. Il peut s'agir, par exemple, de conditions pour exécuter des transactions ou générer des flux d'information. Comme le règlement atomique, cette caractéristique peut être activée en utilisant des *smart contracts*. D'un point de vue technique, tout utilisateur autorisé d'une plateforme DLT pourrait déployer des *smart contracts* et automatiser des processus directement, si l'opérateur l'autorise.

Le besoin de réconciliation pourrait être réduit via l'utilisation d'un registre partagé, qui est inhérent à la DLT. Les acteurs du marché s'attendent à ce que cette caractéristique de la DLT puisse faciliter les processus de réconciliation (alignement des différents systèmes et bases de données gérés séparément par chacun des intervenants de marché et intermédiaires), favorisant ainsi la traçabilité et la contrôlabilité des transactions. Certains acteurs soulignent également l'amélioration possible de la transparence des parties qui n'ont actuellement pas de transactions visibles dans les IMF (notamment des infrastructures de marché de l'Eurosystème), comme les commissaires aux comptes, les clients institutionnels ou même le grand public (par exemple, pour vérifier les investissements verts).

De plus, de nombreux acteurs du marché espèrent que les solutions fondées sur la DLT fourniront un règlement instantané à tout moment et la possibilité d'un accès plus large aux IMF. Leurs attentes concernent les systèmes gérés par un marché et les systèmes gérés par une banque centrale. Toutefois, ces caractéristiques sont moins étroitement liées à la technologie en elle-même qu'aux trois aspects mentionnés ci-dessus. Cette capacité à opérer 24 heures sur 24, 7 jours sur 7, n'est pas spécifique à la DLT. En effet, l'Eurosystème gère déjà un système de règlement disponible 24 heures sur 24, 7 jours sur 7, TIPS, qui n'est pas fondé sur la DLT. De même, les restrictions d'accès aux services TARGET ne sont pas dues aux limites technologiques. Toute décision portant sur l'établissement d'un tel accès à des parties supplémentaires serait une décision politique et non technologique, et peut résulter principalement de la mise en œuvre de la politique

monétaire et de considérations de stabilité financière plutôt que de considérations relatives aux infrastructures des marchés.

Les retours d'information des intervenants de marché sur l'avenir de la DLT

Dans leur majorité, les acteurs du marché interrogés par l'Eurosystème s'attendent à un recours massif à la DLT pour les paiements de gros et le règlement de titres, avec un horizon temporel indicatif de cinq à dix ans.

Les acteurs du marché qui anticipent une adoption de la DLT pour les transactions financières de gros estiment le plus souvent qu'elle se généralisera à toutes les formes de règlement des actifs. De leur point de vue, le règlement DLT pourrait potentiellement devenir d'une importance systémique pour les titres en général, dans le cadre d'une évolution globale de l'industrie vers les DLT, dans laquelle un nombre croissant d'actifs seront enregistrés sur une plateforme DLT.

Les acteurs du marché qui identifient un potentiel de la DLT pour les transactions financières de gros estiment que cette technologie pourrait apporter d'importants avantages aux compartiments qu'elles jugent caractérisés par de réelles inefficacités et contraintes. De leur point de vue, les paiements internationaux (paiements transfrontières, en devises croisées et de banque correspondante) pourraient être améliorés en termes de rapidité et de disponibilité, et le règlement et la gestion d'instruments non liquides/non cotés pourraient bénéficier d'une meilleure gestion de la liquidité et de la transparence des registres. Les instruments dont la gestion n'est actuellement pas assurée par les IMF (tels que les titres négociés de gré à gré ou les créances privées) pourraient, à l'avenir, être enregistrés sur des plateformes DLT, permettant ainsi de rendre éventuellement négociables des actifs qui ne l'étaient pas auparavant.

Au stade actuel des explorations du marché, une forte incertitude entoure le paysage futur des DLT utilisés pour les paiements de gros et le règlement de titres. À long terme, certains acteurs du marché s'attendent à une consolidation aboutissant à seulement quelques grandes plateformes, avec éventuellement un rôle important pour une plateforme gérée par une banque centrale. Quelques-uns anticipent un paysage fragmenté avec de nombreuses (plus de 50) plateformes DLT utilisées pour différents types d'actifs. Cependant, la plupart des acteurs du marché prévoient un paysage entre ces deux extrêmes, en ne s'attendant pas à ce que plus de dix plateformes DLT soient importantes pour les transactions financières de gros. Dans l'intervalle, les intervenants du marché devront faire des choix technologiques ; bien qu'il existe tout un éventail de différentes plateformes DLT, il n'est pas encore possible de savoir lesquelles conviendraient le mieux à des applications évolutives de la DLT. De plus, même si le partage d'une base de données sur un réseau promeut la transparence, l'adoption générale de la DLT nécessitera l'assurance d'une protection suffisante des données des utilisateurs.

L'utilisation de nombreuses plateformes DLT, ainsi que la coexistence des plateformes DLT avec d'autres infrastructures, peut entraîner la fragmentation

des marchés. Comme évoqué précédemment, l'utilisation de nombreuses plateformes DLT non aisément interopérables peut entraver le bon déroulement des transactions. Dans une perspective d'efficacité globale du marché, il est donc important pour les acteurs du marché et l'Eurosystème d'envisager comment éviter une telle situation. Comme c'est le cas pour les technologies existantes, la capacité de s'accorder sur des normes sectorielles sera importante.

Éviter la fragmentation ne signifie pas nécessairement passer à une plateforme unique ; l'interopérabilité et l'harmonisation peuvent également jouer un rôle important. Les banques centrales peuvent apporter de la valeur par leur implication dans l'harmonisation de certains aspects de l'écosystème DLT afin de contribuer à l'interopérabilité (par exemple, via la réglementation et l'harmonisation des protocoles et des données de taxonomie).

4 Implications de l'adoption des DLT de marché pour les services TARGET de l'Eurosystème et le règlement en monnaie de banque centrale

Implications de l'adoption des DLT de marché

Les acteurs du marché mentionnent rarement le règlement en monnaie de banque centrale lui-même comme un service susceptible d'être amélioré grâce à l'utilisation de la DLT. Leur intérêt pour les nouvelles solutions de règlement en monnaie de banque centrale résulte plutôt de leurs explorations de la DLT pour d'autres parties de la chaîne des opérations, telles que le règlement-livraison de titres.

Si le secteur venait à adopter largement la DLT pour les transactions financières de gros, il serait important de garantir que la monnaie de banque centrale puisse continuer d'être utilisée pour régler la jambe espèces de ce type de transactions. L'Eurosystème a par conséquent étudié si ses services actuels sont adaptés dans un tel scénario et si de nouvelles solutions pourraient permettre de mieux répondre aux besoins des intervenants de marché qui utilisent la DLT pour enregistrer et transférer des actifs financiers. Ces nouvelles solutions peuvent, mais pas nécessairement, impliquer la fourniture de monnaie de banque centrale sous la forme de tokens sur DLT.

De nombreux acteurs du marché déclarent qu'en l'absence d'une solution de règlement en monnaie de banque centrale compatible avec la DLT, ils rechercheraient des solutions alternatives. Dans une telle situation, les acteurs du marché peuvent envisager de recourir à des actifs de règlement alternatifs, tels que la monnaie de banque commerciale ou les *stablecoins*. Ces solutions alternatives n'offriraient pas le même niveau de sécurité que la monnaie de banque centrale. Un passage partiel de la monnaie de banque centrale à d'autres actifs de règlement pourrait également accroître la fragmentation de la liquidité et avoir des implications négatives pour la stabilité financière.

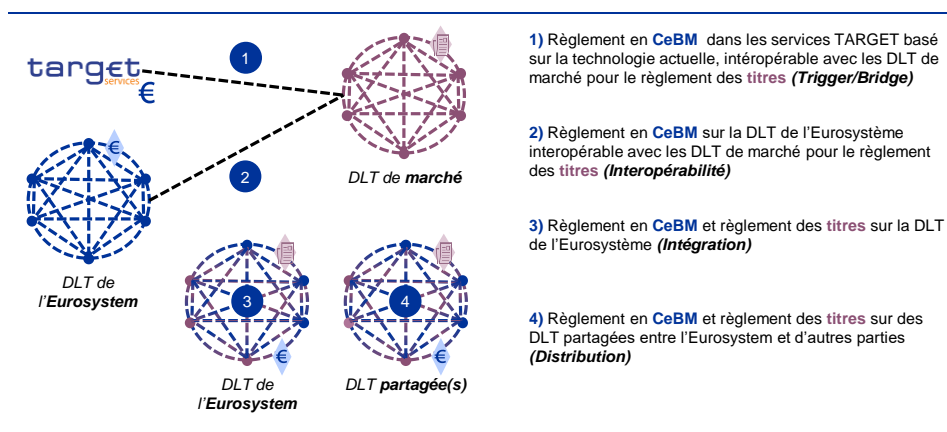
Dans le même temps, certains acteurs du marché avancent également que la rapidité d'adoption de la DLT, si ce n'est son succès, pourrait dépendre dans une certaine mesure de l'implication de la communauté des banques centrales. La capacité à régler les transactions en monnaie de banque centrale pourrait constituer une exigence pour certains intervenants de marché, les empêchant d'adopter la DLT tant qu'une solution adaptée de règlement en monnaie de banque centrale n'est pas instaurée. De plus, l'implication des banques centrales pourrait être perçue comme un soutien à la DLT en tant qu'innovation pour les services financiers.

Les réponses possibles de l'Eurosystème

L'Eurosystème a analysé les réponses possibles à une éventuelle adoption de la DLT de marché pour le règlement des transactions financières de gros et a identifié quatre solutions conceptuelles. Chacune de ces solutions permettrait les règlements en euros en monnaie de banque centrale entre banques pour les opérations où les transferts sont effectués en utilisant la DLT. La figure 2 présente ces quatre solutions conceptuelles de manière stylisée. Cette figure et les paragraphes suivants décrivent l'exemple d'une opération sur titres, mais des solutions similaires pourraient également être utilisées pour les transactions sur devises.

Figure 2

Solutions conceptuelles pour le règlement en monnaie de banque centrale des transactions de gros enregistrées sur les plateformes DLT.



Source : BCE.

Notes : Les lignes, les points et les pictogrammes bleus représentent la monnaie de banque centrale (CeBM). Les lignes, les points et les pictogrammes violets représentent les titres.

Une première option consisterait à créer une interface technique entre une plateforme DLT du côté du marché et une infrastructure non-DLT (telle que les services TARGET existants) du côté de l'Eurosystème. Cette interface technique devrait permettre la communication entre ces deux infrastructures afin que les deux jambes, ou aucune des deux (la jambe titres sur la plate-forme DLT de marché et la jambe espèces dans l'infrastructure de l'Eurosystème) soient réglées. Ces solutions sont appelées solutions *Trigger/Bridge* (Déclenchement/Pont).

Une deuxième option serait de proposer une plateforme DLT de l'Eurosystème pour les règlements en euros en monnaie de banque centrale, associée à une interface technique entre cette plateforme et les plateformes de marché DLT.

Sur le plan conceptuel, cette option est très semblable à la première : là aussi, la jambe titres se réglerait sur la plateforme de marché DLT, et la jambe espèces dans une infrastructure de l'Eurosystème. La principale différence réside dans le fait que, dans ce cas, l'infrastructure de l'Eurosystème serait fondée sur la DLT. Ce type de solution est appelée *full-DLT Interoperability solution* (solution d'interopérabilité entièrement DLT).

Une troisième option consisterait à proposer une plateforme DLT de l'Eurosystème où seraient réglés à la fois la monnaie de banque centrale en euros et les titres. Sur le plan conceptuel, cette solution est similaire à la plateforme T2S existante, mais fondée sur la DLT. Ce type de solution est appelée *full-DLT Integration solution* (solution d'intégration entièrement DLT).

Une quatrième option consisterait à utiliser une plateforme (ou plusieurs) gérée(s) conjointement par l'Eurosystème et d'autres parties pour le règlement tant de la monnaie de banque centrale en euros que des titres. Ce type de solution est appelée *Full-DLT Distribution solution* (solution de distribution entièrement DLT).

Les solutions de règlement sur une même plateforme, telles que les solutions *Intégration* et *Distribution* décrites précédemment, sont similaires au concept de « registre unifié » proposé par la BRI dans son *Rapport économique annuel 2023*¹¹. Dans un registre unifié, tel qu'étudié et décrit théoriquement par la BRI, différents types d'actifs (monnaie de banque centrale, monnaie de banque commerciale et autres actifs) sont représentés sous la forme de tokens programmables afin de permettre une automatisation et une intégration harmonieuses des transactions complexes. Toutefois, cela n'impliquerait pas un registre global pour tous les actifs et tous les cas d'usage. Comme l'a noté la BRI, il pourrait y avoir une multiplicité de registres unifiés individuels, potentiellement connectés entre eux et aux systèmes existants.

La gouvernance de plateformes couvrant un périmètre plus large en matière d'actifs, de participants ou de cas d'usage serait probablement plus complexe que pour les plateformes dotées d'un périmètre plus réduit. Les émetteurs et les détenteurs de différents types d'actifs auront chacun leurs propres exigences et pourraient avoir besoin de jouer leur rôle dans les dispositifs de gouvernance de la plateforme. La conception de telles plateformes et de leur gouvernance pourrait par conséquent prendre plus de temps, et si les exigences des différents utilisateurs et opérateurs d'une plateforme sont trop divergentes, il pourrait s'avérer impossible de parvenir à un accord qui convienne à tous.

Quelle que soit la solution qui pourrait finalement être mise en œuvre, l'Eurosystème devra s'assurer que tant la fourniture de monnaie de banque centrale en euros pour le règlement que le règlement lui-même se déroulent en

¹¹ Cf. Banque des règlements internationaux, « *Blueprint for the future monetary system: improving the old, enabling the new* », *Annual Economic Report*, BRI, 20 juin 2023.

dernier ressort sous son contrôle. S'agissant des services TARGET actuels, l'Eurosystème est responsable de la direction, de la gestion et du contrôle au niveau global, notamment la méthodologie commune en matière de coûts et de tarification, la sécurité et les règles, par exemple s'agissant des entités autorisées à détenir de la monnaie de banque centrale pour des activités de gros. La fourniture d'une nouvelle solution de l'Eurosystème pour le règlement en monnaie de banque centrale des transactions fondées sur la DLT ne doit pas se faire au détriment du contrôle de l'Eurosystème sur la monnaie de banque centrale qu'il émet.

Les solutions décrites ici ne s'excluent pas mutuellement. Une solution permettant les règlements en monnaie de banque centrale ne sera pertinente que si la DLT est adoptée plus largement par les intervenants et seulement au moment où elle le sera. Une option pourrait consister à offrir tout d'abord une solution en réponse à la demande à court terme, pendant qu'une autre solution – plus complexe – est lancée, offrant potentiellement des fonctionnalités plus avancées ou répondant à davantage de cas d'usage. Il est également concevable que des cas d'usage différents appellent des solutions différentes, auquel cas des solutions multiples pourraient coexister à long terme.

Les solutions conceptuelles décrites ci-dessus ont déjà été développées et testées, individuellement, par certaines banques centrales nationales au sein de l'Eurosystème. Dans la solution *Trigger* développée par la Deutsche Bundesbank, les règlements en euros en monnaie de banque centrale interviendraient dans les services TARGET existants, plus précisément dans T2. Dans la solution *TIPS Hash-Link* développée par la Banca d'Italia, le règlement se ferait dans une infrastructure reposant sur TIPS, qui est actuellement utilisée pour régler des paiements de détail instantanés (c'est-à-dire des paiements entre particuliers et sociétés non financières). Enfin, dans les solutions *full-DLT* développées par la Banque de France, les règlements en euros en monnaie de banque centrale interviendraient sur une plateforme DLT, gérée par la banque centrale ou conjointement avec d'autres parties. De plus amples informations sur ces solutions sont disponibles dans les publications des banques nationales respectives ¹².

5 Prochaines étapes : les travaux exploratoires de l'Eurosystème

En avril 2023, l'Eurosystème a annoncé qu'il allait s'engager dans une exploration au niveau de l'Eurosystème portant sur la manière dont les

¹² Cf. Deutsche Bundesbank, « *Digital money: options for payments* », *Monthly Report*, avril 2021 ; Diehl (M.) et Drott (C.), « *Empowering central bank money for a digital future* », *SUERF Policy Note*, Issue n° 312, juin 2023 ; La Rocca (R.), Mancini (R.), Benedetti (M.), Caruso (M.), Cossu (S.), Galano (G.), Mancini (S.), Marcelli (G.), Martella (P.), Nardelli (M.) et Oliviero (C.), « *Integrating DLTs with market infrastructures: analysis and proof-of-concept for secure DvP between TIPS and DLT platforms* », *Research Papers*, n° 26, Banca d'Italia Markets, Infrastructures, Payment Systems, juillet 2022 ; Banque de France, « *Wholesale Central Bank Digital Currency experiments with the Banque de France: Results and key findings* », novembre 2021 ; et Banque de France, « *Wholesale central bank digital currency experiments with the Banque de France: New insights and key takeaways* », juillet 2023.

transactions financières de gros enregistrées sur les plateformes DLT pourraient être réglées en monnaie de banque centrale. Ces travaux coordonnés par l'Eurosystème s'appuieront sur les précédentes expérimentations menées par différentes banques centrales nationales ainsi que sur les actions de sensibilisation des marchés et l'analyse réalisées antérieurement au niveau de l'Eurosystème.

En collaboration avec les acteurs du marché intéressés, l'Eurosystème prévoit de tester trois solutions de règlement multiplateforme ¹³. Ces solutions seront fournies par les trois banques centrales nationales mentionnées précédemment. L'Eurosystème dans son ensemble analysera les résultats de ces explorations, en utilisant des mesures communes pour les trois solutions. Grâce à cette analyse coordonnée, l'Eurosystème vise à mieux appréhender les mérites de ces solutions s'agissant de leur capacité à permettre aux utilisateurs de profiter des avantages attendus des DLT et à répondre à différents cas d'usage interbancaires.

Les travaux exploratoires envisagés comprennent des expérimentations, au cours desquelles seules des transactions fictives seront réglées dans un environnement de test, ainsi que des essais, lors desquels un nombre limité de transactions réelles seront réglées. Ces essais pourraient être utilisés, par exemple, par les participants au Régime pilote de l'UE pour la DLT, un régime réglementaire temporaire applicable aux infrastructures de négociation, de compensation et de règlement pour les instruments financiers fondés sur la DLT ¹⁴.

Avec cette initiative, l'Eurosystème vise à développer ses connaissances et à recueillir des commentaires cohérents et coordonnés sur les solutions auprès des acteurs du marché. Certaines des explorations précédentes menées par différentes banques centrales nationales impliquaient également les acteurs du marché. Toutefois, jusqu'à présent, ces derniers n'ont pas pu tester l'ensemble des trois solutions et comparer leurs avantages pour les cas d'usage les concernant. Les travaux exploratoires coordonnés par l'Eurosystème leur donneront l'opportunité de le faire.

Ces travaux exploratoires ne préjugent d'aucune décision future concernant la mise en œuvre éventuelle de l'une des solutions proposées dans le cadre des essais et des expérimentations. L'Eurosystème s'appuiera sur les enseignements tirés des travaux exploratoires pour développer sa vision du futur écosystème des transactions financières de gros. Il continuera également à suivre et à évaluer dans quelle mesure les acteurs du marché adoptent effectivement la DLT pour remédier à des inefficacités existantes ou pour créer de nouvelles opportunités pour leur activité. L'impact d'une adoption potentielle de la DLT sur la structure du marché, y compris le risque de fragmentation, nécessite également une analyse plus approfondie. Sans préjuger d'une décision future de l'Eurosystème quant à

¹³ Un appel à manifestation d'intérêt (*Call for Expression of Interest*) pour participer à ces essais et à ces expérimentations a été publié sur le site internet de la BCE.

¹⁴ Règlement (UE) 2022/858 du Parlement européen et du Conseil du 30 mai 2022 sur un régime pilote pour les infrastructures de marché reposant sur la technologie des registres distribués, et modifiant les règlements (UE) no 600/2014 et (UE) no 909/2014 et la directive 2014/65/UE (JO L 151, 02.06.2022, p. 1)

l'opportunité de mettre en œuvre une solution utilisant une nouvelle technologie, il est clair que toute solution doit favoriser l'intégration du marché.

L'objectif ultime de ces efforts est de garantir que la monnaie de banque centrale demeure un point d'ancrage monétaire favorisant la stabilité, l'intégration et l'efficacité du système financier européen. L'Eurosystème reconnaît la demande de monnaie de banque centrale en tant qu'actif de règlement le plus sûr et reste donc déterminé à permettre le règlement dans cette monnaie pour les transactions de gros au moyen d'infrastructures adaptées à cet usage. Les travaux exploratoires à venir seront utiles pour déterminer comment (c'est-à-dire de quelle manière et sous quelle forme) le règlement en monnaie de banque centrale pourrait être utilement proposé dans un scénario où la DLT est largement adoptée par le secteur financier.

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
2020	-2,9	-2,2	-10,4	-4,1	2,2	-6,1	1,3	1,7	1,2	0,9	0,0	2,6	0,3
2021	6,5	5,8	8,7	2,6	8,4	5,9	4,0	3,0	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
2022 Q4	0,5	0,6	0,1	0,2	0,8	-0,1	10,1	7,5	7,1	10,8	3,8	1,8	10,0
2023 Q1	1,0	0,6	0,3	1,2	2,3	0,1	8,6	7,2	5,8	10,2	3,6	1,3	8,0
Q2	0,6	0,5	0,2	0,9	0,5	0,1	6,5	6,9	4,0	8,4	3,3	0,1	6,2
Q3	0,7	1,3	0,0	-0,7	1,3	-0,1	6,2	6,7	3,5	6,7	3,2	.	5,0
2023 June	-	-	-	-	-	-	5,7	6,6	3,0	7,9	3,3	0,0	5,5
July	-	-	-	-	-	-	5,9	6,7	3,2	6,8	3,3	-0,3	5,3
Aug.	-	-	-	-	-	-	6,4	6,8	3,7	6,7	3,2	0,1	5,2
Sep.	-	-	-	-	-	-	6,2	6,6	3,7	6,7	3,0	0,0	4,3
Oct.	-	-	-	-	-	-	5,6	6,5	3,2	4,6	3,3	-0,2	2,9
Nov. ³⁾	-	-	-	-	-	-	.	.	3,1	.	.	.	2,4

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

1) Quarterly data seasonally adjusted; annual data unadjusted.

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

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

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

	Purchasing Managers' Surveys (diffusion indices; s.a.)							Merchandise imports ¹⁾				
	Composite Purchasing Managers' Index					Memo item: euro area	Global Purchasing Managers' Index ²⁾			Global	Advanced economies	Emerging market economies
	Global ²⁾	United States	United Kingdom	Japan	China		Manufacturing	Services	New export orders			
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
2020	47,3	48,8	46,5	42,4	51,4	44,0	48,5	46,1	45,3	-4,1	-4,1	-4,0
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	2,6	4,3	0,9
2022 Q1	52,2	54,9	58,3	48,7	48,0	54,2	51,0	52,6	49,1	0,8	2,8	-1,3
Q2	51,7	54,0	55,0	52,1	44,9	54,2	50,2	52,1	48,8	-0,2	-0,2	-0,2
Q3	50,0	47,2	50,3	50,2	51,8	49,0	49,9	50,0	47,6	0,6	-0,4	1,7
Q4	48,4	46,5	48,5	50,1	47,9	48,2	48,7	48,3	47,0	-1,8	-1,9	-1,7
2022 July	50,9	47,7	52,1	50,2	54,0	49,9	50,7	50,9	48,6	1,1	0,6	1,8
Aug.	49,2	44,6	49,6	49,4	53,0	49,0	49,8	49,0	47,5	1,0	-0,4	2,5
Sep.	49,8	49,5	49,1	51,0	48,5	48,1	49,1	50,1	46,5	0,6	-0,4	1,7
Oct.	49,2	48,3	48,2	51,8	48,3	47,3	49,5	49,2	47,3	-0,1	-0,8	0,7
Nov.	48,0	46,4	48,2	48,9	47,0	47,8	48,1	47,9	47,0	-1,0	-1,5	-0,4
Dec.	47,9	45,0	49,0	49,7	48,3	49,3	48,6	47,7	46,7	-1,8	-1,9	-1,7

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

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

2) Excluding the euro area.

2 Economic activity

2.1 GDP and expenditure components

(quarterly data seasonally adjusted; annual data unadjusted)

	GDP											
	Total	Domestic demand								External balance ¹⁾		
		Total	Private consumption	Government consumption	Gross fixed capital formation			Changes in inventories ²⁾	Total	Exports ¹⁾	Imports ¹⁾	
					Total construction	Total machinery	Intellectual property products					
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
<i>Current prices (EUR billions)</i>												
2020	11 517,2	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	12 475,1	11 979,7	6 351,9	2 737,4	2 728,4	1 390,3	761,2	570,3	162,0	495,5	6 171,6	5 676,2
2022	13 492,2	13 248,4	7 062,9	2 899,4	3 019,7	1 561,8	847,0	603,7	266,4	243,7	7 436,2	7 192,5
2022 Q4	3 457,9	3 383,8	1 828,1	742,7	774,6	398,3	219,0	155,6	38,3	74,1	1 912,6	1 838,5
2023 Q1	3 526,3	3 391,4	1 853,8	738,7	783,5	405,2	223,5	153,1	15,3	134,9	1 898,2	1 763,3
Q2	3 570,4	3 432,4	1 871,5	751,3	788,2	404,3	226,3	155,6	21,4	138,0	1 863,6	1 725,7
Q3	3 591,7	3 452,8	1 895,1	759,3	795,0	406,7	229,0	157,3	3,4	138,9	1 834,4	1 695,5
<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	-	-
<i>Chain-linked volumes (prices for the previous year)</i>												
<i>quarter-on-quarter percentage changes</i>												
2022 Q4	-0,1	-0,5	-0,8	0,5	-0,4	-0,6	-0,8	0,6	-	-	-0,3	-1,1
2023 Q1	0,1	-0,6	0,0	-0,5	0,4	0,8	2,0	-2,8	-	-	-0,3	-1,6
Q2	0,1	0,8	0,0	0,2	-0,1	-0,8	0,3	1,4	-	-	-1,1	0,0
Q3	-0,1	-0,1	0,3	0,3	0,0	-0,3	0,4	0,4	-	-	-1,1	-1,2
<i>annual percentage changes</i>												
2020	-6,1	-5,7	-7,7	1,0	-5,9	-3,4	-11,6	-3,9	-	-	-9,1	-8,5
2021	5,9	4,7	4,4	4,2	3,5	5,9	8,0	-6,5	-	-	11,5	9,2
2022	3,4	3,5	4,2	1,6	2,6	1,4	4,9	2,8	-	-	7,2	7,9
2022 Q4	1,8	1,2	1,3	0,7	0,9	-0,2	7,1	-3,9	-	-	4,6	3,3
2023 Q1	1,3	0,6	1,3	-0,2	1,8	-1,0	5,6	3,5	-	-	2,7	1,5
Q2	0,6	0,7	0,6	0,1	1,2	-1,3	4,7	2,5	-	-	-0,4	-0,3
Q3	0,0	-0,5	-0,4	0,5	-0,1	-0,9	1,8	-0,4	-	-	-2,8	-3,8
<i>contributions to quarter-on-quarter percentage changes in GDP; percentage points</i>												
2022 Q4	-0,1	-0,5	-0,4	0,1	-0,1	-0,1	-0,1	0,0	-0,1	0,4	-	-
2023 Q1	0,1	-0,6	0,0	-0,1	0,1	0,1	0,1	-0,1	-0,6	0,7	-	-
Q2	0,1	0,8	0,0	0,0	0,0	-0,1	0,0	0,1	0,7	-0,6	-	-
Q3	-0,1	-0,1	0,2	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	-0,3	0,0	-	-
<i>contributions to annual percentage changes in GDP; percentage points</i>												
2020	-6,1	-5,5	-4,1	0,2	-1,3	-0,4	-0,8	-0,2	-0,3	-0,6	-	-
2021	5,9	4,8	2,4	1,0	0,9	0,7	0,5	-0,3	0,6	1,4	-	-
2022	3,4	3,5	2,2	0,4	0,6	0,2	0,3	0,1	0,3	0,0	-	-
2022 Q4	1,8	1,1	0,7	0,1	0,2	0,0	0,4	-0,2	0,1	0,8	-	-
2023 Q1	1,3	0,6	0,7	0,0	0,4	-0,1	0,3	0,2	-0,4	0,7	-	-
Q2	0,6	0,7	0,3	0,0	0,3	-0,1	0,3	0,1	0,1	-0,1	-	-
Q3	0,0	-0,5	-0,2	0,1	0,0	-0,1	0,1	0,0	-0,4	0,5	-	-

Sources: Eurostat and ECB calculations.

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

2) Including acquisitions less disposals of valuables.

2 Economic activity

2.2 Value added by economic activity

(quarterly data seasonally adjusted; annual data unadjusted)

	Gross value added (basic prices)											Taxes less subsidies on products
	Total	Agriculture, forestry and fishing	Manufacturing energy and utilities	Construction	Trade, transport, accommodation and food services	Information and communication	Finance and insurance	Real estate	Professional, business and support services	Public administration, education, health and social work	Arts, entertainment and other services	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
Current prices (EUR billions)												
2020	10 378,7	175,2	2 009,2	549,4	1 807,3	546,9	486,6	1 210,9	1 203,5	2 066,4	323,2	1 138,5
2021	11 192,0	186,6	2 220,3	594,6	2 021,6	598,5	515,1	1 247,2	1 297,7	2 173,0	337,6	1 283,1
2022	12 153,0	213,1	2 456,7	655,3	2 330,2	633,3	523,6	1 304,0	1 396,7	2 269,7	370,4	1 339,2
2022 Q4	3 134,3	55,8	639,2	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	144,4	344,5	364,2	581,1	96,7	328,6
Q2	3 232,4	54,4	662,9	179,2	610,7	168,5	149,1	349,1	371,0	589,3	98,2	338,0
Q3	3 245,7	55,3	653,4	180,9	612,7	170,0	150,3	352,9	373,3	597,4	99,5	346,0
<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	0,1	-0,3	-0,2	-0,7	0,2	0,3	0,2	0,2	0,3	-1,2	0,0
2023 Q1	0,2	1,0	-1,1	1,9	0,2	0,9	-0,4	0,9	0,1	0,3	2,0	-0,7
Q2	0,0	0,1	-0,4	-0,9	0,0	1,4	0,6	-0,2	0,5	0,1	0,6	1,0
Q3	0,0	-0,9	-1,0	-0,1	0,0	1,0	-0,1	0,2	0,1	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	8,8	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	-3,2	1,5	-0,6	2,9	4,2	0,4	1,7	3,0	2,1	7,4	-0,9
2023 Q1	1,7	0,2	-0,1	0,7	2,5	5,1	0,2	1,9	1,8	1,7	6,6	-2,5
Q2	0,7	1,0	-1,0	-0,2	0,2	4,7	0,6	1,1	1,4	1,2	3,2	-0,5
Q3	0,1	0,3	-2,8	0,7	-0,4	3,5	0,4	1,1	1,0	0,9	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	0,0	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	0,3	0,4	0,2	-
2023 Q1	1,7	0,0	0,0	0,0	0,5	0,3	0,0	0,2	0,2	0,3	0,2	-
Q2	0,7	0,0	-0,2	0,0	0,0	0,2	0,0	0,1	0,2	0,2	0,1	-
Q3	0,1	0,0	-0,6	0,0	-0,1	0,2	0,0	0,1	0,1	0,2	0,1	-

Sources: Eurostat and ECB calculations.

2 Economic activity

2.3 Employment ¹⁾

(quarterly data seasonally adjusted; annual data unadjusted)

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

Sources: Eurostat and ECB calculations.

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

2 Economic activity

2.4 Labour force, unemployment and job vacancies

(seasonally adjusted, unless otherwise indicated)

	Labour force, millions	Under-employment, % of labour force	Unemployment ¹⁾											Job vacancy rate ³⁾
			Total		Long-term unemployment, % of labour force ²⁾	By age				By gender				
			Millions	% of labour force		Adult		Youth		Male		Female		
						Millions	% of labour force	Millions	% of labour force	Millions	% of labour force	Millions	% of labour force	
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
% of total in 2020			100,0		80,1	19,9			51,2		48,8			
2020	162,758	3,5	12,964	8,0	3,0	10,381	7,0	2,584	18,2	6,644	7,6	6,320	8,3	1,8
2021	165,051	3,4	12,787	7,8	3,2	10,303	6,9	2,483	16,9	6,517	7,4	6,270	8,1	2,4
2022	167,815	3,1	11,338	6,8	2,7	9,080	6,0	2,259	14,6	5,687	6,4	5,651	7,2	3,1
2022 Q4	168,610	3,0	11,205	6,6	2,5	8,947	5,9	2,258	14,4	5,592	6,2	5,613	7,1	3,1
2023 Q1	169,441	3,0	11,102	6,6	2,5	8,909	5,8	2,193	13,9	5,580	6,2	5,522	7,0	3,1
Q2	169,791	3,0	10,962	6,5	2,3	8,714	5,7	2,248	14,1	5,532	6,1	5,430	6,8	3,0
Q3	-	-	-	6,5	-	-	5,7	-	14,6	-	6,2	-	6,9	2,9
2023 May	-	-	10,995	6,5	-	8,755	5,7	2,240	14,1	5,516	6,1	5,478	6,9	-
June	-	-	10,974	6,5	-	8,733	5,7	2,241	14,1	5,542	6,1	5,432	6,8	-
July	-	-	11,156	6,6	-	8,834	5,7	2,322	14,6	5,632	6,2	5,524	6,9	-
Aug.	-	-	11,042	6,5	-	8,716	5,7	2,326	14,6	5,584	6,2	5,458	6,9	-
Sep.	-	-	11,100	6,5	-	8,748	5,7	2,352	14,7	5,589	6,2	5,512	6,9	-
Oct.	-	-	11,120	6,5	-	8,722	5,7	2,398	14,9	5,583	6,2	5,537	6,9	-

Sources: Eurostat and ECB calculations.

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

2) Not seasonally adjusted.

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

2.5 Short-term business statistics

	Industrial production						Construction production	Retail sales				Services production ¹⁾	New passenger car registrations
	Total (excluding construction)		Main Industrial Groupings					Total	Food, beverages, tobacco	Non-food	Fuel		
	Manufacturing	Intermediate goods	Capital goods	Consumer goods	Energy								
						1								2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
% of total in 2015	100,0	88,7	32,1	34,5	21,8	11,6	100,0	100,0	40,4	52,5	7,1	100,0	100,0
annual percentage changes													
2020	-7,7	-8,2	-7,2	-11,2	-4,3	-4,4	-5,3	-0,8	3,7	-2,3	-14,4	-9,8	-24,3
2021	8,9	9,8	9,6	11,7	8,1	1,5	6,0	5,1	0,9	7,8	9,6	8,1	-2,9
2022	2,3	3,0	-1,3	5,5	5,4	-3,7	2,4	0,7	-2,8	2,5	6,3	10,0	-4,3
2022 Q1	1,6	2,1	1,0	0,3	6,3	-1,4	6,1	6,0	-1,5	11,5	12,4	12,4	-12,3
Q2	2,0	2,6	-0,3	4,5	3,3	-1,8	2,7	1,1	-2,8	3,2	7,6	13,3	-16,2
Q3	3,4	4,0	-1,7	9,9	3,1	-1,7	0,8	-0,6	-1,6	-0,7	3,1	9,2	1,5
Q4	2,2	3,5	-4,4	7,2	8,9	-9,3	0,3	-2,8	-5,1	-1,9	3,4	6,2	15,3
2023 May	-2,4	-2,0	-5,5	2,7	-3,4	-6,7	0,4	-2,1	-2,8	-1,5	-0,9	4,3	20,3
June	-1,1	-0,4	-6,3	4,9	-0,9	-7,3	-0,5	-0,8	-2,6	0,7	-0,9	3,3	19,0
July	-2,2	-1,9	-5,1	0,7	-1,4	-6,0	1,3	-0,8	-2,1	1,3	-1,6	3,6	16,5
Aug.	-5,3	-5,1	-5,2	-7,0	-2,7	-5,8	0,0	-1,8	-2,4	0,0	-7,3	2,8	23,6
Sep.	-6,8	-6,9	-4,7	-9,4	-5,9	-6,0	-0,3	-2,9	-0,9	-3,4	-6,7	2,5	8,8
Oct.	-6,6	-7,1	-4,1	-9,7	-7,6	-0,5	-	-1,2	-1,5	0,1	-6,4	-	14,1
month-on-month percentage changes (s.a.)													
2023 May	0,1	0,2	0,4	0,7	0,4	-2,2	0,4	0,4	0,2	0,5	0,5	2,6	-0,2
June	-0,1	1,1	-1,0	-0,1	-1,2	0,5	-1,1	0,1	0,1	0,2	-0,4	-0,9	2,2
July	-1,3	-4,2	0,1	-3,1	0,6	1,2	0,8	-0,1	0,2	0,2	-0,5	0,5	3,6
Aug.	0,6	0,2	-0,3	0,4	0,2	-0,2	-1,1	-0,7	-0,5	-0,8	-2,2	0,5	4,6
Sep.	-1,0	-0,6	-0,4	0,3	-1,3	-1,5	0,4	-0,1	1,0	-0,9	0,4	-0,1	0,0
Oct.	-0,7	-0,5	-0,6	-1,4	0,5	1,1	-	0,1	-1,1	0,8	-0,8	-	-2,2

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

1) Excluding trade and financial services.

2 Economic activity

2.6 Opinion surveys (seasonally adjusted)

	European Commission Business and Consumer Surveys (percentage balances, unless otherwise indicated)							Purchasing Managers' Surveys (diffusion indices)				
	Economic sentiment indicator (long-term average = 100)	Manufacturing industry		Consumer confidence indicator	Construction confidence indicator	Retail trade confidence indicator	Service industries		Purchasing Managers' Index (PMI) for manufacturing	Manufacturing output	Business activity for services	Composite output
		Industrial confidence indicator	Capacity utilisation (%)				Services confidence indicator	Capacity utilisation (%)				
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
1999-20	99,7	-4,3	80,7	-10,8	-12,4	-7,0	7,3	-	51,4	52,5	52,7	52,6
2020	88,0	-13,2	74,3	-14,2	-7,0	-12,6	-15,9	86,3	48,6	48,0	42,5	44,0
2021	110,7	9,4	81,8	-7,5	4,2	-1,8	8,3	87,7	60,2	58,3	53,6	54,9
2022	101,9	4,8	82,0	-21,9	5,2	-3,8	9,3	90,1	52,1	49,3	52,1	51,4
2022 Q4	95,3	-0,9	81,4	-24,3	3,1	-4,7	4,9	90,4	47,1	45,9	49,0	48,2
2023 Q1	99,2	0,0	81,3	-19,6	1,2	-1,0	9,3	90,0	48,2	49,8	52,8	52,0
Q2	96,9	-5,1	80,6	-17,0	-0,8	-4,1	7,5	90,3	44,7	46,4	54,5	52,3
Q3	93,9	-9,3	79,7	-16,3	-4,9	-5,1	4,8	90,4	43,2	43,1	49,2	47,5
2023 June	95,3	-7,1	-	-16,1	-2,6	-6,0	5,8	-	43,4	44,2	52,0	49,9
July	94,6	-9,1	80,0	-15,1	-3,7	-4,5	5,5	90,6	42,7	42,7	50,9	48,6
Aug.	93,7	-9,9	-	-16,0	-5,3	-5,1	4,5	-	43,5	43,4	47,9	46,7
Sep.	93,4	-8,9	-	-17,7	-5,8	-5,7	4,2	-	43,4	43,1	48,7	47,2
Oct.	93,5	-9,2	79,4	-17,8	-5,5	-7,4	4,6	90,1	43,1	43,1	47,8	46,5
Nov.	93,8	-9,5	-	-16,9	-4,8	-7,0	4,9	-	44,2	44,6	48,7	47,6

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	-0,1	4,2	-1,5	5,5	4,9	45,8	24,6	78,4	3,8	-11,9	2,6
2021	17,5	95,1	2,1	3,8	19,3	8,6	8,8	49,0	27,1	76,0	5,5	9,8	3,4
2022	13,7	92,8	-0,2	2,5	12,2	1,5	7,0	48,9	24,8	71,7	3,0	8,7	1,9
2022 Q3	14,0	94,3	-0,4	2,7	9,8	3,0	9,3	49,2	25,2	73,6	3,9	24,0	2,7
Q4	13,7	92,8	-0,5	2,5	5,3	1,5	7,0	48,9	24,8	71,7	3,0	1,2	1,9
2023 Q1	13,5	90,9	1,0	2,3	5,5	2,8	5,5	48,5	24,9	69,6	2,4	-1,0	1,3
Q2	13,8	89,4	1,2	2,1	2,1	4,5	4,4	48,1	24,6	68,8	1,7	18,4	0,8

Sources: ECB and Eurostat.

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

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

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

4) Defined as consolidated loans and debt securities liabilities.

2 Economic activity

2.8 Euro area balance of payments, current and capital accounts

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

	Current account											Capital account ¹⁾	
	Total			Goods		Services		Primary income		Secondary income		Credit	Debit
	Credit	Debit	Balance	Credit	Debit	Credit	Debit	Credit	Debit	Credit	Debit		
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	
2022 Q4	1 377,4	1 384,8	-7,4	755,1	756,4	313,0	268,8	266,1	277,0	43,2	82,5	58,8	34,0
2023 Q1	1 390,3	1 352,7	37,6	752,5	697,3	324,0	299,2	273,2	281,1	40,6	75,1	36,0	30,9
Q2	1 394,1	1 332,8	61,3	721,6	668,0	326,9	294,8	301,9	285,0	43,7	85,0	25,2	21,3
Q3	1 382,6	1 299,0	83,7	727,9	636,5	319,6	292,6	293,2	287,1	41,9	82,7	26,8	14,4
2023 Apr.	444,3	435,8	8,5	225,7	216,4	107,3	99,4	97,2	91,5	14,1	28,5	7,1	8,0
May	470,7	455,0	15,7	244,2	229,4	110,2	99,2	100,9	98,6	15,4	27,7	5,8	6,4
June	479,1	442,0	37,0	251,6	222,2	109,3	96,2	103,9	94,9	14,3	28,7	12,2	7,0
July	444,7	423,1	21,6	232,4	208,3	104,0	93,2	94,3	93,5	14,1	28,1	7,9	6,1
Aug.	476,6	445,7	30,8	254,5	218,2	107,9	100,2	100,0	100,0	14,1	27,3	8,5	4,5
Sep.	461,3	430,1	31,2	241,0	209,9	107,7	99,2	98,9	93,7	13,7	27,3	10,3	3,8
<i>12-month cumulated transactions</i>													
2023 Sep.	5 544,4	5 369,3	175,1	2 957,1	2 758,3	1 283,5	1 155,5	1 134,4	1 130,2	169,4	325,3	146,7	100,7
<i>12-month cumulated transactions as a percentage of GDP</i>													
2023 Sep.	39,2	38,0	1,2	20,9	19,5	9,1	8,2	8,0	8,0	1,2	2,3	1,0	0,7

1) The capital account is not seasonally adjusted.

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

(seasonally adjusted, unless otherwise indicated)

	Total (n.s.a.)		Exports (f.o.b.)					Imports (c.i.f.)					
	Exports	Imports	Total			Memo item: Manu- facturing	Total			Memo items:			
			Intermediate goods	Capital goods	Consumption goods		Intermediate goods	Capital goods	Consumption goods	Manu- facturing	Oil		
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	
<i>Values (EUR billions; annual percentage changes for columns 1 and 2)</i>													
2022 Q4	15,3	20,3	736,0	361,4	139,1	221,7	609,3	799,9	481,9	114,6	170,4	521,1	97,1
2023 Q1	8,5	1,1	721,7	346,3	138,1	224,0	595,8	728,9	429,0	114,4	161,9	503,4	78,6
Q2	-1,9	-13,7	708,0	332,6	143,5	216,4	586,1	706,5	409,9	113,5	164,4	502,9	74,0
Q3	-5,7	-22,3	701,7	.	.	.	582,1	677,9	.	.	.	483,9	.
2023 Apr.	-3,5	-11,8	233,3	110,1	47,2	71,9	193,2	240,8	141,2	37,9	55,3	169,2	25,5
May	-2,4	-13,0	238,2	110,7	49,3	72,6	195,1	237,4	137,3	39,2	55,4	169,7	24,1
June	-0,1	-16,0	236,4	111,8	46,9	71,9	197,8	228,3	131,5	36,4	53,8	164,1	24,4
July	-3,1	-18,2	232,5	109,4	46,2	71,3	194,4	229,0	131,6	37,8	53,7	164,0	26,7
Aug.	-4,4	-24,6	235,2	110,6	48,7	71,8	194,0	224,0	128,7	36,6	52,5	161,0	27,3
Sep.	-9,4	-23,9	234,0	.	.	.	193,7	224,8	.	.	.	159,0	.
<i>Volume indices (2000 = 100; annual percentage changes for columns 1 and 2)</i>													
2022 Q4	1,7	2,9	107,5	104,2	109,1	114,7	107,2	120,5	117,3	120,5	122,4	120,7	144,6
2023 Q1	1,6	-1,4	106,6	102,4	105,6	116,9	106,1	116,9	114,9	120,8	116,1	117,8	143,9
Q2	-2,9	-6,0	105,0	100,0	108,5	113,1	105,4	116,4	114,6	122,1	118,1	119,7	157,3
Q3	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
2023 Mar.	2,5	-6,1	106,5	103,0	107,0	115,4	106,6	113,4	111,4	119,6	114,0	116,0	135,7
Apr.	-6,2	-5,9	103,2	98,8	107,4	112,1	103,4	118,1	116,2	124,4	118,8	121,3	158,8
May	-3,0	-5,5	106,8	100,7	111,3	114,5	107,3	117,9	115,2	126,2	120,4	121,7	151,8
June	0,1	-6,4	105,0	100,5	106,8	112,6	105,5	113,1	112,4	115,6	115,2	116,1	161,2
July	-1,6	-5,7	102,9	99,5	105,1	109,8	103,0	115,4	113,9	120,5	118,2	119,0	168,2
Aug.	-2,3	-11,8	105,0	100,2	110,8	110,7	105,2	112,0	110,6	116,8	116,3	116,4	173,2

Sources: ECB and Eurostat.

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

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

3 Prices and costs

3.1 Harmonised Index of Consumer Prices ¹⁾

(annual percentage changes, unless otherwise indicated)

	Total					Total (s.a.; percentage change vis-à-vis previous period) ²⁾						Administered prices	
	Index: 2015 = 100	Total		Goods	Services	Total	Processed food	Unprocessed food	Non-energy industrial goods	Energy (n.s.a.)	Services	Total HICP excluding administered prices	Administered prices
		1	2											Total excluding food and energy	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
% of total in 2023	100,0	100,0	69,8	56,5	43,5	100,0	15,5	4,5	26,3	10,2	43,5	86,8	13,2
2020	105,1	0,3	0,7	-0,4	1,0	-	-	-	-	-	-	0,2	0,6
2021	107,8	2,6	1,5	3,4	1,5	-	-	-	-	-	-	2,5	3,1
2022	116,8	8,4	3,9	11,9	3,5	-	-	-	-	-	-	8,5	7,8
2022 Q4	120,8	10,0	5,1	14,0	4,3	2,3	3,7	3,0	1,6	4,6	1,5	10,0	9,5
2023 Q1	121,3	8,0	5,5	10,3	4,7	0,8	3,3	2,6	1,6	-6,0	1,2	8,1	7,3
Q2	123,2	6,2	5,5	6,8	5,2	0,6	1,8	0,8	0,6	-4,3	1,3	6,1	6,8
Q3	123,9	5,0	5,1	4,5	5,3	1,0	1,2	1,3	0,7	1,3	1,0	5,0	4,5
2023 June	123,5	5,5	5,5	5,5	5,4	0,3	0,4	0,8	0,2	-0,7	0,4	5,2	7,7
July	123,4	5,3	5,5	4,8	5,6	0,4	0,4	1,0	0,3	-0,2	0,4	5,2	6,3
Aug.	124,0	5,2	5,3	4,9	5,5	0,5	0,4	-0,2	0,3	3,3	0,2	5,3	5,2
Sep.	124,4	4,3	4,5	4,0	4,7	0,3	0,4	0,3	-0,1	1,5	0,3	4,6	2,2
Oct.	124,5	2,9	4,2	1,7	4,6	0,1	0,2	0,4	0,0	-1,1	0,3	3,2	0,6
Nov. ³⁾	123,9	2,4	3,6	.	4,0	-0,3	0,1	0,9	-0,1	-2,2	-0,1	.	.

	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
2020	2,3	1,8	4,0	-1,8	0,2	-6,8	1,4	1,3	0,5	-0,6	1,0	1,4
2021	1,5	1,5	1,6	4,5	1,5	13,0	1,4	1,2	2,1	0,3	1,5	1,6
2022	9,0	8,6	10,4	13,6	4,6	37,0	2,4	1,7	4,4	-0,2	6,1	2,1
2022 Q4	13,5	13,4	13,7	14,2	6,2	33,9	3,0	2,1	5,6	-0,7	7,1	2,8
2023 Q1	14,9	15,4	13,3	7,8	6,7	10,0	3,6	2,5	5,8	0,2	7,2	3,8
Q2	12,5	13,5	9,5	3,7	5,8	-1,8	3,7	2,7	6,1	0,4	7,5	4,1
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
2023 June	11,6	12,4	9,0	2,2	5,5	-5,6	3,7	2,7	7,4	0,0	7,2	4,3
July	10,8	11,3	9,2	1,6	5,0	-6,1	3,7	2,7	7,1	0,0	7,5	4,3
Aug.	9,7	10,3	7,8	2,2	4,7	-3,3	3,7	2,8	6,2	0,0	7,3	4,3
Sep.	8,8	9,4	6,6	1,4	4,1	-4,6	3,7	2,7	3,9	0,0	6,7	4,1
Oct.	7,4	8,4	4,5	-1,4	3,5	-11,2	3,6	2,8	3,9	0,3	6,4	4,1
Nov. ³⁾	6,9	7,1	6,4	.	2,9	-11,5	.	.	.	.	.	.

Sources: Eurostat and ECB calculations.

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

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

3) Flash estimate.

3 Prices and costs

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

	Industrial producer prices excluding construction ¹⁾										Con- struction ²⁾	Residential property prices ³⁾	Experimental indicator of commercial property prices ³⁾
	Total (index: 2015 = 100)	Total		Industry excluding construction and energy						Energy			
		Manu- facturing	Total	Intermediate goods	Capital goods	Consumer goods							
						Total	Food, beverages and tobacco	Non- food					
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	
% of total in 2015	100,0	100,0	77,3	72,1	28,9	20,7	22,5	16,6	5,9	27,9			
2020	102,0	-2,6	-1,7	-0,1	-1,6	0,9	0,9	1,1	0,6	-9,7	1,7	5,3	1,6
2021	114,5	12,3	7,4	5,8	10,9	2,5	2,1	3,3	1,8	32,2	5,6	8,1	0,5
2022	153,8	34,3	16,9	14,1	20,3	7,2	12,1	16,4	7,7	85,2	11,5	7,0	0,6
2022 Q4	161,9	27,2	14,5	13,1	15,4	7,6	15,3	19,9	9,3	56,1	11,6	2,9	-2,8
2023 Q1	156,2	10,9	9,0	9,8	8,7	7,2	14,1	17,4	8,5	11,5	10,0	0,4	-4,8
Q2	147,2	-1,4	0,9	3,7	-1,1	5,7	9,4	9,6	6,5	-13,1	7,0	-1,7	-10,0
Q3	145,9	-10,5	-0,3	1,1	-4,4	4,5	6,4	5,5	4,5	-28,9	5,0	.	.
2023 May	146,4	-1,6	0,6	3,4	-1,5	5,7	9,4	9,4	6,4	-13,5	-	-	-
June	145,8	-3,4	-1,1	2,5	-2,8	5,3	8,4	8,1	5,8	-16,5	-	-	-
July	145,0	-7,6	-0,8	1,6	-4,0	4,8	7,4	6,6	5,0	-24,2	-	-	-
Aug.	146,0	-11,5	0,0	1,1	-4,5	4,5	6,4	5,5	4,5	-30,6	-	-	-
Sep.	146,8	-12,4	0,0	0,5	-4,8	4,1	5,4	4,3	3,9	-31,2	-	-	-
Oct.	147,1	-9,4	-1,5	-0,2	-5,3	3,7	4,2	2,8	3,0	-25,0	-	-	-

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

1) Domestic sales only.

2) Input prices for residential buildings.

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

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

	GDP deflators						Oil prices (EUR per barrel)	Non-energy commodity prices (EUR)							
	Total (s.a.; index: 2015 = 100)	Total	Domestic demand					Exports ¹⁾	Imports ¹⁾	Import-weighted ²⁾			Use-weighted ²⁾		
			Total	Private consump- tion	Govern- ment consump- tion	Gross fixed capital formation				Total	Food	Non-food	Total	Food	Non-food
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	
% of total									100,0	45,4	54,6	100,0	50,4	49,6	
2020	107,3	1,8	1,3	0,6	3,4	1,0	-1,3	-2,7	37,0	1,5	3,3	-0,2	-0,9	-0,3	-1,7
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
2022 Q4	117,4	5,6	6,8	8,6	5,7	7,6	10,0	12,8	86,6	5,4	13,9	-2,1	5,2	12,6	-2,7
2023 Q1	119,6	6,1	5,6	8,0	4,1	6,5	5,4	4,1	75,8	-10,5	-5,8	-14,6	-11,5	-7,7	-15,6
Q2	120,9	6,1	4,0	6,9	4,5	4,6	0,4	-3,6	71,6	-18,0	-16,1	-19,9	-18,4	-16,4	-20,8
Q3	121,8	5,8	3,0	5,8	3,8	3,6	-1,8	-7,0	79,8	-13,7	-14,5	-12,9	-14,8	-15,2	-14,3
2023 June	-	-	-	-	-	-	-	-	69,0	-15,4	-15,6	-15,3	-15,7	-15,6	-15,9
July	-	-	-	-	-	-	-	-	72,5	-13,5	-13,7	-13,2	-15,0	-15,1	-14,8
Aug.	-	-	-	-	-	-	-	-	78,8	-15,7	-15,9	-15,6	-16,5	-16,0	-17,1
Sep.	-	-	-	-	-	-	-	-	88,1	-11,9	-13,9	-9,8	-12,9	-14,4	-11,1
Oct.	-	-	-	-	-	-	-	-	86,2	-12,6	-14,9	-10,2	-13,2	-14,6	-11,3
Nov.	-	-	-	-	-	-	-	-	76,9	-9,5	-10,7	-8,3	-10,4	-11,4	-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)					Purchasing Managers' Surveys (diffusion indices)			
	Selling price expectations (for next three months)				Consumer price trends over past 12 months	Input prices		Prices charged	
	Manu- facturing	Retail trade	Services	Construction		Manu- facturing	Services	Manu- facturing	Services
	1	2	3	4	5	6	7	8	9
1999-20	4,4	5,5	-	-2,9	27,9	56,5	56,1	-	50,0
2020	-0,3	2,0	-0,6	-5,1	11,5	49,0	52,1	48,7	47,2
2021	31,6	24,0	10,3	19,7	30,4	84,0	61,9	66,8	53,4
2022	48,4	52,9	27,2	42,5	71,6	77,1	75,4	69,6	62,0
2022 Q4	40,2	51,9	29,0	41,6	78,1	65,8	74,3	63,7	62,0
2023 Q1	23,8	43,6	25,9	27,1	78,4	51,3	69,9	57,8	61,2
Q2	7,4	29,9	18,1	11,8	76,9	41,6	64,3	49,2	58,0
Q3	3,3	22,1	16,2	5,8	73,3	39,1	62,0	45,7	55,5
2023 June	4,3	25,1	16,1	7,8	74,9	39,5	61,3	47,0	56,3
July	3,4	23,0	16,5	5,0	73,5	35,8	61,0	45,0	56,1
Aug.	3,0	22,5	16,7	6,1	72,9	39,7	62,2	46,2	55,6
Sep.	3,3	20,6	15,5	6,4	73,6	41,9	62,7	45,8	54,7
Oct.	3,5	19,8	15,8	7,8	72,5	42,5	62,0	46,4	54,1
Nov.	2,3	17,5	17,6	9,4	68,9	42,7	62,5	47,2	54,5

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

3.5 Labour cost indices

(annual percentage changes, unless otherwise indicated)

	Total (index: 2020 = 100)	Total	By component		For selected economic activities		Memo item: Indicator of negotiated wages ¹⁾
			Wages and salaries	Employers' social contributions	Business economy	Mainly non-business economy	
	1	2	3	4	5	6	7
% of total in 2020	100,0	100,0	75,3	24,7	69,0	31,0	
2020	100,0	3,1	3,6	1,5	2,8	3,9	1,8
2021	101,0	1,0	1,1	0,6	0,9	1,2	1,3
2022	105,7	4,6	3,9	6,9	4,9	3,9	2,9
2022 Q4	114,2	5,9	5,3	7,9	5,8	6,0	3,1
2023 Q1	102,6	5,2	4,9	6,2	5,6	4,4	4,4
Q2	113,8	4,5	4,6	4,0	4,5	4,3	4,4
Q3	.	.	.	.	.	.	4,7

Sources: Eurostat and ECB calculations.

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

3 Prices and costs

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

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

	Total (index: 2015 =100)	Total	By economic activity									
			Agriculture, forestry and fishing	Manu- facturing, energy and utilities	Con- struction	Trade, transport, accom- modation and food services	Information and commu- nication	Finance and insurance	Real estate	Professional, business and support services	Public ad- ministration, education, health and social work	Arts, enter- tainment and other services
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
Unit labour costs												
2020	110,3	4,6	2,4	2,0	5,2	7,9	-0,2	0,8	1,3	3,4	6,2	16,7
2021	110,1	-0,2	1,8	-3,7	5,6	-1,9	1,2	-1,5	5,0	1,1	0,9	-0,1
2022	113,8	3,4	7,4	3,5	6,2	2,1	3,2	2,9	4,7	3,5	3,4	-3,0
2022 Q4	116,5	4,7	7,8	3,1	7,8	4,2	4,0	3,3	4,2	5,1	4,9	-1,3
2023 Q1	118,9	5,9	4,3	7,1	5,5	6,5	4,5	6,0	4,8	7,1	3,7	0,0
Q2	119,6	6,3	2,6	7,4	6,4	7,8	4,7	4,9	5,8	6,9	4,8	3,1
Q3	121,5	6,6	4,0	9,6	5,7	7,8	4,2	5,3	3,8	6,7	4,8	3,2
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	4,9	5,0	4,0	6,9	4,2	5,5
Q2	121,8	5,5	6,1	5,2	5,5	6,0	5,5	4,3	4,2	6,2	4,9	6,0
Q3	123,3	5,2	5,4	5,8	5,3	5,1	5,3	4,3	3,1	6,2	4,4	6,3
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	8,8	-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	0,3	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	-1,4	-0,8	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	-0,6	-1,5	-0,6	0,1	2,9
Q3	101,5	-1,2	1,4	-3,5	-0,4	-2,5	1,1	-0,9	-0,6	-0,5	-0,3	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	122,0	4,9	4,7	5,2	4,4	5,5	5,1	4,9	4,4	6,2	4,0	4,5
Q2	122,6	5,2	6,5	4,9	5,1	6,2	5,4	4,2	4,8	5,9	4,4	4,9
Q3	124,5	5,2	5,1	5,7	5,2	5,4	5,5	4,6	4,3	6,1	4,3	4,9
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	-0,9	-2,0	0,1	1,1	4,7
2023 Q1	103,8	-0,7	1,2	-1,7	-0,7	-0,3	0,7	-1,1	0,0	-0,5	0,4	4,4
Q2	103,7	-0,9	3,8	-2,3	-1,2	-1,5	0,8	-0,9	-1,1	-0,9	-0,3	2,1
Q3	103,6	-1,2	1,7	-3,4	-0,6	-2,2	1,8	-0,8	-0,9	-0,6	-0,5	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
2020	-0,55	-0,50	-0,43	-0,37	-0,31	0,36	-0,04
2021	-0,57	-0,56	-0,55	-0,52	-0,49	0,04	-0,02
2022	-0,01	0,09	0,35	0,68	1,10	1,63	-0,03
2023 May	3,08	3,15	3,37	3,68	3,86	5,02	-0,05
June	3,24	3,34	3,54	3,83	4,01	5,06	-0,07
July	3,40	3,47	3,67	3,94	4,15	5,10	-0,05
Aug.	3,64	3,63	3,78	3,94	4,07	5,30	-0,06
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

Source: Refinitiv 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
2020	-0,75	-0,76	-0,77	-0,72	-0,57	0,19	0,80	0,32	-0,77	-0,77	-0,60	-0,24
2021	-0,73	-0,72	-0,68	-0,48	-0,19	0,53	1,12	0,45	-0,69	-0,58	-0,12	0,24
2022	1,71	2,46	2,57	2,45	2,56	0,09	-0,84	-0,24	2,85	2,48	2,47	2,76
2023 May	3,07	3,02	2,64	2,29	2,38	-0,63	-1,55	-0,53	2,65	2,02	2,23	2,65
June	3,39	3,45	3,12	2,58	2,51	-0,94	-1,59	-0,96	3,21	2,45	2,25	2,56
July	3,48	3,42	3,02	2,53	2,54	-0,87	-1,43	-0,86	3,04	2,31	2,33	2,70
Aug.	3,46	3,38	2,95	2,52	2,57	-0,81	-1,30	-0,80	2,96	2,24	2,39	2,77
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

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
2019	373,6	3 435,2	731,7	270,8	183,7	111,9	155,8	650,9	528,2	322,0	294,2	772,7	2 915,5	21 697,2
2020	360,0	3 274,3	758,9	226,8	163,2	83,1	128,6	631,4	630,2	347,1	257,6	831,9	3 217,3	22 703,5
2021	448,3	4 023,6	962,9	289,8	183,0	95,4	164,4	819,0	874,3	377,7	279,6	886,3	4 277,6	28 836,5
2023 May	456,4	4 319,3	975,3	301,8	180,5	116,0	178,9	824,6	858,8	379,9	296,5	835,4	4 146,2	30 147,5
June	455,5	4 324,4	952,1	302,2	170,0	112,7	179,3	835,9	904,5	376,5	277,4	806,2	4 345,4	32 754,5
July	460,1	4 364,5	964,7	305,9	172,9	111,0	185,8	838,3	899,6	375,8	277,8	814,8	4 508,1	32 694,1
Aug.	453,9	4 296,8	966,3	297,6	167,8	115,8	188,6	816,5	867,9	362,6	269,1	828,5	4 457,4	32 167,4
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

Source: Refinitiv.

4 Financial market developments

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

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

	Deposits				Revolving loans and overdrafts	Extended credit card credit	Loans for consumption			Loans to sole proprietors and unincorporated partnerships	Loans for house purchase				Composite cost-of-borrowing indicator	
	Over-night	Redeemable at notice of up to 3 months	With an agreed maturity of:				By initial period of rate fixation		APRC ³⁾		By initial period of rate fixation					
			Up to 2 years	Over 2 years			Floating rate and up to 1 year	Over 1 year			Floating rate and up to 1 year	Over 1 and up to 5 years	Over 5 and up to 10 years	Over 10 years		
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16
2022 Nov.	0,04	0,75	1,21	1,81	5,79	15,97	6,27	6,55	7,11	3,96	2,95	3,04	3,30	2,55	3,11	2,89
Dec.	0,07	0,80	1,42	1,91	5,92	15,90	6,51	6,42	6,98	3,99	3,08	3,16	3,29	2,61	3,18	2,95
2023 Jan.	0,09	0,86	1,60	2,08	6,32	15,99	7,20	6,97	7,58	4,28	3,47	3,32	3,39	2,77	3,39	3,10
Feb.	0,11	1,17	1,91	2,20	6,54	16,08	7,21	7,08	7,78	4,58	3,67	3,48	3,52	2,94	3,55	3,24
Mar.	0,14	1,20	2,11	2,26	6,71	16,07	7,63	7,23	7,90	4,70	3,88	3,78	3,56	3,14	3,72	3,37
Apr.	0,17	1,25	2,28	2,42	6,97	16,23	8,06	7,43	8,11	4,91	4,13	3,85	3,61	3,19	3,81	3,48
May	0,21	1,30	2,47	2,48	7,14	16,34	8,16	7,60	8,31	5,08	4,24	3,98	3,65	3,31	3,93	3,58
June	0,23	1,37	2,71	2,59	7,27	16,27	7,02	7,49	7,99	5,12	4,40	4,07	3,71	3,41	4,05	3,70
July	0,27	1,42	2,82	2,86	7,49	16,40	8,38	7,73	8,41	5,23	4,55	4,14	3,72	3,45	4,09	3,76
Aug.	0,31	1,50	3,04	3,10	7,59	16,47	8,72	7,83	8,49	5,36	4,69	4,21	3,79	3,51	4,16	3,85
Sep.	0,33	1,54	3,08	3,12	7,76	16,54	8,47	7,83	8,56	5,40	4,72	4,24	3,86	3,57	4,24	3,89
Oct. ⁶⁾	0,35	1,59	3,27	3,31	7,90	16,54	8,25	7,87	8,54	5,58	4,81	4,28	3,78	3,60	4,27	3,91

Source: ECB.

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

2) Including non-profit institutions serving households.

3) Annual percentage rate of charge (APRC).

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

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

	Deposits			Revolving loans and overdrafts	Other loans by size and initial period of rate fixation									Composite cost-of-borrowing indicator
	Over-night	With an agreed maturity of:			up to EUR 0.25 million			over EUR 0.25 and up to 1 million			over EUR 1 million			
		Up to 2 years	Over 2 years		Floating rate and up to 3 months	Over 3 months and up to 1 year	Over 1 year	Floating rate and up to 3 months	Over 3 months and up to 1 year	Over 1 year	Floating rate and up to 3 months	Over 3 months and up to 1 year	Over 1 year	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
2022 Nov.	0,15	1,49	2,34	2,90	3,34	3,76	4,01	3,12	3,37	3,06	2,89	3,30	3,29	3,11
Dec.	0,19	1,80	2,61	3,20	3,74	3,99	4,19	3,47	3,56	3,28	3,29	3,59	3,29	3,41
2023 Jan.	0,23	1,99	2,72	3,57	4,13	4,20	4,39	3,77	3,92	3,45	3,41	3,75	3,39	3,63
Feb.	0,31	2,30	2,81	3,81	4,40	4,54	4,71	4,06	4,09	3,70	3,69	3,54	3,58	3,86
Mar.	0,41	2,57	2,95	4,11	4,70	4,83	4,88	4,33	4,48	3,84	4,08	4,32	3,88	4,22
Apr.	0,44	2,80	3,11	4,39	4,87	4,74	4,96	4,60	4,58	3,98	4,32	4,37	3,69	4,39
May	0,49	2,96	3,13	4,56	5,04	5,07	5,16	4,76	4,84	4,01	4,47	4,58	4,01	4,57
June	0,55	3,20	3,10	4,78	5,24	5,43	5,26	4,95	4,99	4,14	4,71	4,88	4,11	4,78
July	0,60	3,31	3,58	4,88	5,52	5,52	5,43	5,13	5,02	4,30	4,86	5,01	4,32	4,94
Aug.	0,65	3,42	3,53	5,02	5,46	5,65	5,55	5,24	5,16	4,38	5,00	4,89	4,01	4,99
Sep.	0,75	3,59	3,79	5,19	5,58	5,72	5,64	5,40	5,22	4,40	5,04	4,99	4,20	5,09
Oct. ⁶⁾	0,80	3,70	3,81	5,31	5,66	5,87	5,73	5,49	5,28	4,52	5,22	5,08	4,54	5,26

Source: ECB.

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

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

4 Financial market developments

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

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

	Outstanding amounts							Gross issues ¹⁾						
	Total	MFIs	Non-MFI corporations			General government		Total	MFIs	Non-MFI corporations			General government	
			Financial corporations other than MFIs	FVCs	Non-financial corporations	of which central government	Financial corporations other than MFIs			FVCs	Non-financial corporations	of which central government		
													1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
Short-term														
2020	1 489,4	430,3	126,3	51,6	96,7	836,1	722,5	.	.	.	.	.	.	.
2021	1 406,7	427,2	126,9	50,1	87,9	764,7	674,9	387,1	138,3	79,1	26,3	32,1	137,6	104,8
2022	1 372,3	467,6	143,1	51,9	94,7	667,0	621,7	481,7	182,5	117,2	48,2	48,1	133,9	97,1
2023 June	1 486,2	584,5	135,1	50,4	93,7	672,9	634,3	518,1	223,5	116,5	37,0	45,7	132,4	107,1
July	1 489,0	580,9	138,2	51,3	99,2	670,7	634,6	509,5	187,0	119,0	36,5	56,6	146,9	122,5
Aug.	1 514,6	593,6	141,8	51,5	98,9	680,4	647,9	518,7	230,4	121,8	40,2	40,5	126,0	108,3
Sep.	1 530,3	592,1	136,0	50,3	91,8	710,4	676,2	519,8	213,7	115,7	42,2	46,8	143,6	126,5
Oct.	1 517,2	578,7	135,5	47,8	94,8	708,2	671,7	486,6	199,0	115,0	36,3	51,0	121,6	92,2
Nov.	1 518,8	597,1	128,4	44,4	90,9	702,4	667,4	467,5	191,6	114,3	38,1	40,8	120,9	100,3
Long-term														
2020	19 284,3	4 076,4	3 096,8	1 254,1	1 545,4	10 565,6	9 778,7	.	.	.	.	.	.	.
2021	19 923,4	4 182,2	3 377,3	1 340,4	1 599,7	10 764,2	9 943,2	316,2	67,9	83,3	33,6	23,1	141,9	128,4
2022	17 895,4	3 972,7	3 253,3	1 338,6	1 396,7	9 272,7	8 560,9	298,8	78,5	73,0	29,1	16,6	130,6	121,2
2023 June	18 690,0	4 203,2	3 353,2	1 381,1	1 428,6	9 705,0	8 984,9	400,4	114,2	82,5	31,1	31,2	172,5	160,8
July	18 779,8	4 299,8	3 359,5	1 373,0	1 433,5	9 687,7	8 967,0	347,4	140,9	55,7	15,8	18,8	132,0	127,2
Aug.	18 807,3	4 315,0	3 349,4	1 355,9	1 429,5	9 713,3	8 990,8	206,3	52,5	47,9	12,0	8,4	97,4	93,9
Sep.	18 666,1	4 304,1	3 385,6	1 361,5	1 431,8	9 544,6	8 831,0	353,7	92,6	93,8	21,3	29,3	137,9	128,1
Oct.	18 700,6	4 348,3	3 382,1	1 357,8	1 433,3	9 536,8	8 824,6	338,2	94,3	72,1	19,7	14,9	156,8	150,6
Nov.	19 083,2	4 421,5	3 407,2	1 337,3	1 468,0	9 786,4	9 065,1	300,2	87,1	81,0	17,5	27,0	105,1	100,1

Source: ECB.

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

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

(EUR billions and percentage changes; market values)

	Debt securities							Listed shares			
	Total	MFIs	Non-MFI corporations			General government		Total	MFIs	Financial corporations other than MFIs	Non-financial corporations
			Financial corporations other than MFIs	FVCs	Non-financial corporations	of which central government					
							1				
Outstanding amount											
2020	20 773,7	4 506,7	3 223,1	1 305,7	1 642,1	11 401,8	10 501,2	8 521,7	473,8	1 339,2	6 707,7
2021	21 330,1	4 609,3	3 504,2	1 390,5	1 687,6	11 528,9	10 618,1	10 412,4	600,0	1 555,8	8 255,6
2022	19 267,8	4 440,3	3 396,4	1 390,5	1 491,3	9 939,7	9 182,6	8 744,5	524,9	1 356,6	6 862,3
2023 June	20 176,2	4 787,7	3 488,3	1 431,5	1 522,3	10 377,9	9 619,2	9 672,3	587,2	1 478,2	7 606,3
July	20 268,8	4 880,7	3 497,7	1 424,4	1 532,7	10 357,8	9 601,5	9 823,8	619,1	1 524,4	7 679,7
Aug.	20 321,9	4 908,6	3 491,2	1 407,4	1 528,4	10 393,7	9 638,7	9 553,7	582,2	1 496,3	7 474,7
Sep.	20 196,4	4 896,2	3 521,6	1 411,8	1 523,6	10 255,0	9 507,2	9 190,6	576,1	1 430,2	7 183,9
Oct.	20 217,7	4 927,0	3 517,6	1 405,6	1 528,1	10 245,0	9 496,2	8 871,6	562,5	1 431,3	6 877,3
Nov.	20 602,0	5 018,6	3 535,6	1 381,7	1 559,0	10 488,8	9 732,4	9 425,7	611,2	1 468,1	7 346,0
Growth rate ¹⁾											
2023 Apr.	4,5	8,4	2,6	-1,2	0,7	4,1	4,8	0,0	-2,2	0,5	0,1
May	4,6	9,2	3,5	2,1	0,6	3,6	4,5	-0,2	-2,6	0,5	-0,1
June	5,4	10,4	4,4	3,3	0,9	4,3	5,1	-0,9	-2,4	1,7	-1,3
July	6,1	12,3	4,2	2,0	1,8	4,7	5,3	-1,0	-2,1	0,9	-1,2
Aug.	6,0	12,3	4,1	1,8	1,1	4,6	5,3	-1,0	-2,0	1,0	-1,2
Sep.	6,5	11,3	5,1	3,7	1,6	5,5	6,2	-0,9	-3,1	0,9	-1,0
Oct.	6,1	10,8	5,1	3,2	2,1	5,0	5,5	-1,3	-3,0	0,7	-1,5
Nov.	5,6	10,4	4,2	0,0	2,0	4,4	4,9	-1,2	-4,0	0,8	-1,4

Source: ECB.

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

4 Financial market developments

4.8 Effective exchange rates ¹⁾

(period averages; index: 1999 Q1=100)

	EER-18						EER-41		
	Nominal	Real CPI	Real PPI	Real GDP deflator	Real ULCM	Real ULCT	Nominal	Real CPI	
	1	2	3	4	5	6	7	8	
2020	99,7	93,7	93,8	90,1	74,5	88,5	119,2	93,9	
2021	99,6	93,7	93,5	89,4	68,4	86,6	120,5	94,3	
2022	95,3	90,8	93,4	84,4	63,8	81,8	116,1	90,9	
2022 Q4	95,7	92,1	95,0	85,1	63,0	82,5	116,7	91,9	
2023 Q1	97,1	93,0	96,8	86,9	65,8	84,5	119,4	93,3	
Q2	98,2	93,8	98,0	88,1	65,0	84,9	121,4	94,6	
Q3	98,9	94,9	98,8	.	.	.	123,5	95,9	
2023 June	98,2	93,8	98,1	-	-	-	121,8	94,7	
July	99,2	95,0	98,9	-	-	-	123,7	96,2	
Aug.	99,0	95,1	98,8	-	-	-	123,7	96,1	
Sep.	98,5	94,7	98,5	-	-	-	123,0	95,5	
Oct.	98,0	94,2	98,5	-	-	-	122,5	95,0	
Nov.	98,7	94,4	99,4	-	-	-	123,4	95,2	
			<i>Percentage change versus previous month</i>						
2023 Nov.	0,7	0,3	0,9	-	-	-	0,7	0,2	
			<i>Percentage change versus previous year</i>						
2023 Nov.	3,1	2,3	4,6	-	-	-	5,8	3,5	

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
2020	7,875	26,455	7,454	351,249	121,846	4,443	0,890	4,8383	10,485	1,071	1,142
2021	7,628	25,640	7,437	358,516	129,877	4,565	0,860	4,9215	10,146	1,081	1,183
2022	7,079	24,566	7,440	391,286	138,027	4,686	0,853	4,9313	10,630	1,005	1,053
2022 Q4	7,258	24,389	7,438	410,825	144,238	4,727	0,870	4,9208	10,938	0,983	1,021
2023 Q1	7,342	23,785	7,443	388,712	141,981	4,708	0,883	4,9202	11,203	0,992	1,073
Q2	7,644	23,585	7,450	372,604	149,723	4,537	0,869	4,9488	11,469	0,978	1,089
Q3	7,886	24,126	7,453	383,551	157,254	4,499	0,860	4,9490	11,764	0,962	1,088
2023 June	7,765	23,695	7,449	370,602	153,149	4,461	0,859	4,9600	11,677	0,976	1,084
July	7,948	23,892	7,451	379,035	155,937	4,443	0,859	4,9411	11,634	0,966	1,106
Aug.	7,910	24,108	7,452	385,047	157,962	4,460	0,859	4,9411	11,812	0,959	1,091
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
			<i>Percentage change versus previous month</i>								
2023 Nov.	1,1	-0,4	0,0	-1,6	2,4	-2,4	0,3	0,0	-0,9	0,9	2,3
			<i>Percentage change versus previous year</i>								
2023 Nov.	6,7	0,5	0,3	-6,8	11,5	-6,3	0,2	1,1	6,1	-2,1	5,9

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 Q3	32 465,6	31 763,8	701,8	12 872,8	10 594,4	11 264,6	12 769,9	-6,2	7 198,8	8 399,6	1 135,7	16 707,6
Q4	31 081,7	30 739,0	342,7	12 254,8	10 097,5	11 099,6	12 826,2	18,4	6 594,6	7 815,3	1 114,3	15 753,9
2023 Q1	31 574,0	31 465,0	109,0	12 250,4	10 030,2	11 332,9	13 397,1	-9,7	6 866,9	8 037,7	1 133,6	16 080,5
Q2	31 743,6	31 561,2	182,4	12 156,5	9 895,5	11 712,9	13 712,2	-35,7	6 804,2	7 953,6	1 105,7	16 059,1
<i>Outstanding amounts as a percentage of GDP</i>												
2023 Q2	227,4	226,1	1,3	87,1	70,9	83,9	98,2	-0,3	48,7	57,0	7,9	115,1
<i>Transactions</i>												
2022 Q4	-514,6	-569,8	55,2	-249,8	-282,3	100,9	88,8	0,2	-375,2	-376,3	9,3	-
2023 Q1	404,4	369,2	35,2	50,0	15,3	63,5	161,0	15,6	293,7	193,0	-18,4	-
Q2	26,5	-45,9	72,4	-98,1	-117,7	205,7	135,0	-5,1	-77,8	-63,2	1,9	-
Q3	77,1	-10,7	87,8	-14,3	0,1	50,5	77,0	11,9	31,3	-87,7	-2,2	-
2023 Apr.	13,8	5,9	7,9	-36,5	-32,2	68,3	1,3	-1,5	-14,6	36,8	-1,9	-
May	-10,9	-1,4	-9,5	-54,2	3,6	38,0	-12,1	7,4	-3,3	7,1	1,4	-
June	23,5	-50,4	73,9	-7,4	-89,1	99,4	145,8	-11,0	-59,9	-107,1	2,4	-
July	126,2	119,0	7,2	-10,1	18,8	40,4	27,4	-0,8	96,4	72,8	0,4	-
Aug.	96,2	54,9	41,3	7,4	-0,2	23,7	25,5	8,9	54,9	29,6	1,3	-
Sep.	-145,3	-184,7	39,4	-11,6	-18,6	-13,6	24,1	3,8	-120,0	-190,2	-3,9	-
<i>12-month cumulated transactions</i>												
2023 Sep.	-6,5	-257,2	250,7	-312,2	-384,7	420,7	461,8	22,5	-128,1	-334,2	-9,5	-
<i>12-month cumulated transactions as a percentage of GDP</i>												
2023 Sep.	0,0	-1,8	1,8	-2,2	-2,7	3,0	3,3	0,2	-0,9	-2,4	-0,1	-

Source: ECB.

1) Net financial derivatives are included in total assets.

5 Financing conditions and credit developments

5.1 Monetary aggregates ¹⁾

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

	M3														
	M2						M3-M2								
	M1		M2-M1				Repos			Money market fund shares			Debt securities with a maturity of up to 2 years		
	Currency in circulation	Overnight deposits	Deposits with an agreed maturity of up to 2 years	Deposits redeemable at notice of up to 3 months											
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12				
Outstanding amounts															
2020	1 364,0	8 905,5	10 269,5	1 028,8	2 448,9	3 477,7	13 747,1	102,2	624,5	9,4	736,1	14 483,2			
2021	1 470,4	9 825,2	11 295,6	918,8	2 504,9	3 423,7	14 719,3	118,7	644,1	25,3	788,1	15 507,4			
2022	1 539,5	9 763,4	11 302,9	1 382,1	2 563,9	3 946,0	15 248,9	124,2	646,1	49,5	819,8	16 068,7			
2022 Q4	1 539,5	9 763,4	11 302,9	1 382,1	2 563,9	3 946,0	15 248,9	124,2	646,1	49,5	819,8	16 068,7			
2023 Q1	1 542,2	9 456,4	10 998,5	1 633,7	2 548,0	4 181,7	15 180,2	102,6	676,7	91,5	870,7	16 050,9			
Q2	1 535,3	9 178,0	10 713,3	1 865,1	2 518,0	4 383,1	15 096,3	114,4	695,9	83,8	894,2	15 990,6			
Q3	1 535,5	8 985,4	10 521,0	2 085,9	2 465,8	4 551,6	15 072,6	131,0	714,4	76,0	921,4	15 994,0			
2023 May	1 537,0	9 274,6	10 811,6	1 770,9	2 529,1	4 300,1	15 111,6	112,4	690,1	91,3	893,8	16 005,5			
June	1 535,3	9 178,0	10 713,3	1 865,1	2 518,0	4 383,1	15 096,3	114,4	695,9	83,8	894,2	15 990,6			
July	1 534,5	9 084,0	10 618,5	1 922,2	2 506,8	4 428,9	15 047,4	121,8	694,6	77,8	894,2	15 941,6			
Aug.	1 534,0	9 008,9	10 542,9	1 993,8	2 485,1	4 478,9	15 021,9	122,0	699,5	84,3	905,8	15 927,7			
Sep.	1 535,5	8 985,4	10 521,0	2 085,9	2 465,8	4 551,6	15 072,6	131,0	714,4	76,0	921,4	15 994,0			
Oct. ^(p)	1 536,0	8 867,8	10 403,8	2 169,0	2 453,2	4 622,2	15 026,0	144,3	711,3	90,4	946,0	15 972,1			
Transactions															
2020	139,5	1 266,9	1 406,4	-33,3	85,9	52,6	1 459,0	19,8	110,1	2,2	132,0	1 591,1			
2021	107,7	910,7	1 018,4	-121,0	65,7	-55,3	963,1	12,3	20,3	13,2	45,8	1 008,9			
2022	69,2	-45,8	23,4	428,9	55,5	484,3	507,7	3,9	2,4	76,6	82,8	590,5			
2022 Q4	1,9	-331,4	-329,5	205,9	10,1	216,0	-113,6	6,2	43,0	0,7	50,0	-63,6			
2023 Q1	1,3	-346,4	-345,1	245,9	-10,8	235,1	-110,0	-22,1	30,4	43,7	52,1	-57,9			
Q2	-6,9	-276,7	-283,6	226,7	-30,1	196,6	-87,0	11,9	19,2	-5,3	25,8	-61,3			
Q3	0,2	-201,9	-201,8	224,0	-52,3	171,8	-30,0	16,0	18,2	-8,7	25,6	-4,4			
2023 May	-0,1	-98,1	-98,1	74,3	-9,7	64,7	-33,4	8,9	13,4	5,0	27,3	-6,1			
June	-1,7	-92,1	-93,8	94,3	-11,1	83,2	-10,6	2,4	5,8	-5,1	3,1	-7,5			
July	-0,9	-91,0	-91,9	58,6	-11,1	47,5	-44,4	7,7	-1,4	-5,0	1,3	-43,2			
Aug.	-0,4	-82,4	-82,9	75,9	-21,7	54,2	-28,7	-0,1	4,8	4,8	9,4	-19,2			
Sep.	1,5	-28,5	-27,0	89,5	-19,4	70,1	43,1	8,5	14,8	-8,4	14,9	58,0			
Oct. ^(p)	0,5	-115,4	-114,9	83,7	-12,4	71,3	-43,7	13,4	-3,2	13,6	23,8	-19,9			
Growth rates															
2020	11,4	16,4	15,8	-3,1	3,6	1,5	11,8	24,5	21,2	-	21,7	12,3			
2021	7,9	10,2	9,9	-11,7	2,7	-1,6	7,0	12,1	3,3	158,5	6,2	7,0			
2022	4,7	-0,5	0,2	45,7	2,2	14,1	3,4	3,1	0,4	457,8	11,1	3,8			
2022 Q4	4,7	-0,5	0,2	45,7	2,2	14,1	3,4	3,1	0,4	457,8	11,1	3,8			
2023 Q1	1,4	-5,7	-4,7	69,2	1,3	20,0	1,0	-17,6	15,2	538,5	23,8	2,0			
Q2	0,4	-9,3	-8,0	85,7	-0,3	24,0	-0,6	-2,4	14,4	325,9	22,4	0,5			
Q3	-0,2	-11,4	-9,9	76,3	-3,3	21,9	-2,2	10,3	18,4	65,5	19,9	-1,2			
2023 May	0,7	-8,1	-7,0	80,9	0,3	22,6	-0,1	-10,8	15,3	423,4	23,6	1,0			
June	0,4	-9,3	-8,0	85,7	-0,3	24,0	-0,6	-2,4	14,4	325,9	22,4	0,5			
July	0,1	-10,5	-9,1	85,2	-1,0	23,9	-1,4	-1,7	16,7	226,2	21,1	-0,4			
Aug.	-0,2	-11,9	-10,4	85,9	-2,3	23,8	-2,4	-1,2	16,9	162,5	20,4	-1,3			
Sep.	-0,2	-11,4	-9,9	76,3	-3,3	21,9	-2,2	10,3	18,4	65,5	19,9	-1,2			
Oct. ^(p)	-0,4	-11,5	-10,0	72,9	-3,9	21,4	-2,2	15,9	14,4	266,8	22,9	-1,0			

Source: ECB.

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

5 Financing conditions and credit developments

5.2 Deposits in M3 1)

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

	Non-financial corporations 2)					Households 3)					Financial corporations other than MFIs and ICPFs 2)	Insurance corporations and pension funds	Other general government 4)
	Total	Overnight	With an agreed maturity of up to 2 years	Redeemable at notice of up to 3 months	Repos	Total	Overnight	With an agreed maturity of up to 2 years	Redeemable at notice of up to 3 months	Repos			
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
Outstanding amounts													
2020	2 966,3	2 514,2	308,7	140,0	3,5	7 664,8	4 965,6	438,4	2 260,0	0,9	1 118,2	237,4	498,6
2021	3 230,1	2 804,8	289,4	128,4	7,4	8 087,9	5 380,8	374,1	2 332,3	0,7	1 273,6	229,0	546,9
2022	3 360,6	2 722,2	497,0	134,9	6,4	8 373,7	5 536,8	444,9	2 391,1	0,9	1 301,8	236,9	560,6
2022 Q4	3 360,6	2 722,2	497,0	134,9	6,4	8 373,7	5 536,8	444,9	2 391,1	0,9	1 301,8	236,9	560,6
2023 Q1	3 332,4	2 596,4	594,8	132,6	8,6	8 377,5	5 433,2	566,2	2 377,1	0,9	1 227,5	230,5	572,6
Q2	3 333,1	2 502,8	687,3	132,1	11,0	8 364,0	5 311,6	701,6	2 350,0	0,8	1 185,3	229,1	564,0
Q3	3 323,4	2 439,0	737,6	131,9	14,8	8 351,4	5 205,9	847,5	2 297,1	0,8	1 215,4	212,6	565,3
2023 May	3 316,0	2 530,6	642,4	132,0	11,1	8 369,5	5 353,9	654,3	2 360,4	0,9	1 214,9	227,4	559,2
June	3 333,1	2 502,8	687,3	132,1	11,0	8 364,0	5 311,6	701,6	2 350,0	0,8	1 185,3	229,1	564,0
July	3 310,4	2 468,0	700,1	131,6	10,7	8 363,4	5 269,6	755,0	2 338,0	0,8	1 180,3	216,6	564,1
Aug.	3 311,3	2 448,4	720,1	132,1	10,8	8 360,0	5 238,0	804,5	2 316,7	0,8	1 160,9	217,5	560,3
Sep.	3 323,4	2 439,0	737,6	131,9	14,8	8 351,4	5 205,9	847,5	2 297,1	0,8	1 215,4	212,6	565,3
Oct. (p)	3 325,7	2 407,7	773,8	131,4	12,9	8 345,7	5 149,8	909,0	2 286,2	0,7	1 205,7	210,7	546,5
Transactions													
2020	511,4	465,7	55,5	-6,9	-3,0	612,6	561,7	-53,7	104,6	0,0	158,9	20,9	35,5
2021	249,9	274,5	-21,3	-6,9	3,6	422,2	411,3	-65,0	76,1	-0,2	160,0	-10,4	46,0
2022	119,9	-90,8	206,2	5,9	-1,4	296,5	167,9	74,6	53,9	0,1	3,2	8,2	14,6
2022 Q4	6,0	-106,3	112,5	1,5	-1,7	30,7	-52,9	75,1	8,6	-0,1	-151,3	-6,2	11,6
2023 Q1	-37,3	-136,4	97,5	-0,6	2,3	-25,3	-132,2	115,9	-9,1	0,1	-73,9	-5,1	8,2
Q2	1,0	-92,1	91,3	-0,5	2,4	-13,4	-121,4	135,2	-27,1	-0,1	-43,3	-1,2	-11,3
Q3	-13,1	-65,8	49,2	-0,2	3,7	-14,7	-111,1	149,3	-52,9	0,0	29,8	-17,3	1,1
2023 May	-15,3	-37,5	21,2	0,1	0,8	-2,9	-40,5	47,1	-9,4	0,0	-1,5	-1,6	-3,2
June	20,3	-24,7	44,8	0,1	0,0	-4,4	-41,6	47,6	-10,4	-0,1	-29,1	1,9	4,8
July	-20,8	-33,4	13,3	-0,4	-0,2	0,0	-41,7	53,7	-12,0	0,0	-2,8	-12,4	0,1
Aug.	-0,8	-20,9	19,6	0,4	0,0	-4,9	-36,7	53,1	-21,3	0,0	-19,2	0,6	-4,0
Sep.	8,5	-11,5	16,3	-0,2	3,9	-9,8	-32,7	42,5	-19,7	0,0	51,8	-5,5	5,0
Oct. (p)	4,2	-30,0	36,4	-0,4	-1,9	-5,4	-56,0	61,5	-10,9	-0,1	-8,9	-1,8	-18,8
Growth rates													
2020	20,6	22,5	21,6	-4,6	-45,1	8,7	12,8	-10,9	4,9	-5,4	15,9	9,6	7,7
2021	8,4	10,9	-6,9	-5,0	103,4	5,5	8,3	-14,8	3,4	-18,4	14,2	-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	0,5	3,6	2,7
2022 Q4	3,7	-3,2	70,1	4,6	-16,4	3,7	3,1	20,1	2,3	19,9	0,5	3,6	2,7
2023 Q1	1,2	-9,4	105,8	3,1	-18,7	2,0	-1,3	56,8	1,4	-10,8	-8,4	0,3	3,2
Q2	0,7	-12,7	125,2	2,1	10,4	1,1	-4,5	97,1	-0,3	20,9	-14,1	0,5	-2,4
Q3	-1,3	-14,1	90,6	0,2	83,5	-0,3	-7,4	127,5	-3,4	-14,5	-16,3	-12,3	1,8
2023 May	0,4	-11,9	119,5	2,3	10,6	1,3	-3,6	83,2	0,3	18,6	-10,4	-1,4	-3,1
June	0,7	-12,7	125,2	2,1	10,4	1,1	-4,5	97,1	-0,3	20,9	-14,1	0,5	-2,4
July	-0,6	-14,1	118,3	1,9	12,7	0,6	-5,7	111,8	-1,1	6,4	-15,2	-9,3	-1,8
Aug.	-2,2	-15,6	107,5	0,8	37,5	0,2	-6,7	124,2	-2,4	-1,0	-18,8	-7,5	-2,4
Sep.	-1,3	-14,1	90,6	0,2	83,5	-0,3	-7,4	127,5	-3,4	-14,5	-16,3	-12,3	1,8
Oct. (p)	-2,0	-14,3	73,2	0,7	45,8	-0,5	-8,3	134,0	-4,0	-28,7	-10,7	-15,9	-2,9

Source: ECB.

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

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

3) Including non-profit institutions serving households.

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

5 Financing conditions and credit developments

5.3 Credit to euro area residents ¹⁾

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

	Credit to general government			Credit to other euro area residents								
	Total	Loans	Debt securities	Total	Loans					Debt securities	Equity and non-money market fund investment fund shares	
					Total	To non-financial corporations ³⁾	To households ⁴⁾	To financial corporations other than MFIs and ICPFs ³⁾	To insurance corporations and pension funds			
	Adjusted loans ²⁾											
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
Outstanding amounts												
2020	5 898,2	996,3	4 889,9	14 325,2	11 917,4	12 294,2	4 709,1	6 132,1	908,1	168,1	1 543,2	864,5
2021	6 531,5	994,3	5 535,3	14 805,8	12 340,5	12 722,7	4 864,8	6 372,6	941,9	161,1	1 577,2	888,1
2022	6 361,6	1 004,6	5 332,0	15 390,1	12 990,2	13 183,7	5 131,4	6 632,1	1 079,1	147,6	1 563,7	836,3
2022 Q4	6 361,6	1 004,6	5 332,0	15 390,1	12 990,2	13 183,7	5 131,4	6 632,1	1 079,1	147,6	1 563,7	836,3
2023 Q1	6 353,2	995,3	5 333,0	15 426,3	13 019,5	13 214,7	5 136,1	6 665,6	1 076,5	141,4	1 556,9	849,9
Q2	6 275,3	986,6	5 263,3	15 426,5	12 982,2	13 210,7	5 126,9	6 634,3	1 078,5	142,5	1 575,1	869,3
Q3	6 211,1	989,2	5 196,9	15 428,9	12 977,5	13 194,2	5 114,6	6 633,5	1 092,2	137,2	1 576,8	874,6
2023 May	6 269,2	990,4	5 253,1	15 439,5	12 999,3	13 229,3	5 133,3	6 632,0	1 092,7	141,3	1 577,8	862,4
June	6 275,3	986,6	5 263,3	15 426,5	12 982,2	13 210,7	5 126,9	6 634,3	1 078,5	142,5	1 575,1	869,3
July	6 239,5	984,3	5 229,8	15 438,4	12 988,8	13 215,7	5 125,2	6 628,6	1 099,6	135,4	1 573,3	876,4
Aug.	6 256,9	987,3	5 244,5	15 414,5	12 963,8	13 186,6	5 119,9	6 632,8	1 079,9	131,2	1 573,7	877,1
Sep.	6 211,1	989,2	5 196,9	15 428,9	12 977,5	13 194,2	5 114,6	6 633,5	1 092,2	137,2	1 576,8	874,6
Oct. ^(p)	6 195,8	987,3	5 183,3	15 451,1	13 008,2	13 223,1	5 112,6	6 641,6	1 119,0	135,1	1 562,6	880,2
Transactions												
2020	1 037,1	12,8	1 024,1	736,4	538,3	558,9	288,5	209,1	22,6	18,0	170,0	28,1
2021	663,0	-0,9	673,6	563,0	475,8	509,2	176,9	261,7	47,4	-10,1	78,0	9,2
2022	175,9	9,4	165,7	634,1	623,7	679,9	269,4	242,2	125,5	-13,4	16,9	-6,4
2022 Q4	31,1	3,0	27,5	19,4	-8,4	37,1	-7,0	26,9	-16,5	-11,8	15,7	12,1
2023 Q1	-72,9	-17,5	-55,3	2,5	3,7	7,8	-2,2	14,8	-3,0	-5,9	-9,7	8,5
Q2	-75,1	-8,6	-67,0	0,9	-32,0	-1,0	-5,2	-28,6	0,8	1,0	17,6	15,3
Q3	-19,4	1,6	-20,7	8,0	-0,2	-11,6	-8,5	1,6	12,1	-5,3	2,4	5,8
2023 May	-57,2	6,8	-64,4	9,8	-13,2	10,6	3,9	-34,2	20,0	-2,8	16,5	6,5
June	10,8	-3,7	14,7	-8,3	-10,3	-13,1	-3,6	3,9	-11,9	1,3	-1,9	3,9
July	-34,9	-2,4	-32,6	15,0	11,0	8,5	0,7	-4,8	22,1	-7,0	-2,1	6,0
Aug.	14,9	2,4	12,9	-23,5	-24,1	-27,9	-3,9	4,2	-20,1	-4,3	0,3	0,3
Sep.	0,6	1,6	-0,9	16,5	12,9	7,8	-5,3	2,2	10,1	6,0	4,1	-0,5
Oct. ^(p)	-17,2	0,9	-18,3	31,5	36,5	33,2	2,3	9,8	26,2	-1,8	-13,3	8,3
Growth rates												
2020	22,1	1,3	27,8	5,4	4,7	4,7	6,5	3,5	2,5	10,2	11,4	3,3
2021	11,3	-0,1	13,8	3,9	4,0	4,2	3,8	4,3	5,2	-4,6	5,2	1,0
2022	2,7	0,9	3,0	4,3	5,0	5,4	5,5	3,8	13,3	-7,9	1,1	-0,6
2022 Q4	2,7	0,9	3,0	4,3	5,0	5,4	5,5	3,8	13,3	-7,9	1,1	-0,6
2023 Q1	-0,1	-1,5	0,1	2,9	3,5	3,9	4,5	2,9	5,0	-9,7	-1,3	2,0
Q2	-2,5	-2,3	-2,5	1,5	1,4	2,0	2,4	1,1	0,6	-12,2	1,0	4,5
Q3	-2,1	-2,1	-2,2	0,2	-0,3	0,2	-0,4	0,2	-0,6	-13,9	1,7	5,0
2023 May	-2,2	-1,7	-2,3	2,2	2,1	2,8	3,2	1,5	3,4	-13,0	2,3	2,5
June	-2,5	-2,3	-2,5	1,5	1,4	2,0	2,4	1,1	0,6	-12,2	1,0	4,5
July	-2,8	-2,3	-3,0	1,3	1,1	1,6	1,6	0,7	3,2	-15,0	1,1	5,4
Aug.	-2,1	-2,1	-2,1	0,6	0,1	0,7	0,1	0,4	0,4	-13,9	1,7	5,2
Sep.	-2,1	-2,1	-2,2	0,2	-0,3	0,2	-0,4	0,2	-0,6	-13,9	1,7	5,0
Oct. ^(p)	-2,6	-1,8	-2,8	0,4	0,0	0,4	-0,9	0,2	4,7	-14,2	1,3	5,0

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		Up to 1 year	Over 1 and up to 5 years	Over 5 years	Total		Loans for consumption	Loans for house purchase	Other loans
		Adjusted loans ⁴⁾					Adjusted loans ⁴⁾			
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
Outstanding amounts										
2020	4 709,1	4 830,6	897,6	1 008,9	2 802,6	6 132,1	6 401,8	700,5	4 724,9	706,7
2021	4 864,8	4 995,8	889,0	1 005,2	2 970,7	6 372,6	6 637,3	698,3	4 970,8	703,5
2022	5 131,4	5 139,0	967,2	1 078,9	3 085,3	6 632,1	6 831,4	717,2	5 214,6	700,3
2022 Q4	5 131,4	5 139,0	967,2	1 078,9	3 085,3	6 632,1	6 831,4	717,2	5 214,6	700,3
2023 Q1	5 136,1	5 150,3	940,7	1 092,7	3 102,6	6 665,6	6 870,6	723,6	5 236,0	706,0
Q2	5 126,9	5 147,0	924,2	1 088,2	3 114,5	6 634,3	6 868,1	726,0	5 207,9	700,4
Q3	5 114,6	5 124,5	902,8	1 085,4	3 126,5	6 633,5	6 863,0	731,6	5 210,5	691,4
2023 May	5 133,3	5 151,1	926,2	1 095,2	3 111,9	6 632,0	6 871,2	726,0	5 204,6	701,5
June	5 126,9	5 147,0	924,2	1 088,2	3 114,5	6 634,3	6 868,1	726,0	5 207,9	700,4
July	5 125,2	5 144,4	919,8	1 088,6	3 116,8	6 628,6	6 863,4	727,4	5 205,0	696,2
Aug.	5 119,9	5 124,1	902,0	1 085,2	3 132,8	6 632,8	6 863,9	729,8	5 209,0	693,9
Sep.	5 114,6	5 124,5	902,8	1 085,4	3 126,5	6 633,5	6 863,0	731,6	5 210,5	691,4
Oct. ^(p)	5 112,6	5 120,1	896,8	1 087,4	3 128,4	6 641,6	6 861,9	731,0	5 222,6	687,9
Transactions										
2020	288,5	325,6	-53,8	138,4	203,9	209,1	193,4	-11,7	210,7	10,2
2021	176,9	208,8	-1,6	2,3	176,1	261,7	266,8	10,7	255,0	-3,9
2022	269,4	309,1	78,6	77,5	113,3	242,2	249,7	22,6	218,5	1,1
2022 Q4	-7,0	22,2	-28,7	18,4	3,4	26,9	35,8	4,9	22,6	-0,5
2023 Q1	-2,2	5,7	-24,1	11,1	10,9	14,8	22,0	4,6	15,0	-4,7
Q2	-5,2	-1,2	-15,0	-3,0	12,8	-28,6	-0,6	3,9	-27,6	-4,9
Q3	-8,5	-18,8	-21,8	-3,3	16,6	1,6	-2,2	7,6	2,7	-8,8
2023 May	3,9	1,2	-6,5	0,9	9,4	-34,2	-1,9	1,4	-33,2	-2,4
June	-3,6	-2,3	-0,5	-6,6	3,4	3,9	-1,5	0,5	4,1	-0,7
July	0,7	-0,9	-3,1	0,6	3,2	-4,8	-3,7	2,3	-2,9	-4,2
Aug.	-3,9	-18,7	-18,9	-3,2	18,2	4,2	0,6	2,7	3,9	-2,3
Sep.	-5,3	0,8	0,1	-0,6	-4,9	2,2	1,0	2,6	1,8	-2,2
Oct. ^(p)	2,3	-0,9	-4,7	3,0	4,0	9,8	0,1	0,2	12,3	-2,7
Growth rates										
2020	6,5	7,1	-5,6	15,9	7,8	3,5	3,1	-1,6	4,7	1,5
2021	3,8	4,3	-0,2	0,2	6,3	4,3	4,2	1,5	5,4	-0,6
2022	5,5	6,4	8,8	7,7	3,8	3,8	3,8	3,2	4,4	0,2
2022 Q4	5,5	6,4	8,8	7,7	3,8	3,8	3,8	3,2	4,4	0,2
2023 Q1	4,5	5,3	4,0	9,1	3,1	2,9	2,9	3,1	3,3	-0,7
Q2	2,4	3,0	-1,9	6,3	2,5	1,1	1,7	2,5	1,3	-1,7
Q3	-0,4	0,2	-9,0	2,2	1,4	0,2	0,8	2,9	0,2	-2,7
2023 May	3,2	4,0	-0,6	8,2	2,7	1,5	2,1	2,8	1,8	-1,5
June	2,4	3,0	-1,9	6,3	2,5	1,1	1,7	2,5	1,3	-1,7
July	1,6	2,2	-3,1	5,0	2,0	0,7	1,3	2,6	0,8	-2,1
Aug.	0,1	0,7	-7,8	2,6	1,8	0,4	1,0	3,0	0,5	-2,5
Sep.	-0,4	0,2	-9,0	2,2	1,4	0,2	0,8	2,9	0,2	-2,7
Oct. ^(p)	-0,9	-0,3	-9,6	1,5	1,1	0,2	0,6	2,8	0,3	-3,1

Source: ECB.

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

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

3) Including non-profit institutions serving households.

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

5 Financing conditions and credit developments

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

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

	MFI liabilities						MFI assets			
	Central government holdings ²⁾	Longer-term financial liabilities vis-à-vis other euro area residents					Net external assets	Other		
		Total	Deposits with an agreed maturity of over 2 years	Deposits redeemable at notice of over 3 months	Debt securities with a maturity of over 2 years	Capital and reserves		Total		
								Repos with central counterparties ³⁾	Reverse repos to central counterparties ³⁾	
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	
Outstanding amounts										
2020	711,2	6 952,7	1 915,1	42,1	1 988,5	3 006,9	1 441,7	482,0	136,7	141,1
2021	736,9	6 881,5	1 838,9	37,1	1 994,5	3 010,9	1 377,6	411,1	128,5	136,8
2022	649,3	6 746,8	1 782,6	45,9	2 116,1	2 802,3	1 333,4	379,6	137,8	147,6
2022 Q4	649,3	6 746,8	1 782,6	45,9	2 116,1	2 802,3	1 333,4	379,6	137,8	147,6
2023 Q1	574,1	6 915,1	1 791,9	55,5	2 171,6	2 896,2	1 426,2	334,4	152,1	165,8
Q2	485,8	6 985,8	1 806,8	61,7	2 231,2	2 886,1	1 465,2	295,1	168,6	172,6
Q3	456,3	7 137,4	1 825,0	72,9	2 361,9	2 877,6	1 635,2	312,4	153,8	163,3
2023 May	498,9	6 998,1	1 804,9	58,9	2 213,7	2 920,5	1 484,0	309,8	174,0	184,1
June	485,8	6 985,8	1 806,8	61,7	2 231,2	2 886,1	1 465,2	295,1	168,6	172,6
July	464,6	7 096,5	1 807,0	64,5	2 319,6	2 905,4	1 547,9	276,9	153,8	156,4
Aug.	439,8	7 138,2	1 807,1	68,0	2 340,6	2 922,4	1 580,4	253,8	165,9	161,8
Sep.	456,3	7 137,4	1 825,0	72,9	2 361,9	2 877,6	1 635,2	312,4	153,8	163,3
Oct. ^(p)	440,3	7 216,8	1 819,5	77,7	2 411,0	2 908,6	1 740,9	241,4	163,0	151,4
Transactions										
2020	288,3	-36,9	-14,8	-8,0	-101,4	87,3	-66,8	135,9	-43,6	-47,5
2021	26,3	-38,6	-74,9	-5,0	-40,0	81,4	-111,2	-118,2	-8,3	-4,3
2022	-84,5	37,0	-89,7	-4,4	14,8	116,3	-71,2	-195,7	10,5	17,9
2022 Q4	2,2	57,3	-12,4	1,1	50,5	18,1	48,5	-103,2	-10,2	1,0
2023 Q1	-81,9	89,4	5,9	5,0	67,3	11,3	63,7	-43,6	15,0	18,9
Q2	-88,1	95,1	13,9	6,3	60,1	14,9	93,0	-73,1	16,5	6,7
Q3	-29,7	90,0	17,3	11,2	38,5	23,1	127,9	-60,5	-13,0	-6,0
2023 May	-73,9	38,1	-3,3	2,0	28,9	10,5	18,8	-13,4	20,7	22,2
June	-13,0	31,4	2,9	2,8	24,4	1,3	37,9	-29,4	-5,4	-11,5
July	-21,2	29,0	0,8	2,8	16,1	9,3	42,1	-57,5	-14,8	-16,2
Aug.	-24,8	27,1	0,1	3,5	15,6	7,9	28,1	-36,4	12,1	5,4
Sep.	16,3	33,9	16,3	4,9	6,8	5,9	57,8	33,3	-10,3	4,8
Oct. ^(p)	-16,0	27,3	-4,6	4,8	26,5	0,7	64,5	-87,4	9,3	-12,0
Growth rates										
2020	82,2	-0,5	-0,8	-15,9	-4,7	3,0	-	-	-24,2	-25,2
2021	3,7	-0,6	-3,9	-11,9	-2,0	2,7	-	-	-6,0	-3,0
2022	-11,5	0,6	-4,8	-13,0	0,6	4,0	-	-	7,9	12,7
2022 Q4	-11,5	0,6	-4,8	-13,0	0,6	4,0	-	-	7,9	12,7
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	25,4	8,7	3,0	-	-	1,7	10,2
Q3	-30,3	4,9	1,4	48,7	10,4	2,4	-	-	5,7	14,1
2023 May	-34,5	3,2	-2,5	17,8	7,5	3,5	-	-	-4,2	8,2
June	-37,6	3,5	-2,2	25,4	8,7	3,0	-	-	1,7	10,2
July	-38,9	3,9	-1,5	32,5	9,7	2,7	-	-	-10,9	-1,6
Aug.	-34,9	4,5	-0,4	37,0	10,1	2,9	-	-	5,9	11,5
Sep.	-30,3	4,9	1,4	48,7	10,4	2,4	-	-	5,7	14,1
Oct. ^(p)	-34,5	5,4	1,7	57,7	11,1	2,7	-	-	14,8	-0,6

Source: ECB.

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

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

3) Not adjusted for seasonal effects.

6 Fiscal developments

6.1 Deficit/surplus

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

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

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 Q3	47,1	46,4	13,6	13,1	14,9	0,7	50,3	45,4	9,9	5,9	1,6	22,9	4,9
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	46,7	45,9	13,5	12,8	14,8	0,8	50,3	45,3	9,8	5,8	1,7	22,7	5,1
Q2	46,5	45,7	13,4	12,7	14,8	0,8	50,3	45,2	9,8	5,8	1,7	22,7	5,1

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

6.3 Government debt-to-GDP ratio

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

	Total	Financial instrument			Holder			Original maturity		Residual maturity			Currency	
		Currency and deposits	Loans	Debt securities	Resident creditors	Non-resident creditors	Up to 1 year	Over 1 year	Up to 1 year	Over 1 and up to 5 years	Over 5 years	Euro or participating currencies	Other currencies	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
2019	84,1	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	16,5	28,7	45,7	90,0	0,9
2022 Q3	92,2	2,9	13,5	75,8	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
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	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.

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 Q3	-4,5	1,6	-0,2	0,1	-0,4	0,3	0,0	0,2	0,4	-0,6	-6,0	2,6
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	-3,1	2,1	-0,8	-1,0	-1,4	0,2	0,2	0,1	0,7	-0,5	-4,5	2,3

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

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

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

6.5 Government debt securities ¹⁾

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

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

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 Q3	-3,5	-1,8	-0,3	1,6	-3,1	-4,1	-4,3	0,4	-7,7	2,4
Q4	-3,5	-2,5	-1,0	1,7	-2,4	-4,7	-4,8	0,1	-8,0	2,4
2023 Q1	-4,0	-3,1	-1,3	2,1	-2,5	-4,3	-4,5	-0,2	-8,1	3,1
Q2	-4,1	-3,4	-1,7	2,2	-2,4	-4,4	-4,7	-0,4	-8,0	3,4
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 Q3	105,6	66,8	15,9	48,5	175,9	114,0	113,5	69,8	143,1	89,7
Q4	104,3	66,1	18,5	44,4	171,4	111,6	111,8	68,2	141,7	85,6
2023 Q1	106,4	65,7	17,2	43,6	168,6	111,2	112,4	69,1	140,9	83,1
Q2	106,0	64,6	18,5	43,1	166,5	111,2	111,9	66,5	142,4	85,3
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 Q3	-4,3	0,8	0,6	-5,4	-0,3	-3,0	1,0	-3,0	-2,7	-0,8
Q4	-4,6	-0,7	-0,3	-5,7	-0,1	-3,5	-0,3	-3,0	-2,0	-0,8
2023 Q1	-4,3	-1,2	-0,6	-4,9	-0,1	-3,5	0,1	-3,2	-2,6	-0,9
Q2	-3,0	-1,3	-0,8	-4,3	-0,2	-4,1	0,0	-3,1	-3,4	-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 Q3	40,1	37,0	24,7	51,9	48,2	81,3	118,4	74,4	57,5	71,8
Q4	41,0	38,1	24,7	52,3	50,1	78,4	112,4	72,3	57,8	73,3
2023 Q1	43,0	38,1	28,4	52,4	48,3	80,3	112,4	72,0	58,0	73,3
Q2	39,5	38,1	28,2	50,7	46,9	78,6	110,1	70,5	59,6	74,6

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 13 décembre 2023.

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

ISSN 2363-3425 (PDF)

Numéro de catalogue UE QB-BP-23-012-FR-N (PDF)

Directeur de la publication : Claude Piot

Secrétaire général