



BANQUE CENTRALE EUROPÉENNE
EUROSYSTEME

Bulletin économique

Numéro 6 / 2024



Sommaire

Évolutions économiques, financières et monétaires	3
Vue d'ensemble	3
1 Environnement extérieur	10
2 Activité économique	16
3 Prix et coûts	25
4 Évolutions sur les marchés financiers	32
5 Conditions de financement et évolutions du crédit	38
6 Évolutions budgétaires	44
Encadrés	48
1 Croissance de la productivité du travail dans la zone euro et aux États-Unis : évolutions à court et long termes	48
2 Tenir compte de la nature dans l'activité économique de la zone euro	54
3 Pourquoi les ménages de la zone euro restent-ils moroses et quelles en sont les implications pour la consommation privée ?	59
4 Résultats d'une enquête auprès de grandes entreprises sur les tendances du marché du travail et l'adoption de l'IA générative	64
5 Les évolutions récentes des salaires et le rôle du glissement des salaires (<i>wage drift</i>)	70
6 Conditions de la liquidité et opérations de politique monétaire du 17 avril au 23 juillet 2024	76
7 Dynamique de la monnaie et du crédit dans la zone euro et comparaison avec les États-Unis	82
Articles	91
1 Défis passés et futurs pour la compétitivité extérieure de la zone euro	91
Encadré 1 Les échanges de services continueront-ils à jouer un rôle d'amortisseur pour la croissance des exportations de la zone euro ?	100
Encadré 2 Différentiels de coûts de l'énergie et compétitivité de la zone euro	104

2	Impacts économiques et financiers de la dégradation de la nature et de la perte de biodiversité	110
Encadré 1	Évaluation des risques liés à la nature pour les institutions financières néerlandaises et françaises	121
Statistiques		128

Évolutions économiques, financières et monétaires

Vue d'ensemble

Lors de sa réunion du 12 septembre 2024, le Conseil des gouverneurs a décidé d'abaisser le taux de la facilité de dépôt, à travers lequel il pilote l'orientation de la politique monétaire, de 25 points de base. Sur la base de l'évaluation actualisée par le Conseil des gouverneurs des perspectives d'inflation, de la dynamique de l'inflation sous-jacente et de la force de la transmission de la politique monétaire, il est opportun de faire un nouveau pas dans la réduction du caractère restrictif de la politique monétaire.

Les données récentes relatives à l'inflation sont globalement conformes aux anticipations, et les projections macroéconomiques de septembre 2024 établies par les services de la BCE confirment les perspectives d'inflation établies précédemment. Selon les services de la BCE, l'inflation totale s'établirait en moyenne à 2,5 % en 2024, 2,2 % en 2025 et 1,9 % en 2026, sans changement par rapport aux projections macroéconomiques de juin 2024 établies par les services de l'Eurosystème. L'inflation devrait à nouveau s'accélérer en fin d'année, notamment parce que de fortes baisses précédentes des prix de l'énergie sortiront du calcul des taux annuels. La hausse des prix devrait s'atténuer et se rapprocher de l'objectif du Conseil des gouverneurs au cours du second semestre de l'année prochaine. S'agissant de l'inflation *core*, les projections pour 2024 et 2025 ont été légèrement révisées à la hausse, en raison d'une augmentation des prix des services plus importante que prévu. Dans le même temps, les services de la BCE continuent de tabler sur son ralentissement rapide, de 2,9 % cette année à 2,3 % en 2025 et 2,0 % en 2026.

Sous l'effet de salaires qui continuent de progresser à un rythme soutenu, l'inflation intérieure demeure élevée. Cela étant, les tensions sur les coûts de la main-d'œuvre s'atténuent, et les bénéfices amortissent en partie l'incidence de la hausse des salaires sur l'inflation. Les conditions de financement demeurent restrictives, et l'activité économique reste atone, reflétant la faiblesse de la consommation privée et de l'investissement. Les services de la BCE tablent sur une croissance économique de 0,8 % en 2024, puis 1,3 % en 2025 et 1,5 % en 2026. Ces chiffres ont été légèrement revus à la baisse par rapport aux projections de juin, en raison principalement d'une contribution plus faible de la demande intérieure au cours des prochains trimestres.

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. Il conservera les taux directeurs à un niveau suffisamment restrictif aussi longtemps que nécessaire pour atteindre cet objectif. Le Conseil des gouverneurs maintiendra une approche s'appuyant sur les données, réunion par réunion, pour déterminer de manière

appropriée le degré et la durée de cette orientation restrictive. Plus particulièrement, les décisions du Conseil des gouverneurs relatives aux taux d'intérêt seront fondées sur son évaluation des perspectives d'inflation compte tenu des données économiques et financières, de la dynamique de l'inflation sous-jacente et de la force de la transmission de la politique monétaire. Le Conseil des gouverneurs ne s'engage pas à l'avance sur une trajectoire de taux particulière.

Activité économique

L'économie a crû de 0,2 % au deuxième trimestre, après 0,3 % au premier trimestre, soit un niveau inférieur à ce qui avait été anticipé dans les projections macroéconomiques de juin 2024 établies par les services de l'Eurosystème. La croissance a essentiellement résulté des exportations nettes et des dépenses publiques. La demande intérieure privée s'est affaiblie, en raison d'un recul de la consommation des ménages, de l'investissement des entreprises et de l'investissement dans l'immobilier résidentiel. Les services ont soutenu la croissance, mais les secteurs de l'industrie et de la construction ont quant à eux apporté une contribution négative. Selon des indicateurs tirés d'enquêtes, certains facteurs défavorables continuent de peser sur la reprise.

Le marché du travail reste solide. Le taux de chômage est globalement inchangé en juillet, à 6,4 %. Dans le même temps, la croissance de l'emploi s'est ralentie, revenant de 0,3 % au premier trimestre à 0,2 % au deuxième trimestre. Les indicateurs récents tirés d'enquêtes font état d'une nouvelle baisse de la demande de main-d'œuvre, et le taux de vacance d'emploi a diminué à des niveaux proches de ceux observés avant la pandémie.

Les derniers indicateurs suggèrent que la croissance se poursuivra à court terme, mais à un rythme plus faible que prévu dans les projections macroéconomiques de juin 2024 établies par les services de l'Eurosystème. Le revenu réel disponible devrait continuer d'augmenter, soutenu par la forte hausse des salaires. Cette évolution, conjuguée au renforcement progressif de la confiance, favoriserait une reprise tirée par la consommation. Cela étant, la contribution de la consommation est légèrement plus faible que prévu dans les projections de juin, les données disponibles et les enquêtes récentes faisant état d'une confiance toujours atone des consommateurs et d'un niveau élevé des intentions d'épargne des ménages. Les données récentes relatives à l'investissement des entreprises vont également dans le sens d'un ralentissement de la dynamique de croissance. La demande intérieure sera néanmoins soutenue par la dissipation des effets du resserrement récent de la politique monétaire et par la poursuite projetée de l'assouplissement des conditions de financement, conformément aux anticipations des marchés relatives à l'évolution future des taux d'intérêt. En outre, l'augmentation attendue de la demande extérieure soutiendrait les perspectives relatives aux exportations de la zone euro. La résistance du marché du travail persisterait, le taux de chômage devant rester à des niveaux extrêmement bas. Du fait de la dissipation de certains facteurs conjoncturels ayant pesé sur la croissance de la productivité au cours de la période récente, la productivité devrait se redresser sur l'horizon de

projection. Dans l'ensemble, la croissance annuelle moyenne du PIB en volume devrait s'établir à 0,8 % en 2024, avant d'atteindre 1,3 % en 2025 et 1,5 % en 2026. Par rapport aux projections macroéconomiques de juin 2024 établies par les services de l'Eurosystème, les perspectives de croissance du PIB ont été légèrement révisées à la baisse pour chaque année de l'horizon de projection.

Les politiques budgétaires et structurelles devraient viser à améliorer la productivité et la compétitivité de l'économie, ce qui rehausserait la croissance potentielle et favoriserait un allègement des tensions sur les prix à moyen terme. Les rapports présentés par Mario Draghi sur l'avenir de la compétitivité européenne et par Enrico Letta sur l'avenir du marché intérieur soulignent le besoin urgent de réformes et formulent des propositions concrètes en ce sens. La mise en œuvre intégrale, transparente et sans délai du cadre de gouvernance économique révisé de l'Union européenne aidera les pouvoirs publics à réduire les déficits budgétaires et les taux d'endettement de manière durable. Il appartient aux gouvernements de prendre ces sujets à bras le corps dans leurs plans à moyen terme concernant les politiques budgétaires et structurelles.

Inflation

Selon l'estimation rapide d'Eurostat, l'inflation en rythme annuel s'est ralentie à 2,2 % en août, après 2,6 % en juillet. Les prix de l'énergie ont baissé de 3,0 % en rythme annuel, après une hausse de 1,2 % au cours du mois précédent. L'augmentation des prix des produits alimentaires s'est quant à elle quelque peu accélérée, à 2,4 % en août. Les hausses des prix des biens et des services ont évolué en sens opposé. Le renchérissement des biens est revenu à 0,4 %, contre 0,7 % en juillet, alors que les prix des services ont augmenté de 4,2 %, contre 4,0 %.

La plupart des mesures de l'inflation sous-jacente sont restées globalement inchangées en juillet. L'inflation intérieure ne s'est ralentie que faiblement, de 4,5 % en juin à 4,4 %, sous l'effet de fortes pressions provenant notamment des salaires. Étant donné le rôle important des paiements exceptionnels dans certains pays et le caractère progressif de l'ajustement des salaires, la croissance des salaires négociés restera élevée et volatile pendant le reste de l'année. Cela étant, la progression globale des coûts de la main-d'œuvre s'atténue. La croissance de la rémunération par tête a diminué pour la quatrième fois consécutive, à 4,3 % au deuxième trimestre, et les projections des services de la BCE tablent sur un nouveau ralentissement sensible l'année prochaine. En dépit de la faiblesse de la productivité, les coûts unitaires de main-d'œuvre ont augmenté moins fortement au deuxième trimestre, revenant à 4,6 % contre 5,2 % au premier trimestre. Les services de la BCE anticipent une poursuite de la baisse de la croissance des coûts unitaires de main-d'œuvre sur l'horizon de projection, du fait d'une plus faible hausse des salaires et d'une reprise de la productivité. Enfin, les bénéfices continuent de compenser en partie les effets inflationnistes de la hausse des coûts de la main-d'œuvre.

Le processus de désinflation devrait être soutenu par l'atténuation des tensions sur les coûts de la main-d'œuvre et par la transmission progressive du resserrement récent de la politique monétaire aux prix à la consommation. La plupart des mesures des anticipations d'inflation à long terme s'établissent à environ 2 %, et les mesures extraites des instruments de marché se sont rapprochées de ce niveau depuis la réunion du Conseil des gouverneurs du 18 juillet 2024.

Après un ralentissement ces derniers mois, l'inflation totale devrait légèrement s'accélérer au dernier trimestre de l'année, avant de repartir en baisse pour revenir à l'objectif d'inflation d'ici fin 2025. L'accélération attendue à court terme reflète largement des effets de base liés à l'énergie. À moyen terme, la hausse des prix de l'énergie devrait s'établir à des taux faiblement positifs, compte tenu des anticipations des marchés concernant les prix des matières premières énergétiques et les prix de gros, ainsi que des mesures budgétaires prévues pour faire face au changement climatique. Au cours des derniers trimestres, le renchérissement des produits alimentaires s'est nettement atténué, les tensions en amont s'étant relâchées grâce à la baisse des prix de l'énergie et des matières premières alimentaires. La hausse des prix des produits alimentaires devrait demeurer globalement stable avant de se modérer davantage à partir de fin 2025. L'inflation hors énergie et produits alimentaires devrait rester supérieure à l'inflation totale sur la majeure partie de l'horizon de projection, tout en demeurant sur une trajectoire baissière. La hausse des prix des services est restée résolument élevée ces derniers mois. Toutefois, un fléchissement progressif est encore attendu plus tard sur l'horizon de projection, grâce à une atténuation de la croissance des salaires et des autres tensions sur les coûts, tandis que l'effet décalé du resserrement récent de la politique monétaire continue de se transmettre aux prix à la consommation. La croissance des salaires nominaux a commencé à se ralentir au cours des derniers trimestres, après avoir atteint des niveaux élevés et dans des proportions plus importantes que projeté précédemment. Une nouvelle atténuation progressive de la hausse des salaires est attendue dans les prochaines années à mesure que continueront de s'estomper les effets haussiers liés aux mesures de compensation prises face à l'inflation dans un contexte de marché du travail tendu. Une reprise de la croissance de la productivité devrait favoriser la modération des tensions sur les coûts de main-d'œuvre. En outre, l'augmentation des bénéfices a nettement fléchi et amortira en partie la répercussion des coûts de la main-d'œuvre sur les prix, à court terme en particulier. Dans l'ensemble, dans les projections macroéconomiques de septembre 2024 établies par les services de la BCE, en moyenne annuelle, l'inflation totale devrait se ralentir, revenant de 5,4 % en 2023 à 2,5 % en 2024, 2,2 % en 2025 et 1,9 % en 2026. Par rapport aux projections macroéconomiques de juin 2024 établies par les services de l'Eurosystème, les perspectives d'évolution de l'inflation totale restent inchangées. L'inflation hors énergie et produits alimentaires a légèrement surpris à la hausse ces derniers mois, entraînant de légères révisions haussières pour 2024 et 2025.

Évaluation des risques

Les risques pesant sur la croissance économique restent orientés à la baisse. Le fléchissement de la demande d'exportations adressée à la zone euro, dû notamment à un ralentissement de l'économie mondiale ou à une aggravation des tensions commerciales entre les principales économies, freinerait la croissance de la zone euro. La guerre injustifiée menée par la Russie contre l'Ukraine et le conflit tragique au Moyen-Orient constituent des sources majeures de risques géopolitiques. Dans ce contexte, une baisse de la confiance des entreprises et des ménages en l'avenir et des perturbations du commerce international sont possibles. La croissance pourrait aussi être plus faible si les effets décalés du resserrement de la politique monétaire s'avèrent plus marqués qu'anticipé. Elle pourrait être plus élevée si l'inflation recule plus rapidement qu'anticipé et si le renforcement de la confiance et la hausse des revenus réels se traduisent par une augmentation des dépenses plus importante qu'attendu, ou si l'économie mondiale croît plus fortement que prévu.

L'inflation pourrait être plus élevée qu'anticipé si les salaires ou les bénéfices progressent plus qu'attendu. Les risques à la hausse pour l'inflation proviennent également des tensions géopolitiques accrues, qui pourraient entraîner à court terme un renchérissement de l'énergie et un accroissement des coûts du fret, et perturber les échanges mondiaux. En outre, des événements météorologiques extrêmes et, plus généralement, l'évolution de la crise climatique, pourraient conduire à une hausse des prix des produits alimentaires. 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.

Conditions financières et monétaires

Les taux d'intérêt de marché ont nettement baissé depuis la réunion du Conseil des gouverneurs du 18 juillet 2024, principalement sous l'effet d'une détérioration des perspectives de la croissance mondiale et d'une atténuation des inquiétudes liées aux pressions inflationnistes. Les tensions constatées sur les marchés mondiaux à l'été ont provoqué un durcissement temporaire des conditions financières sur les segments de marché les plus risqués.

Dans l'ensemble, les coûts de financement restent restrictifs dans la mesure où les hausses passées des taux directeurs décidées par le Conseil des gouverneurs continuent de produire leurs effets sur la chaîne de transmission. Les taux d'intérêt moyens des nouveaux crédits aux entreprises et des nouveaux prêts hypothécaires sont restés élevés en juillet, à 5,1 % et 3,8 % respectivement.

La croissance du crédit reste atone dans un contexte de faible demande. Les prêts bancaires aux entreprises ont progressé à un rythme annuel de 0,6 % en juillet, légèrement inférieur par rapport à juin, alors que la croissance des prêts aux

ménages s'est faiblement accélérée, à 0,5 %. L'agrégat monétaire large M3 a augmenté de 2,3 % en juillet, sans changement par rapport à juin.

Décisions de politique monétaire

Lors de sa réunion du 12 septembre 2024, le Conseil des gouverneurs a décidé d'abaisser le taux de la facilité de dépôt de 25 points de base. Il s'agit du taux à travers lequel le Conseil des gouverneurs pilote l'orientation de la politique monétaire. En outre, comme annoncé au préalable le 13 mars 2024 à la suite du réexamen du cadre opérationnel, l'écart entre le taux des opérations principales de refinancement et le taux de la facilité de dépôt a été ramené à 15 points de base. L'écart entre le taux de la facilité de prêt marginal et le taux des opérations principales de refinancement reste quant à lui inchangé, à 25 points de base. En conséquence, le taux de la facilité de dépôt a été ramené à 3,50 %. Les taux d'intérêt des opérations principales de refinancement et de la facilité de prêt marginal ont été abaissés, à respectivement 3,65 % et 3,90 %. Ces modifications sont entrées en vigueur le 18 septembre 2024.

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.

L'Eurosystème ne réinvestit plus la totalité des remboursements au titre du principal des titres arrivant à échéance acquis en vertu du programme d'achats d'urgence face à la pandémie (*pandemic emergency purchase programme*, PEPP), réduisant le portefeuille du PEPP de 7,5 milliards d'euros par mois en moyenne. Le Conseil des gouverneurs entend mettre un terme aux réinvestissements dans le cadre du PEPP fin 2024.

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

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

Conclusion

Le Conseil des gouverneurs est déterminé à assurer le retour au plus tôt de l'inflation au niveau de sa cible de 2 % à moyen terme. Il conservera les taux directeurs à un niveau suffisamment restrictif aussi longtemps que nécessaire pour atteindre cet objectif. Le Conseil des gouverneurs maintiendra une approche s'appuyant sur les données, réunion par réunion, pour déterminer de manière appropriée le degré et la durée de cette orientation restrictive. Plus particulièrement,

les décisions du Conseil des gouverneurs relatives aux taux d'intérêt seront fondées sur son évaluation des perspectives d'inflation compte tenu des données économiques et financières, de la dynamique de l'inflation sous-jacente et de la force de la transmission de la politique monétaire. Le Conseil des gouverneurs ne s'engage pas à l'avance sur une trajectoire de taux particulière.

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.

La croissance mondiale a bien résisté au deuxième trimestre 2024 et devrait rester stable au troisième trimestre. Toutefois, les données disponibles suggèrent que l'activité dans le secteur manufacturier se ralentit, tandis que la politique monétaire reste restrictive. Ces signaux, conjugués à de fortes tensions géopolitiques et à la volatilité sur les marchés financiers, suggèrent que les facteurs défavorables pourraient s'intensifier à court terme. Les perspectives relatives à la croissance et à l'inflation mondiales, présentées dans les projections macroéconomiques de septembre 2024 établies par les services de la BCE pour la zone euro, demeurent globalement inchangées par rapport aux projections macroéconomiques de juin 2024 établies par les services de l'Eurosystème. Le commerce mondial devrait se redresser cette année et croître davantage en phase avec l'activité mondiale par la suite. Pour 2024, il a été légèrement révisé à la hausse pour refléter les résultats plus élevés du deuxième trimestre, mais les perspectives à court terme intégrées dans les projections de septembre suggèrent que la forte croissance observée au deuxième trimestre ne se confirmera pas. Dans les principales économies de marché avancées et émergentes, l'inflation devrait se ralentir progressivement sur l'horizon de projection.

La dynamique de la croissance mondiale reste positive, mais les facteurs défavorables pourraient s'intensifier à court terme.

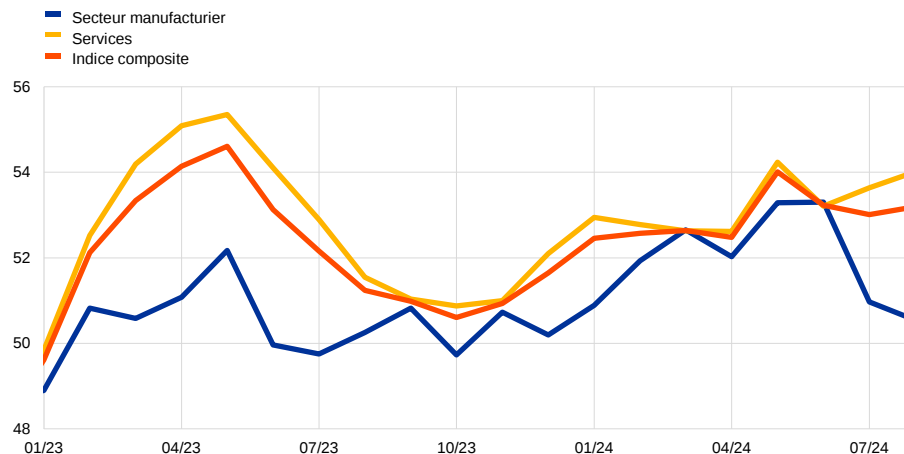
L'indice composite des directeurs d'achat (PMI) pour la production mondiale (hors zone euro) a augmenté pour ressortir à 53,2 en août, après 53,0 en juillet. Cette évolution a été soutenue par un indice de la production dans le secteur des services supérieur à la moyenne, tandis que la production dans le secteur manufacturier a diminué pour s'établir juste au-dessus du seuil neutre (graphique 1)¹. Cette baisse reflète un ralentissement prononcé de l'activité manufacturière aux États-Unis en août, tandis que la production manufacturière en Chine s'est légèrement améliorée en août après une forte baisse le mois précédent. Les données quantitatives et qualitatives disponibles suggèrent que le cycle manufacturier mondial se ralentit dans un contexte de politiques monétaires toujours restrictives et de modération de la croissance des salaires. Ces signaux, conjugués aux fortes tensions géopolitiques et à la volatilité récente sur les marchés financiers, suggèrent que les facteurs défavorables pesant sur la croissance mondiale pourraient s'intensifier à court terme. Selon les estimations, le PIB mondial a augmenté de 0,7 % au deuxième trimestre, légèrement au-dessous du rythme enregistré au premier trimestre. Toutefois, il est resté conforme aux projections de juin établies par les services de l'Eurosystème et devrait demeurer stable au troisième trimestre.

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

Graphique 1

Indice PMI pour la production mondiale

(indices de diffusion)



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

Note : Les dernières observations se rapportent à août 2024.

La croissance mondiale devrait progresser à un rythme modéré, globalement inchangé par rapport aux projections de juin.

Après avoir augmenté de 3,5 % en 2023, le PIB mondial en volume devrait croître de 3,4 % en 2024 et 2025, et de 3,3 % en 2026. Ce léger ralentissement de la croissance sur l'horizon de projection reflète l'incidence de la dissipation des facteurs favorables sur les dépenses de consommation dans un contexte de politique monétaire toujours restrictive au cours des premières années de l'horizon de projection, de tensions géopolitiques accrues et d'une incertitude élevée en matière de politique économique. Par rapport aux projections de juin, la croissance du PIB mondial en volume a été révisée à la hausse de 0,1 point de pourcentage sur l'horizon de projection. Cela reflète une croissance légèrement plus forte dans les marchés émergents en 2024 et une croissance économique plus élevée aux États-Unis en 2025-2026. Cette dernière est liée aux effets positifs d'une migration nette plus élevée qu'anticipé précédemment et à l'hypothèse d'une prolongation des réductions d'impôts mises en place en 2017 pour les ménages à faibles revenus, qui figure dans les programmes électoraux des deux candidats à l'élection présidentielle.

La croissance du commerce mondial a fortement augmenté au deuxième trimestre, dans un contexte d'anticipation des importations de biens dans les économies avancées.

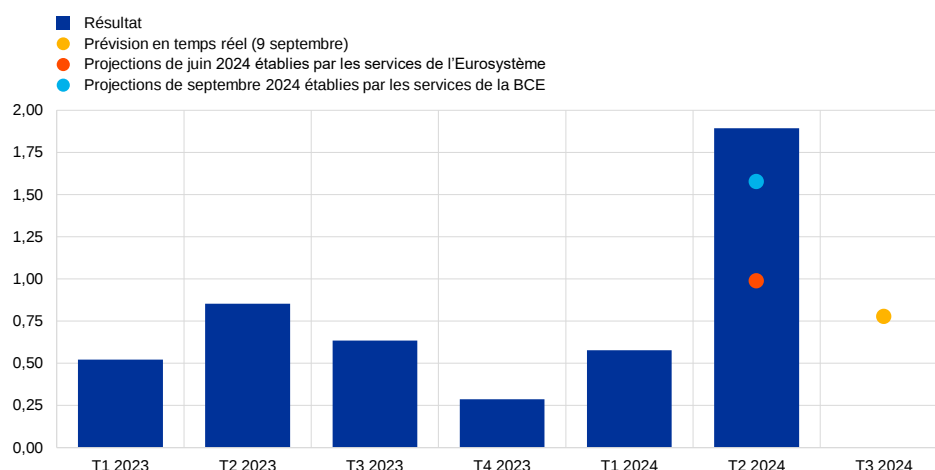
Les importations mondiales ont augmenté de 1,9 % en rythme trimestriel au deuxième trimestre, plus de trois fois le rythme enregistré au début de l'année et nettement supérieur aux projections de juin. Cette forte croissance a été soutenue par une anticipation par les économies avancées des importations en provenance de Chine et d'autres pays émergents d'Asie. Les données mensuelles relatives aux échanges commerciaux indiquent que les entreprises ont procédé à une reconstitution de leurs stocks pour la saison de Noël environ six semaines plus tôt que d'habitude, probablement en raison de craintes de nouveaux goulets d'étranglement au niveau de l'offre et de tensions commerciales dans un contexte de risques géopolitiques croissants. Si les données relatives au commerce mondial demeurent volatiles par essence, les projections de septembre

suggèrent que cette croissance vigoureuse ne se confirmera pas à court terme, du fait de l'atténuation des effets de cette anticipation ². Cela est en ligne avec les signaux émanant de l'outil de prévision en temps réel de la BCE, qui intègre des données quantitatives et qualitatives relatives au commerce mondial (graphique 2). Plus précisément, la faiblesse des commandes à l'exportation ressortant des enquêtes PMI, ainsi que les estimations du chiffre d'affaires du commerce sur la base des mouvements de navires, suggèrent un ralentissement des échanges au cours du troisième trimestre. Toutefois, une normalisation du cycle des stocks et une composition plus favorable de la demande devraient encore soutenir les évolutions des échanges commerciaux vers la fin de l'année.

Graphique 2

Importations mondiales

(variations trimestrielles en pourcentage)



Sources : Sources nationales (via Haver Analytics) et calculs des services de la BCE.

Notes : L'agrégat mondial exclut la zone euro. La prévision en temps réel se rapporte à un modèle à facteurs dynamiques fondé sur 30 variables mensuelles couvrant la production industrielle, les ventes au détail, les échanges commerciaux, le marché du travail, les enquêtes et l'immobilier résidentiel. Les dernières observations se rapportent à août 2024 pour la prévision en temps réel.

Le commerce mondial devrait se redresser cette année et croître davantage en phase avec l'activité mondiale sur le reste de l'horizon de projection. À la suite d'une période de faible dynamique de croissance, dans un contexte de rééquilibrage de la demande des biens vers les services après la pandémie, le commerce mondial a rebondi au tournant de l'année, l'anticipation des importations dans les économies avancées au cours du deuxième trimestre accentuant cette reprise. Dans l'ensemble, la croissance des importations mondiales devrait s'établir au total à 3,1 % cette année, soit 0,5 point de pourcentage de plus que les projections de juin. Cette évolution reflète principalement une dynamique plus forte au deuxième trimestre, tandis que la croissance trimestrielle au second semestre 2024 devrait rester inchangée. La croissance des importations mondiales devrait s'établir à 3,4 % en 2025 et à 3,3 % en 2026.

Les données disponibles suggèrent une reprise de la désinflation progressive, malgré une légère augmentation de l'inflation observée en juillet.

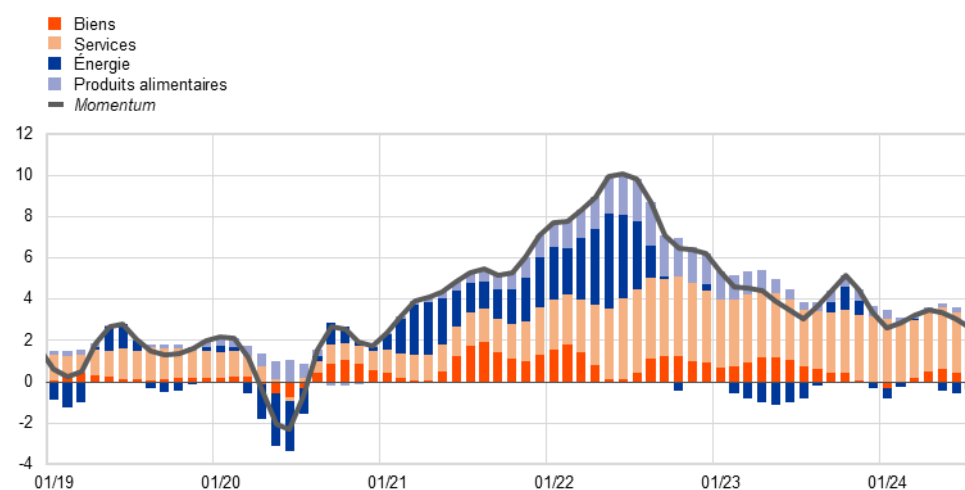
² Si les achats anticipés des entreprises sont suffisants pour satisfaire la demande des consommateurs, le commerce mondial pourrait également s'affaiblir à court terme.

L'inflation totale mesurée par l'indice des prix à la consommation (IPC) dans les pays membres de l'Organisation de coopération et de développement économiques (OCDE) s'est établie à 3,0 % en juillet, après 2,8 % en juin ³. L'inflation core (hors énergie et produits alimentaires) a également légèrement augmenté en juillet, ressortant à 3,2 %, après 3,1 % en juin. Le *momentum* (variation en pourcentage en glissement sur trois mois annualisée) moins élevé de l'inflation mesurée par l'IPC total indique que la désinflation dans l'ensemble des pays de l'OCDE reprendra à court terme (graphique 3), soutenue par la détente en cours des marchés du travail dans les principales économies.

Graphique 3

Momentum de l'inflation totale mesurée par l'IPC dans les pays de l'OCDE

(variations en glissement sur trois mois annualisées, en pourcentage ; contributions en points de pourcentage)



Sources : Enquête OECD et calculs des services de la BCE.

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

Les prix du pétrole ont diminué depuis la dernière réunion du Conseil des gouverneurs, tandis que les prix du gaz en Europe ont augmenté.

Les prix du pétrole brut *Brent* ont baissé de près de 10 % par rapport aux niveaux observés lors de la dernière réunion du Conseil des gouverneurs. Cela résulte d'une combinaison de facteurs incluant, du côté de la demande, la baisse des importations de pétrole brut en Chine, qui ont atteint leur plus bas niveau depuis des années en raison de la faiblesse de l'activité économique. Un sentiment négatif à l'égard du risque à la suite de la liquidation sur les marchés début août a également contribué à la baisse des prix du pétrole brut, tandis que les événements du côté de l'offre liés aux tensions au Moyen-Orient et aux interruptions de production dans les champs pétroliers en Libye ont entraîné une hausse des prix du pétrole brut. Les prix du gaz en Europe ont augmenté de 17,7 % en réaction aux inquiétudes d'ordre géopolitique. Elles portent notamment sur l'escalade des tensions au Moyen-Orient et l'incursion des troupes

³ La Turquie n'est pas incluse dans les agrégats de l'OCDE pour l'inflation totale et l'inflation core, son inflation demeurant à un niveau élevé à deux chiffres. L'inflation totale et l'inflation core mesurées par l'IPC dans les pays membres de l'OCDE, y compris la Turquie, s'établiraient sinon à 5,4 % en juillet 2024 (5,6 % en juin) et à 5,4 % en juillet 2024 (5,9 % en juin), respectivement.

ukrainiennes sur le territoire russe. Cette incursion a suscité des craintes chez les investisseurs quant à d'éventuelles perturbations de l'approvisionnement du gaz sur la route de transit ukrainienne.

Aux États-Unis, l'activité économique demeure robuste dans un contexte d'ajustement en cours du marché du travail et de ralentissement progressif de l'inflation. Le PIB en volume a augmenté de 0,7 % au deuxième trimestre, soutenu par une forte demande intérieure et des stocks importants qui ont plus que compensé l'effet négatif d'une forte hausse des importations. La vigueur des dépenses de consommation a soutenu l'activité. Les indicateurs à haute fréquence indiquent une croissance soutenue à court terme, bien qu'en légère baisse, sans signe de récession imminente. Les craintes du marché relatives à une récession potentielle ont été accentuées en août à la suite du rapport de juillet sur l'emploi aux États-Unis et de la volatilité qui s'en est suivie sur les marchés financiers mondiaux, qui s'est depuis lors atténuée. Les prévisions actuelles des services de la BCE et celles publiées par les banques de réserve fédérales régionales indiquent un léger ralentissement de la croissance au troisième trimestre, ce qui est cohérent avec les effets retardés de la politique monétaire restrictive de la Réserve fédérale sur l'activité économique. Le marché du travail américain a continué de se modérer, mais est resté globalement sain. L'augmentation de l'emploi non agricole en août a été légèrement inférieure aux anticipations des marchés et à la hausse mensuelle moyenne des 12 derniers mois. Dans le même temps, le taux de chômage a légèrement baissé pour s'établir à 4,2 %, tandis que le taux d'activité est resté stable. L'inflation totale annuelle mesurée par l'IPC a diminué légèrement plus que prévu en août pour s'établir à 2,5 %, après 2,9 % en juillet. Il s'agit du plus bas niveau de l'inflation totale annuelle depuis mars 2021. En revanche, l'inflation *core* annuelle mesurée par l'IPC s'est établie à 3,2 % en août, inchangée par rapport à juillet.

L'activité économique se ralentit en Chine, tandis que les nouvelles mesures de soutien au secteur de l'immobilier n'ont pas encore permis de stabiliser le marché du logement. La croissance du PIB en volume s'est nettement ralentie au deuxième trimestre, à 0,7 % après 1,5 % au premier trimestre, le ralentissement de l'immobilier ayant freiné les dépenses de consommation et l'impulsion initiée par un programme de relance mis en œuvre fin 2023 s'étant dissipée. Les données de juillet relatives à l'activité ont été principalement faibles, malgré des signaux positifs dans certains secteurs manufacturiers et dans les exportations. La croissance des ventes au détail a été atone, tandis que la production industrielle s'est de nouveau ralentie. En outre, les investissements en actifs fixes sont restés anémiques, l'investissement dans l'immobilier résidentiel s'étant contracté, en dépit d'investissements relativement importants dans les infrastructures et le secteur manufacturier. Les exportations sont demeurées le principal moteur de la croissance, soutenues par la baisse des prix à l'exportation. La croissance annuelle des exportations nominales est restée robuste en juillet, bien qu'elle ait été plus modérée que prévu. Les producteurs chinois ont enregistré des gains importants en termes de volumes d'exportation dans toutes les grandes catégories de produits, la baisse des prix à l'exportation ayant favorisé leur compétitivité. Le marché de l'immobilier résidentiel ne montre toujours pas de signes indiquant qu'un plancher a

été atteint et reste donc un frein à la croissance, tandis que le nouvel ensemble de mesures annoncé mi-mai et les mesures antérieures n'ont pas encore eu d'incidence. Compte tenu des perspectives de croissance plutôt décevantes, les autorités chinoises craignent de plus en plus de ne pas atteindre leur objectif de croissance « d'environ 5 % » et, le 30 juillet, le Politburo du parti communiste chinois a appelé à prendre de nouvelles mesures pour soutenir la consommation. L'inflation totale mesurée par l'IPC en Chine s'est légèrement accélérée en août, tandis que la hausse des prix à la consommation et des prix à la production de l'inflation *core* ont continué de se ralentir. L'atonie de la demande intérieure, principalement dans la consommation privée, sous l'effet de facteurs défavorables sur le marché de l'immobilier résidentiel et de la faiblesse des prix dans le secteur industriel, suggère que les tensions inflationnistes dans l'économie chinoise resteront modérées.

Au Royaume-Uni, la croissance du PIB en volume a fortement augmenté au deuxième trimestre, tandis que l'inflation s'est accentuée. Le PIB en volume a augmenté de 0,6 % au deuxième trimestre 2024, légèrement au-dessous des 0,7 % enregistrés au premier trimestre. Après une récession technique peu marquée l'année dernière, l'économie du Royaume-Uni a affiché un rebond étonnamment solide au premier semestre de cette année, tiré par la demande intérieure. Les importations, en particulier en provenance des marchés émergents, ont augmenté à un rythme soutenu, reflétant peut-être une anticipation en début de période également visible à l'échelle mondiale. La dynamique de croissance devrait se ralentir au second semestre de l'année. Malgré la vigueur actuelle de l'activité, la croissance devrait diminuer en raison du maintien de politiques budgétaires et monétaires restrictives. Le nouveau gouvernement travailliste s'est engagé à respecter des règles budgétaires en vigueur depuis longtemps, ce qui réduit la marge de manœuvre dont il dispose pour stimuler la demande. Du côté monétaire, les taux réels ont nettement augmenté, l'inflation étant revenue à un niveau proche de la cible de la Banque d'Angleterre au cours des derniers mois. Malgré ces facteurs défavorables, certains risques à la hausse émergent de la résilience actuelle des ménages et des entreprises. Le taux d'épargne continue à augmenter et les salaires réels progressent, soutenus par une croissance robuste des salaires et une faible augmentation du chômage, si bien que les ménages britanniques pourraient avoir la capacité d'augmenter leurs dépenses en dépit de politiques restrictives. L'inflation totale mesurée par l'IPC a augmenté pour s'établir à 2,2 % en juillet, après 2,0 % en mai et en juin. Cette hausse était attendue et reflète la dissipation des effets de base négatifs liés aux prix de l'énergie. L'inflation *core* mesurée par l'IPC (hors énergie et produits alimentaires) a diminué, revenant de 3,5 % en juin à 3,3 % en juillet, en raison du ralentissement de la hausse des prix des services. Cette modération de la hausse des prix des services a été plus prononcée que ne le préoyaient les marchés et la Banque d'Angleterre et reflète en partie la dissipation progressive des effets de second tour liés à la hausse des prix de l'énergie. Toutefois, des risques à la hausse continuent de peser sur le processus de désinflation, la hausse des prix des services ayant été plus rigide qu'anticipé cette année. La Banque d'Angleterre a entamé un cycle d'assouplissement dépendant des données en juillet en réduisant son taux directeur de 5,25 % à 5,0 %.

2 Activité économique

L'économie a enregistré une croissance de 0,2 % au deuxième trimestre, après 0,3 % au premier trimestre, soit un résultat inférieur aux projections macroéconomiques de juin 2024 établies par les services de l'Eurosystème pour la zone euro. Les exportations nettes ont contribué positivement à la croissance au deuxième trimestre, tandis que la demande intérieure s'est contractée. Les données disponibles vont dans le sens d'une croissance continue, quoique lente, au troisième trimestre 2024. Les résultats d'enquêtes auprès des entreprises se sont quelque peu affaiblis, sous l'effet notamment d'une détérioration du sentiment sur le marché du travail. S'agissant des différents secteurs, les services restent le principal moteur de la reprise, grâce à l'important effet stimulant des Jeux olympiques de Paris au troisième trimestre. Dans le même temps, le secteur industriel montre toujours des signes de faiblesse à la fois en termes de production et de commandes, dans un contexte de forte incertitude. Pour la période à venir, le PIB en volume devrait continuer à se redresser avec la poursuite de la hausse des revenus réels, le renforcement de la demande extérieure et l'atténuation des effets modérateurs de la politique monétaire restrictive. La progression continue du revenu disponible réel soutiendrait la consommation privée, qui devrait devenir le principal moteur de la croissance à compter du second semestre 2024. La résilience du marché du travail, conjuguée à l'augmentation progressive de la confiance des consommateurs et à la réduction de l'incertitude, devrait également soutenir les dépenses des ménages.

Ces perspectives se reflètent globalement dans les projections macroéconomiques de septembre 2024 établies par les services de la BCE pour la zone euro, qui tablent sur une croissance annuelle du PIB en volume de 0,8 % en 2024, s'accélégrant à 1,3 % en 2025 et 1,5 % en 2026 ⁴.

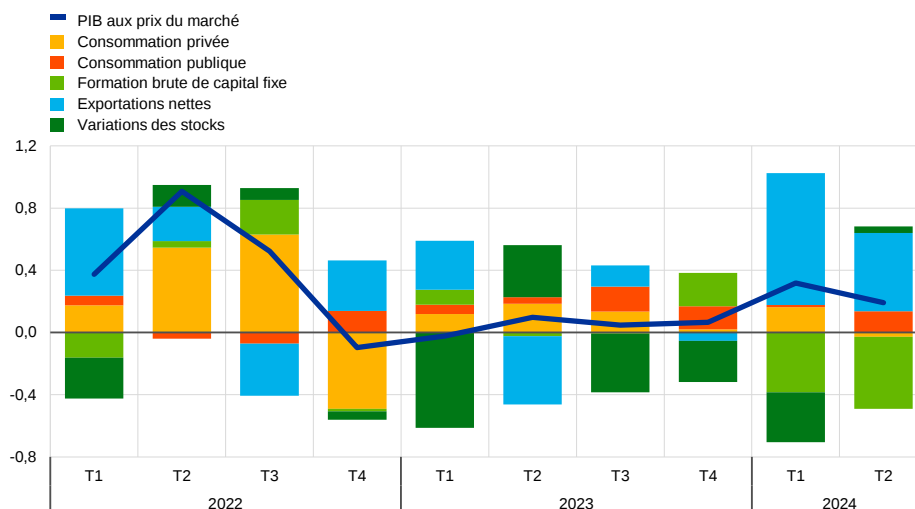
Selon la dernière estimation d'Eurostat, le PIB en volume a augmenté de 0,2 % en rythme trimestriel au deuxième trimestre 2024, après une hausse de 0,3 % au trimestre précédent (graphique 4). Les exportations nettes ont contribué positivement à la croissance au deuxième trimestre, tandis que la contribution de la demande intérieure était négative et que celle de la variation des stocks était neutre. L'amélioration de la valeur ajoutée totale a été entièrement portée par les services, l'industrie et la construction affichant des résultats en baisse.

⁴ Cf. « [Projections macroéconomiques pour la zone euro établies par les services de la BCE, septembre 2024](#) » publiées le 12 septembre 2024 sur le site internet de la BCE.

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 deuxième trimestre 2024.

Les données d'enquêtes font état d'une poursuite de l'expansion tirée par les services au troisième trimestre 2024.

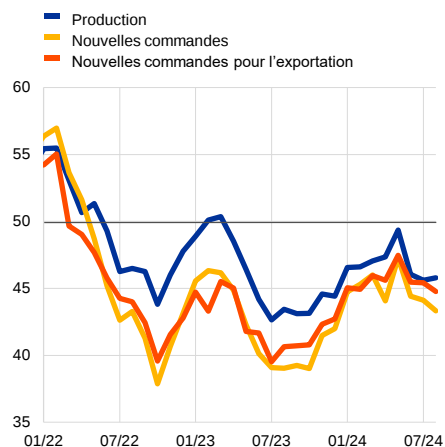
L'indice composite des directeurs d'achat (PMI) relatif à la production est ressorti à 50,6 en moyenne en juillet et août, après 51,6 au deuxième trimestre 2024. Le PMI, qui continue à faire état d'une croissance, a donc bien résisté depuis le début de sa trajectoire haussière en octobre 2023, en dépit du ralentissement observé récemment. S'agissant des différents secteurs, l'indice PMI pour la production manufacturière a continué d'indiquer une contraction en juillet et en août, interrompant le mouvement à la hausse amorcé pendant l'été 2023 (graphique 5, partie a). L'indice relatif aux nouvelles commandes, qui devrait être plus prospectif, suit une évolution similaire. De manière générale, ces indicateurs suggèrent une faiblesse persistante du secteur industriel, en raison d'une faible demande de biens et de l'effet du resserrement passé de la politique monétaire. Les données du PMI pour le secteur des services, qui a mené le redressement de l'activité jusqu'à présent, les données PMI continuent d'indiquer une croissance positive de l'activité et des contrats nouveaux (graphique 5, partie b). Les services ont également bénéficié de la hausse marquée des dépenses dans les services nécessitant de nombreux contacts liée aux Jeux olympiques de Paris. Les évolutions du PMI suggèrent que la divergence récente entre les secteurs devrait persister à court terme.

Graphique 5

Indices PMI dans les différents secteurs de l'économie

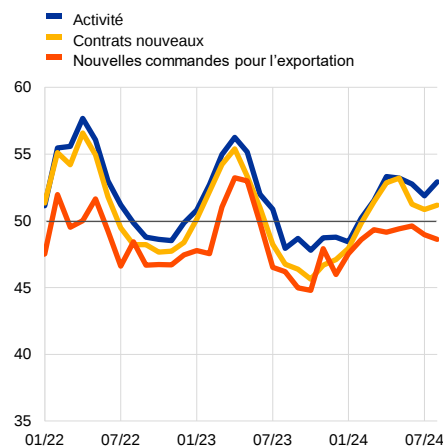
a) Industrie manufacturière

(indices de diffusion)



b) Services

(indices de diffusion)



Source : S&P Global Market Intelligence.

Note : Les dernières observations se rapportent à août 2024.

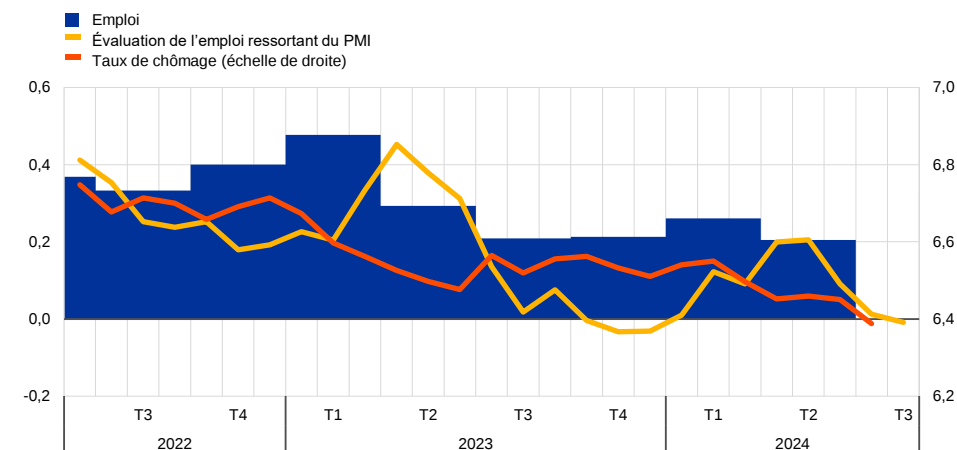
La croissance de l'emploi s'est ralentie au deuxième trimestre 2024. L'emploi a augmenté de 0,2 % au deuxième trimestre 2024 (graphique 6, partie a), principalement sous l'effet de la poursuite de l'expansion, quoique ralentie, de la population active. La productivité par travailleur et le nombre moyen d'heures travaillées sont restés stables au deuxième trimestre 2024. Le taux de chômage a légèrement diminué, de 6,5 % en juin à 6,4 % en juillet, en raison de la baisse du nombre de chômeurs et du ralentissement de la croissance de la population active. La demande de main d'œuvre a quelque peu baissé par rapport aux niveaux élevés observés à la suite de la pandémie, le taux de vacance d'emploi revenant à 2,6 % au deuxième trimestre, soit 0,3 point de pourcentage de moins qu'au trimestre précédent et à un niveau plus proche de son pic prépandémique.

Graphique 6

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

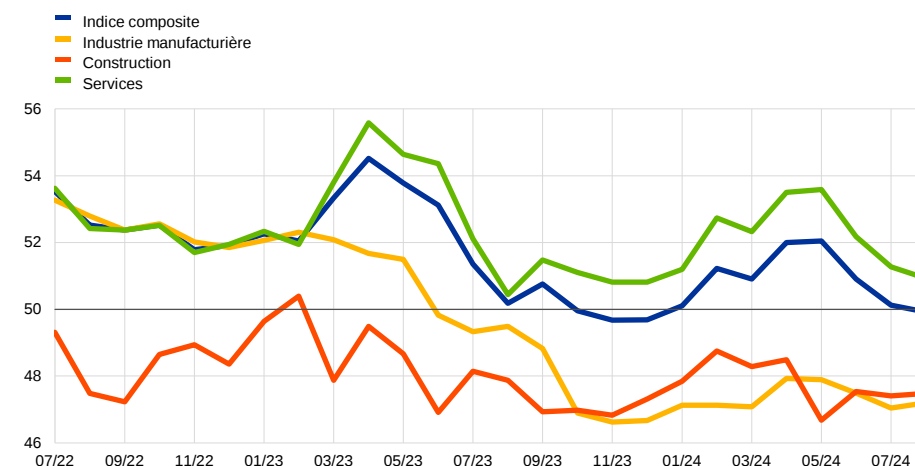
a) Emploi, évaluation de l'emploi ressortant du PMI et taux de chômage

(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 par secteur

(indices de diffusion)



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

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

Les indicateurs à court terme du marché du travail signalent une croissance de l'emploi seulement marginale au troisième trimestre 2024. L'indice composite mensuel des directeurs d'achat (PMI) relatif à l'emploi est resté globalement inchangé, à 49,9 en août, en légère baisse après 50,1 en juillet, suggérant que la croissance de l'emploi devrait encore se ralentir (graphique 6, partie b). L'indice PMI pour les services est revenu de 51,3 en juillet à 50,9 en août. En revanche, si les indices PMI pour l'industrie manufacturière et la construction sont en légère progression, ils continuent d'indiquer une contraction.

La consommation privée a faibli au deuxième trimestre 2024, mais devrait se renforcer.

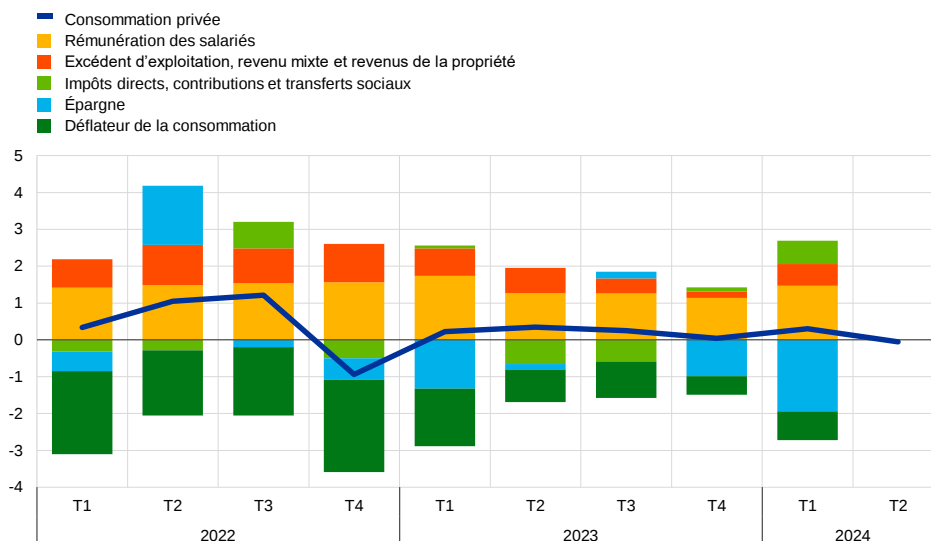
La consommation privée a légèrement baissé au deuxième trimestre 2024, après une croissance moyenne faible au cours des trimestres précédents. Cette trajectoire de croissance atone contraste avec l'amélioration marquée du pouvoir d'achat des ménages depuis fin 2023, qui reflète le ralentissement de l'inflation et l'augmentation des revenus du travail et hors travail (graphique 7, partie a). La hausse du revenu a favorisé un accroissement de l'épargne des ménages, qui semble également refléter les conditions de financement plus restrictives (taux d'intérêt élevés et critères d'octroi de crédit à la consommation toujours restrictifs) et la faiblesse de l'emprunt, ainsi qu'un besoin moindre de puiser dans l'épargne dans un contexte de résilience du marché du travail. De plus, l'incertitude persiste et la confiance des consommateurs reste faible (cf. encadré 3). Les dernières données tirées d'enquêtes semblent indiquer que les dépenses des ménages augmenteront à court terme. Les indicateurs de la Commission européenne relatifs aux attentes des entreprises en matière de demande de services nécessitant de nombreux contacts et aux anticipations du commerce de détail pour les trois prochains mois se sont améliorés en août, le premier restant supérieur à sa moyenne prépandémique tandis que le second se rapproche de ce niveau (graphique 7, partie b). Les anticipations des consommateurs concernant les achats importants au cours des douze prochains mois, qui ont dépassé leur niveau d'avant la pandémie en juillet et sont restés proches de ce niveau en août, indiquent également un renforcement de la demande des consommateurs. De la même manière, la dernière enquête de la BCE sur les anticipations des consommateurs montre une propension croissante à effectuer des dépenses importantes au cours des douze prochains mois, tandis que les dépenses attendues en matière de vacances demeurent élevées.

Graphique 7

Décomposition de la croissance de la consommation privée et anticipations relatives aux services nécessitant de nombreux contacts, au commerce de détail et aux achats importants

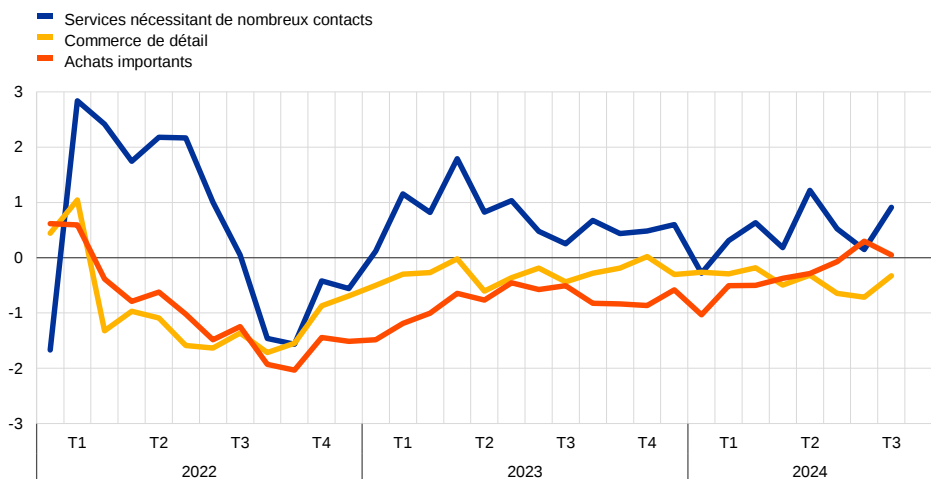
a) Décomposition de la croissance de la consommation privée

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



b) Anticipations

(soldes en pourcentage normalisés)



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

Notes : Dans la partie a, les dernières observations se rapportent au deuxième trimestre 2024 pour la consommation privée et au premier trimestre 2024 pour les contributions. Dans la partie b, les anticipations des entreprises relatives à la demande de services nécessitant de nombreux contacts et les anticipations relatives au commerce de détail se rapportent aux trois prochains mois, tandis que les anticipations des consommateurs en matière d'achats importants se rapportent aux douze prochains mois. La première série est normalisée pour la période janvier 2005-2019, en raison de la disponibilité des données, tandis que les deux autres séries sont normalisées pour la période 1999-2019 ; les « services nécessitant de nombreux contacts » incluent les services d'hébergement, de voyage et de restauration. Les dernières observations se rapportent à août 2024.

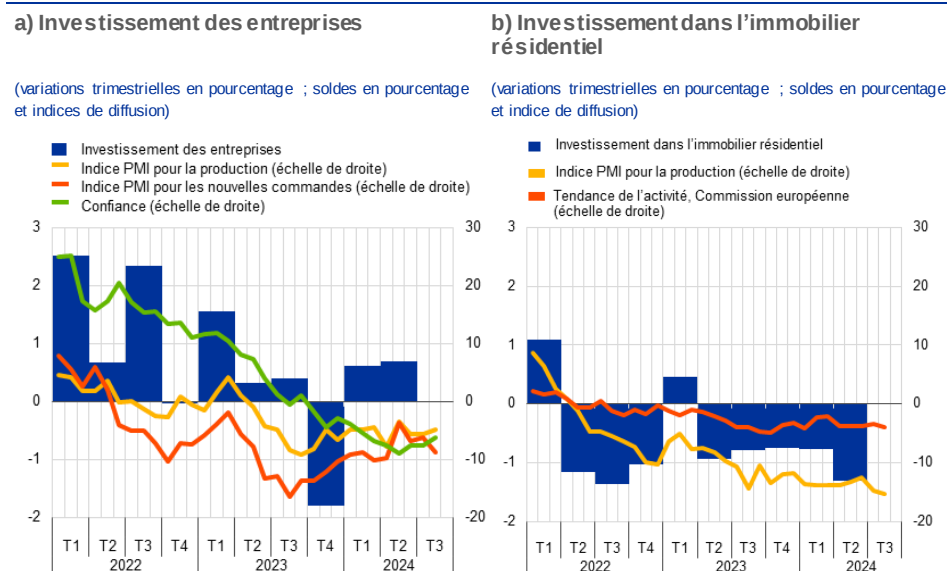
L'investissement des entreprises a augmenté modestement au deuxième trimestre 2024, une hausse qui devrait se modérer au second semestre.

L'investissement hors construction (hors actifs incorporels irlandais) a augmenté de 0,7 % au deuxième trimestre 2024 (il a baissé de 3,7 % en incluant les actifs incorporels irlandais). Les indicateurs à court terme disponibles jusqu'en août

suggèrent de nouvelles faiblesses dans le secteur des biens d'équipement au troisième trimestre (graphique 8, partie a) : l'indice PMI pour la production a globalement peu évolué cette année, et l'indicateur de la Commission européenne relatif à la confiance a légèrement augmenté ces derniers mois à partir d'un niveau bas. Les indicateurs prospectifs pour le secteur, tels que l'indice PMI relatif aux nouvelles commandes pour août, sont en baisse. L'investissement devrait être freiné par une faible demande à court terme, dans un contexte de baisse de l'utilisation des capacités de production et d'incertitude toujours élevée. D'après l'enquête de la Commission pour le troisième trimestre 2024 publiée en juillet, le soutien apporté par la demande à la production dans le secteur des biens d'équipement est moins important que dans le passé. Les données tirées d'enquêtes de la Commission – reflétant une baisse de l'utilisation des capacités de production et la perception que les considérations d'espace et d'équipement limitent de moins en moins la production dans l'économie – indiquent que la nécessité immédiate d'une expansion de l'investissement est également moins forte. Des plans d'investissement pourraient également être retardés par l'incertitude élevée et les risques géopolitiques. La croissance de l'investissement des entreprises devrait se poursuivre à moyen terme, favorisée par la hausse attendue de la demande, l'atténuation des effets des conditions de financement restrictives et les besoins importants en investissements verts et numériques.

Graphique 8

Dynamique de l'investissement réel et données d'enquête



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 indices PMI sont exprimés comme un écart par rapport à 50. Dans la partie a, l'investissement des entreprises est mesuré par l'investissement hors construction en excluant les actifs incorporels irlandais. Les courbes relatives au PMI correspondent aux réponses du secteur des biens d'équipement. Les dernières observations se rapportent au deuxième trimestre 2024 pour l'investissement des entreprises et à août 2024 pour toutes les autres rubriques. Dans la partie b, la courbe correspondant à l'indicateur relatif à la tendance de l'activité élaboré par la Commission européenne se rapporte à la moyenne pondérée de l'évaluation de la tendance de l'activité par les secteurs de la construction de bâtiments et de la construction spécialisée par rapport aux trois mois précédents, recalculée pour avoir le même écart type que le PMI. La courbe pour le PMI se rapporte à l'activité dans l'immobilier résidentiel. Les dernières observations se rapportent au deuxième trimestre 2024 pour l'investissement dans l'immobilier résidentiel et à août 2024 pour le PMI relatif à la production et la tendance de l'activité élaborée par la Commission européenne.

L'investissement dans l'immobilier résidentiel a fortement baissé au deuxième trimestre 2024 et devrait encore se ralentir à court terme, bien que

plus lentement. L'investissement dans l'immobilier résidentiel a diminué de 1,3 % dans la zone euro au deuxième trimestre 2024, tandis que la production dans la construction de bâtiments et la construction spécialisée a fléchi de 0,2 %. Les indicateurs de l'activité tirés d'enquêtes vont dans le sens d'une nouvelle baisse de l'investissement dans l'immobilier résidentiel au troisième trimestre 2024, l'indice des directeurs d'achat (PMI) pour la production de logements et l'indicateur de la Commission européenne relatif à l'activité dans la construction de bâtiments et la construction spécialisée au cours des trois derniers mois continuant de faire état d'une contraction jusqu'en août (graphique 8, partie b). Toutefois, le recul de l'investissement dans l'immobilier résidentiel devrait se ralentir. D'après l'enquête de la Commission, l'intention à court terme des ménages en matière de rénovation, d'achat ou de construction d'un logement s'est encore améliorée au troisième trimestre 2024. Dans le même temps, l'enquête de la BCE sur les anticipations des consommateurs montre que la proportion de ménages qui considèrent l'immobilier résidentiel comme un bon investissement a continué d'augmenter en juillet, dans un contexte de stabilisation des anticipations en matière de taux d'intérêt. En outre, dans l'enquête sur la distribution du crédit bancaire de juillet, les banques s'attendaient à une nouvelle hausse de la demande de prêts hypothécaires au troisième trimestre de cette année. Tous ces éléments indiquent une amélioration progressive de la demande de logements, qui devrait au final se traduire par un point bas de l'investissement dans l'immobilier résidentiel.

La croissance des exportations de la zone euro s'est ralentie nettement au deuxième trimestre 2024. Après une hausse au premier trimestre, la croissance des exportations de la zone euro s'est ralentie à 0,1 %, en rythme trimestriel, au deuxième trimestre 2024 (à l'exclusion de l'Irlande, en raison de la forte volatilité des données). Cette décélération souligne les défis actuels auxquels les exportateurs de la zone euro sont confrontés en matière de compétitivité, malgré la reprise de la demande mondiale. Au contraire, les exportations de services continuent de soutenir les exportations dans leur ensemble, sous l'effet d'une demande robuste de services de voyage, de services aux entreprises et de services liés aux technologies de l'information et de la communication. Les derniers indices PMI pour les commandes à l'exportation laissent entendre que les exportations resteront modérées à court terme. Dans le même temps, la reprise antérieure de la croissance des importations de la zone euro semble s'essouffler. Cette croissance des importations a stagné au deuxième trimestre (s'établissant à zéro en excluant l'Irlande), les fabricants de la zone euro réduisant leurs achats d'intrants face à l'affaiblissement de la demande. Cette baisse est largement due aux plus faibles exportations de biens. Au deuxième trimestre, les exportations nettes ont apporté une contribution positive de 0,5 % au PIB, reflétant la meilleure performance des exportations par rapport aux importations. Néanmoins, avec la stabilisation des prix à l'importation, l'amélioration des termes de l'échange stagne désormais.

L'économie de la zone euro devrait continuer à se redresser à moyen terme, en grande partie grâce au renforcement de la consommation privée. Pour la période à venir, le PIB en volume devrait se redresser avec la poursuite de la hausse des revenus réels, le renforcement de la demande extérieure et l'atténuation des effets modérateurs de la politique monétaire restrictive. La progression continue

du revenu disponible réel soutiendrait la consommation privée, qui devrait devenir le principal moteur de la croissance à compter du second semestre 2024. La résilience du marché du travail, conjuguée à l'augmentation progressive de la confiance des consommateurs et à la réduction de l'incertitude, devrait également soutenir les dépenses des ménages. L'investissement des entreprises devrait s'améliorer à l'avenir, sous l'effet principalement de l'atténuation du frein, toujours présent, exercé par le resserrement passé de la politique monétaire et grâce au soutien apporté par la demande intérieure et extérieure.

Les projections macroéconomiques de septembre 2024 établies par les services de l'Eurosystème pour la zone euro tablent sur une croissance annuelle du PIB en volume de 0,8 % en 2024, 1,3 % en 2025 et 1,5 % en 2026.

Ces chiffres ont été légèrement revus à la baisse par rapport aux projections de juin (– 0,1 point de pourcentage pour toutes les années), en raison principalement d'une contribution plus faible de la demande intérieure au cours des prochains trimestres.

3 Prix et coûts

L'inflation totale dans la zone euro est revenue à 2,2 % en août 2024, après 2,6 % en juillet, reflétant principalement un ralentissement de la hausse des prix de l'énergie. La plupart des mesures de l'inflation sous-jacente sont restées globalement inchangées en juillet, en particulier sous l'effet de fortes pressions provenant des salaires. Toutefois, le taux global de croissance des coûts de la main-d'œuvre se modère, les bénéfices amortissant en partie l'incidence sur l'inflation des tensions toujours élevées sur les coûts de la main-d'œuvre. Cela soutient la désinflation en cours. Au cours de la période sous revue, les mesures des anticipations d'inflation à long terme sont restées globalement stables, la plupart d'entre elles s'établissant autour de 2 %, et les mesures extraites des instruments de marché ayant baissé pour se rapprocher de ce niveau.

Les projections macroéconomiques de septembre 2024 établies par les services de la BCE pour la zone euro prévoient que l'inflation totale se ralentira progressivement, revenant, en moyenne, de 2,5 % en 2024 à 2,2 % en 2025 et 1,9 % en 2026 ⁵.

L'inflation totale dans la zone euro, mesurée par l'indice des prix à la consommation harmonisé (IPCH), est revenue à 2,2 % en août 2024, après 2,6 % en juillet (graphique 9) ⁶. Ce ralentissement résulte d'une baisse des taux d'inflation pour l'énergie et les biens industriels non énergétiques, qui a plus que compensé la hausse des taux d'inflation pour les produits alimentaires et les services. Le taux annuel de variation des prix de l'énergie a fortement diminué, revenant de 1,2 % en juillet 2024 à - 3,0 % en août. Cette évolution a résulté d'un effet de base baissier, en raison d'une augmentation significative des prix de l'énergie en août 2023. La hausse des prix des produits alimentaires s'est légèrement accentuée, ressortant à 2,4 % en août 2024, après 2,3 % en juillet, reflétant une accentuation du rythme annuel de variation des prix des produits alimentaires non transformés, tandis que celui des prix des produits alimentaires transformés est resté inchangé. L'inflation mesurée par l'IPCH hors énergie et produits alimentaires (IPCHX) est revenue à 2,8 % en août, après s'être établie à 2,9 % en juillet, en raison d'un ralentissement de la hausse des prix des biens industriels non énergétiques (0,4 % en août, après 0,7 % en juillet), contrebalançant ainsi l'accentuation de la hausse des prix des services (4,2 % en août, après 4,0 % en juillet). En ce qui concerne les prix des biens industriels non énergétiques, leurs taux de croissance, qui se sont largement normalisés dans le même temps, reflètent l'atténuation des tensions en amont sur les prix, tandis que, s'agissant des prix des services, la hausse plus persistante est liée au rôle plus important des coûts de la main-d'œuvre pour certains postes et à une réévaluation décalée pour d'autres.

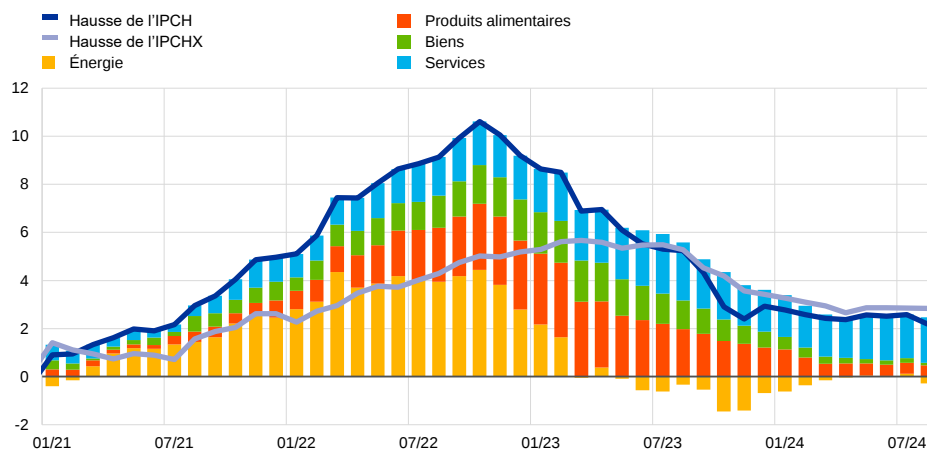
⁵ Cf. les « [Projections macroéconomiques de septembre 2024 pour la zone euro établies par les services de la BCE](#) », publiées sur le site internet de la BCE le 12 septembre 2024.

⁶ La date d'arrêt des données incluses dans le présent *Bulletin économique* est le 11 septembre 2024. Les données relatives à l'inflation mesurée par l'IPCH publiées le 18 septembre 2024 (estimation complète) ont confirmé que l'inflation totale s'était établie à 2,2 % en août 2024. Toutefois, la hausse des prix des produits alimentaires est demeurée inchangée, à 2,3 % en août 2024 (sans changement par rapport à juillet), tandis que la hausse des prix des services est passée de 4,0 % en juillet à 4,1 % en août.

Graphique 9

Inflation totale et ses composantes principales

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



Sources : Eurostat et calculs de la BCE.

Notes : La rubrique « Biens » correspond aux biens industriels non énergétiques. Les dernières observations se rapportent à août 2024 (estimation rapide).

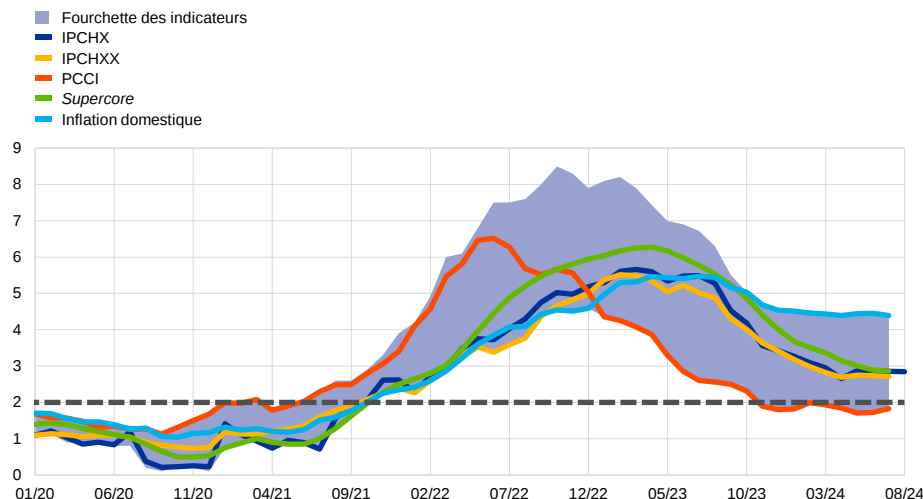
La plupart des indicateurs d'inflation sous-jacente sont restés stables en juillet, bien qu'à des niveaux différents (graphique 10).

En juillet 2024 (dernières données disponibles), les valeurs des indicateurs étaient comprises entre 1,8 % et 4,4 %. L'indicateur Composante persistante et commune de l'inflation (*Persistent and Common Component of Inflation*, PCCI) est construit pour identifier la composante commune de l'inflation dans un ensemble complet de mouvements des prix et est actuellement le meilleur baromètre de l'inflation à moyen terme durant la période post-pandémique. L'indicateur PCCI se situe au bas de cette fourchette, tandis que l'indicateur de l'inflation domestique (qui exclut les postes ayant un fort contenu en importations) se situe en haut de la fourchette. L'indicateur *Supercore*, qui comprend les composantes de l'IPCH sensibles au cycle d'activité, et qui s'est établi à 2,9 % en juillet, est demeuré inchangé par rapport au mois précédent. L'inflation mesurée par l'IPCHXX (qui correspond à l'inflation mesurée par l'IPCHX hors postes liés aux voyages, habillement et chaussure) est également demeurée inchangée à 2,7 % en juillet, tandis que l'indicateur PCCI a légèrement augmenté, ressortant à 1,8 % en juillet, après 1,7 % en juin. L'indicateur de l'inflation domestique a légèrement diminué à 4,4 % en juillet, mais il a continué de s'établir à un niveau persistant et élevé, reflétant le poids important de composantes des services telles que les activités d'assurance, les loisirs et le logement.

Graphique 10

Indicateurs de l'inflation sous-jacente

(variations annuelles en pourcentage)



Sources : Eurostat et calculs de la BCE.

Notes : La fourchette des indicateurs de l'inflation sous-jacente inclut l'IPCH hors énergie, l'IPCH hors énergie et produits alimentaires non transformés, l'IPCHX, l'IPCHXX, l'inflation domestique, les moyennes tronquées à 10 % et à 30 %, la PCCI, l'indicateur Supercore et une médiane pondérée. Seule une sélection d'indicateurs est présentée dans le graphique. La ligne grise en pointillés montre la cible d'inflation de la BCE de 2 % à moyen terme. Les dernières observations se rapportent à août 2024 (estimation rapide) pour l'IPCHX et à juillet 2024 pour les autres indicateurs.

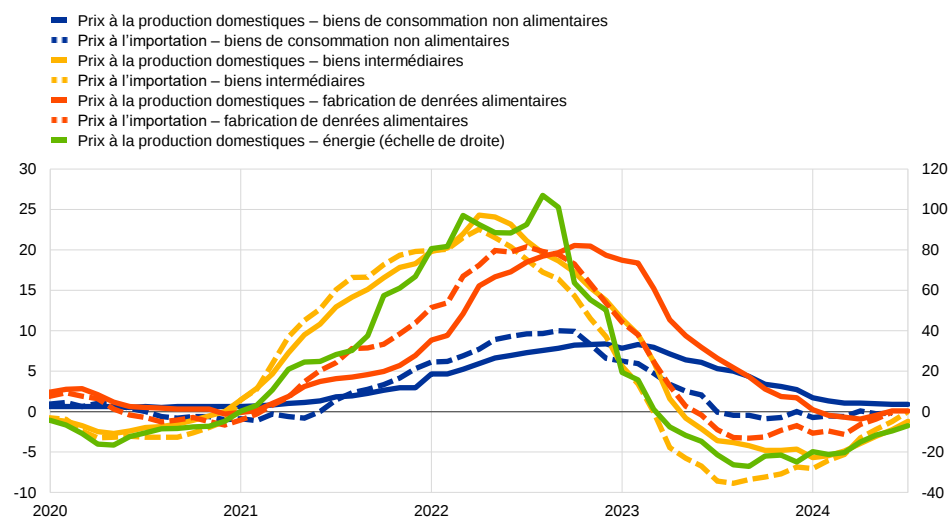
Les tensions en amont sont restées modérées, bien qu'elles montrent désormais des signes de remontée par rapport à des niveaux bas (graphique 11).

En amont de la chaîne des prix, la contraction des prix à la production de l'énergie, qui s'était amorcée en mars 2023, s'est atténuée, s'établissant à – 6,9 % en juillet 2024, après – 9,6 % en juin. Le taux de croissance annuel des prix à la production pour les ventes domestiques de biens intermédiaires est également resté négatif, bien que légèrement moins que le mois précédent (– 1,2 % en juillet, contre – 2,3 % en juin). Le taux de croissance annuel correspondant des prix à l'importation s'est établi à zéro en juillet, après s'être établi à – 1,3 % en juin. En aval de la chaîne des prix, la hausse des prix à la production domestiques pour les biens de consommation non alimentaires est restée inchangée à 0,9 % en juillet et il en va de même pour les produits alimentaires manufacturés, qui sont demeurés à 0,1 %. Les tensions sur les prix à l'importation des biens de consommation se sont légèrement accentuées en juillet, reflétant en partie le fait que le rythme annuel de variation du taux de change effectif nominal de l'euro est devenu globalement neutre après une hausse antérieure. Dans l'ensemble, les tensions en amont se sont globalement stabilisées et montrent désormais des signes de remontée par rapport à des niveaux bas, ce qui suggère que l'atténuation de ces tensions à la suite de chocs antérieurs sur les coûts s'est dissipée.

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 juin 2024 pour les prix à l'importation des biens de consommation non alimentaires et pour les prix à l'importation des produits alimentaires manufacturés et à juillet 2024 pour les autres indicateurs.

Les tensions d'origine interne sur les coûts, mesurées par la croissance du déflateur du PIB, ont continué de diminuer au deuxième trimestre 2024, tout en demeurant élevées dans l'ensemble (graphique 12). Le taux de croissance annuel du déflateur du PIB est revenu à 3,0 % au deuxième trimestre 2024, après 3,6 % au trimestre précédent. Cette baisse a reflété des contributions plus faibles de l'ensemble des principales composantes, mais l'incidence baissière la plus importante a résulté des coûts unitaires de main-d'œuvre. La moindre incidence des coûts unitaires de main-d'œuvre a résulté d'un ralentissement de la croissance des salaires, mesurée en termes de rémunération par tête, qui est revenue de 4,8 % au premier trimestre 2024 à 4,3 % au deuxième trimestre. De même, la croissance des salaires mesurée en termes de rémunération horaire a également diminué, pour s'établir à 4,2 % au deuxième trimestre 2024, après 5,0 % au premier trimestre. La croissance des salaires négociés a diminué pour s'établir à 3,5 % au deuxième trimestre 2024, après 4,7 % au premier trimestre, mais les données relatives aux derniers accords salariaux figurant dans l'outil prospectif de suivi des salaires de la BCE font état d'une croissance plus soutenue des salaires négociés au troisième trimestre 2024⁷. Dans l'ensemble, les dernières évolutions des salaires indiquent toutefois un rôle décroissant de la compensation de la forte inflation passée et le rattrapage correspondant des salaires réels⁸. La croissance annuelle de la rémunération par tête pour 2024 devrait ressortir à 4,5 % en moyenne et devrait continuer à se modérer sur l'horizon de projection, tout en demeurant supérieure aux niveaux de très long terme en raison de tensions persistantes sur les marchés du travail et de la poursuite de la compensation de l'inflation.

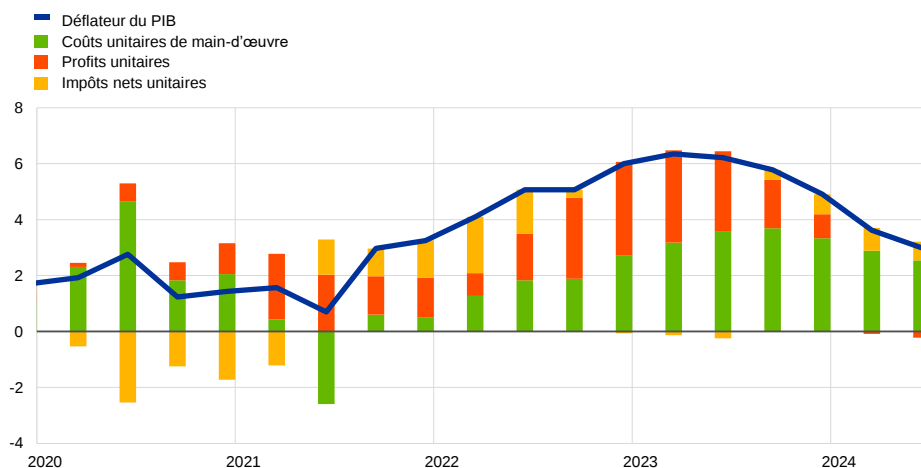
⁷ Cf. Górnicka et Koester (eds), « *A forward-looking tracker of negotiated wages in the euro area* », *Occasional Paper Series*, n° 338, BCE, février 2024.

⁸ Cf. l'encadré n° 5 du présent *Bulletin économique*.

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 deuxième trimestre 2024. La rémunération par tête apporte une contribution positive aux variations des coûts unitaires de main-d'œuvre, tandis que la productivité du travail apporte une contribution négative.

Les indicateurs relatifs aux anticipations d'inflation à plus long terme tirés d'enquêtes sont restés globalement inchangés, la plupart s'établissant à environ 2 %, et les mesures extraites des instruments de marché se rapprochant de ce niveau au cours de la période sous revue (graphique 13).

Dans l'enquête de la BCE auprès des prévisionnistes professionnels (EPP) pour le troisième trimestre 2024 et dans l'enquête réalisée en septembre 2024 par la BCE auprès des analystes monétaires (*Survey of Monetary Analysts*), la moyenne et la médiane des anticipations d'inflation à plus long terme (pour 2029) s'établissent à 2,0 %. Les mesures de la compensation de l'inflation extraites des instruments de marché (basées sur l'IPCH hors tabac) sur la partie longue de la courbe des rendements ont diminué de 27 points de base environ, le taux des *swaps* indexés sur l'inflation à cinq ans dans cinq ans s'établissant à 2,1 % environ. Dans le même temps, il convient de noter que ces mesures de la compensation de l'inflation extraites des instruments de marché ne constituent pas une évaluation directe des véritables anticipations d'inflation des intervenants de marché, car elles incluent des primes de risque sur l'inflation. Les estimations fondées sur des modèles des véritables anticipations d'inflation, à l'exclusion des primes de risque sur l'inflation, indiquent que les intervenants de marché continuent de s'attendre à ce que l'inflation oscille autour de 2 % à plus long terme. Les mesures extraites des instruments de marché pour les chiffres d'inflation à court terme dans la zone euro ont également fortement diminué, ce qui suggère que les investisseurs s'attendent à ce que l'inflation poursuive son recul et qu'elle s'établisse autour de 2 % pour le reste de l'année avant de se stabiliser au-dessous de 2 % au cours de l'année suivante. Les révisions des anticipations des intervenants de marché peut être attribuée en partie à la baisse des prix mondiaux de l'énergie, notamment des prix du pétrole, mais également aux inquiétudes relatives à la croissance économique aux États-Unis. Plus précisément, au cours de la période sous revue, le taux des *swaps* indexés sur l'inflation à un an dans un an a diminué de 47 points de base et se situe

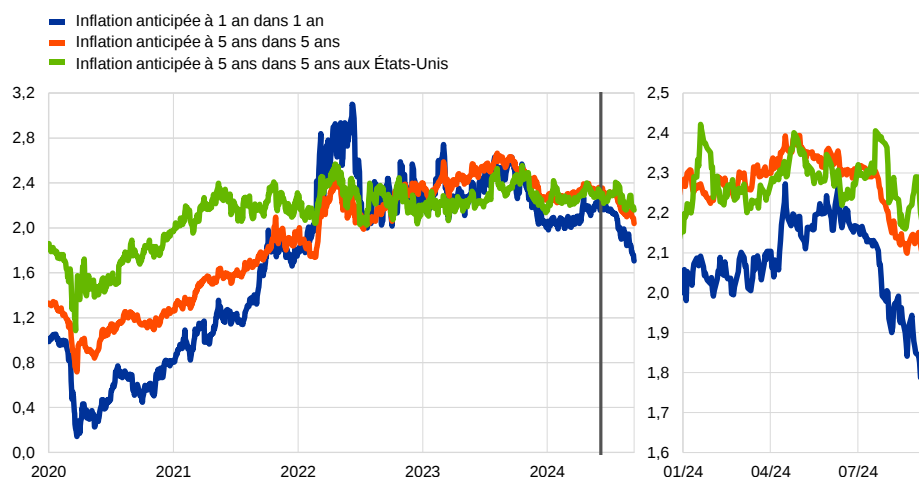
actuellement à 1,7 %. Du côté des consommateurs, les anticipations d'inflation semblent s'être stabilisées ces derniers mois. Selon l'enquête de la BCE sur les anticipations des consommateurs de juillet 2024, les anticipations médianes relatives à l'inflation totale pour l'année à venir restent inchangées à 2,8 % (pour le troisième mois consécutif), tandis que les anticipations d'inflation à trois ans ont légèrement augmenté, ressortant à 2,4 %, après 2,3 % en juin. Les perceptions de l'inflation passée ont diminué en juillet 2024, mais demeurent supérieures aux anticipations d'inflation aux horizons à un an et à trois ans.

Graphique 13

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

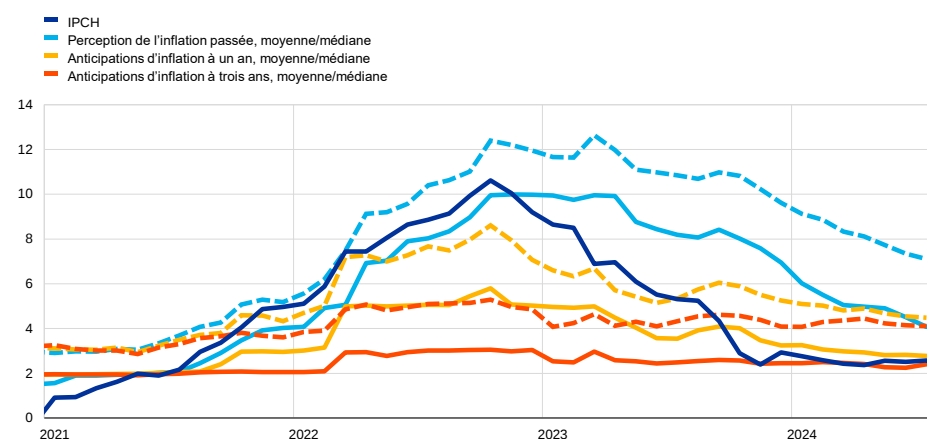
a) Mesures de la compensation de l'inflation extraites des instruments de marché

(variations annuelles en pourcentage)



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

(variations annuelles en pourcentage)



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

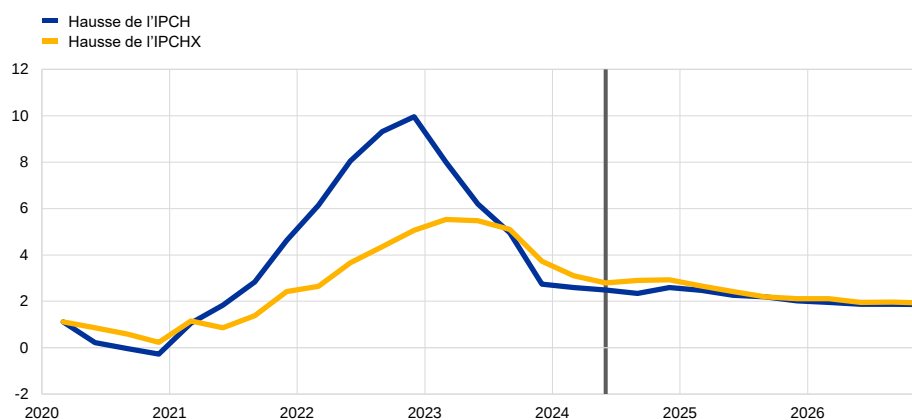
Notes : La partie a présente les taux à terme des swaps indexés sur l'inflation à différents horizons pour la zone euro et les points morts d'inflation anticipés à cinq ans dans cinq ans pour les États-Unis. La ligne verticale grise indique le début de la période sous revue (6 juin 2024). Dans la partie b, les lignes en pointillés montrent la moyenne et les lignes continues, la médiane. Les dernières observations se rapportent au 11 septembre 2024 pour les taux à terme, à août 2024 (estimation rapide) pour l'IPCH et à juillet 2024 pour les autres mesures.

Les projections macroéconomiques de septembre 2024 établies par les services de la BCE prévoient que l'inflation totale devrait s'établir en moyenne à 2,5 % en 2024 et devrait encore diminuer pour revenir à 2,2 % en 2025 et 1,9 % en 2026 (graphique 14). L'inflation totale devrait légèrement augmenter au cours du dernier trimestre 2024, en raison principalement d'effets de base relatifs aux prix de l'énergie, avant de repartir à la baisse. Cette baisse globale en 2024 reflète la poursuite de l'atténuation des tensions en amont ainsi que l'incidence du resserrement de la politique monétaire. Une atténuation progressive devrait se poursuivre ces prochaines années, à mesure que continueront de s'estomper les effets haussiers liés à la croissance des salaires et aux mesures de compensation prises face à l'inflation dans un contexte de marché du travail tendu. Par rapport aux projections de juin 2024, les projections relatives à l'inflation totale sont restées inchangées. S'agissant de l'inflation mesurée par l'IPCHX, les projections pour 2024 et 2025 ont été légèrement révisées à la hausse, de 0,1 point de pourcentage, par rapport aux projections de juin 2024, en raison d'une hausse plus importante que prévu des prix des services. Dans le même temps, les services de la BCE continuent de tabler sur un ralentissement rapide de l'inflation core, de 2,9 % en 2024 à 2,3 % en 2025 et 2,0 % en 2026.

Graphique 14

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

(variations annuelles en pourcentage)



Sources : Eurostat et projections macroéconomiques de septembre 2024 établies par les services de la BCE.

Notes : La ligne verticale grise indique le dernier trimestre avant le début de l'horizon de projection. Les dernières observations se rapportent au deuxième trimestre 2024 pour les données et au quatrième trimestre 2026 pour les projections. Les projections macroéconomiques de septembre 2024 établies par les services de la BCE pour la zone euro ont été finalisées le 29 août 2024 et la date d'arrêt des hypothèses techniques est le 16 août 2024. Les données historiques et effectives relatives à l'inflation mesurée par l'IPCH et l'IPCHX sont déclarées trimestriellement.

Au cours de la période sous revue allant du 6 juin au 11 septembre 2024, une réévaluation généralisée des perspectives de croissance économique et d'inflation a poussé les taux d'intérêt sans risque à la baisse dans les principales économies avancées. Dans la zone euro, les taux à terme ont diminué pour toutes les échéances, les intervenants de marché anticipant des baisses cumulées des taux directeurs plus rapides et plus prononcées. Plus précisément, à la fin de la période sous revue, les taux à terme intégraient des réductions cumulées d'environ 60 points de base des taux d'intérêt d'ici la fin d'année, les marchés intégrant entièrement une baisse des taux de 25 points de base à la réunion de septembre du Conseil des gouverneurs. Les taux d'intérêt nominaux sans risque à long terme de la zone euro ont aussi diminué, reflétant principalement la baisse de la compensation de l'inflation, les taux réels à long terme enregistrant également un léger recul. Les rendements des obligations souveraines ont également enregistré une baisse, bien que moins fortement que les taux sans risque, le début du mois d'août ayant été marqué par une certaine volatilité autour des élections anticipées en France et des liquidations sur les marchés d'actions mondiaux. Les prix des actifs risqués ont connu une volatilité importante au cours de la période sous revue. Début août, les prix des actions ont enregistré des pertes significatives, dans un contexte de détérioration de l'appétence pour le risque et de publications de données macroéconomiques faibles au niveau mondial. Bien qu'ils aient en grande partie effacé les pertes de début août, les prix des actions des entreprises de la zone euro restent inférieurs aux niveaux de juin, en raison d'anticipations de bénéfices revues à la baisse et de primes de risque plus élevées. Sur les marchés des changes, l'euro s'est légèrement apprécié vis-à-vis du dollar américain, mais il est resté globalement stable en termes pondérés des échanges commerciaux.

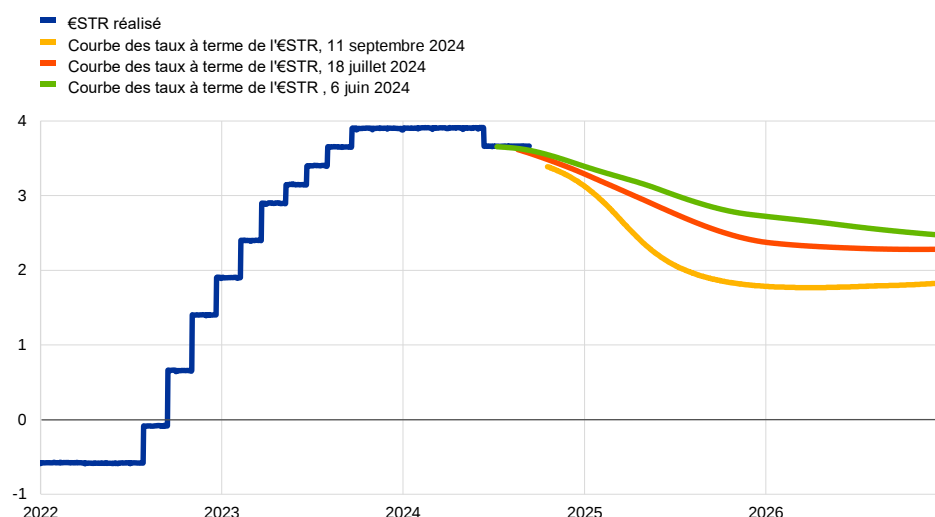
La courbe à terme des taux des swaps au jour le jour (OIS) s'est déplacée vers le bas depuis la réunion de juin du Conseil des gouverneurs, les intervenants de marché anticipant des baisses cumulées des taux d'intérêt directeurs plus rapides et plus prononcées (graphique 15). Le taux à court terme de l'euro (€STR) de référence s'est établi à 3,7 % en moyenne sur la période sous revue, à la suite de la décision largement anticipée du Conseil des gouverneurs, lors de sa réunion de juin, d'abaisser les taux d'intérêt directeurs de la BCE de 25 points de base. L'excédent de liquidité a diminué de 130 milliards d'euros environ entre le 6 juin et le 11 septembre pour s'établir à 3 072 milliards. Cette évolution reflète principalement les remboursements effectués en juin des fonds empruntés au cours de la troisième série d'opérations de refinancement à plus long terme ciblées (TLTRO III) et la réduction des portefeuilles de titres détenus à des fins de politique monétaire, l'Eurosystème ne réinvestissant plus les paiements au titre du principal des titres arrivés à échéance dans le portefeuille du programme d'achats d'actifs (APP) et réinvestissant seulement partiellement les paiements au titre du principal relatifs au portefeuille du programme d'achats d'urgence face à la pandémie (PEPP). La courbe à terme des taux OIS fondée sur l'€STR s'est déplacée vers le bas depuis la réunion de juin du Conseil des gouverneurs, dans un contexte de réductions importantes des mesures de la compensation de l'inflation fondées sur le marché et de publications de données macroéconomiques faibles au niveau mondial.

Elle intègre entièrement une baisse des taux de 25 points de base à la réunion de septembre du Conseil des gouverneurs. Dans l'ensemble, le 11 septembre, la courbe à terme intégrait environ 60 points de base de réductions cumulées des taux d'intérêt au cours de 2024 contre environ 35 points de base le 6 juin.

Graphique 15

Taux à terme de l'€STR

(en pourcentage annuel)



Sources : Bloomberg et calculs de la BCE.

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

Les taux sans risque à long terme de la zone euro ont également diminué depuis la réunion de juin du Conseil des gouverneurs, mais moins que les taux correspondants aux États-Unis (graphique 16).

Le taux des OIS à dix ans de la zone euro a baissé de 41 points de base et s'est établi à 2,2 % environ à la fin de la période sous revue. Cette diminution des taux sans risque nominaux à long terme reflète la baisse de la composante inflation, résultant en partie des publications de données macroéconomiques pour la zone euro et des risques mondiaux élevés, mais surtout des publications de données américaines – qui ont entraîné des baisses encore plus importantes des taux d'intérêt à long terme aux États-Unis. Plus précisément, les taux sans risque à long terme des États-Unis ont fluctué plus fortement et baissé de façon plus notable au cours de la période sous revue, notamment les jours de publications de données macroéconomiques. En particulier, le rendement des titres du Trésor américain à dix ans a diminué de 63 points de base, revenant à 3,7 %. Par conséquent, le différentiel entre les taux sans risque à long terme dans la zone euro et aux États-Unis s'est réduit d'environ 20 points de base. Le rendement des obligations souveraines britanniques à dix ans a baissé de 42 points de base pour s'établir à 3,8 %.

Graphique 16

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

(en pourcentage annuel)



Sources : LSEG et calculs de la BCE.

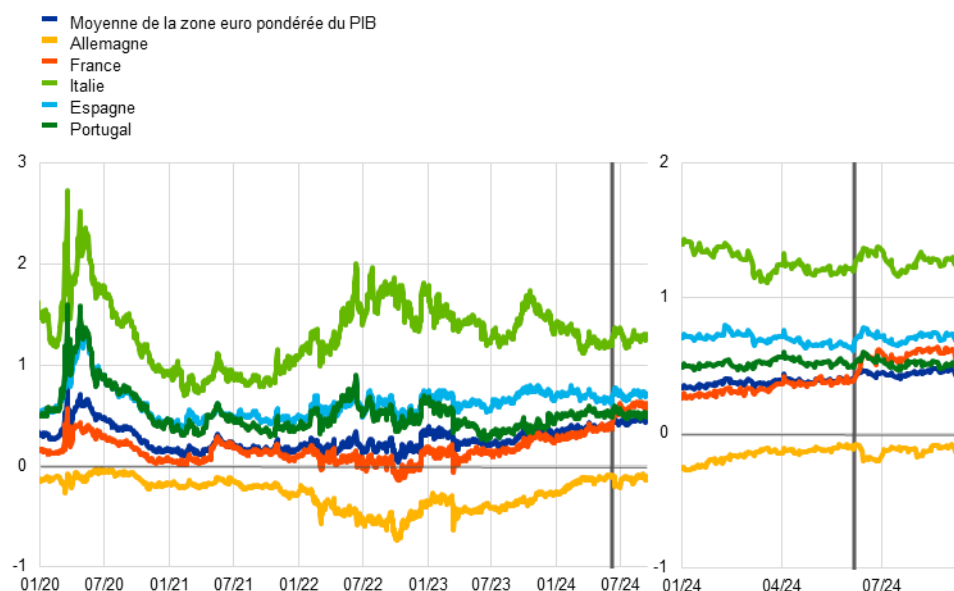
Notes : La ligne verticale grise indique le début de la période sous revue (6 juin 2024). Les dernières observations se rapportent au 11 septembre 2024.

Les rendements des obligations souveraines de la zone euro ont également diminué, mais dans une moindre mesure que les taux sans risque, entraînant une légère augmentation des écarts de rendement (graphique 17). À la fin de la période sous revue, le rendement pondéré du PIB des obligations souveraines à dix ans de la zone euro s'est établi à un niveau inférieur de 37 points de base, à 2,7 % environ, entraînant une augmentation de 4 points de base de son écart de rendement par rapport au taux OIS basé sur l'€STR. Des hausses plus notables ont été observées pour l'écart de rendement souverain à dix ans en France par rapport au rendement des OIS à dix ans, qui s'est nettement élargi après l'annonce, le 9 juin, des élections législatives anticipées en France, avant de légèrement se resserrer de nouveau par la suite. Dans l'ensemble, l'écart de rendement des obligations souveraines françaises s'est élargi de 17 points de base au cours de la période sous revue. Un élargissement des écarts de rendement a également été observé pour la Grèce, l'Espagne, l'Italie et le Portugal, en particulier autour des élections anticipées en France et des liquidations sur les marchés d'actions mondiaux début août. Toutefois, à la fin de la période sous revue, à l'exception de la France, les écarts de rendement souverains de la zone euro étaient globalement revenus aux niveaux observés au début de la période.

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 : LSEG et calculs de la BCE.

Notes : La ligne verticale grise indique le début de la période sous revue (6 juin 2024). Les dernières observations se rapportent au 11 septembre 2024.

Les écarts de rendement des obligations d'entreprises ont légèrement augmenté pour le compartiment bien noté (*investment-grade*) et se sont fortement élargis pour le compartiment à rendement élevé (*high-yield*).

Les écarts de rendement des obligations d'entreprises bien notées ont légèrement fluctué, s'établissant à un niveau supérieur de 14 points de base à la fin de la période sous revue. En revanche, les écarts du compartiment à rendement élevé se sont élargis de 57 points de base, sous l'effet des évolutions des écarts de rendement des obligations des sociétés financières et non financières (SNF), qui se sont élargis de 33 et 64 points de base, respectivement.

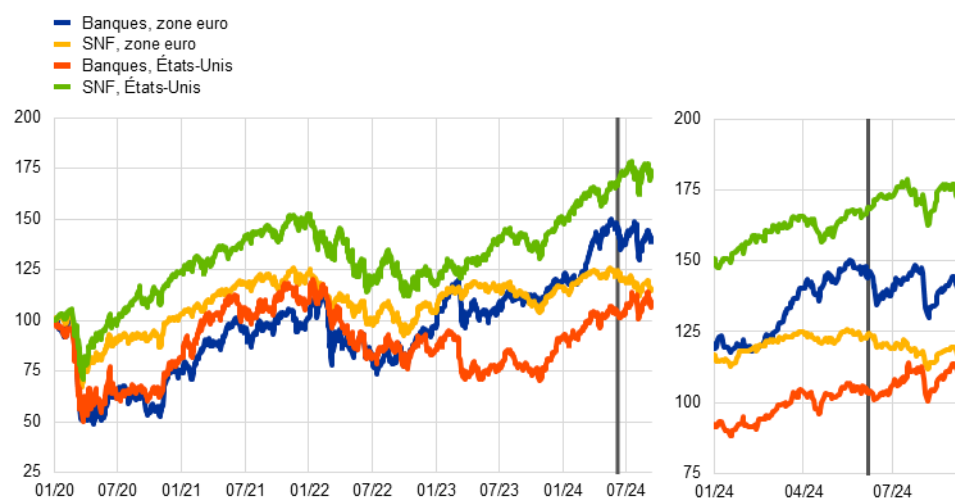
Malgré une reprise partielle après les moins-values significatives enregistrées de début août, les prix des actions de la zone euro ont terminé la période sous revue en baisse, tirés par la détérioration du sentiment à l'égard du risque et par les publications de données macroéconomiques faibles au niveau mondial (graphique 18). Les prix des actions de la zone euro ont affiché une grande volatilité au cours de la période sous revue. Ils se sont d'abord affaiblis au moment des élections anticipées en France, affectant en particulier les entreprises françaises et réduisant l'appétence pour le risque, qui était auparavant robuste. Ils ont ensuite enregistré des moins-values significatives début août, la publication de données macroéconomiques faibles faisant craindre une récession aux États-Unis et entraînant une forte détérioration de l'appétence pour le risque à l'échelle mondiale. Si les prix des actions de part et d'autre de l'Atlantique ont regagné une grande partie du terrain perdu début août, les prix des actions des entreprises de la zone euro ont affiché des résultats inférieurs à ceux des actions aux États-Unis. Tirés vers

le bas par des anticipations de bénéfices plus faibles et des primes de risque plus élevées, les indices boursiers larges de la zone euro ont diminué de 5 % au cours de la période sous revue, malgré des divergences entre les secteurs. Les prix des actions des SNF ont baissé de 8 %, contre 4 % pour les banques. Aux États-Unis, l'indice global des prix des actions a augmenté au cours de la période sous revue, les prix des actions des SNF et des banques s'étant renforcés de 3 % environ.

Graphique 18

Indices boursiers dans la zone euro et aux États-Unis

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



Sources : LSEG et calculs de la BCE.

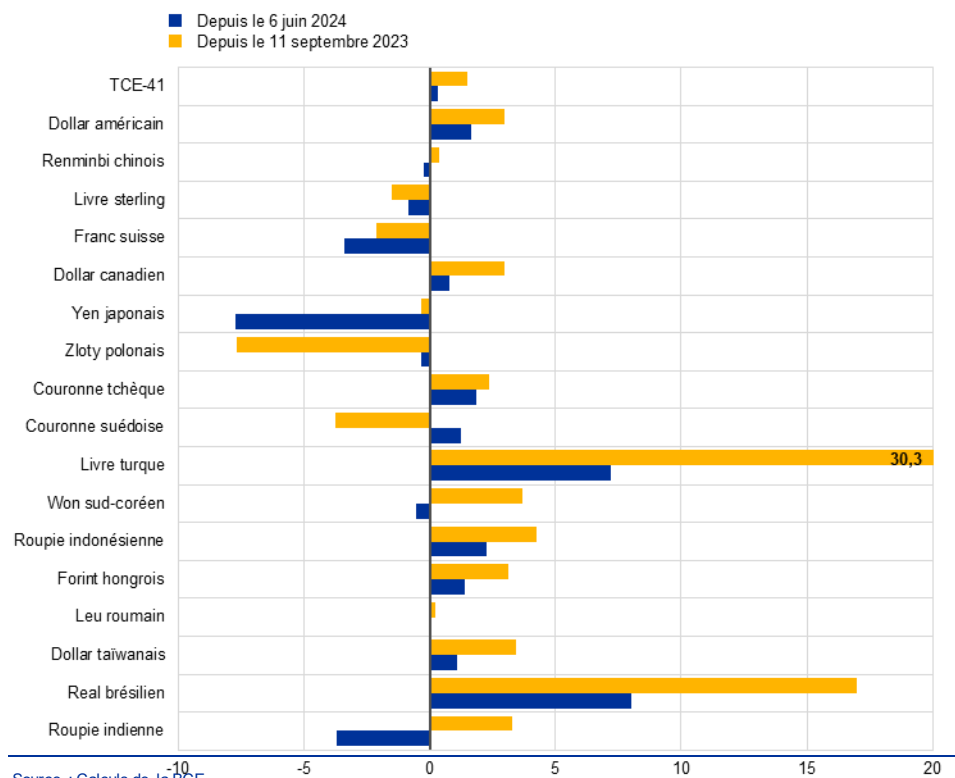
Notes : La ligne verticale grise indique le début de la période sous revue (6 juin 2024). Les dernières observations se rapportent au 11 septembre 2024.

Sur les marchés des changes, l'euro s'est apprécié de 1,6 % vis-à-vis du dollar américain, mais est resté globalement stable en termes pondérés des échanges commerciaux (graphique 19). Au cours de la période sous revue, le taux de change effectif nominal de l'euro, mesuré par rapport aux devises des 41 principaux partenaires commerciaux de la zone euro, s'est apprécié de 0,3 %. L'appréciation de l'euro vis-à-vis du dollar (1,6 %) a largement résulté d'une révision à la baisse des anticipations des intervenants de marché concernant la trajectoire du taux directeur du Système fédéral de réserve début août, dans un contexte de signes de détente du marché du travail aux États-Unis. L'euro s'est également apprécié vis-à-vis de certaines devises des marchés émergents. En revanche, l'euro s'est nettement déprécié vis-à-vis du yen japonais (– 7,7 %) et du franc suisse (– 3,4 %) à la suite du dénouement des opérations de *carry trade* financées par ces deux devises lors de l'épisode de volatilité accrue sur les marchés financiers début août. En outre, l'euro s'est déprécié de 0,8 % par rapport à la livre sterling.

Graphique 19

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

(variations en pourcentage)



Source : Calculs de la BCE.

Notes : Le « TCE-41 » est le taux de change effectif nominal de l'euro par rapport aux monnaies des 41 principaux partenaires commerciaux de la zone euro. Une variation positive (négative) correspond à une appréciation (dépréciation) de l'euro. Toutes les évolutions sont calculées en utilisant les taux de change enregistrés le 11 septembre 2024.

Les coûts de financement sont demeurés restrictifs. En juillet 2024, dans la zone euro, les coûts composites du financement des banques et les taux débiteurs bancaires composites sont demeurés à des niveaux restrictifs. Les taux de croissance des prêts bancaires aux entreprises et aux ménages sont demeurés atones, reflétant des taux débiteurs élevés, une croissance économique faible et des critères d'octroi stricts. Sur la période allant du 6 juin au 11 septembre 2024, le coût de l'endettement de marché pour les entreprises a fortement diminué, en raison d'une baisse des taux d'intérêt sans risque, tandis que le coût du financement par émission d'actions a augmenté. Le taux de croissance annuel de l'agrégat monétaire large (M3) a montré des signes de stabilisation à de bas niveaux, les flux entrants nets étrangers demeurant le principal contributeur à la croissance.

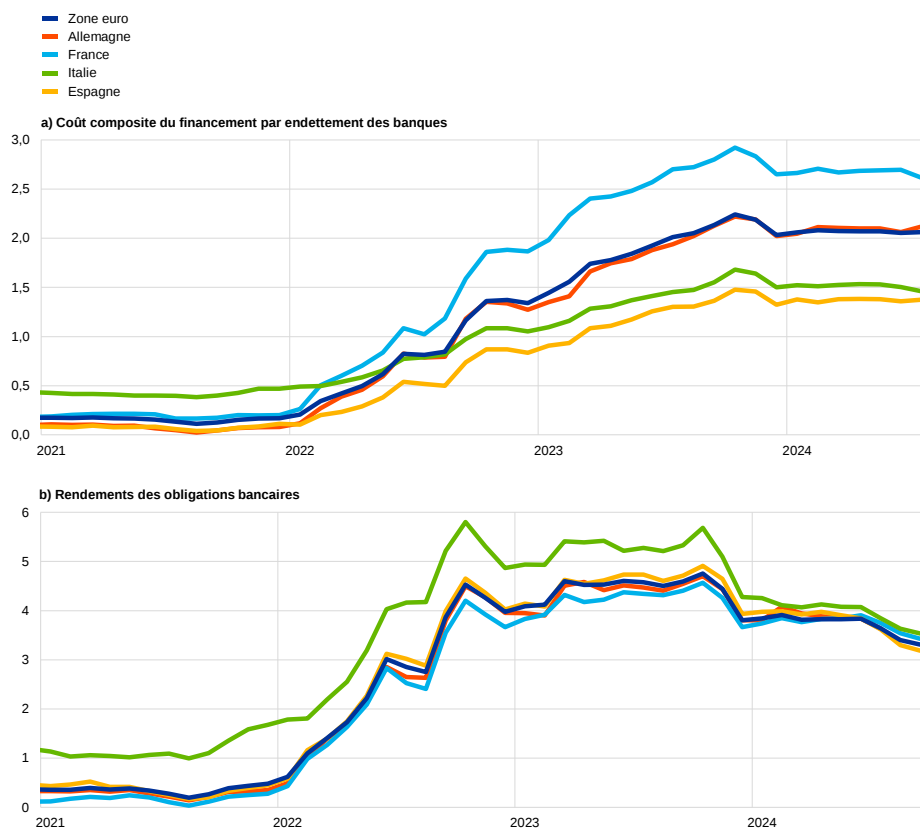
Les coûts de financement des banques de la zone euro sont demeurés élevés.

Le coût composite du financement par endettement des banques de la zone euro est demeuré stable à des niveaux élevés depuis janvier 2024 et est resté inchangé en juillet (graphique 20, partie a). Les coûts élevés de financement des banques ont persisté, en raison de la recomposition en cours du financement, qui s'est orienté vers des sources plus onéreuses telles que les dépôts à terme – rémunérés à un taux supérieur à celui des dépôts à vue – et les émissions d'obligations bancaires, dans un contexte de suppression progressive des financements obtenus par le biais des opérations de refinancement à plus long terme ciblées (TLTRO). Les taux d'intérêt appliqués aux dépôts à terme et, dans une moindre mesure, aux dépôts à vue ont baissé entre mai et juin, et sont restés inchangés en juillet. Les taux sur les dépôts remboursables avec préavis sont restés globalement constants. Les rendements des obligations bancaires ont baissé dans le contexte de la réduction des taux d'intérêt décidée en juin et de la réévaluation de la courbe des taux sans risque, même si une certaine volatilité sur les marchés obligataires au cours de l'été a empêché un ajustement plus important des coûts du financement de marché (graphique 20, partie b).

Graphique 20

Coût composite du financement des banques dans une sélection de pays de la zone euro

(pourcentages annuels)



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 juillet 2024 pour le coût composite du financement par endettement des banques (partie a) et au 11 septembre 2024 pour les rendements des obligations bancaires (partie b).

Les taux d'intérêt des prêts bancaires accordés aux entreprises et aux ménages ont légèrement baissé en juillet par rapport à mai, tout en se situant encore à des niveaux proches des pics des douze dernières années. En juillet, les taux débiteurs appliqués aux sociétés non financières (SNF) sont restés globalement inchangés, à 5,06 %, après une légère baisse en juin (graphique 21, partie a), dans un contexte d'hétérogénéité entre les pays de la zone euro et entre les échéances. Les taux appliqués aux nouveaux prêts au logement accordés aux ménages ont légèrement baissé, à 3,75 % en juillet, après quatre mois de stabilité globale à environ 3,80 % (graphique 21, partie b), même si l'on a observé un certain degré d'hétérogénéité entre les pays.

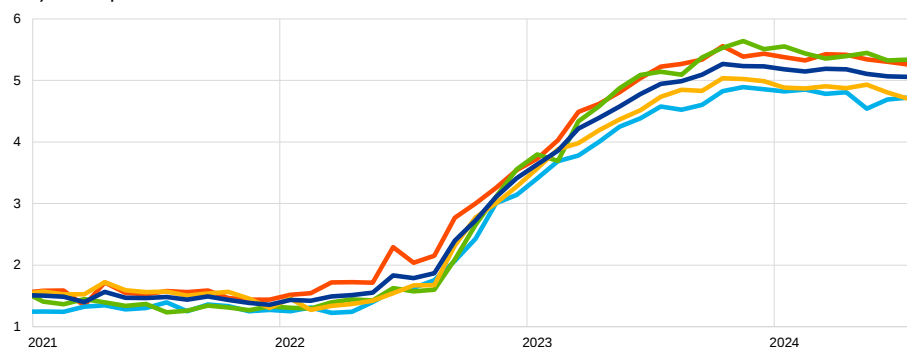
Graphique 21

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

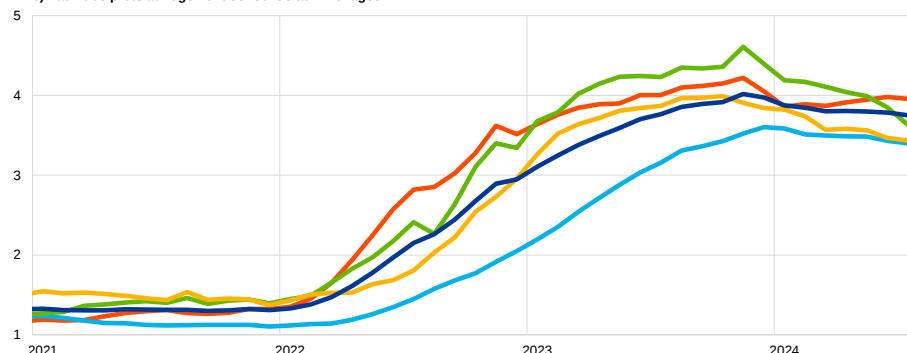
(pourcentages annuels)

■ Zone euro
■ Allemagne
■ France
■ Italie
■ Espagne

a) Taux des prêts consentis aux SNF



b) Taux des prêts au logement consentis aux ménages



Sources : BCE et calculs de la BCE.

Notes : « SNF » signifie sociétés non financières. Les taux débiteurs bancaires composites sont calculés en agréant les taux à court terme et à long terme à l'aide de la moyenne mobile sur 24 mois des volumes de contrats nouveaux. Les dernières observations se rapportent à juillet 2024.

Sur la période allant du 6 juin au 11 septembre 2024, le coût de l'endettement de marché pour les entreprises a fortement diminué en raison d'une baisse des taux d'intérêt sans risque, tandis que le coût du financement par émission d'actions a augmenté. Sur la base des données mensuelles disponibles, le coût total du financement des SNF, c'est-à-dire le coût composite de l'emprunt bancaire, de l'endettement de marché et des fonds propres, s'est établi à 6,2 % en juillet, soit un niveau un peu inférieur à celui de juin et au-dessous du point haut sur plusieurs années atteint en octobre 2023 (graphique 22)⁹. Cela résulte d'une réduction de toutes les composantes des coûts de financement des SNF, à l'exception du coût des prêts bancaires à court terme, qui est resté pratiquement inchangé. Les données quotidiennes recouvrant la période allant du 6 juin au 11 septembre 2024 confirment une baisse du coût de l'endettement de marché, en raison d'une forte diminution du taux d'intérêt sans risque, approximé par le taux des *swaps* au jour le

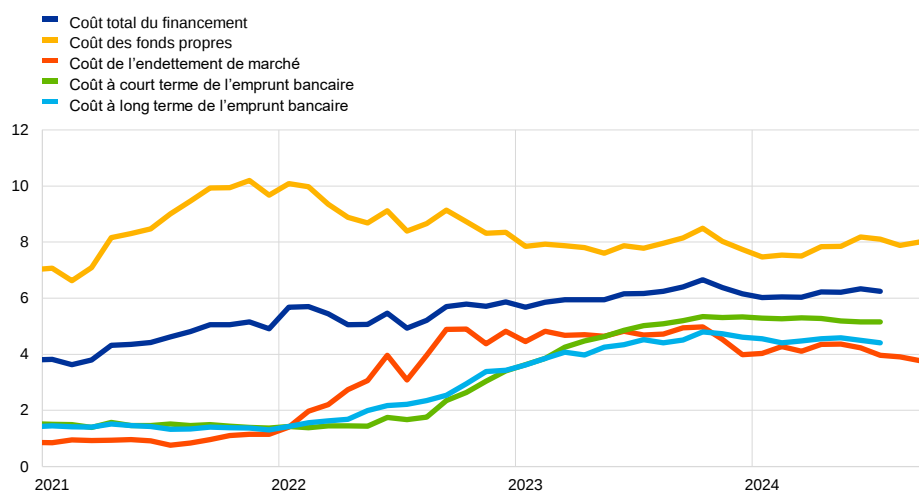
⁹ En raison de décalages dans la disponibilité des données relatives au coût de l'emprunt auprès des banques, les données relatives au coût total du financement des SNF ne sont disponibles que jusqu'à juillet 2024.

jour à dix ans, qui n'a été que partiellement compensée par un léger élargissement des écarts de rendement des obligations émises par les SNF, en particulier sur les segments à haut rendement. En dépit de la baisse du taux d'intérêt sans risque, le coût du financement par émission d'actions a augmenté sur la même période, tiré par une prime de risque sur actions en hausse.

Graphique 22

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

(pourcentages annuels)



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

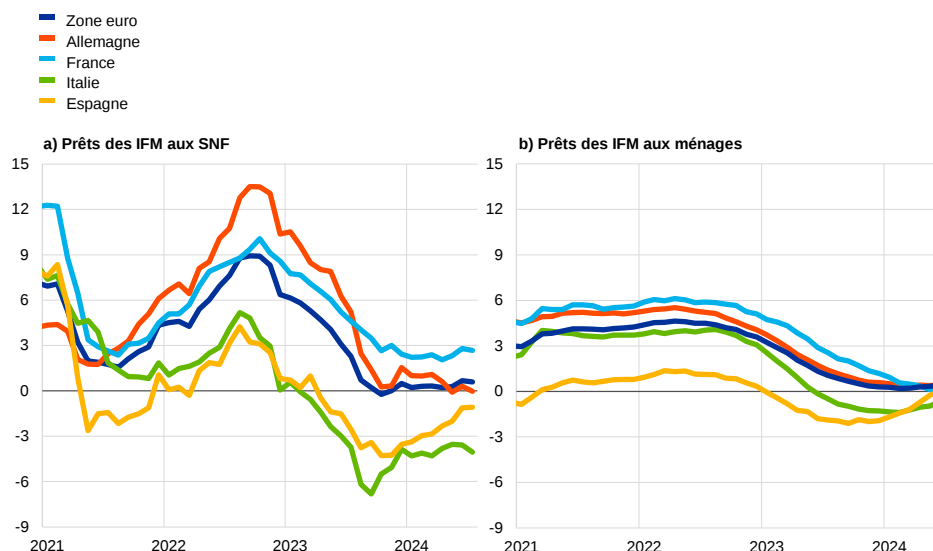
Notes : Le coût total du financement des sociétés non financières (SNF) est fondé sur des données mensuelles et calculé comme une moyenne pondérée des coûts de l'emprunt bancaire à court et à long terme (données moyennes mensuelles), de l'endettement de marché et des fonds propres (données de fin de mois), sur la base de leurs encours respectifs. Les dernières observations se rapportent au 11 septembre 2024 pour le coût de l'endettement de marché et le coût des fonds propres (données quotidiennes) et à juillet 2024 pour le coût total du financement et le coût de l'emprunt auprès des banques (données mensuelles).

Les flux de financement externe des entreprises et les emprunts des ménages sont demeurés atones, reflétant des taux débiteurs élevés, une croissance économique faible et des critères d'octroi stricts. En juillet, le taux de croissance annuel des prêts bancaires aux entreprises a diminué pour s'établir à 0,6 %, après 0,7 % en juin (graphique 23). Tandis que les flux de prêts bancaires à court terme accordés aux entreprises sont restés volatils, les prêts se sont ralentis pour les échéances plus longues, avec une croissance presque nulle, ce qui est cohérent avec un investissement faible. Les émissions de titres de créance par les entreprises ont également été proches de zéro globalement de mai à juillet, dans un contexte de volatilité. Le taux de croissance annuel des prêts aux ménages est passé de 0,3 % en juin à 0,5 % en juillet, demeurant atone. Ces chiffres modestes reflètent la faiblesse des prêts au logement (avec une croissance annuelle de 0,5 % en juillet) et des prêts accordés à d'autres fins (qui se sont contractés de 2,7 % en rythme annuel en juillet). La croissance du crédit à la consommation a, cependant, mieux résisté (avec une croissance annuelle de 2,8 % en juillet). D'après l'enquête de la BCE sur les anticipations des consommateurs (*Consumer Expectations Survey*) en juillet 2024, un pourcentage net encore important de participants à l'enquête ont déclaré que l'accès au crédit était devenu plus difficile au cours des 12 mois précédents et prévoyaient qu'il deviendrait encore plus difficile au cours des 12 prochains mois.

Graphique 23

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

(variations annuelles en pourcentage)



Sources : BCE et calculs de la BCE.

Notes : Les prêts des institutions financières monétaires (IFM) sont corrigés des cessions de prêts et de la titrisation ; dans le cas des sociétés non financières (SNF), les prêts sont également corrigés de la centralisation de trésorerie (*cash pooling*) notionnelle. Les dernières observations se rapportent à juillet 2024.

Le taux de croissance annuel de l'agrégat monétaire large (M3) dans la zone euro a montré des signes de stabilisation à de bas niveaux, les flux entrants nets étrangers demeurant le principal contributeur à la croissance¹⁰.

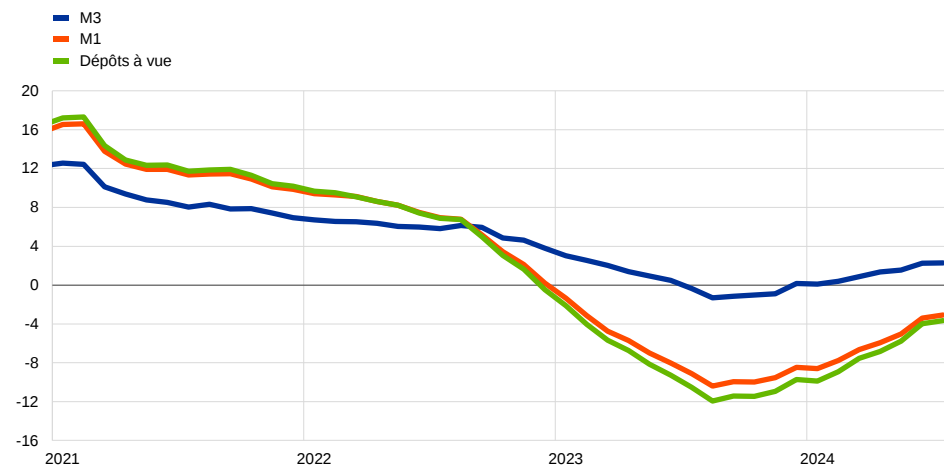
La croissance de M3 est restée inchangée, à 2,3 % en juillet, dans un contexte de volatilité des flux mensuels (graphique 24). En rythme annuel, la variation de l'agrégat monétaire étroit (M1), qui recouvre les actifs les plus liquides de M3, est restée en territoire négatif, mais est passée de - 3,4 % en juin à - 3,1 % en juillet. De même, le taux de variation annuel des dépôts à vue est ressorti à - 3,6 % en juillet, après - 4,0 % en juin. Les flux entrants étrangers sont restés le seul déterminant durablement positif de la croissance monétaire, sur fond d'atonie des prêts aux ménages et aux entreprises, de contraction continue du bilan de l'Eurosystème et d'émission d'obligations bancaires à long terme (qui ne sont pas incluses dans M3) dans le contexte des remboursements en cours des fonds TLTRO.

¹⁰ Cf. l'encadré 7 du présent *Bulletin économique*.

Graphique 24

M3, M1 et dépôts à vue

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



Source : BCE.

Note : Les dernières observations se rapportent à juillet 2024.

D'après les projections macroéconomiques de septembre 2024 établies par les services de la BCE, le déficit budgétaire des administrations publiques de la zone euro reviendrait de 3,6 % du PIB en 2023 à 3,3 % du PIB en 2024, et poursuivrait ce mouvement pour ressortir à 3,2 % en 2025 et 3,0 % en 2026. L'orientation budgétaire de la zone euro devrait afficher un resserrement marqué en 2024 et continuer de se durcir – quoique moins nettement – au cours des deux années suivantes. Le resserrement observé en 2024 reflète principalement le retrait progressif d'une grande partie des mesures de soutien liées à l'énergie et à l'inflation. La poursuite du durcissement en 2025 et 2026 s'explique par une nouvelle réduction des mesures résiduelles de soutien à l'énergie, par des augmentations de la fiscalité directe et des cotisations sociales, ainsi que par une croissance plus lente des transferts budgétaires. Les gouvernements publieront sous peu leurs plans budgétaires et structurels à moyen terme, pour la première fois dans le cadre de gouvernance économique révisé de l'UE. La mise en œuvre intégrale, transparente et sans délai du cadre révisé aidera les pouvoirs publics à réduire durablement les déficits budgétaires et les taux d'endettement. Les gouvernements devraient désormais s'engager résolument dans cette voie dans leurs plans à moyen terme.

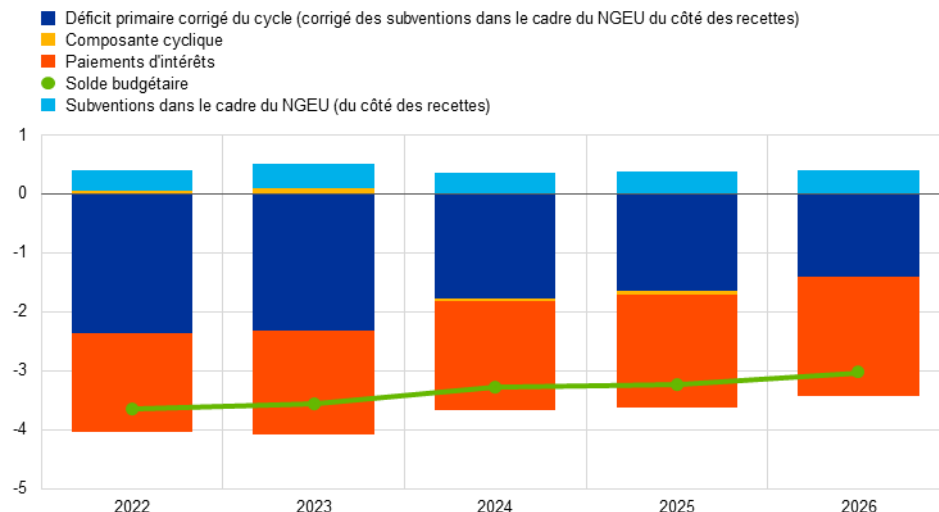
D'après les projections macroéconomiques de septembre 2024 établies par les services de la BCE, le solde budgétaire des administrations publiques de la zone euro s'améliorera modérément sur l'horizon de projection (graphique 25)¹¹. Alors que le déficit budgétaire de la zone euro est resté stable à 3,6 % du PIB en 2022 et 2023, il devrait diminuer progressivement sur l'horizon de projection pour revenir à 3,3 % du PIB en 2024, puis 3,2 % en 2025 et 3,0 % en 2026. La trajectoire projetée reflète principalement un solde primaire corrigé du cycle qui se réduit progressivement mais reste négatif sur l'horizon de projection, la majeure partie de la diminution étant concentrée en 2024, au moment où l'essentiel des mesures résiduelles de soutien à l'énergie et à l'inflation disparaîtront progressivement. Cette incidence sera toutefois partiellement compensée par l'élévation graduelle des charges d'intérêts sur l'ensemble de la période, reflétant la lente répercussion des relèvements antérieurs des taux d'intérêt compte tenu des longues échéances résiduelles de l'encours de la dette souveraine.

¹¹ Cf. les « [Projections macroéconomiques de septembre 2024 pour la zone euro établies par les services de la BCE](#) », publié sur le site internet de la BCE le 12 septembre 2024.

Graphique 25

Solde budgétaire et ses composantes

(en pourcentage du PIB)



Sources : Calculs de la BCE et projections macroéconomiques pour la zone euro établies par les services de la BCE, septembre 2024.
Note : Les données se rapportent au secteur agrégé des administrations publiques des 20 États membres de la zone euro (y compris la Croatie).

Par rapport aux projections macroéconomiques de juin 2024 établies par les services de l'Eurosystème, le déficit budgétaire devrait modérément augmenter sur l'ensemble de l'horizon de projection.

Ces perspectives plus défavorables s'expliquent par le renforcement des politiques budgétaires discrétionnaires, les programmes d'assainissement de certains pays semblant désormais moins susceptibles de se concrétiser pleinement. En outre, des effets de composition négatifs issus des projections macroéconomiques actualisées contribuent à creuser les déficits primaires reflétant les révisions à la baisse des assiettes fiscales, telles que la rémunération des salariés et la consommation privée nominale. En conséquence, le solde budgétaire, exprimé en pourcentage du PIB, a été revu à la baisse de 0,2 point de pourcentage en 2024 et de 0,4 et 0,5 point supplémentaire de pourcentage, respectivement, en 2025 et 2026.

Les projections continuent de tabler sur un resserrement marqué de l'orientation budgétaire de la zone euro en 2024, qui s'accroîtrait encore légèrement au cours des deux années suivantes¹².

La variation annuelle du solde primaire corrigé du cycle, déduction faite des subventions accordées aux pays dans le cadre du programme NGEU, laisse entrevoir un durcissement significatif (0,5 point de pourcentage du PIB) des politiques budgétaires dans la zone euro en 2024. Cette évolution reflète principalement le retrait progressif d'une grande partie des mesures de soutien liées à l'énergie et à l'inflation mises en place par les

¹² L'orientation budgétaire reflète la direction et l'ampleur de la relance économique induite par les politiques budgétaires, au-delà de la réaction automatique des finances publiques au cycle conjoncturel. Elle est mesurée ici comme la variation du ratio du solde primaire corrigé du cycle, déduction faite du soutien des pouvoirs publics au secteur financier. Étant donné que les recettes budgétaires plus élevées liées aux subventions 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 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.

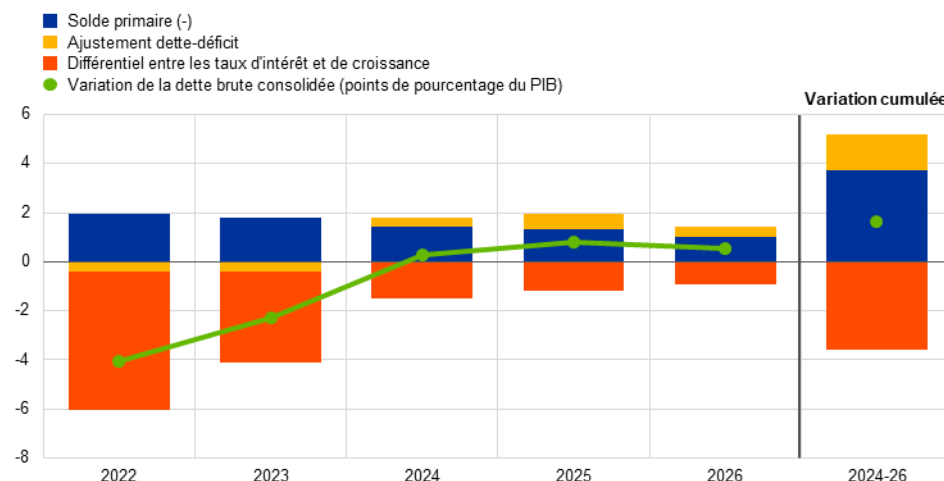
gouvernements. L'orientation budgétaire devrait devenir encore plus restrictive – quoiqu'à un rythme nettement moins rapide – en 2025 et en 2026, sous l'effet combiné d'une nouvelle réduction des mesures de soutien à l'énergie résiduelles, d'augmentations de la fiscalité directe et des cotisations sociales, ainsi que d'une croissance plus lente des transferts budgétaires. Ces facteurs de resserrement ne seraient que partiellement compensés par l'accentuation de la consommation et des investissements des administrations publiques. En conséquence, le durcissement cumulé de l'orientation budgétaire sur l'horizon de projection 2024-2026 s'élèverait à 0,9 point de pourcentage du PIB.

Le ratio dette/PIB de la zone euro, dont le niveau est déjà élevé, devrait lentement progresser (graphique 26). Le taux d'endettement a significativement augmenté pendant la pandémie, s'établissant à quelque 97 % en 2020, mais il a ensuite progressivement reflué. Cette amélioration semble toutefois avoir pris fin. Le ratio de dette devrait à présent repartir doucement à la hausse, pour passer d'environ 88 % du PIB en 2023 à près de 90 % du PIB à la fin de l'horizon de projection, ce qui s'expliquerait par la persistance des déficits primaires et par les ajustements dette-déficit positifs attendus, qui ne seraient que partiellement compensés par le recul des différentiels entre les taux d'intérêt et la croissance, qui demeureraient négatifs.

Graphique 26

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

(en pourcentage du PIB, sauf mention contraire)



Sources : Calculs de la BCE et projections macroéconomiques pour la zone euro établies par les services de la BCE, septembre 2024.

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

La mise en œuvre intégrale, transparente et sans délai du cadre de gouvernance économique révisé de l'UE aidera les pouvoirs publics à réduire durablement les déficits budgétaires et les taux d'endettement. La première étape de la phase de mise en œuvre du nouveau cadre de gouvernance impliquait l'obligation pour les États membres de soumettre pour la première fois leurs plans budgétaires et structurels à moyen terme à la Commission européenne pour le 20 septembre. Plusieurs pays ont cependant annoncé qu'ils ne remettraient ces

plans que le 15 octobre, afin de s'aligner sur le dépôt des projets de plans budgétaires pour 2025. Les gouvernements devraient maintenant s'engager résolument dans cette voie dans leurs plans à moyen terme. Au niveau de la zone euro, un assainissement des finances publiques, pensé de manière à favoriser la croissance, sera nécessaire dans les prochaines années.

Encadrés

1

Croissance de la productivité du travail dans la zone euro et aux États-Unis : évolutions à court et long termes

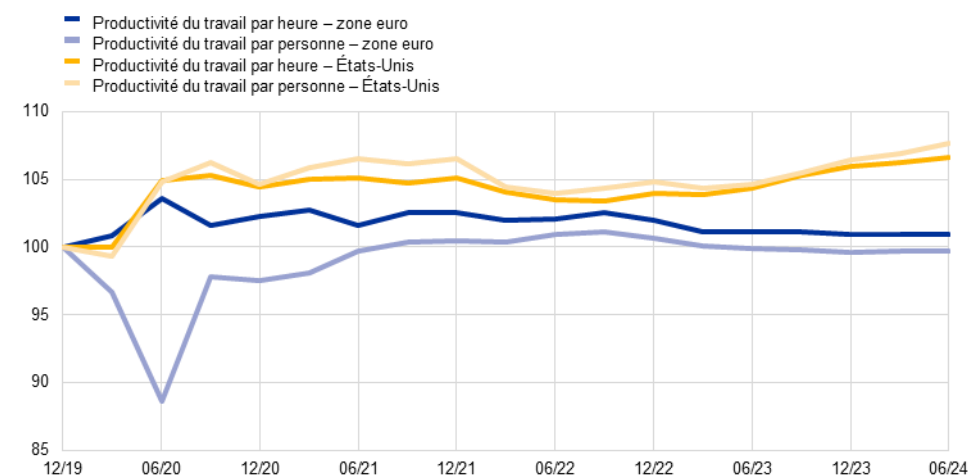
António Dias da Silva, Paola Di Casola, Ramon Gomez-Salvador et Matthias Mohr

Entre le quatrième trimestre 2019 et le deuxième trimestre 2024, la productivité du travail par heure travaillée a augmenté de 0,9 % dans la zone euro, contre 6,7 % aux États-Unis. La croissance de la productivité du travail dans la zone euro a toujours été plus modérée que celle des États-Unis, mais les évolutions dans la zone euro depuis le début de la pandémie sont particulièrement faibles. La croissance de la productivité a commencé à diverger au deuxième trimestre 2020, le facteur travail total en part du PIB s'étant réduit plus fortement aux États-Unis que dans la zone euro, menant à un rebond plus notable de la productivité (graphique A). Cela s'explique en partie par la mise en œuvre de dispositifs de maintien de l'emploi dans la zone euro, tandis que le chômage était en forte hausse aux États-Unis. Après s'être brièvement resserré, l'écart en matière de croissance de la productivité s'est de nouveau inscrit en hausse après mi-2022, lorsque la croissance de la productivité dans la zone euro a été affectée par le choc important sur les prix de l'énergie. Dans cet encadré, nous revenons sur le rôle de la productivité sectorielle et des évolutions historiques pour expliquer l'écart récent dans la croissance globale de la productivité entre les deux régions. Cet écart reflète à la fois des facteurs conjoncturels et structurels.

Graphique A

Productivité du travail dans la zone euro et aux États-Unis

(T4 2019 = 100)



Sources : Eurostat, Bureau of Economic Analysis et Bureau of Labour Statistics.
Note : Les dernières observations se rapportent au deuxième trimestre 2024.

La croissance plus lente de la productivité du travail dans la zone euro entre le quatrième trimestre 2019 et le premier trimestre 2024 est relativement généralisée entre les secteurs.

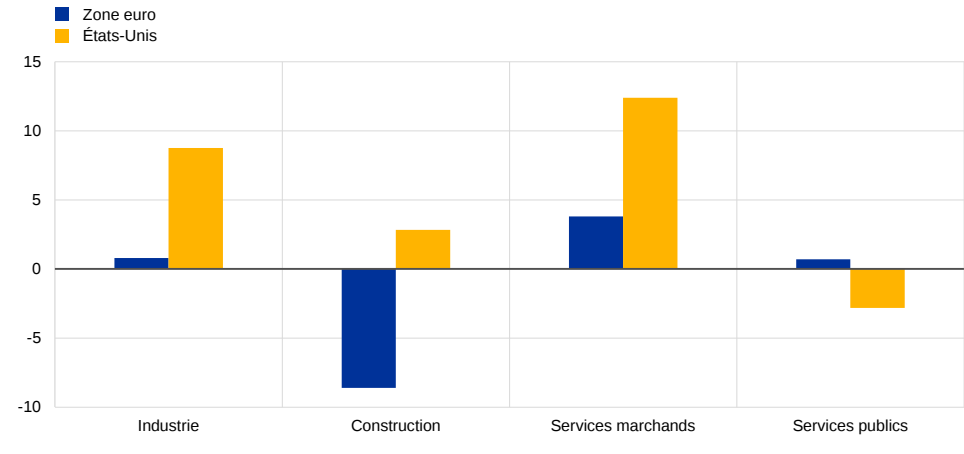
Aux États-Unis, la productivité horaire du travail dans les services marchands a augmenté de 12,4 %, contre 3,8 % seulement dans la zone euro sur la même période (graphique B). Dans deux sous-secteurs, cette croissance a été beaucoup plus forte aux États-Unis que dans la zone euro. Aux États-Unis, l'information et la communication ont enregistré une croissance de la productivité du travail de 27,2 %, et les services professionnels de 18,7 %, contre, respectivement 6,5 % et 5,0 % dans la zone euro. En ce qui concerne le secteur industriel, la productivité horaire du travail a augmenté de 8,8 % aux États-Unis, tandis qu'elle n'a augmenté que de 0,8 % dans la zone euro. Toutefois, entre le quatrième trimestre 2019 et le premier trimestre 2022, la croissance de la productivité dans le secteur industriel était similaire dans les deux régions. En revanche, la hausse des prix du gaz à partir de 2021, largement aggravée par les répercussions de la guerre menée par la Russie contre l'Ukraine, a été plus marquée et plus durable en Europe qu'aux États-Unis. Elle a donc eu un effet beaucoup plus important sur le secteur industriel de la zone euro, où la croissance de la production s'est ralentie et l'emploi est resté élevé. Sur les quatre secteurs étudiés dans le graphique B, seul celui des services publics a enregistré une croissance plus forte de la productivité dans la zone euro qu'aux États-Unis. Une précédente analyse a montré que la croissance plus forte de la productivité aux États-Unis depuis la pandémie est associée à la rotation du marché du travail et à des investissements plus importants dans la numérisation ¹. Ces évolutions généralisées soulignent la nature conjoncturelle contrastée de la productivité dans les deux régions. Fortement procyclique dans la zone euro, elle l'est généralement moins aux États-Unis, le travail s'ajuste de façon plus flexible à la production ². Par conséquent, la croissance du PIB ayant été plus faible dans la zone euro qu'aux États-Unis, la plus forte procyclicité dans la zone euro a amplifié les différences dans la croissance de la productivité.

¹ Cf. Dao (M.) et Platzer (J.), « *Post-pandemic Productivity Dynamics in the United States* », *IMF Working Papers*, vol. 2024, n° 124, FMI. De même, la politique industrielle aux États-Unis, illustrée par l'*Inflation Reduction Act* et le *Chips and Science Act*, pourrait avoir été plus efficace pour stimuler l'investissement dans des secteurs-clés, comme avancé par de Soyres (F.), Garcia-Cabo Herrero (J.), Goememann (N.), Jeon (S.), Lofstrom (G.) et Moore (D.), « *Why is the U.S. GDP recovering faster than other advanced economies?* », *FEDS Notes*, Washington : Conseil des gouverneurs du Système fédéral de réserve, 17 mai 2024. Cf. également l'encadré intitulé « *La reprise post-pandémie : pourquoi la croissance est-elle plus lente en zone euro qu'aux États-Unis?* » *Bulletin économique*, n° 4, BCE, 2024, qui montre que l'investissement privé a été plus fort aux États-Unis que dans la zone euro.

² Cf. Femald (J. G.) et Wang (J. C.), « *Why Has the Cyclicalities of Productivity Changed? What Does It Mean?* », *Federal Reserve Bank of San Francisco Working Paper Series*, 2016-07 ; Arce (Ó.) et Sondermann (D.), « *Low for long? Reasons for the recent decline in productivity* », *Le blog de la BCE*, 6 mai 2024 ; l'encadré intitulé « *Les déterminants de la croissance de l'emploi dans la zone euro après la pandémie – une perspective fondée sur un modèle* », *Bulletin économique*, n° 4, BCE, 2024 ; l'encadré intitulé « *L'augmentation des marges bénéficiaires a aidé les entreprises à maintenir leurs effectifs* », *Bulletin économique*, n° 4, BCE, 2024 ; et Arce (Ó.), Consolo (A.), Dias Da Silva (A.) et Mohr (M.), « *More jobs but fewer working hours* », *Le blog de la BCE*, 7 juin 2023.

Graphique B
Croissance de la productivité horaire par secteurs principaux

(évolution cumulée du premier trimestre 2019 au premier trimestre 2024)



Sources : Eurostat, Bureau of Economic Analysis et Bureau of Labour Statistics.

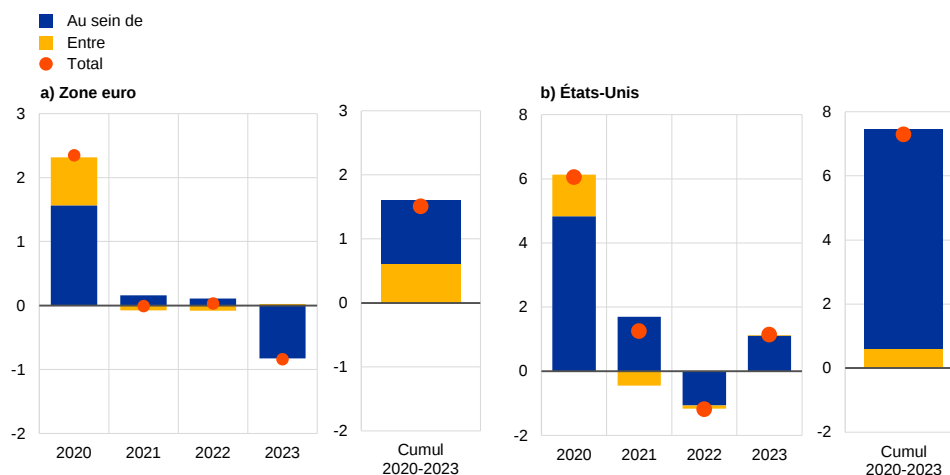
Dans les deux régions, la croissance de la productivité a résulté principalement de la croissance au sein des secteurs, plutôt que d'un changement de la composition sectorielle. Cette situation s'est produite en dépit de déplacements soudains de la production entre les secteurs pendant la pandémie – à l'origine, en raison des confinements et donc des perturbations des chaînes d'approvisionnement mondiales ³. La réallocation du travail des secteurs peu productifs vers les secteurs très productifs (entre composantes) a été positive en 2020, mais a eu un effet positif limité sur l'évolution cumulée de la productivité après le premier trimestre 2020 dans les deux régions (graphique C). Cet effet limité reflète la fermeture et la réouverture consécutive des secteurs peu productifs. Dans l'ensemble, la réallocation positive réalisée en 2020 explique la moitié de la croissance cumulée de la productivité dans la zone euro entre 2020 et 2023. Cet effet était tout aussi important aux États-Unis, mais il apparaît plus limité en termes relatifs en raison de la croissance nettement plus élevée de la productivité dans ce pays.

³ Cf. l'encadré intitulé « [Évolutions récentes de la productivité du travail par pays et par secteur dans la zone euro](#) », *Bulletin économique*, n° 5, BCE, 2024 ; l'article intitulé « [L'incidence des chocs récents et des changements structurels en cours sur la croissance de la productivité dans la zone euro](#) », *Bulletin économique*, n° 2, BCE, 2024 ; et Consolo (A.) et Petroulakis (F.), « [Did COVID-19 induce a reallocation wave?](#) », *Economica*, à paraître.

Graphique C

Analyse structurelle résiduelle des évolutions de la productivité horaire du travail

(évolutions annuelles et cumulées, 2020-2023)



Sources : Calculs des services de la BCE à partir de données Eurostat, du Bureau of Economic Analysis et du Bureau of Labor Statistics.

Note : Le calcul applique l'analyse structurelle résiduelle (*shift-share analysis*) de Denis (C.), McMorrow (K.) et Röger (W.), « *An analysis of EU and US productivity developments (a total economy and industry level perspective)* », *European Economy – Economic Papers*, n° 208, Commission européenne, juillet 2004, p. 78.

Les évolutions post-pandémiques s'inscrivent dans la continuité de deux décennies pendant lesquelles l'écart de productivité n'a cessé de s'élargir entre la zone euro et les États-Unis, ce qui indique que des facteurs structurels ont joué un rôle. Entre 1995 et 2019, la productivité du travail par heure travaillée aux États-Unis a augmenté d'environ 50 %, soit 2,1 % par an. Dans la zone euro, elle n'a augmenté que de 28 %, ou 1 % par an, sur cette même période ⁴. Une décomposition de la productivité en intensité capitaliste et en productivité globale des facteurs (PGF) montre qu'entre 2000 et 2010, la productivité de la zone euro a été affectée par une baisse prononcée de la PGF (graphique D). De 2014 à 2019, la PGF s'est légèrement redressée, tandis que la contribution de l'intensité capitaliste était négative. Selon certains auteurs, la plus grande capacité des États-Unis à créer des technologies numériques et à les utiliser dans le processus de production constitue l'un des principaux déterminants de l'écart de productivité entre les États-Unis et l'Europe ⁵. La hausse récente de l'immigration illégale pourrait avoir un peu majoré la croissance de la productivité depuis la pandémie, mais cet effet semble limité. Dans la zone euro, l'incidence de la numérisation est très hétérogène entre les secteurs, et moins d'entreprises qu'aux États-Unis en bénéficient fortement. Cela peut être partiellement lié à la taille relativement moindre

⁴ Sur la même période, la productivité du travail par personne employée aux États-Unis a augmenté d'environ 44 %, ou 1,8 % par an, tandis qu'elle n'a augmenté que de 20 %, ou 0,8 % par an, dans la zone euro.

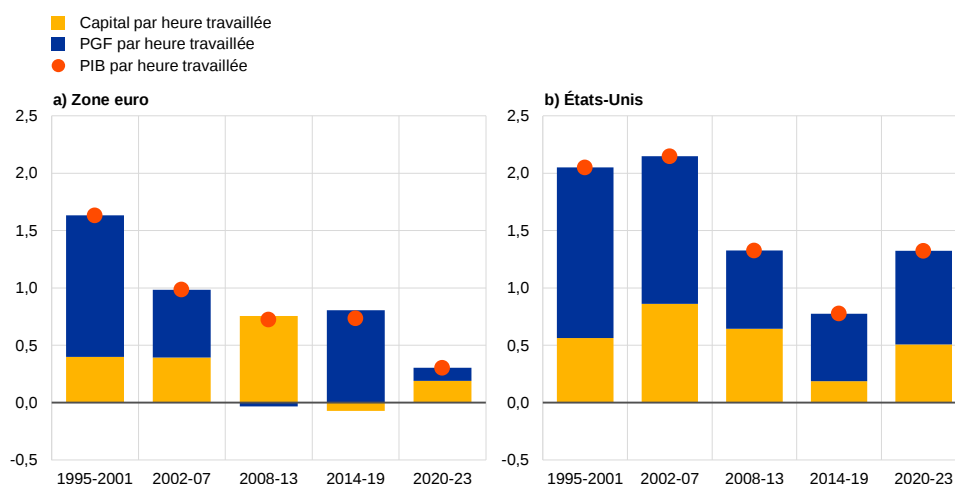
⁵ Cf. van Ark (B.), O'Mahoney (M.) et Timmer (M.) « *The Productivity Gap between Europe and the United States: Trends and Causes* », *Journal of Economic Perspectives*, vol. 22, n° 1, 2008, p. 25-44 ; Schivardi (F.) et Schmitz (T.), « *The IT Revolution and Southern Europe's Two Lost Decades* » *Journal of the European Economic Association*, vol. 8, n° 5, 2020, p. 2441-2486 ; et Hsieh (C.-T.), Klenow (P. J.) et Shimizu (K.), « *Romer or Ricardo?* », *Working Papers*, Hoover Institution, 2022.

des entreprises dans la zone euro ⁶. Nos propres calculs à partir de données EU KLEMS (sur le capital (K), le travail (L), l'énergie (E), les matériaux (M) et les services (S)) montrent que sur la période 1995-2019, le secteur de l'information et de la communication a contribué à hauteur de 20 % environ à la croissance de la productivité horaire totale du travail aux États-Unis, tandis que dans la zone euro, la contribution de ce secteur n'était que de près de 12 %.

Graphique D

Décomposition de la croissance de la productivité horaire du travail

(pourcentages annuels)



Sources : Base de données AMECO de la Commission européenne et calculs des services de la BCE.

Pour résumer, la divergence entre la croissance de la productivité dans la zone euro et aux États-Unis s'explique à la fois par des caractéristiques conjoncturelles et structurelles.

La croissance de la productivité nettement plus faible dans la zone euro au cours des quatre dernières années s'explique en partie par la nature conjoncturelle plus prononcée de la croissance de la productivité dans cette région, par un fléchissement plus fort et plus long de la production et des revenus réels induit par la hausse des prix de l'énergie, et par un effet plus marqué de l'incertitude liée à la guerre menée par la Russie contre l'Ukraine. Néanmoins, au cours des deux décennies qui ont précédé la pandémie, la productivité du travail aux États-Unis a augmenté près de deux fois plus vite que dans la zone euro. Cela indique que des facteurs structurels ont joué un rôle. La productivité élevée du secteur de l'information et de la communication aux États-Unis, et la capacité d'innovation plus faible des entreprises de la zone euro ont constitué – et continuent de constituer des facteurs essentiels à cet égard. Ces différences sont potentiellement liées à la plus petite taille, en moyenne, des entreprises de la zone euro. Les contributions moins importantes de l'intensité capitaliste et de la PGF dans la zone euro ont participé à creuser cet écart. Des mesures visant à stimuler

⁶ Cf. Reis(R.), « [Letting large European firms grow](#) », *Think Tank*, Parlement européen, 2024, et Poschke (M.), « [The Firm Size Distribution across Countries and Skill-Biased Change in Entrepreneurial Technology](#) », *American Economic Journal: Macroeconomics*, vol. 10, n° 3, 2018, p. 1-41 ; Anderton (R.), Botelho (V.) et Reimers (P.), « [Digitalisation and productivity: gamechanger or sideshow?](#) », *Working Paper Series*, n° 2794, BCE, Francfort-sur-le-Main, mars 2023.

l'investissement productif et la croissance de la PGF pourraient soutenir la productivité à moyen terme ⁷.

⁷ L'écart historique de productivité par rapport aux États-Unis est également analysé à l'échelle de l'UE dans Draghi (M.), « *The future of European competitiveness – A competitiveness strategy for Europe* », rapport adressé à la Commission européenne, 9 septembre 2024. Il y est suggéré que pour augmenter sa compétitivité, l'Europe doit prendre des mesures telles que l'amélioration des conditions pour l'innovation de pointe.

2 Tenir compte de la nature dans l'activité économique de la zone euro

Mariana Martins Cardoso et Miles Parker

La nature contribue à la production économique via de nombreux services critiques, dont beaucoup ne sont pas suffisamment pris en compte dans les statistiques économiques classiques. Généralement appelés « services écosystémiques », ces intrants comprennent des fonctions essentielles telles que la pollinisation, la filtration de l'air et de l'eau, la séquestration du carbone, ainsi que la fourniture de cultures, de bois et d'autres ressources. La valeur de ces services est rarement mesurée de façon directe dans des statistiques telles que le PIB. Par exemple, le prix des produits alimentaires inclut implicitement la valeur économique de la pollinisation naturelle mais, en l'absence de mesure directe, cette valeur est attribuée au secteur agricole.

Des efforts sont actuellement déployés afin de mieux tenir compte de la nature dans les mesures de l'activité économique. Cet encadré en examine deux : le projet *Integrated Natural Capital Accounting* (INCA) du Centre commun de recherche (CCR) de la Commission européenne, et l'initiative de l'Organisation de coopération et de développement économiques (OCDE) visant à mesurer la croissance du PIB corrigé de la pollution. Si ces mesures ne couvrent que partiellement la contribution économique de la nature, elles fournissent déjà un aperçu utile de son rôle dans l'activité économique de la zone euro.

L'INCA s'appuie sur de nombreuses données géospatiales et utilise divers outils de modélisation pour calculer la juste valeur des services écosystémiques¹. Par exemple, la valeur de la séquestration du carbone est calculée en multipliant les estimations du coût social du carbone par le volume séquestré, à l'aide de données satellites sur la couverture végétale. En 2019, la valeur estimée des services écosystémiques dans l'UE représentait plus de 234 milliards d'euros, ce qui correspond à peu près à la valeur ajoutée brute combinée des secteurs de l'agriculture et de la sylviculture (tableau A). Si ces deux secteurs représentent une part importante de l'utilisation des services écosystémiques, d'autres secteurs en sont également de grands utilisateurs. Les ménages ont bénéficié des activités de loisirs liés à la nature, le service écosystémique étudié ayant la valeur la plus élevée.

¹ Centre commun de recherches, « *Accounting for ecosystems and their services in the European Union (INCA)* », Commission européenne, 2021.

Tableau A

Valeur estimée des services écosystémiques dans les 28 États membres de l'UE en 2019

(en millions d'euros)

Services écosystémiques	Méthode de valorisation	Valeur
Fourniture de cultures	Part du prix de marché des cultures	23 145
Fourniture de bois	Part de la production sylvicole	16 379
Pollinisation	Valeur de marché d'une production accrue	4 977
Séquestration du carbone	Coût social du carbone	13 271
Contrôle des inondations	Coût des dommages évités	18 016
Purification de l'eau	Approche du coût de remplacement	61 882
Activités de loisirs liés à la nature	Méthode du coût lié aux voyages	80 262
Fourniture d'eau	Approche du coût de remplacement	4 887
Filtration des PM _{2,5} dans l'air	Frais de santé évités	10 446
Pêche de poissons marins	Bénéfices nets	1 042
Total		234 307

Source : JRC (2021).

Intégrer la nature et les facteurs environnementaux enrichit l'analyse des moteurs de la croissance économique². L'OCDE calcule le PIB corrigé de la pollution en soustrayant le coût estimé de la pollution, y compris du dioxyde de carbone, de l'azote, du soufre et des particules. Ces coûts comprennent le changement climatique, les dégradations des écosystèmes, les maladies et les décès³. Le PIB corrigé de la pollution est donc inférieur au PIB figurant dans les comptes nationaux. Dans l'analyse comptable classique de la croissance, trois facteurs principaux contribuent à la croissance économique : le capital produit (tel que les machines, les bâtiments et les infrastructures), le travail et la productivité globale des facteurs (PGF). La PGF est généralement calculée comme le résidu de la production après déduction des contributions du capital et du travail. L'OCDE complète cet exercice en mesurant également la contribution à la croissance résultant d'une plus grande exploitation de la nature (par exemple par une exploitation minière ou forestière accrue). La PGF corrigée du facteur environnemental peut alors être calculée comme le résidu résultant de la soustraction de ces intrants du PIB corrigé de la pollution.

Produire une même quantité avec moins d'intrants constitue une croissance de la valeur ajoutée, tout comme produire une même quantité en polluant moins constitue également une croissance de la valeur ajoutée, d'un point de vue environnemental à long terme. Entre 1996 et 2018, la pollution a fortement diminué dans la plupart des économies européennes, ajoutant plus de 0,3 point de pourcentage à la croissance annuelle du PIB (corrigé de la pollution) en Allemagne, en France et en Italie (tableau B), soit plus du double de la correction relative à la

² CárdenasRodríguez (M.) et al., « *Environmentally adjusted multifactor productivity: Accounting for Renewable Natural Resources and Ecosystem Services* », *OECD Green Growth Papers*, novembre 2023.

³ Pour un exemple du coût lié aux particules, la pollution de l'air a causé 238 000 décès prématurés dans l'UE en 2020 seulement. Cf. Agence européenne pour l'environnement, *Health impacts of air pollution in Europe*, 2022.

pollution aux États-Unis. En Chine et en Inde, la croissance du PIB s’est faite au prix d’une pollution plus élevée. En termes de facteurs contributifs, l’exploitation accrue de la nature a peu contribué à la croissance moyenne dans les pays de l’OCDE, mais a apporté une faible contribution en Chine et en Inde.

Tableau B
Contributions à la croissance corrigées de la nature dans les principales économies

(croissance : variation annuelle en pourcentage ; contribution : en points de pourcentage)

Pays	Mesures de la croissance de la production			Contributions à la croissance de la production			
	Croissance du PIB	Croissance du PIB corrigée de la pollution	Différence	Contribution du travail	Contribution du capital produit	Contribution de l'exploitation de la nature	Croissance de la PGF corrigée de l'environnement
France	1,61	1,98	0,37	0,30	0,58	0,00	1,11
Allemagne	1,40	1,73	0,33	0,17	0,40	-0,01	1,17
Italie	0,60	0,95	0,36	0,17	0,41	-0,01	0,38
Pays-Bas	1,99	2,22	0,22	0,55	0,57	-0,02	1,12
Espagne	2,14	2,25	0,11	0,87	0,76	0,00	0,62
Moyenne de l'UE27	1,78	2,07	0,28	0,29	0,67	-0,01	1,12
États-Unis	2,45	2,62	0,17	0,45	0,70	0,02	1,45
Chine	8,67	8,09	-0,58	0,33	2,60	0,12	5,05
Inde	6,81	6,28	-0,53	0,54	2,50	0,05	3,19

Sources : Cárdenas Rodríguez *et al.* (2023) et calculs de la BCE.
Note : Moyenne pour la période 1996-2018.

Ces corrections liées à l’environnement entraînent une croissance plus élevée de la productivité mesurée en Europe (graphique A). Des publications récentes de la BCE ont mis en évidence la manière dont la réduction des émissions pendant la transition verte peut diminuer temporairement la productivité mesurée ⁴. Ces données suggèrent que ce processus est peut-être déjà en cours. Les mesures classiques de la PGF montrent un ralentissement de la croissance annuelle moyenne de la productivité entre 2009 et 2018 par rapport à la période 1996-2008 dans un ensemble de 12 pays de la zone euro (ZE-12) (0,2 % contre 0,5 %) et aux États-Unis (0,6 % contre 1,2 %) ⁵. Si la PGF corrigée du facteur environnemental a également diminué entre ces deux périodes, elle dresse un tableau moins pessimiste de la croissance récente de la productivité. Sur cette base, la croissance de la PGF s’est établie en moyenne à 0,6 % dans les pays de la ZE-12 et à 1 % aux États-Unis sur la période 2009-2018 ⁶.

⁴ Cf. l'article intitulé « [L'impact du changement climatique sur la production potentielle](#) », *Bulletin économique*, n° 6, Banque centrale européenne, 2023 ; et Bijmans *et al.*, 2024, « [The impact of climate change and policies on productivity](#) », *Occasional Paper Series*, n° 340, BCE.

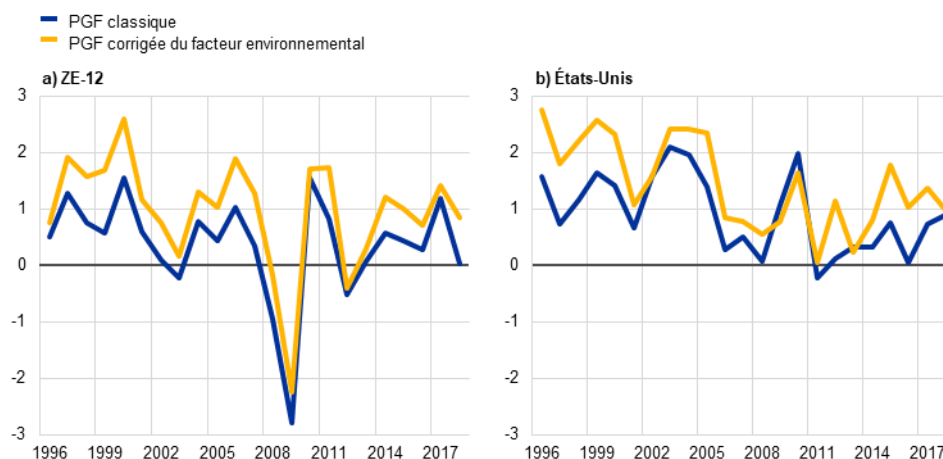
⁵ La ZE-12 comprend l’Autriche, la Belgique, la Finlande, la France, l’Allemagne, la Grèce, l’Irlande, l’Italie, le Luxembourg, les Pays-Bas, le Portugal et l’Espagne, pondérés par le PIB de 2013.

⁶ Le chiffre de 2009 pour la ZE-12 influence fortement ces moyennes. Sur la période 2010-2018, la croissance moyenne de la PGF corrigée du facteur environnemental dans la ZE-12 a été globalement en ligne avec celle aux États-Unis.

Graphique A

Différence entre la croissance de la PGF classique et celle de la PGF corrigée du facteur environnemental

(en pourcentage annuel)



Sources : Cárdenas Rodríguez *et al.* (2023), OCDE et calculs de la BCE.

Note : La ZE-12 comprend l'Autriche, la Belgique, la Finlande, la France, l'Allemagne, la Grèce, l'Irlande, l'Italie, le Luxembourg, les Pays-Bas, le Portugal et l'Espagne, pondérés par le PIB de 2013.

L'importance réelle de la nature pour l'activité économique dépasse

probablement les estimations mentionnées précédemment, de sorte que la dégradation continue de la nature pourrait réduire considérablement la capacité de production future ⁷. De nombreux services écosystémiques ne sont

pas encore quantifiés, ce qui entraîne une sous-estimation de leur valeur. En outre, leur importance économique dépend également de leur capacité à être remplacés par d'autres facteurs de production. Par exemple, le travail manuel remplace déjà la pollinisation naturelle pour certaines cultures de grande valeur, mais il serait impossible de le faire pour toutes les cultures. La surexploitation des ressources naturelles peut stimuler la production à court terme, mais pourrait s'avérer non soutenable à plus long terme car la dégradation de la nature réduit *in fine* le flux des services écosystémiques et, de ce fait, l'activité économique ⁸.

La mesure directe des services écosystémiques dans le PIB est un progrès important mais insuffisant pour comprendre les effets à long terme.

Certaines améliorations en matière de données sont déjà envisagées, Eurostat prévoyant de publier des comptes écosystémiques à partir de 2026, en s'appuyant sur les travaux menés dans le cadre d'INCA. Dans un premier temps, ces comptes couvriront sept services écosystémiques en unités physiques (par exemple, le volume des cultures attribuables à la pollinisation sauvage ou les tonnes de carbone séquestré), la faisabilité du calcul de la valeur monétaire étant à l'étude ⁹. Toutefois,

⁷ Cf. Döhring (B.), *et al.*, « [Reflections on the Role of Natural Capital for Economic Activity](#) », *European Economy Discussion Papers*, n° 180, Commission européenne, février 2023.

⁸ Cf. Kuchler (T.) *et al.*, « [The economics of biodiversity loss](#) », article présenté au Forum de Sintra de la BCE, 2024.

⁹ La fourniture de cultures, la pollinisation des cultures, la fourniture de bois, la filtration de l'air, la régulation du climat au niveau mondial, la régulation du climat au niveau local, les services liés au tourisme dans la nature. Cf. le [règlement COM/2022/329 modifiant le règlement \(UE\) n° 691/2011 en ce qui concerne l'introduction de nouveaux modules relatifs aux comptes économiques de l'environnement](#).

le produit intérieur *brut* ne tient pas compte de tous les impacts de la dégradation de la nature puisqu'il n'inclut pas l'amortissement du capital. La dégradation de la nature résultant d'une exploitation non durable ne sera donc jamais incluse dans le PIB, même lorsque les services écosystémiques sont reconnus. Afin de comprendre pleinement les implications pour la production future, il convient de s'intéresser au produit intérieur *net*, qui tient compte de l'amortissement. En outre, plusieurs services écosystémiques réduisent l'impact des phénomènes climatiques extrêmes, tels que les inondations. Les avantages économiques peuvent être considérables, mais ils ne sont pas observables et ne peuvent être calculés qu'à l'aide de modèles économiques afin de déterminer l'ampleur de la baisse d'activité sans leur protection.

Des avancées en matière de modélisation économique sont également nécessaires pour mieux quantifier les avantages fournis par les services écosystémiques et identifier les secteurs qui en bénéficient. Ces connaissances permettront d'identifier les cas où l'investissement dans la nature pourrait présenter des avantages nets à moyen terme. Elles permettront également de clarifier la façon dont les perturbations des services écosystémiques, au niveau national et à l'étranger, se propagent dans l'économie via les chaînes d'approvisionnement. Ces perturbations freineront l'activité économique effective, que les services écosystémiques soient mesurés de façon directe ou non. Cf. l'article 2 du présent *Bulletin économique* pour une analyse plus détaillée des impacts économiques et financiers de la dégradation de la nature et de la perte de biodiversité.

3 Pourquoi les ménages de la zone euro restent-ils moroses et quelles en sont les implications pour la consommation privée ?

Alina Bobasu, Dario Esposito et Johannes Gareis

La confiance des consommateurs dans la zone euro a chuté lorsque la Russie a lancé son invasion à grande échelle de l'Ukraine et est demeurée à un faible niveau depuis lors, malgré un léger redressement. La confiance des consommateurs s'est progressivement améliorée depuis le point bas atteint en septembre 2022 à la suite de l'invasion. Toutefois, en août 2024, elle n'avait pas encore retrouvé sa moyenne d'avant la pandémie et restait nettement inférieure à ses niveaux d'avant l'invasion (graphique A). Le présent encadré analyse les facteurs sous-jacents qui expliquent cette faiblesse de la confiance des consommateurs et évalue les implications à court terme de la persistance d'une confiance faible pour la consommation privée.

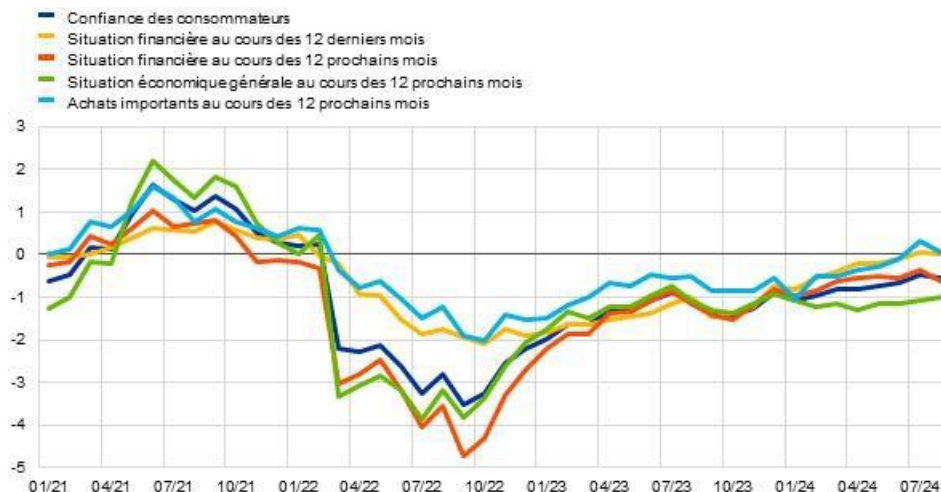
Les anticipations des ménages concernant la situation économique générale, en particulier, pèsent sur la confiance des consommateurs. L'indice de la Commission européenne relatif à la confiance des consommateurs est un indicateur composite calculé comme la moyenne arithmétique des séries de soldes d'opinion (c'est-à-dire le pourcentage de réponses positives moins le pourcentage de réponses négatives) pour quatre questions de l'enquête. Ces questions portent sur les anticipations des ménages pour les douze prochains mois concernant leur situation financière, la situation économique générale et les achats importants, ainsi que sur leur perception de leur situation financière au cours des douze derniers mois ¹. Les anticipations des ménages relatives à la situation économique générale sont restées largement inchangées depuis mi-2023, empêchant tout nouveau redressement de la confiance des consommateurs à la suite de l'amélioration observée après la chute qui a suivi l'invasion (graphique A). En revanche, toutes les autres composantes de la confiance des consommateurs ont continué de s'améliorer, et les évaluations par les ménages de leur situation financière passée et de leur intention de réaliser des achats importants se sont établies légèrement au-dessus de leurs moyennes d'avant la pandémie à mi-2024.

¹ Cf. « *A revised consumer confidence indicator* », Commission européenne, 2018.

Graphique A

Confiance des consommateurs et ses composantes

(soldes en pourcentage normalisés)



Sources : Commission européenne et calculs des services de la BCE.

Notes : Les données sont normalisées pour la période allant de janvier 1999 à décembre 2019 et la ligne zéro représente la moyenne d'avant la pandémie. Les dernières observations se rapportent à août 2024.

Un modèle de régression linéaire capture la relation historique entre la confiance des consommateurs et différents déterminants de la consommation privée². Le modèle régresse la confiance des consommateurs sur une constante, deux décalages de la confiance des consommateurs et les valeurs contemporaines du taux d'inflation, du taux de chômage, d'une mesure des coûts d'emprunt, de la variation annuelle en pourcentage des prix des actions, de la variation annuelle en pourcentage des prix de l'immobilier résidentiel ainsi que des anticipations des ménages concernant l'inflation et le chômage pour les 12 prochains mois³. Les décalages permettent de prendre en compte la réaction progressive de la confiance des consommateurs aux variations des autres variables. Les anticipations des ménages relatives à l'inflation et au chômage futurs sont incluses car elles reflètent souvent mieux la confiance des consommateurs que les résultats effectifs, étant donné qu'elles façonnent la perception du bien-être des ménages⁴. Elles reflètent également, par définition, le caractère prospectif de la plupart des composantes de la confiance des consommateurs⁵.

² Cf. également Bolhuis (M.A.), Cramer (J.N.), Schulz (K.O.) et Summers (L.H.), « *The Cost of Money is Part of the Cost of Living: New Evidence on the Consumer Sentiment Anomaly* », Working Paper, n° 32163, National Bureau of Economic Research, février 2024.

³ Les anticipations des ménages relatives à l'inflation et au chômage sont tirées de l'enquête de la Commission européenne auprès des chefs d'entreprise et des consommateurs. Les premières se rapportent aux anticipations d'inflation trimestrielles pour les 12 prochains mois en termes quantitatifs, tandis que les deuxièmes se rapportent aux anticipations des ménages relatives au chômage pour les 12 prochains mois en termes qualitatifs.

⁴ Pour un aperçu de l'importance des anticipations d'inflation des ménages pour la confiance des consommateurs dans la zone euro, cf. « *European Business Cycle Indicators 2nd Quarter 2024: Low consumer confidence and the economy – Insights from the euro area* », Technical Paper, n° 074, Commission européenne, juillet 2024.

⁵ Toutefois, les anticipations des ménages concernant l'inflation et le chômage en 2022 étant étroitement liées à l'incertitude généralisée entourant l'invasion de l'Ukraine par la Russie, les coefficients estimés pour ces deux variables dans le modèle peuvent également capturer des facteurs liés à la guerre autres que les effets de l'inflation et du chômage.

Selon le modèle, la hausse de l'inflation effective et de l'inflation attendue a été à l'origine de la baisse de la confiance des consommateurs par rapport à la période précédant l'invasion, suivie plus tard par les effets de plus en plus négatifs des coûts d'emprunt plus élevés associés à la baisse des prix de l'immobilier résidentiel. Les résultats du modèle montrent que la baisse de la confiance des consommateurs dans la zone euro à la suite de l'invasion de l'Ukraine par la Russie, par rapport au quatrième trimestre 2021, s'explique en grande partie par la hausse de l'inflation, à la fois effective et attendue (graphique B). Le redressement de la confiance des consommateurs qui a suivi a été, à son tour, principalement soutenu par la baisse de l'inflation effective et par une inflation attendue moins élevée. Les anticipations des ménages relatives au chômage ont également diminué en 2023 par rapport à 2022 mais, à compter du deuxième trimestre 2024, elles sont demeurées plus élevées qu'au quatrième trimestre 2021 ⁶. En outre, le resserrement de la politique monétaire a contribué à la hausse des coûts d'emprunt et à la baisse des prix de l'immobilier résidentiel, commençant à affecter négativement la confiance des consommateurs à partir de mi-2022. Enfin, comme le montre la contribution négative des résidus de la régression, la confiance des consommateurs est restée légèrement plus faible qu'au quatrième trimestre 2021 en raison d'autres facteurs qui n'ont pas été pris en compte dans le modèle, reflétant peut-être une incertitude élevée en matière de géopolitique et de politique économique ⁷.

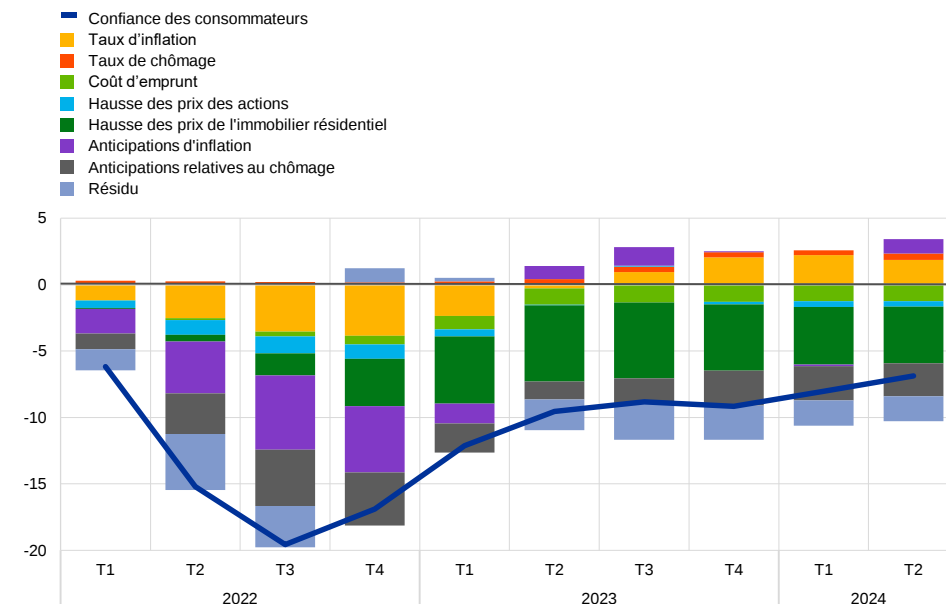
⁶ Les anticipations relatives au chômage élevées par rapport au quatrième trimestre 2021 contrastent avec la situation favorable sur le marché du travail, le taux de chômage diminuant progressivement entre le quatrième trimestre 2021 et le deuxième trimestre 2024, ce qui a légèrement soutenu la confiance des consommateurs au cours de cette période. Le taux de chômage et les anticipations relatives au chômage ont soutenu la confiance des consommateurs au deuxième trimestre 2024, car ils étaient inférieurs à leurs moyennes respectives d'avant la pandémie.

⁷ Cela est globalement en ligne avec l'indice de la Commission européenne relatif à l'incertitude des consommateurs, qui a fortement diminué entre son pic du troisième trimestre 2022 et le deuxième trimestre 2024, mais qui est resté élevé par rapport à son niveau du quatrième trimestre 2021.

Graphique B

Déterminants de la confiance des consommateurs fondés sur des modèles

(soldes en pourcentage et contributions en points de pourcentage, écarts par rapport à T4 2021)



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

Notes : Le graphique montre les contributions des régresseurs pour une régression de la confiance des consommateurs au niveau trimestriel sur une constante, deux décalages de la confiance des consommateurs et les valeurs contemporaines du taux d'inflation, du taux de chômage, d'une mesure des coûts d'emprunt, de la variation annuelle en pourcentage des prix des actions, de la variation annuelle en pourcentage des prix trimestriels de l'immobilier résidentiel et des anticipations des ménages relatives à l'inflation et au chômage pour les 12 prochains mois. Le coût de l'emprunt est approximé par le taux d'intérêt sur les prêts à la consommation. Le modèle est estimé à partir de données allant du premier trimestre 2004 au deuxième trimestre 2024 et inclut une variable muette pour chaque trimestre de 2020. Les derniers points de données se rapportent au deuxième trimestre 2024, à l'exception de la hausse des prix de l'immobilier, qui est estimée pour le deuxième trimestre 2024 à l'aide d'un modèle AR(2) univarié.

La confiance des consommateurs tend à être fortement corrélée à la croissance de la consommation privée. Comme illustré plus haut, la confiance des consommateurs est influencée par des variables qui sont également des déterminants de la consommation privée. Elle reflète donc des informations fondamentales sur l'état actuel et futur de l'économie⁸. Au cours de la période antérieure à la pandémie, par exemple, la confiance des consommateurs était en général fortement corrélée à la croissance trimestrielle de la consommation, en particulier lors des ralentissements économiques⁹.

Le fait que la confiance des consommateurs reste faible suggère que la consommation privée ne s'améliorera que modérément à court terme.

Un modèle d'équation *bridge* reliant la confiance des consommateurs au niveau trimestriel à la croissance trimestrielle de la consommation privée prévoit une légère augmentation des dépenses de consommation au troisième trimestre 2024

⁸ La disponibilité rapide est un avantage évident de l'indice de confiance des consommateurs par rapport aux déterminants de la consommation privée. Cf. également l'encadré intitulé « [La confiance des consommateurs permet-elle de prévoir la consommation privée ?](#) », *Bulletin économique*, n° 5, BCE, 2015.

⁹ Cf. également l'article intitulé « [Indicateurs de confiance et évolutions économiques](#) », *Bulletin mensuel*, BCE, janvier 2013.

(graphique C) ¹⁰. Toutefois, les perspectives de la consommation privée sont assombries par l'incertitude à l'égard de l'évolution des déterminants sous-jacents de la confiance des consommateurs. À l'avenir, la confiance des consommateurs dans la zone euro devrait continuer de s'améliorer, sous l'effet d'un nouveau recul de l'inflation, du soutien apporté par la résistance des marchés du travail et du redressement des revenus réels. Toutefois, les effets du récent cycle de resserrement de la politique monétaire devraient persister pendant un certain temps, et l'incertitude élevée en matière de géopolitique et de politique économique pourrait freiner le redressement de la confiance des consommateurs.

Graphique C

Confiance des consommateurs et croissance de la consommation privée

(échelle de gauche : soldes en pourcentage ; échelle de droite : variations trimestrielles en pourcentage)



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

Notes : Les dernières observations se rapportent au deuxième trimestre 2024 pour la croissance de la consommation privée et au mois d'août 2024 pour la confiance des consommateurs. La ligne rouge représente la prévision de croissance de la consommation privée pour le troisième trimestre 2024 fondée sur un modèle d'équation *bridge* qui régresse la croissance trimestrielle de la consommation privée sur une constante, son propre décalage et la confiance contemporaine des consommateurs au niveau trimestriel, en utilisant des données allant du premier trimestre 1999 au deuxième trimestre 2024 et en incluant une variable muette pour chaque trimestre en 2020. La prévision pour le troisième trimestre 2024 suppose que la confiance des consommateurs en termes trimestriels se situe au niveau moyen de juillet et août.

¹⁰ Une évaluation hors échantillon du modèle de l'équation *bridge* montre que le pouvoir prédictif, mesuré par la racine carrée de l'erreur quadratique moyenne, s'est significativement détérioré pendant la pandémie, mais s'est amélioré à partir de début 2023. En ce qui concerne les composantes de la confiance des consommateurs, l'évaluation montre que les anticipations financières des ménages étaient légèrement plus étroitement corrélées avec la croissance de la consommation privée que la confiance globale des consommateurs avant la pandémie, mais les différences relatives entre le pouvoir prédictif des composantes sont devenues marginales au cours de la période la plus récente. Dans l'ensemble, ces résultats d'évaluation doivent être interprétés avec prudence compte tenu de l'échantillon réduit disponible pour la période la plus récente et réexaminés avec les nouvelles données disponibles. Cf. également l'encadré intitulé « [Le PMI est-il un indicateur fiable pour la prévision en temps réel du PIB en volume de la zone euro ?](#) », *Bulletin économique*, n° 1, BCE, 2024.

Résultats d'une enquête auprès de grandes entreprises sur les tendances du marché du travail et l'adoption de l'IA générative

Agostino Consolo, Guzman Gonzalez-Torres Fernandez, Richard Morris et Christofer Schroeder

Une enquête récente de la BCE a interrogé les grandes sociétés non financières sur les déterminants de certaines caractéristiques essentielles du marché du travail de la zone euro au cours des dernières années.

Ces caractéristiques incluent une tendance accrue des entreprises à citer des difficultés de recrutement ; un niveau élevé et croissant d'emploi malgré la stagnation de l'activité économique (et donc une moindre productivité du travail) ; une baisse notable du nombre moyen d'heures travaillées ; et une augmentation du travail à distance. Cette partie de l'enquête comprenait un ensemble de déclarations générales avec lesquelles les répondants pouvaient être d'accord, tout à fait d'accord, pas d'accord, pas du tout d'accord, ou ni d'accord ni pas d'accord. Il a été demandé aux répondants d'adopter une perspective à moyen terme, en comparant l'environnement actuel avec celui d'il y a cinq ou dix ans. S'ils étaient d'accord ou tout à fait d'accord avec une déclaration générale, ils étaient également invités à répondre à un ensemble de sous-déclarations afin d'en explorer les raisons.

Les entreprises ont également été interrogées sur l'adoption de l'intelligence artificielle générative (IA générative). L'IA générative, dernière avancée dans une phase de rapide évolution technologique, pourrait avoir un impact profond sur le marché du travail et sur la productivité. L'enquête a demandé aux entreprises : a) si elles ont utilisé l'IA générative sur le plan opérationnel ; et, dans l'affirmative, b) depuis quand ; c) quelle part des salariés a utilisé l'IA générative pour le travail au moins une fois par semaine ; et d) quelles ont été les principales motivations de son adoption. L'enquête a été adressée aux entreprises avec lesquelles la BCE entretient des contacts réguliers pour collecter des informations sur les perspectives en matière d'activité, de prix et d'emploi ³⁹. Elle s'est déroulée de fin mai à fin juin 2024 et a reçu 46 réponses.

Les répondants se sont très largement accordés sur le fait que le recrutement était devenu plus difficile ces dernières années, mettant en évidence une pénurie de travailleurs possédant les compétences requises (graphique A).

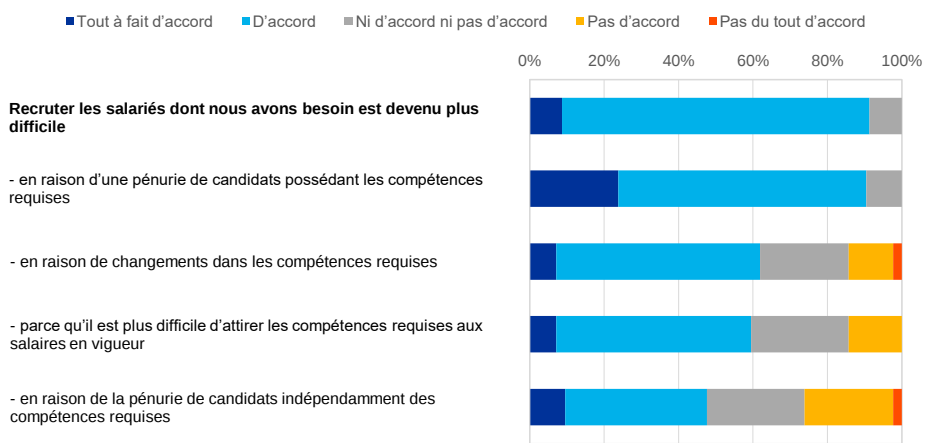
Plus de 90 % d'entre eux sont d'accord ou tout à fait d'accord avec l'affirmation selon laquelle le recrutement des salariés dont ils ont besoin est devenu plus difficile qu'il y a cinq à dix ans, ce qui constitue un indicateur de pénuries généralisées de main-d'œuvre. Parmi ces derniers, 90 % sont d'accord sur le fait qu'il y a une pénurie de candidats possédant les compétences requises, suggérant une pénurie de main-d'œuvre qualifiée. Une part un peu plus faible, mais significative (légèrement inférieure à 50 %), a fait état d'une pénurie générale de candidats,

³⁹ Pour plus d'informations sur la nature et l'objectif de ces contacts, cf. l'article intitulé « Le dialogue de la BCE avec les sociétés non financières », *Bulletin économique*, n° 1, BCE, 2021.

indépendamment des compétences requises. Les entreprises qui ont constaté une pénurie générale de candidats sont principalement celles qui sont actives dans les secteurs des services à forte intensité de main-d'œuvre ou dont la production est importante en Allemagne. S'agissant des facteurs de demande, environ deux tiers des répondants ont reconnu que les changements dans les compétences requises ont accru les difficultés à embaucher, tandis que près de 60 % des répondants ont déclaré que les taux de salaire en vigueur rendent plus difficile d'attirer des salariés possédant les compétences requises.

Graphique A
Synthèse des réponses relatives aux pénuries de main-d'œuvre

(pourcentages de réponses)



Source : BCE.
Notes : Les barres indiquent les pourcentages de répondants ayant donné chacune des cinq réponses possibles. Tous les répondants ont été invités à répondre à l'affirmation générale en gras. S'ils étaient d'accord ou tout à fait d'accord, ils ont également été invités à répondre aux sous-déclarations. Les parts dans les sous-déclarations se rapportent au sous-ensemble de répondants qui étaient d'accord ou tout à fait d'accord avec la déclaration générale.

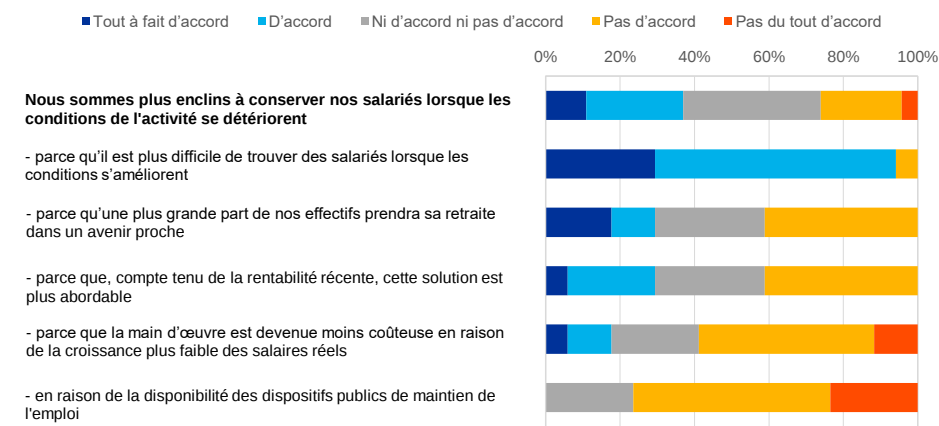
Un peu plus d'un tiers des répondants ont reconnu que leurs entreprises étaient plus enclines à conserver leurs salariés lorsque les conditions de l'activité se détérioraient, la quasi-totalité d'entre elles expliquant anticiper ainsi la difficulté de recruter lorsque les conditions s'amélioreraient (graphique B). Cela indique un lien étroit entre le maintien de sureffectifs et les pénuries de main-d'œuvre. Il y a eu davantage de réponses « pas d'accord » que « d'accord » pour chacune des autres sous-déclarations, même si environ la moitié des entreprises qui étaient plus enclines à conserver leur personnel ont reconnu qu'au moins un autre facteur était pertinent. Environ un tiers des entreprises ont déclaré que l'augmentation attendue des départs en retraite dans un avenir proche était un facteur à prendre en compte. Une part similaire a convenu que le niveau récent de la rentabilité a rendu le maintien des effectifs plus abordable, et environ 20 % ont reconnu que la faible croissance des salaires réels constituait une motivation. Cela vient conforter, quoique de façon limitée, les analyses antérieures de l'importance de ces facteurs pour la résilience de l'emploi depuis fin 2022 ⁴⁰.

⁴⁰ Cf. les encadrés intitulés « L'augmentation des marges bénéficiaires a aidé les entreprises à maintenir leur sureffectifs » et « Les déterminants de la croissance de l'emploi dans la zone euro après la pandémie – une perspective fondée sur un modèle », Bulletin économique, n° 4, BCE, 2024.

Aucun répondant n’a été d’accord avec l’affirmation selon laquelle les dispositifs publics de maintien de l’emploi ont été un facteur contributif.

Graphique B
Synthèse des réponses relatives au maintien de sureffectifs

(pourcentages de réponses)



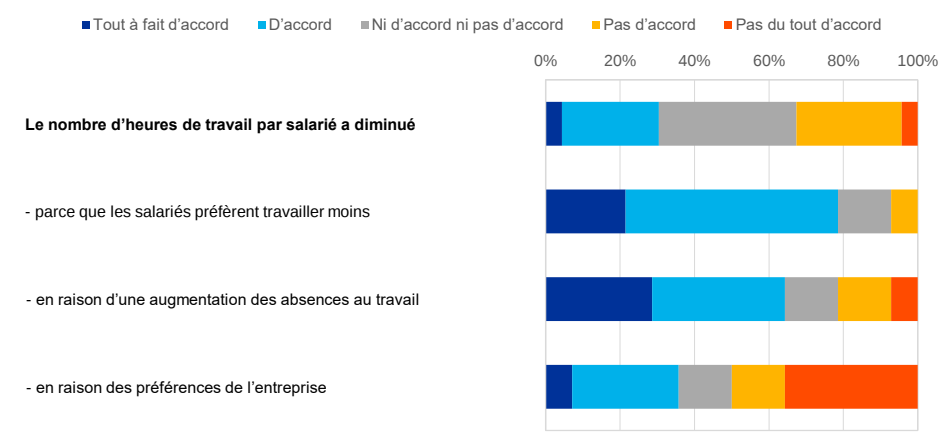
Source : BCE.
Note : Cf. les notes du graphique A.

Parmi les répondants qui sont convenus que le nombre d’heures travaillées par salarié avait diminué, la principale raison invoquée a été la préférence des salariés de travailler moins (graphique C). 80 % de ceux qui ont reconnu que le nombre d’heures travaillées avait diminué ont déclaré que cela résultait (au moins en partie) du fait que les salariés préféreraient travailler moins, et deux tiers ont perçu l’augmentation des absences au travail comme un facteur. En revanche, seul un tiers a déclaré que cette baisse reflétait les préférences de l’entreprise (tandis que plus de la moitié n’étaient pas d’accord avec cette sous-affirmation, dont un tiers n’était pas du tout d’accord).

Graphique C

Synthèse des réponses relatives au nombre d'heures travaillées

(pourcentages de réponses)



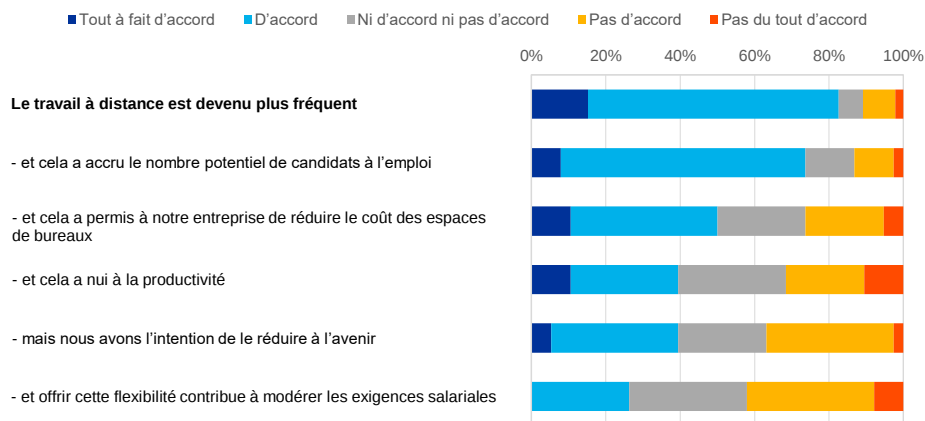
Source : BCE.
 Note : Cf. les notes du graphique A.

Les répondants ont confirmé l’augmentation généralisée du travail à distance, la plupart étant d’accord sur le fait que cela a accru le nombre potentiel de candidats à l’emploi (graphique D). Sur un peu plus de 80 % des entreprises interrogées déclarant que le travail à distance était devenu plus fréquent, les trois quarts ont estimé que cela avait accru le nombre potentiel de candidats à l’emploi. Environ la moitié ont déclaré que cela avait permis à leur entreprise de réduire les espaces de bureaux et les coûts fixes associés. En revanche, seul un quart était d’accord avec le fait que cela avait contribué à modérer les exigences salariales, tandis que près de la moitié n’étaient pas d’accord. Environ 40 % étaient d’accord avec l’affirmation selon laquelle l’augmentation du travail à distance a nui à la productivité (une part similaire des répondants indiquant qu’ils avaient l’intention de réduire le travail à distance à l’avenir), tandis qu’un peu plus de 30 % n’étaient pas d’accord.

Graphique D

Synthèse des réponses relatives au travail à distance

(pourcentages de réponses)



Source : BCE.

Note : Cf. les notes du graphique A.

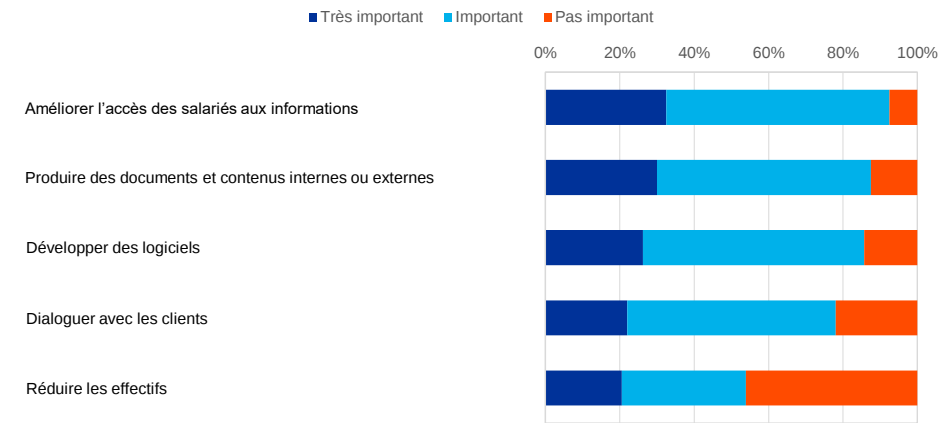
S'agissant des questions relatives à l'utilisation de l'IA générative, près des trois quarts des répondants ont déclaré que leurs entreprises utilisaient déjà cette technologie, et leurs motivations étaient multiples (graphique E).

Parmi ceux qui utilisent déjà l'IA générative sur le plan opérationnel, la plupart ont commencé relativement récemment, avec une augmentation significative du recours à cette technologie en 2023. Environ la moitié ont estimé que pas plus de 10 % de leurs effectifs utilisaient l'IA générative au moins une fois par semaine, tandis que seulement 6 % situaient la part de leurs effectifs utilisant régulièrement cette technologie à plus de 25 %. S'agissant des principales motivations ayant conduit à l'adoption de l'IA générative, l'amélioration de l'accès des salariés à l'information occupe la première place, étant considérée comme importante ou très importante par plus de 90 % des répondants. Elle est suivie de très près par l'utilisation de l'IA générative pour produire du contenu, développer des logiciels et dialoguer avec les clients. Environ la moitié de ceux qui utilisent cette technologie ont reconnu que la réduction des effectifs était également une motivation importante. En outre, plusieurs répondants ont souligné que l'utilisation de l'IA générative était encore dans une phase expérimentale, les entreprises apprenant et cherchant à identifier des cas d'usages leur permettant d'accroître la productivité, la qualité et l'efficacité.

Graphique E

Synthèse des réponses relatives aux principales motivations ayant conduit à adopter l'IA générative

(pourcentages de réponses)



Source : BCE.
Note : Les barres indiquent les pourcentages de répondants ayant donné chacune des trois réponses possibles.

Les évolutions récentes des salaires et le rôle du glissement des salaires (*wage drift*)

Colm Bates, Katalin Bodnár et Kathinka Schlieker

Le suivi des salaires est un élément clé de l'approche de la BCE pour analyser les perspectives d'inflation. Cela reflète le rôle majeur des salaires dans la dynamique de l'inflation sous-jacente, en particulier celle de la composante services, qui est restée persistante. Les perspectives de poursuite de la désinflation présentées dans les projections macroéconomiques de septembre 2024 établies par les services de la BCE sont fondées, entre autres, sur l'anticipation d'un ralentissement de la croissance des salaires.

La croissance des salaires a été élevée dans la zone euro depuis la réouverture de l'économie après la pandémie, reflétant également le choc inflationniste qui a suivi le début de la guerre injustifiée menée par la Russie contre l'Ukraine, mais elle montre à présent des signes de ralentissement.

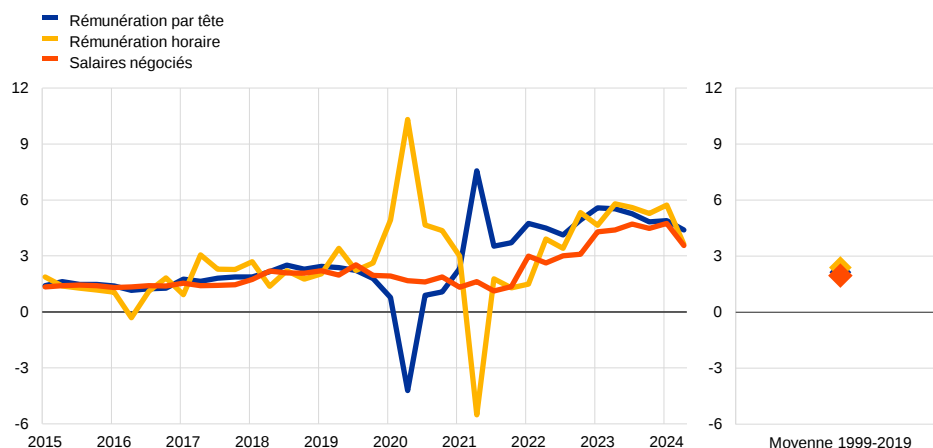
Le taux de croissance annuel de la rémunération par tête constitue un indicateur clé de l'évaluation de la croissance des salaires dans la zone euro. Ce taux s'est accéléré par étapes pour atteindre le niveau élevé de 5,5 % au deuxième trimestre 2023, mais il s'est ralenti pour revenir à 4,8 % au premier trimestre 2024 puis à 4,3 % au deuxième trimestre, soit une modération légèrement plus marquée que prévu dans les projections de septembre des services de la BCE. D'autres mesures des salaires, telles que la rémunération horaire, montrent également des signes de ralentissement. En dépit de cette modération, les taux de croissance sont restés élevés pour les différents indicateurs, à près du double de leurs moyennes historiques (environ 2,1 % pour tous les indicateurs). La moyenne de long terme inclut également des périodes de faible croissance des salaires et ne doit donc pas être utilisée pour indiquer une cible. En conséquence, les taux de croissance demeurent également supérieurs à la croissance des salaires compatible avec la cible d'inflation de 2 % et une croissance de la productivité de 1 %. Cela reflète principalement la forte incidence de la compensation de l'inflation élevée passée et le rattrapage correspondant des salaires réels (graphique A). Les différences entre la croissance de la rémunération par tête et celle des salaires négociés mettent en évidence le rôle du glissement des salaires (*wage drift*) pour expliquer la dynamique des salaires ¹.

¹ Cf. également l'encadré intitulé « Évolutions récentes du glissement conjoncturel des salaires dans la zone euro », *Bulletin économique*, n° 8, BCE, 2018.

Graphique A

Indicateurs des coûts de main-d'œuvre dans la zone euro

(taux de croissance annuels en pourcentage)



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

Note : Les dernières observations se rapportent au deuxième trimestre 2024.

Par définition, le glissement des salaires prend en compte tous les éléments des salaires et traitements par tête effectivement versés, tels que les primes individuelles et les heures supplémentaires, qui ne sont pas couverts par les salaires négociés collectivement. La croissance de la rémunération par tête peut être décomposée entre les contributions des salaires et traitements et les cotisations sociales patronales. La croissance des salaires et traitements par tête correspond, quant à elle, à la croissance des salaires négociés et au glissement des salaires, ce dernier étant calculé comme la différence entre la croissance des salaires et traitements par tête et la croissance des salaires négociés. La série relative aux salaires négociés pour la zone euro prend en compte les résultats des processus de négociation collective en termes de variations de la rémunération d'un employé moyen ou représentatif dans les secteurs couverts. Elle inclut également les paiements ponctuels lorsque ceux-ci sont couverts par les conventions collectives. Les salaires et traitements comportent cependant d'autres composantes qui ne sont pas couvertes par les conventions collectives, notamment les primes individuelles et les augmentations de salaire liées à des promotions. Ces évolutions sont prises en compte dans la croissance effective des salaires et traitements par tête et, par conséquent, dans le glissement des salaires. Au niveau agrégé, le glissement des salaires reflète également des éléments tels que les différences entre la croissance des salaires négociés individuellement et celle des salaires négociés collectivement, dont l'importance augmente avec la diminution du nombre de travailleurs couverts par les négociations collectives (et inversement). Enfin, dans la mesure où les salaires négociés reflètent la rémunération d'un employé représentatif ou moyen à temps plein, le glissement des salaires prend également en compte les variations du nombre moyen d'heures travaillées (par exemple en raison d'heures supplémentaires ou du fait d'un changement entre travail à temps plein et à travail temps partiel) qui déterminent la rémunération effective. Certains de ces facteurs impliquent que le glissement des salaires peut refléter les évolutions à court terme des conditions économiques plus rapidement que les salaires négociés, qui sont

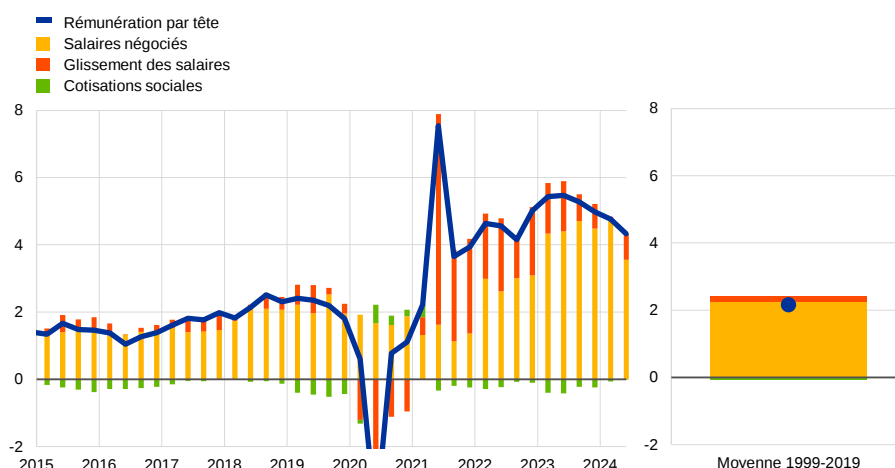
généralement fixés pour une certaine durée à venir. Le glissement des salaires constitue donc un élément important de l'analyse de la croissance effective de la rémunération des salariés.

La récente modération de la croissance de la rémunération par tête résulte d'une atténuation du glissement des salaires. Ce dernier a été un déterminant important de la croissance de la rémunération par tête à la suite de la forte hausse de l'inflation, ce qui peut refléter le fait que la compensation de cette évolution a été mise en œuvre plus tôt pour les contrats négociés individuellement ou qu'elle est intervenue de manière anticipée (éventuellement sur une base volontaire) pour les contrats négociés collectivement. Les salaires négociés ont pris la relève du glissement des salaires pour alimenter la pression à la hausse sur la croissance de la rémunération par tête en 2023 et ils ont continué de le faire au deuxième trimestre 2024 (graphique B). Cette évolution de l'importance relative est conforme à la notion selon laquelle la compensation de l'inflation a, au fil du temps, été « réaffectée » de la composante « glissement des salaires » vers les salaires négociés, sous la forme tant d'augmentations des salaires de base que de paiements ponctuels. La contribution du glissement des salaires à la croissance de la rémunération par tête est ressortie en moyenne à 1,5 point de pourcentage en 2022-2023, un niveau nettement supérieur à la contribution observée avant la pandémie, et, en dépit d'une certaine volatilité, les niveaux récents restent supérieurs à la moyenne d'avant la pandémie (0,2 point de pourcentage entre 1999 et 2019).

Graphique B

Décomposition de la croissance de la rémunération par tête

(taux de croissance annuels en pourcentage et contributions en points de pourcentage)



Sources : Eurostat et calculs des services de la BCE.

Notes : Dans la partie gauche, l'échelle a été tronquée à la baisse pour une meilleure lisibilité. La croissance de la rémunération par tête s'établissait à -4,2 % au deuxième trimestre 2020. Les dernières observations se rapportent au deuxième trimestre 2024.

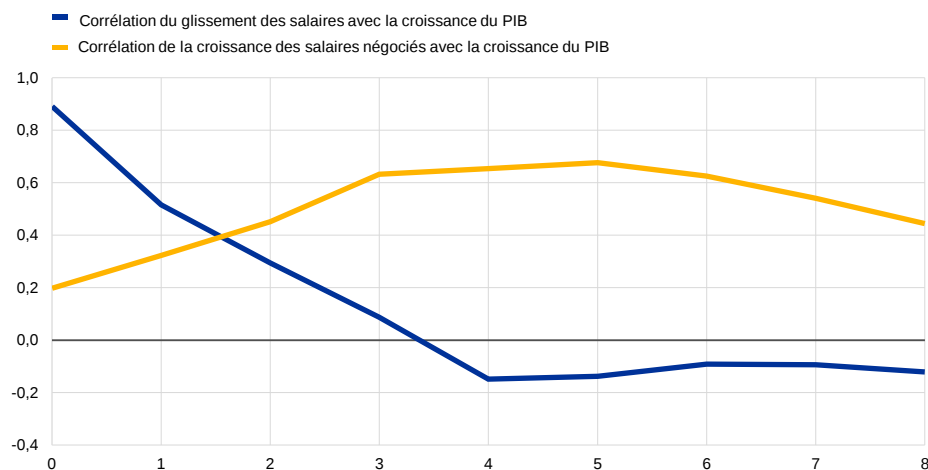
La période récente constitue donc un exemple de la manière dont les conditions économiques se reflètent plus rapidement dans le glissement des salaires que dans la croissance des salaires négociés. Généralement, sur un marché du travail tendu où les employeurs souhaitent conserver et récompenser les employés, les entreprises pourraient proposer aux salariés nouvellement recrutés ou

déjà en place des échelles de rémunération supérieures à celles prévues par les conventions collectives en vigueur, accorder aux salariés des promotions à des échelons plus élevés dans les grilles de salaires négociées collectivement, ou simplement verser des primes en plus des salaires convenus. En outre, les salariés non couverts par des conventions collectives pourraient être en mesure de négocier des ajustements de salaire plus rapidement que les syndicats, qui sont tenus par la durée des contrats. Ces deux facteurs accentueraient le glissement des salaires. La probabilité que toutes ces évolutions se produisent augmente dans une situation où des tensions sur le marché du travail coexistent avec d'importantes pertes de salaire réel dues à l'inflation élevée. Cependant, au fur et à mesure que la croissance des salaires négociés s'ajuste à la demande de compensation de l'inflation, la contribution du glissement des salaires se ralentit, entraînant au final des mouvements opposés des deux principales composantes de la croissance des salaires. Une analyse de corrélation simple capture ce phénomène dans une réaction du glissement des salaires au cycle d'activité qui intervient plus tôt par rapport aux salaires négociés. Le graphique C montre que le glissement des salaires présente une corrélation instantanée positive élevée avec la croissance du PIB, qui diminue par la suite, tandis que la croissance des salaires négociés réagit avec un décalage de plusieurs trimestres.

Graphique C

Corrélation du glissement des salaires et des salaires négociés avec la croissance du PIB en volume

(coefficient de corrélation des taux de croissance annuels)



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

Notes : L'axe des abscisses présente le nombre de trimestres de décalage du glissement des salaires et de la croissance des salaires négociés par rapport à la croissance du PIB. Les calculs sont fondés sur des données allant de 1999 au deuxième trimestre 2024. Les résultats ne changent pas fondamentalement si l'on considère uniquement la période qui a précédé la pandémie (du premier trimestre 1999 au quatrième trimestre 2019).

Le nombre moyen d'heures travaillées est l'un des canaux par lesquels le cycle d'activité affecte le glissement des salaires.

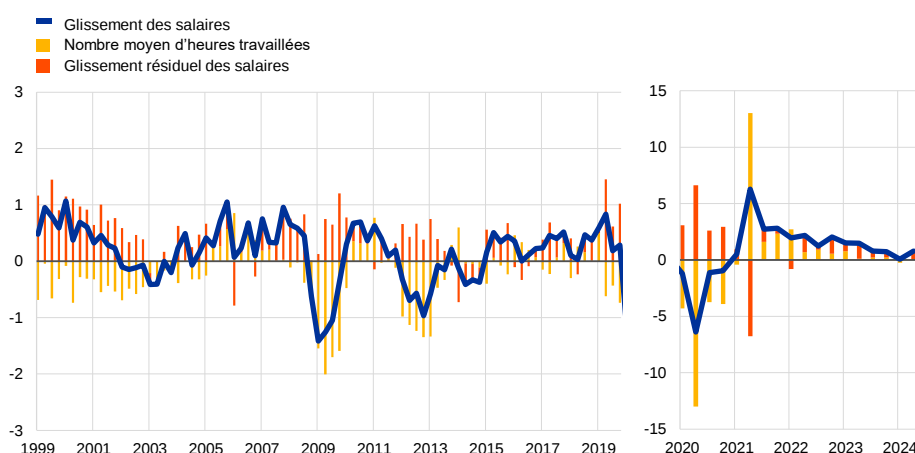
Lorsque les entreprises enregistrent une augmentation de la demande, la réponse initiale consiste normalement à demander aux employés de travailler un plus grand nombre d'heures. Les heures supplémentaires rémunérées se reflètent ensuite dans le glissement des salaires. La forte contribution du nombre moyen d'heures travaillées au glissement des salaires immédiatement après la pandémie ne s'explique toutefois

pas par cet effet conjoncturel, mais par le redressement du nombre moyen d'heures travaillées lié à la diminution de la participation aux dispositifs de maintien de l'emploi (graphique D). Cet impact s'est atténué récemment, contribuant à un ralentissement du glissement des salaires. Toutefois, l'écart entre le glissement des salaires et la croissance du nombre moyen d'heures travaillées a également été légèrement plus important récemment, soulignant le rôle de la compensation de l'inflation.

Graphique D

Décomposition du glissement des salaires entre la croissance du nombre moyen d'heures travaillées et les autres facteurs

(croissance annuelle en pourcentage et contributions en points de pourcentage)



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

Note : Les dernières observations se rapportent au deuxième trimestre 2024.

Lors de l'interprétation des évolutions du glissement des salaires, il convient également de garder à l'esprit certains facteurs techniques. Les salaires et traitements moyens – et donc le glissement des salaires – peuvent évoluer lorsque des secteurs ou des niveaux de compétence sont associés à des taux de rémunération différents et que la composition de l'emploi dans ces différentes catégories change. Par exemple, durant la pandémie, l'emploi dans les secteurs liés au tourisme, qui affichent généralement des taux de salaire relativement bas, a été affecté négativement, ce qui a probablement eu un effet haussier sur la croissance de la rémunération par tête, qui se reflète ensuite dans le glissement des salaires, le rendant légèrement contracyclique et compensant partiellement d'autres facteurs procycliques. De plus, le calcul du glissement des salaires repose sur la différence entre deux indicateurs pour lesquels la couverture des pays est différente : la série relative aux salaires négociés est agrégée à partir de données nationales non harmonisées et ne couvre pas tous les pays de la zone euro, tandis que la rémunération par tête est calculée à partir du Système européen des comptes, qui couvre l'ensemble des pays de manière harmonisée². En raison de cette différence de couverture, le glissement des salaires inclut un biais d'agrégation, reflétant, par exemple, le fait que les États baltes ne disposent pas de données relatives aux

² La série relative aux salaires négociés dans la zone euro est compilée par la BCE sur la base de neuf pays (l'Autriche, la Belgique, l'Allemagne, l'Espagne, la Finlande, la France, l'Italie, les Pays-Bas et le Portugal) et couvre environ 94 % de la rémunération des salariés dans la zone euro.

salaires convenus collectivement, mais ont enregistré une croissance de la rémunération par tête très élevée ³. Ce biais est normalement très faible, mais il a été légèrement plus important au cours des derniers trimestres (0,2 point de pourcentage en moyenne entre le premier trimestre 2022 et le deuxième trimestre 2024) qu'avant la pandémie (0,1 point de pourcentage entre 1999 et 2019). Enfin, comme déjà évoqué précédemment, l'effet sur la rémunération par tête des dispositifs de maintien de l'emploi mis en place durant la pandémie s'est principalement reflété dans le glissement des salaires, les salaires négociés n'ayant pas été affectés par ces distorsions ⁴.

En résumé, la croissance de la rémunération par tête peut être divisée globalement entre la croissance des salaires négociés et le glissement des salaires, ce dernier devançant la première au cours du cycle économique.

Même si la zone euro continue de connaître des niveaux historiquement élevés de croissance de la rémunération par tête, nous nous trouvons actuellement à un point du processus de désinflation où les tensions à la hausse liées au glissement des salaires s'atténuent. La compensation de l'inflation étant de plus en plus intégrée dans les négociations collectives, c'est plutôt la forte croissance des salaires négociés qui soutient les niveaux actuels de croissance de la rémunération par tête. La poussée inflationniste étant passée, il pourrait y avoir un rattrapage résiduel des salaires réels, mais les pressions à la hausse sur la croissance des salaires négociés devraient s'atténuer.

³ Alors que dans la plupart des pays de la zone euro une majorité de travailleurs sont couverts par des conventions collectives sectorielles, dans quelques pays, une majorité d'employés sont couverts par des négociations au niveau de l'entreprise. Cf. également Górnicka (L.) et Koester (G.) (eds.), « *A forward-looking tracker of negotiated wages in the euro area* », *Occasional Paper Series*, n° 338, BCE, février 2024.

⁴ Les révisions de la croissance de la rémunération par tête se reflètent également principalement dans le glissement des salaires, les données relatives à la croissance des salaires négociés étant révisées dans une moindre mesure.

Conditions de la liquidité et opérations de politique monétaire du 17 avril au 23 juillet 2024

Samuel Bieber et Christian Lizarazo

Cet encadré décrit les conditions de la liquidité et les opérations de politique monétaire de l'Eurosystème durant les troisième et quatrième périodes de constitution de réserves de 2024. Ces deux périodes de constitution se sont déroulées du 17 avril au 23 juillet 2024 (la « période sous revue »).

L'excédent de liquidité moyen dans le système bancaire de la zone euro a continué à diminuer, à 3 176,5 milliards d'euros durant la période sous revue. Cela s'explique par l'arrivée à échéance de la huitième opération de la troisième série d'opérations de refinancement à long terme ciblées (TLTRO III.8) et par les remboursements anticipés, par les banques, d'encours dans le cadre d'autres opérations TLTRO III le 26 juin 2024. La fourniture de liquidité a également baissé, en raison d'une diminution des avoirs au titre des programmes d'achats d'actifs (*asset purchase programmes*, APP) résultant de l'arrêt des réinvestissements dans le cadre de l'APP début juillet 2023. Les encours au titre du programme d'achats d'urgence face à la pandémie (*Pandemic emergency purchasing programme*, PEPP) ont également commencé à diminuer à partir de début juillet, les remboursements au titre du principal des titres arrivant à échéance n'étant désormais que partiellement réinvestis. La réduction de la fourniture de liquidité a été partiellement compensée par la baisse continue du solde des facteurs autonomes.

Besoins de liquidité

Au cours de la période sous revue, le besoin moyen de refinancement quotidien du système bancaire, qui correspond à la somme du solde des facteurs autonomes et des réserves obligatoires, a diminué de 47,1 milliards d'euros pour s'établir à 1 484,0 milliards. Cela résulte presque entièrement d'une baisse de 47,2 milliards d'euros du solde des facteurs autonomes, qui s'est établi à 1 322,5 milliards (cf. la section du tableau A intitulée « Autres informations fondées sur la liquidité »), en raison d'une augmentation des facteurs autonomes d'apport de liquidité qui n'a pas été intégralement compensée par une hausse des facteurs autonomes de retrait de liquidité. Les réserves obligatoires ont légèrement augmenté, de 0,1 milliard d'euros, ressortant à 161,6 milliards.

Les facteurs autonomes de retrait de liquidité ont augmenté de 20,8 milliards d'euros au cours de la période sous revue, pour s'établir à 2 640,6 milliards, principalement en raison d'une hausse des autres facteurs autonomes.

En moyenne, les autres facteurs autonomes nets ont augmenté de 47,5 milliards d'euros. Cette évolution s'explique principalement par une augmentation des comptes de réévaluation de 66,4 milliards d'euros liée à la hausse des prix de l'or, dont l'impact sur la liquidité a été largement compensé par une augmentation des avoirs extérieurs nets. Les dépôts des administrations publiques, qui ont diminué en

moyenne de 36,9 milliards d’euros au cours de la période sous revue pour s’établir à 117,7 milliards, ont donc été le principal déterminant de la baisse du solde des facteurs autonomes (cf. la section du tableau A intitulée « Autres informations fondées sur la liquidité »). Cette diminution reflète la poursuite de la normalisation du volume global des dépôts détenus par les trésors publics nationaux auprès de l’Eurosystème, également stimulée par la modification de la rémunération entrée en vigueur le 1^{er} mai 2023 et confirmée par la suite par le Conseil des gouverneurs le 16 avril 2024 (cf. Bulletin économique, n° 4, 2024). La valeur moyenne des billets en circulation a augmenté de 10,3 milliards d’euros au cours de la période sous revue pour s’établir à 1 554,9 milliards. La demande de billets s’est stabilisée à des niveaux inférieurs après avoir atteint un pic à un peu plus de 1 600 milliards d’euros en juillet 2022.

Les facteurs autonomes d’apport de liquidité ont augmenté de 68,3 milliards d’euros, pour s’établir à 1 318,6 milliards, principalement en raison d’une augmentation de 65,8 milliards des avoirs extérieurs nets. La hausse des avoirs extérieurs nets s’explique par une augmentation moyenne de la valeur des réserves d’or de 61,4 milliards d’euros imputable au renchérissement de l’or. Les actifs nets libellés en euros ont légèrement augmenté, de 2,5 milliards d’euros, au cours de la période sous revue.

Tableau A
Conditions de la liquidité dans l’Eurosystème

Engagements	Période sous revue actuelle : du 17 avril au 23 juillet 2024						Précédente période sous revue : du 31 janvier au 16 avril 2024	
	Troisième et quatrième périodes de constitution		Troisième période de constitution : du 17 avril au 11 juin 2024		Quatrième période de constitution : du 12 juin au 23 juillet 2024		Première et deuxième périodes de constitution	
Facteurs autonomes de retrait de liquidité	2 640,6	(+20,8)	2 632,4	(+14,1)	2 651,5	(+19,1)	2 619,7	(-33,7)
Billets en circulation	1 554,9	(+10,3)	1 551,5	(+5,2)	1 559,5	(+8,0)	1 544,6	(-9,1)
Dépôts des administrations publiques	117,7	(-36,9)	119,5	(-18,3)	115,2	(-4,3)	154,6	(-27,7)
Autres facteurs autonomes (nets) ¹⁾	968,0	(+47,5)	961,4	(+27,2)	976,8	(+15,4)	920,6	(+3,1)
Excédent des avoirs en compte courant par rapport aux réserves obligatoires	5,7	(-1,3)	5,4	(-1,4)	6,2	(+0,8)	7,0	(-1,1)
Réserves obligatoires ²⁾	161,6	(+0,1)	161,3	(-0,3)	161,9	(+0,7)	161,5	(-1,7)
Facilité de dépôt	3 170,8	(-250,6)	3 214,0	(-124,0)	3 113,2	(-100,7)	3 421,3	(-99,1)
Opérations de réglage fin de retrait de liquidité	0,0	(+0,0)	0,0	(+0,0)	0,0	(+0,0)	0,0	(+0,0)

Source : BCE.
Notes : Tous les chiffres du tableau sont arrondis à la centaine de millions d’euros la plus proche. Les chiffres entre parenthèses indiquent la variation par rapport à la précédente période sous revue ou de constitution.
1) Calculé comme la somme des comptes de réévaluation, autres créances et engagements des résidents de la zone euro, capital et réserves.
2) Cette rubrique qui figure pour mémoire n’apparaît pas au bilan de l’Eurosystème et ne doit donc pas être prise en compte dans le calcul du total des engagements.

Avoirs

(moyennes ; en milliards d'euros)

	Période sous revue actuelle : du 17 avril au 23 juillet 2024						Précédente période sous revue : du 31 janvier au 16 avril 2024
	Troisième et quatrième périodes de constitution		Troisième période de constitution : du 17 avril au 11 juin 2024		Quatrième période de constitution : du 12 juin au 23 juillet 2024		Première et deuxième périodes de constitution
Facteurs autonomes d'apport de liquidité	1 318,6	(+68,3)	1 311,3	(+39,1)	1 328,3	(+17,1)	1 250,3 (+64,1)
Avoirs extérieurs nets	1 045,4	(+65,8)	1 031,7	(+36,2)	1 063,7	(+32,1)	979,6 (+34,8)
Avoirs nets libellés en euros	273,2	(+2,5)	279,6	(+2,9)	264,6	(-15,0)	270,7 (+29,3)
Instruments de politique monétaire	4 660,5	(-299,0)	4 702,3	(-150,3)	4 604,9	(-97,4)	4 959,5 (-199,9)
Opérations d'open market	4 660,5	(-299,0)	4 702,3	(-150,3)	4 604,9	(-97,4)	4 959,5 (-199,9)
Opérations de crédit	134,0	(-199,9)	151,6	(-100,6)	110,6	(-40,9)	334,0 (-123,5)
MRO	3,9	(-0,0)	2,5	(-0,3)	5,7	(+3,2)	3,9 (-3,7)
LTRO	7,7	(+1,3)	8,1	(+0,2)	7,0	(-1,2)	6,4 (+2,0)
TLTRO III	122,5	(-201,2)	140,9	(-100,5)	97,9	(-43,0)	323,7 (-121,8)
Portefeuilles d'achats fermes de titres ¹⁾	4 526,5	(-99,0)	4 550,7	(-49,7)	4 494,3	(-56,5)	4 625,5 (-76,5)
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. « MRO » correspond aux opérations principales de refinancement, « LTRO » aux opérations de refinancement à plus long terme et « TLTRO III » à la troisième série d'opérations de refinancement à plus long terme ciblées.
1) Avec l'arrêt des achats nets d'actifs, la décomposition de chaque portefeuille d'achats fermes de titres n'est plus présentée.

Autres informations fondées sur la liquidité

(moyennes ; en milliards d'euros)

	Période sous revue actuelle : du 17 avril au 23 juillet 2024						Précédente période sous revue : du 31 janvier au 16 avril 2024
	Troisième et quatrième périodes de constitution		Troisième période de constitution : du 17 avril au 11 juin 2024		Quatrième période de constitution : du 12 juin au 23 juillet 2024		Première et deuxième périodes de constitution
Besoin global de financement ¹⁾	1 484,0	(-47,1)	1 482,9	(-25,1)	1 485,5	(+2,6)	1 531,2 (-99,7)
Solde des facteurs autonomes ²⁾	1 322,5	(-47,2)	1 321,6	(-24,8)	1 323,6	(+1,9)	1 369,7 (-98,0)
Excédent de liquidité ³⁾	3 176,5	(-251,8)	3 219,3	(-125,3)	3 119,4	(-100,0)	3 428,3 (-100,2)

Source : BCE.
Notes : Tous les chiffres du tableau sont arrondis à la centaine de millions d'euros la plus proche. Les chiffres entre parenthèses indiquent la variation par rapport à la précédente période sous revue ou de constitution.
1) Calculé comme la somme du solde des facteurs autonomes et des réserves obligatoires.
2) Calculé comme la différence entre les facteurs autonomes de la liquidité du côté des engagements et les facteurs autonomes de la liquidité du côté des avoirs. Dans ce tableau, le solde des facteurs autonomes inclut également les « éléments en cours de règlement ».
3) Calculé comme la somme de l'excédent des avoirs en compte courant par rapport aux réserves obligatoires et du recours à la facilité de dépôt moins le recours à la facilité de prêt marginal.

Évolutions des taux d'intérêt

(moyennes ; pourcentages et points de pourcentage)

	Période sous revue actuelle : du 17 avril au 23 juillet 2024				Précédente période sous revue : du 31 janvier au 16 avril 2024			
	Troisième période de constitution : du 17 avril au 11 juin 2024		Quatrième période de constitution : du 12 juin au 23 juillet 2024		Première période de constitution : du 31 janvier au 12 mars 2024		Deuxième période de constitution : du 13 mars du 16 avril 2024	
MRO	4,50	(+0,00)	4,25	(-0,25)	4,50	(+0,00)	4,50	(+0,00)
Facilité de prêt marginal	4,75	(+0,00)	4,50	(-0,25)	4,75	(+0,00)	4,75	(+0,00)
Facilité de dépôt	4,00	(+0,00)	3,75	(-0,25)	4,00	(+0,00)	4,00	(+0,00)
€STR	3,907	(-0,000)	3,663	(-0,244)	3,907	(+0,01)	3,907	(+0,000)
RepoFunds Rate Euro	3,953	(+0,007)	3,714	(-0,239)	3,955	(+0,049)	3,947	(-0,008)

Sources : BCE, CME Group et Bloomberg.

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

Fourniture de liquidité par le biais des instruments de politique monétaire

Le montant moyen de la liquidité fournie par le biais des instruments de politique monétaire a diminué de 299,0 milliards d’euros, pour s’établir à 4 660,5 milliards au cours de la période sous revue (graphique A). La baisse de l’offre de liquidité résulte principalement d’une diminution des opérations de crédit et, dans une moindre mesure, d’une réduction des portefeuilles d’achats fermes de titres.

Le montant moyen de liquidité fournie par le biais d’opérations de crédit a diminué de 199,9 milliards d’euros, pour s’établir à 134,0 milliards au cours de la période sous revue. Cela reflète largement la baisse des encours des TLTRO III résultant de l’arrivée à échéance des TLTRO III.8 (47,4 milliards d’euros) et des remboursements anticipés d’autres fonds TLTRO III (17,1 milliards d’euros) le 26 juin 2024. L’encours moyen des opérations de refinancement à long terme (LTRO) d’une durée de trois mois de l’Eurosystème a légèrement augmenté, de 1,3 milliard d’euros, tandis que le stock des opérations principales de refinancement (MRO) est resté globalement inchangé. La participation limitée des banques à ces opérations régulières et leur capacité à rembourser des montants significatifs de fonds TLTRO sans se tourner vers des opérations de refinancement régulières reflètent la situation de liquidité globalement confortable des banques et la disponibilité d’autres sources de financement à des taux attractifs.

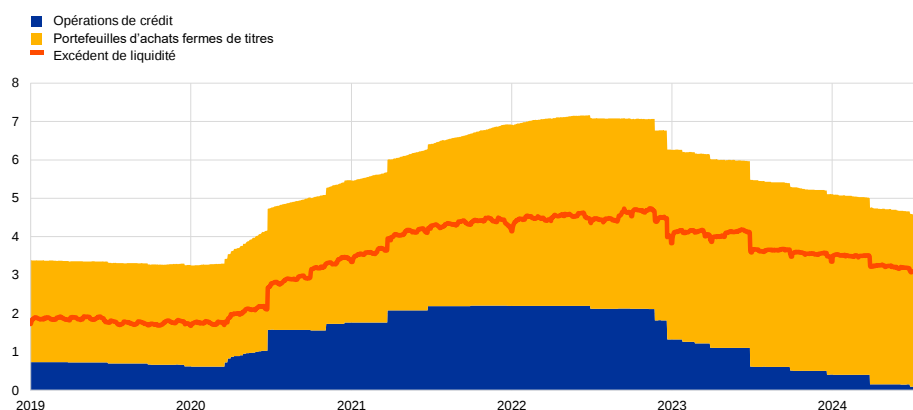
Le montant moyen de la liquidité fournie par le biais des encours des portefeuilles d’achats fermes de titres a diminué de 99,0 milliards d’euros, pour s’établir à 4 526,5 milliards d’euros, durant la période sous revue. Cela résulte de l’arrêt des réinvestissements dans le cadre de l’APP à compter

du 1^{er} juillet 2023 et, dans une moindre mesure, de réinvestissements partiels au titre du PEPP à compter du 1^{er} juillet 2024^{1,2}.

Graphique A

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

(montants en milliards d'euros)



Source : BCE.

Note : les dernières observations se rapportent au 23 juillet 2024.

Excédent de liquidité

L'excédent moyen de liquidité a diminué de 251,8 milliards d'euros au cours de la période sous revue pour s'établir à 3 176,5 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 à 4 748 milliards d'euros en novembre 2022, l'excédent de liquidité a diminué de façon constante.

Évolutions des taux d'intérêt

Le Conseil des gouverneurs a réduit les trois taux d'intérêt directeurs de la BCE de 25 points de base chacun, à compter du 12 juin 2024. Les taux de la facilité de dépôt, des MRO et de la facilité de prêt marginal se sont établis à 3,75 %, 4,25 % et 4,50 %, respectivement, à la fin de la période sous revue.

¹ 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.

² En juin 2024, le Conseil des gouverneurs a confirmé que la BCE ne réinvestirait que partiellement les remboursements au titre du principal des titres arrivant à échéance dans le cadre du PEPP au second semestre 2024 et qu'elle cesserait complètement les réinvestissements fin 2024.

Le taux moyen à court terme de l'euro (€STR) a reflété les baisses des taux directeurs, tout en maintenant un écart stable avec le taux de la facilité de dépôt de la BCE. En moyenne, l'€STR s'est échangé 9,0 points de base au-dessous du taux de la facilité de dépôt tout au long de la période sous revue, contre 9,3 points de base en moyenne lors des deux premières périodes de constitution de 2024.

Le taux *repo* moyen dans la zone euro, mesuré par l'indice RepoFunds Rate Euro, est resté proche du taux de la facilité de dépôt. En moyenne, le taux *repo* s'est établi 4,2 points de base au-dessous du taux de la facilité de dépôt au cours de la période sous revue, contre une moyenne de 4,9 points de base lors des deux premières périodes de constitution de 2024. Cela reflète l'inversion en cours des facteurs qui exercent une pression à la baisse sur les taux *repo*, tels que l'augmentation des émissions nettes depuis le début de l'année, la libération des garanties mobilisées à la suite de l'arrivée à échéance ou du remboursement des TLTRO et la disponibilité accrue de titres publics en raison de la diminution des encours au titre de l'APP et du PEPP.

Dynamique de la monnaie et du crédit dans la zone euro et comparaison avec les États-Unis

Ramón Adalid, Lucía Kazarian, Davide Malacrino et Silvia Scopel

Cet encadré examine la transmission récente de la politique monétaire aux volumes de monnaie et de crédit et aux taux d'intérêt dans la zone euro et la compare avec celle observée aux États-Unis, mettant en évidence les principales différences et similitudes durant la période de la pandémie.

Premièrement, les taux d'intérêt appliqués aux dépôts ont atteint des niveaux plus élevés dans la zone euro qu'aux États-Unis, malgré un relèvement plus faible du taux directeur et un point de départ plus bas. Deuxièmement, depuis le début du resserrement de la politique monétaire, la croissance du crédit s'est ralentie plus fortement dans la zone euro, probablement en raison d'une demande plus soutenue et de dépôts plus abondants aux États-Unis. Troisièmement, le ralentissement de la croissance de la monnaie au sens large aux États-Unis par rapport à son pic enregistré durant la pandémie apparaît beaucoup plus significatif, dans la mesure où les achats d'actifs par le Système fédéral de réserve durant cette période ont représenté presque le double de ceux effectués par l'Eurosystème, exprimés en termes de PIB.

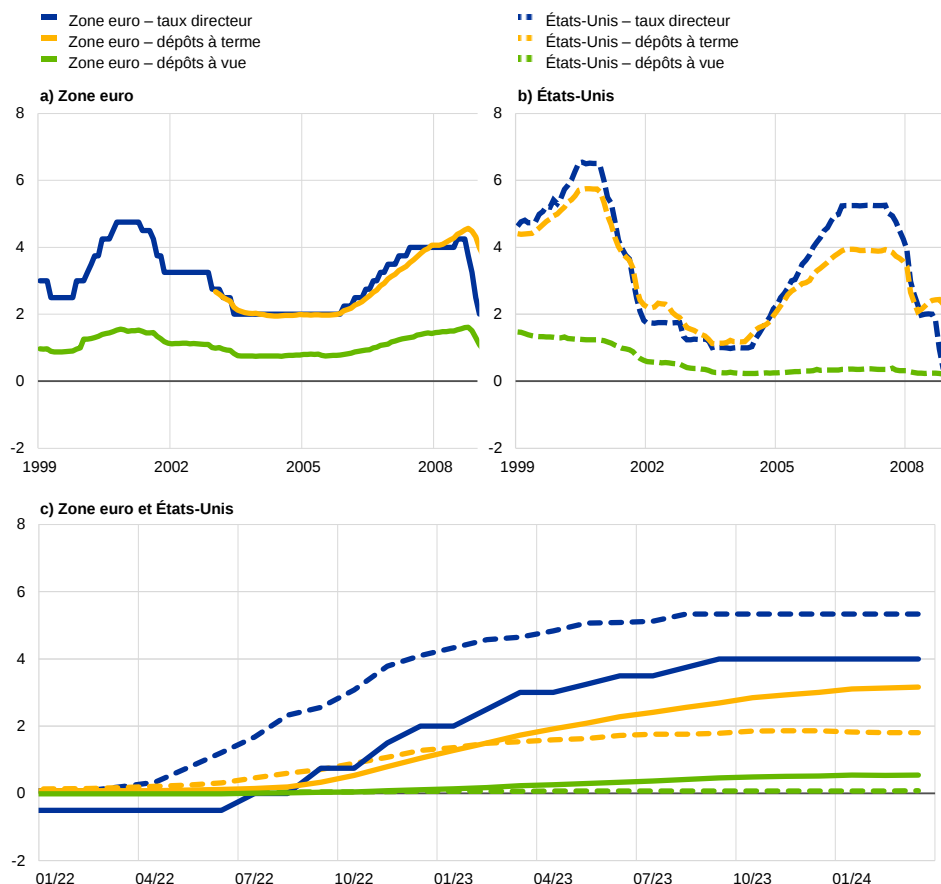
Les taux d'intérêt appliqués aux dépôts des clients ont atteint des niveaux plus élevés dans la zone euro, en dépit d'un relèvement moins important du taux directeur et d'un point de départ plus bas. Avec le resserrement de la politique monétaire, les taux des dépôts ont augmenté dans la zone euro et aux États-Unis ¹. Les dépôts à terme ont réagi plus vite et plus fortement que les dépôts à vue dans les deux économies – comme dans les années 2000, quand les taux directeurs étaient très nettement positifs (graphique A, parties a et b). Toutefois, la transmission a été considérablement plus forte dans la zone euro qu'aux États-Unis. En dépit d'un taux directeur plus bas (4 % dans la zone euro contre une fourchette comprise entre 5,25 % à 5,50 % aux États-Unis), en mars 2024, la rémunération moyenne pondérée des dépôts à court terme était supérieure à 3 % dans la zone euro, tandis qu'elle n'atteignait pas 2 % aux États-Unis. Les dépôts à vue présentent un tableau analogue, avec un taux légèrement supérieur à 0,5 % dans la zone euro et inférieur à 0,1 % aux États-Unis (graphique A, partie c).

¹ En raison de la disponibilité de données comparables, l'analyse est fondée sur les taux d'intérêt appliqués aux encours. Pour la zone euro tout au moins, les dynamiques des taux d'intérêt appliqués aux encours de dépôts sont globalement similaires à celles des taux des nouveaux dépôts.

Graphique A

Taux d'intérêt appliqués aux encours de dépôts des clients

(en pourcentage annuel)



Sources : BCE (statistiques relatives aux taux d'intérêt des IFM, données extraites des marchés financiers), RateWatch, Federal Deposit Insurance Corporation et calculs de la BCE.

Notes : La rubrique « dépôts à vue » recouvre les dépôts à vue pour la zone euro et les dépôts sur les comptes chèque pour les États-Unis. La rubrique « dépôts à terme » recouvre les dépôts d'une durée inférieure ou égale à deux ans dans la zone euro et les certificats de dépôts à 12 mois aux États-Unis. Les dernières observations se rapportent à mars 2024.

Comme elles avaient accumulé davantage de dépôts durant la pandémie, les banques américaines ont enregistré des arbitrages plus importants au détriment de ceux-ci durant le cycle de resserrement, en partie en raison des rendements plus élevés offerts par les obligations et de la concurrence des fonds d'investissement monétaires, qui représentent traditionnellement une plus grande part des portefeuilles aux États-Unis que dans la zone euro.

Les dépôts à vue ont fortement augmenté dans les deux économies durant la pandémie, dans un contexte de taux d'intérêt bas, d'expansion monétaire et d'épargne forcée. Avec le resserrement de la politique monétaire, les rendements des autres instruments d'épargne ont augmenté et les fonds ont commencé à se détourner des dépôts les plus liquides. Durant le cycle de resserrement, les dépôts liquides ont enregistré des sorties représentant 11 % du PIB aux États-Unis contre moins de 8 % dans la zone euro, avec pour conséquence une croissance de M1 fortement négative dans les deux économies. Le volume des dépôts accumulés avant le cycle de resserrement, qui était plus considérable aux États-Unis que dans la zone euro, peut avoir réduit les incitations pour les banques à augmenter les taux

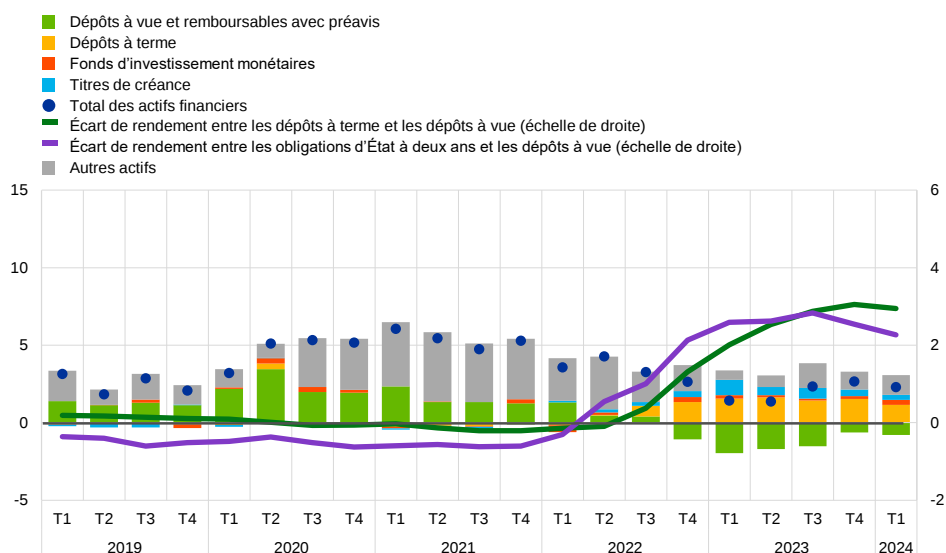
des dépôts, tout au moins initialement. Cela a probablement contribué à ce que l'écart entre les rendements des emprunts publics et les taux des dépôts soit constamment plus important aux États-Unis que dans la zone euro depuis le deuxième trimestre 2022 et cela aide également à expliquer les sorties de dépôts plus importantes aux États-Unis (graphique B). En conséquence, les détenteurs de monnaie aux États-Unis ont transféré davantage de fonds vers les obligations (environ 10 % du PIB) que vers les dépôts à terme (environ 8 %), tandis que dans la zone euro, ces derniers ont reçu la majeure partie des entrées (près de 9 % du PIB contre juste un peu plus de 3 % pour les obligations). Les flux d'entrées vers les fonds d'investissement monétaires ont également été nettement plus importants aux États-Unis (5 % du PIB) que dans la zone euro (1 %), bien que cela soit en partie imputable à la période de turbulences qui a entouré la faillite de la Silicon Valley Bank, déclenchée par les préoccupations relatives à la solvabilité des banques régionales américaines. Environ la moitié des entrées dans les fonds d'investissement monétaires aux États-Unis ont été enregistrées autour de cette période. Plus récemment, avec l'arrivée à maturité du cycle de resserrement, les entrées enregistrées par les dépôts à terme, les obligations et les fonds d'investissement monétaires se sont ralenties dans les deux économies.

Graphique B

Rééquilibrage des portefeuilles

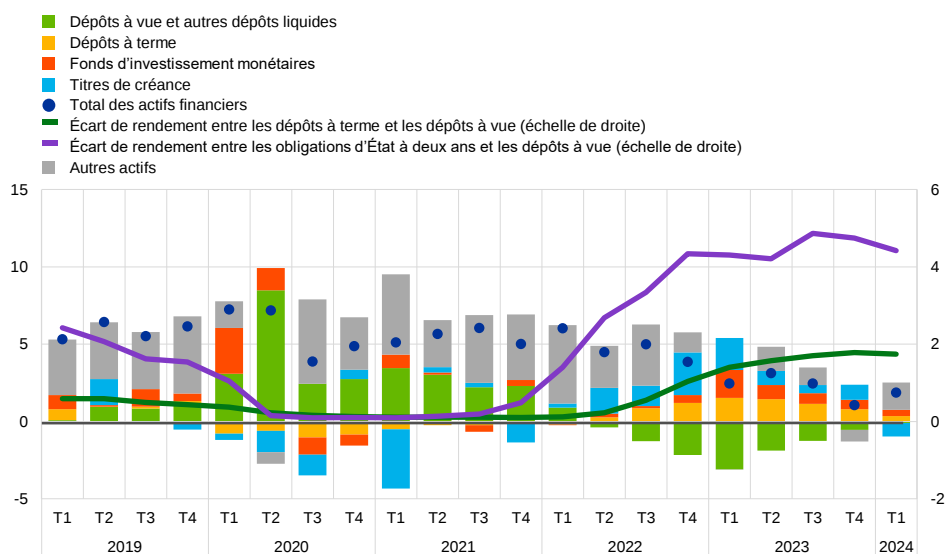
a) Zone euro

(échelle de gauche : en pourcentages du PIB annuel ; échelle de droite : en points de pourcentage)



b) États-Unis

(échelle de gauche : en pourcentages du PIB annuel ; échelle de droite : en points de pourcentage)



Sources : Pour la partie a), BCE (postes de bilans des IFM, comptes sectoriels trimestriels, statistiques relatives aux taux d'intérêt des IFM, données des marchés financiers), Eurostat et calculs de la BCE ; pour la partie b), données sur les flux de fonds pour les États-Unis, Conseil de la Réserve fédérale/ Haver Analytics, RateWatch, Federal Deposit Insurance Corporation, ensemble de données IDCM, Bloomberg et calculs de la BCE.

Note : Les dernières observations se rapportent au premier trimestre 2024.

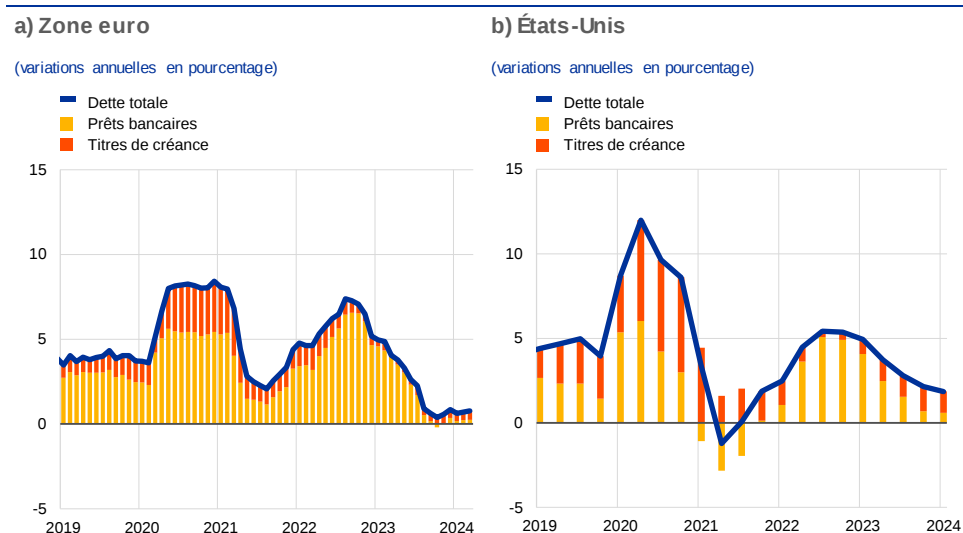
Avec la hausse des taux directeurs, les crédits aux entreprises ont diminué plus nettement dans la zone euro qu'aux États-Unis, tandis que la transmission aux taux débiteurs a été similaire. Après les fluctuations

importantes de la croissance du crédit observées entre 2020 et 2021, le financement par endettement externe des entreprises a commencé à se contracter peu de temps après le début des cycles de relèvement des taux de la BCE et de la Fed. Le taux de croissance annuel du crédit aux entreprises (prêts bancaires et obligations

d'entreprises) a davantage fléchi dans la zone euro, revenant d'un pic à 7,4 % en août 2022 à 0,7 % en l'espace de 12 mois. Les entreprises américaines ont enregistré une baisse moins importante, le taux de croissance revenant du pic à 5,4 % enregistré au troisième trimestre 2022 à 2,2 % au quatrième trimestre 2023 (graphique C). Si l'on inclut les prêts non bancaires, les différences persistent, mais deviennent légèrement moins prononcées. Le ralentissement plus faible de la croissance du crédit aux entreprises aux États-Unis pourrait refléter une demande de crédit plus forte dans une économie plus résiliente et l'abondance toujours plus importante des dépôts dans ce pays à la suite de l'assouplissement quantitatif de plus grande ampleur en réponse à la pandémie. En outre, il reflète probablement une transmission légèrement plus faible de la politique monétaire aux taux débiteurs appliqués aux entreprises. En effet, bien que la Fed ait relevé son principal taux directeur de 525 points de base entre février 2022 et août 2023 – soit 75 points de base de plus que la BCE durant son propre cycle de resserrement – les taux débiteurs sur les nouveaux prêts aux entreprises ont augmenté de 3,8 points de pourcentage environ, soit seulement 20 points de base de plus que dans la zone euro (graphique D). Le ratio entre la variation des taux débiteurs et celle du taux directeur s'est établi à 72 % aux États-Unis, soit légèrement au-dessous du chiffre de 79 % observé pour la zone euro. Cependant, la variation des taux moyens appliqués aux encours a représenté près de 50 % des taux directeurs dans les deux économies. Néanmoins, étant donné les niveaux de départ supérieurs, les taux débiteurs sont nettement plus élevés aux États-Unis que dans la zone euro.

Graphique C

Total des crédits accordés aux entreprises hors prêts non bancaires

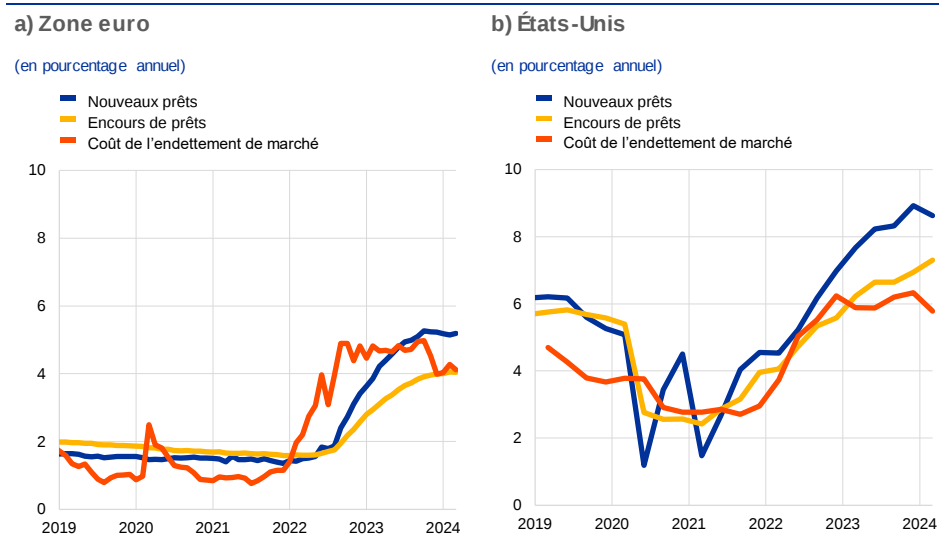


Sources : BCE et données sur les flux de fonds pour les États-Unis.

Notes : Dans la zone euro, les prêts bancaires sont corrigés des activités de cession de prêts, de titrisation et de centralisation de trésorerie (*cash-pooling*). Les données pour la zone euro sont mensuelles, tandis que celles relatives aux États-Unis sont trimestrielles en raison de fréquences différentes dans les sources. Les dernières observations se rapportent à mars 2024 pour la zone euro et au premier trimestre 2024 pour les États-Unis.

Graphique D

Coût composite du financement par endettement pour les entreprises



Sources : BCE (statistiques relatives aux taux d'intérêt des IFM), Federal Reserve Economic Data, Merrill Lynch, Enquête sur la distribution du crédit aux petites entreprises (*Small Business Lending Survey*) de la Federal Reserve Bank de Kansas City et calculs de la BCE.

Note : Les dernières observations se rapportent à mars 2024 pour la zone euro et au premier trimestre 2024 pour les États-Unis.

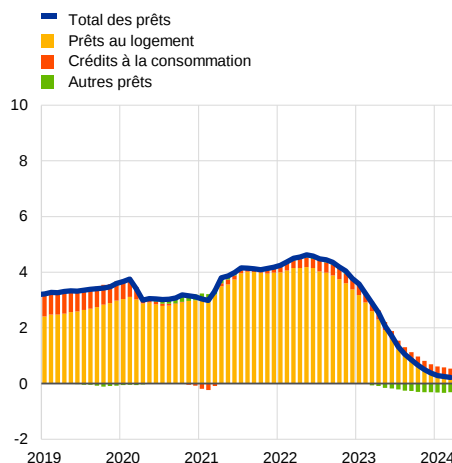
La dynamique des crédits aux ménages a été plus faible dans la zone euro, avec un ralentissement de la croissance des prêts hypothécaires et une transmission plus rapide aux taux des prêts hypothécaires existants, malgré des taux d'intérêt plus bas qu'aux États-Unis pour les nouveaux prêts. Dans la zone euro, le taux de croissance annuel des prêts aux ménages a diminué, revenant de son pic de 4,6 % enregistré en mai 2022 à environ 0,2 % ces derniers mois. Les États-Unis ont enregistré une baisse plus importante de 5,5 points de pourcentage entre le premier trimestre 2022 et le quatrième trimestre 2023, mais elle s'est amorcée à partir d'un niveau beaucoup plus élevé en raison du niveau record des émissions de prêts hypothécaires durant la pandémie. Par conséquent, le taux de croissance aux États-Unis s'établissait toujours à 2,7 % fin 2023, la contribution des prêts au logement se situant à un niveau proche de celui observé avant la pandémie (graphique E). Le taux des nouveaux prêts hypothécaires a augmenté plus fortement aux États-Unis que dans la zone euro. Les taux hypothécaires américains (pour les prêts hypothécaires à taux variable ou fixe sur cinq ans) ont augmenté de 4 points de pourcentage environ, soit 75 % environ de la hausse des taux directeurs, contre une hausse de 2,1 points de pourcentage pour le coût composite de l'emprunt dans la zone euro, soit près de 47 %. Mais la transmission aux taux d'intérêt appliqués aux encours a été nettement plus lente aux États-Unis. En raison de la prédominance des prêts hypothécaires à taux fixe aux États-Unis, ces taux n'ont augmenté que de 43 points de base, contre 74 points de base dans la zone euro (graphique F).

Graphique E

Prêts aux ménages

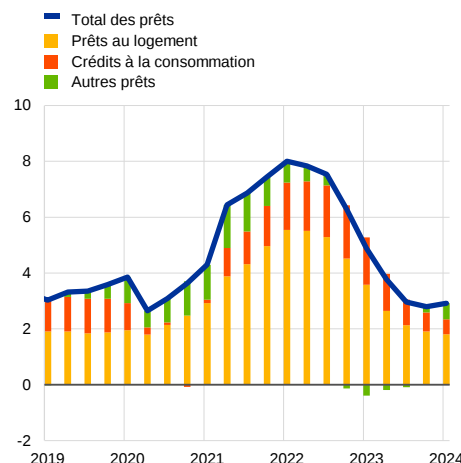
a) Zone euro

(variations annuelles en pourcentage)



b) États-Unis

(variations annuelles en pourcentage)



Sources : BCE et données sur les flux de fonds pour les États-Unis.

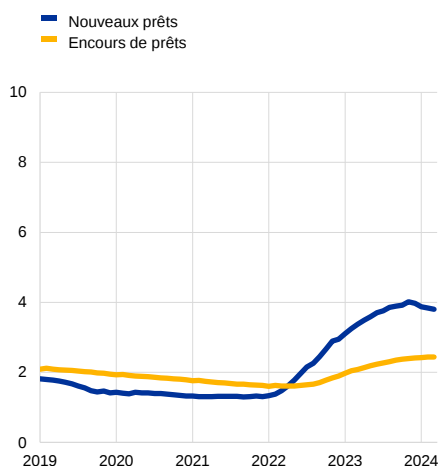
Notes : Dans la zone euro, les prêts aux ménages recouvrent uniquement les prêts bancaires ; aux États-Unis, ils incluent tous les prêts. Les dernières observations se rapportent à mars 2024 pour la zone euro et au premier trimestre 2024 pour les États-Unis.

Graphique F

Taux des prêts hypothécaires

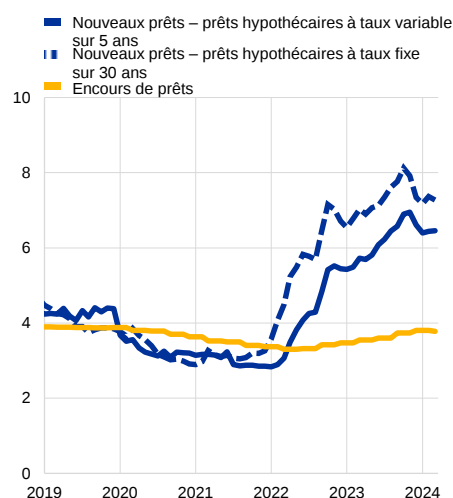
a) Zone euro

(en pourcentage annuel)



b) États-Unis

(en pourcentage annuel)



Sources : BCE et Wall Street Journal.

Notes : Pour les États-Unis, un prêt hypothécaire à taux variable (*adjustable rate mortgage*, ARM) sur cinq ans est un prêt hypothécaire dont le taux d'intérêt reste fixe pendant cinq ans, et est ensuite révisé. Un prêt hypothécaire à taux fixe (*fixed rate mortgage*, FRM) sur 30 ans est un prêt hypothécaire arrivant à échéance dans 30 ans et assorti d'un taux fixe sur toute sa durée. Les dernières observations se rapportent à mars 2024.

Ces évolutions se sont reflétées dans la croissance de la monnaie au sens large, les volumes élevés de dépôts aux États-Unis reflétant les achats d'actifs beaucoup plus importants effectués par la Fed en lien avec la pandémie.

Juste avant le début de la pandémie, la dynamique de la croissance de la monnaie au sens large était similaire dans les deux économies. M3 dans la zone euro et M2

aux États-Unis sont les agrégats monétaires les plus importants et les plus comparables. Même s'il existe des différences de périmètre et de définition, celles-ci ne devraient pas affecter les grandes tendances considérées. La réponse des autorités à l'urgence liée à la pandémie a été similaire en termes qualitatifs de part et d'autre de l'Atlantique, avec un soutien important apporté par la banque centrale via des achats d'actifs, complétés par des mesures d'assouplissement de la réglementation et de la politique monétaire visant à faciliter les flux de crédit vers l'économie réelle. Cela a dopé la croissance monétaire. L'ampleur de ces achats (et de l'expansion budgétaire) a toutefois été beaucoup plus importante aux États-Unis (un an après le début de la pandémie, cela représentait au total 15 % environ du PIB de 2019 aux États-Unis, contre moins de 9 % dans la zone euro). Cela s'est traduit par une croissance monétaire beaucoup plus importante aux États-Unis, avec un pic à 26,8 % contre 12,6 % dans la zone euro.

Durant le cycle de relèvement des taux directeurs, le ralentissement de la création monétaire dans la zone euro a résulté des prêts bancaires, alors qu'aux États-Unis, ce sont d'autres sources qui ont constitué les déterminants initiaux, les prêts bancaires n'apportant leur contribution que plus tard.

En août 2022, juste après le premier relèvement des taux directeurs, la croissance de M3 dans la zone euro s'est établie à 6 % environ, les prêts bancaires aux entreprises et aux ménages contribuant à hauteur de plus de 4,5 points de pourcentage (graphique G). Les achats d'actifs de l'Eurosystème ont contribué pour plus de 3 points de pourcentage, mais ont été contrebalancés par des sorties au titre des flux monétaires extérieurs et par des cessions par les banques d'obligations d'État, toutes deux influencées par les achats de l'Eurosystème. En septembre 2023, la contribution des prêts bancaires est devenue pratiquement nulle et la variation annuelle de M3 est revenue à – 1 % environ. Si la croissance de M2 aux États-Unis est également devenue négative durant le cycle de relèvement des taux, les contreparties autres que les prêts (à savoir les achats de titres des banques, les flux monétaires extérieurs, le financement interbancaire des banques et le resserrement quantitatif) ont joué un rôle prépondérant. Ce n'est qu'à partir de mars 2023 qu'aux États-Unis les prêts bancaires ont commencé à moins contribuer à la croissance annuelle de M2.

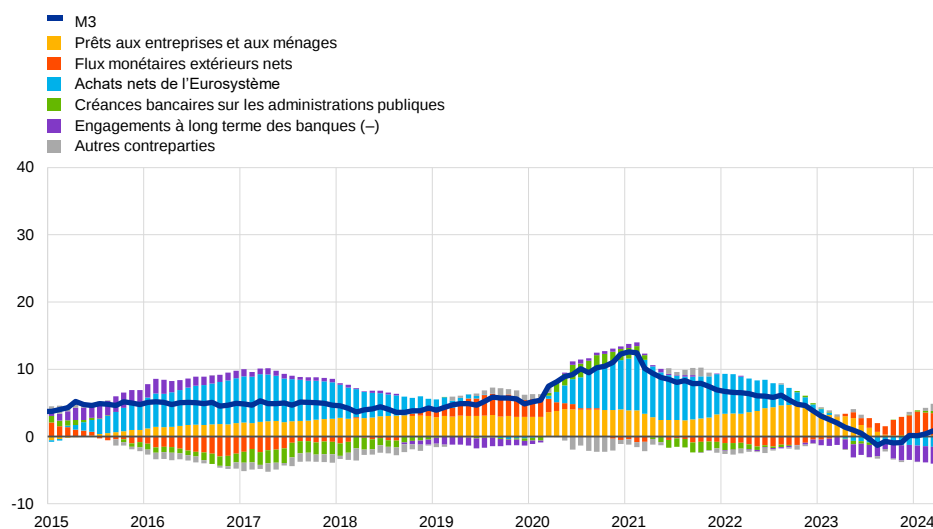
Le retournement modéré de la croissance de M2 aux États-Unis reflète une réduction du financement interbancaire et, dans une moindre mesure, les achats d'obligations par les banques et les flux étrangers, tandis que les flux entrants étrangers sont le principal facteur à l'origine du retournement de la croissance de M3 dans la zone euro. La croissance de M2 aux États-Unis a atteint un point bas à – 4,5 % en avril 2023, freinée par le resserrement quantitatif de la Fed et toutes les autres sources de création monétaire, à l'exception des prêts bancaires. Depuis lors, la réduction du portefeuille de titres de la Fed a renforcé l'effet de contraction du resserrement quantitatif, mais d'autres contreparties, à l'exception des prêts bancaires, ont ramené la croissance de M2 vers zéro. Si les flux extérieurs nets américains ont été soutenus par les investissements de portefeuille comme dans la zone euro, le déficit persistant du compte des transactions courantes aux États-Unis a freiné les entrées monétaires globales en provenance de l'étranger.

Graphique G

Sources de création monétaire

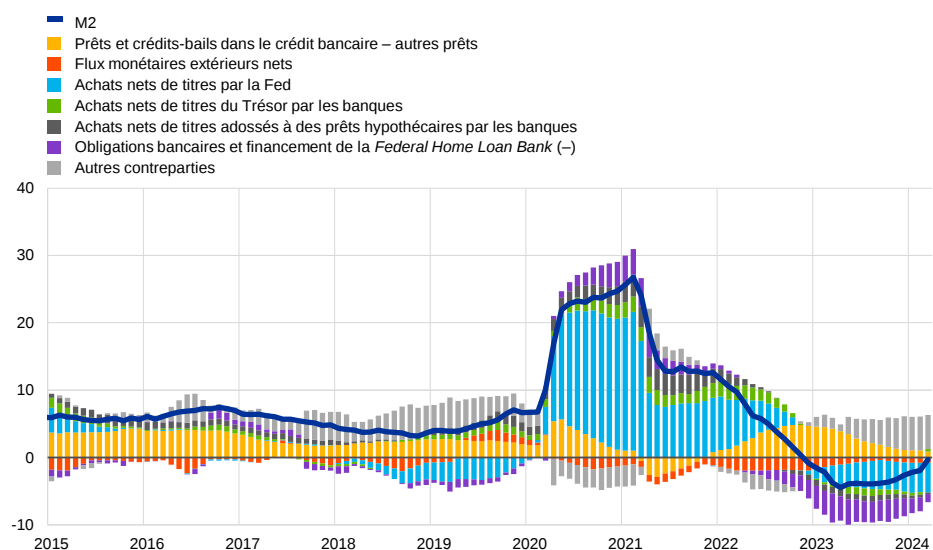
a) Zone euro

(variations annuelles en pourcentage)



b) États-Unis

(variations annuelles en pourcentage)



Sources : Pour la partie a), BCE (rubriques du bilan des IFM) et calculs de la BCE ; pour la partie b), Conseil de la Réserve fédérale/Haver Analytics, Bureau d'analyse économique (*Bureau of Economic Analysis*) et calculs de la BCE.

Notes : Dans la partie b), les « flux monétaires extérieurs nets » (c'est-à-dire les échanges entre le secteur des non-IFM et le reste du monde) sont obtenus en soustrayant la contribution des institutions de dépôt et de la banque centrale (lorsqu'elle est disponible) à la balance des paiements américaine. Les dernières observations se rapportent à mars 2024.

Articles

1 Défis passés et futurs pour la compétitivité extérieure de la zone euro

Michael Fidora et Vanessa Gunnella

1 Introduction

Les exportateurs de la zone euro traversent une période difficile depuis la pandémie et ont subi une perte de compétitivité dans les échanges internationaux. Au cours des vingt dernières années, la zone euro a connu une diminution progressive de sa part de marché dans le commerce mondial. Cette tendance baissière n'est pas spécifique à la zone euro : d'autres économies avancées ont également perdu des parts de marché à mesure que les économies émergentes s'intégraient davantage au commerce mondial. Même si la diminution des parts de marché ne reflète pas nécessairement une baisse de la compétitivité, la réduction du rôle de la zone euro dans les échanges commerciaux s'est accélérée plus fortement que dans d'autres régions depuis la pandémie, ce qui suggère que la zone euro est confrontée à des défis spécifiques s'agissant de sa compétitivité extérieure.

Cet article analyse les tendances à long terme qui ont contribué à la diminution de la part de marché de la zone euro au cours des vingt dernières années et établit un lien entre les baisses observées plus récemment et une série de chocs mondiaux qui ont exercé un effet asymétrique sur la région, mettant en évidence des vulnérabilités importantes de sa compétitivité extérieure. L'article décrit les tendances à plus long terme de la performance relative des exportations de la zone euro avant d'examiner les déterminants à l'origine de la faiblesse des résultats de la zone à l'exportation depuis la pandémie. Ces déterminants recouvrent le choc énergétique consécutif à l'invasion de l'Ukraine par la Russie, les perturbations de l'offre, d'autres facteurs affectant la compétitivité-prix et hors prix, ainsi que le rôle des échanges de services depuis la pandémie. L'article conclut en présentant certains des défis qui se profilent et qui ont trait à la persistance du choc énergétique, aux risques associés à la fragmentation géoéconomique et à la transformation structurelle en cours des économies européenne et mondiale.

2 Tendances à plus long terme de la performance relative des exportations de la zone euro

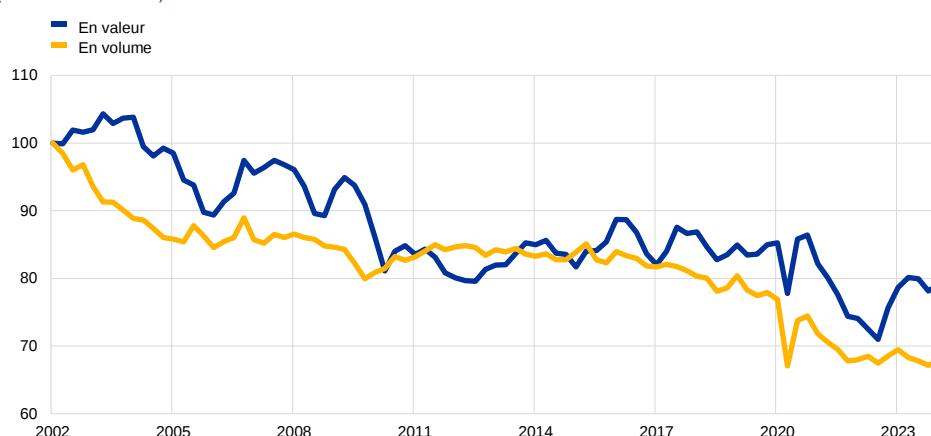
Au cours des vingt dernières années, la zone euro a progressivement perdu des parts de marché dans les exportations mondiales de produits

manufacturés. La part de la zone euro dans le volume des exportations mondiales de biens a suivi une tendance baissière, de même que celle des autres économies avancées (graphique 1). Cette évolution est largement due à l'intégration croissante des grandes économies émergentes, telles que la Chine, dans l'économie mondiale. Toutefois, la diminution de la part de marché a été moins prononcée en valeur et ces parts se sont en fait stabilisées après 2012, reflétant la hausse des prix à l'exportation pour les biens de la zone euro vendus sur des compartiments de marché plus chers. Toutefois, au cours des quatre dernières années, la part de marché de la zone euro a enregistré de nouvelles baisses ¹.

Graphique 1

Parts de marché de la zone euro pour les exportations de biens

(indice : T1 2002 = 100)



Sources : Bureau néerlandais d'analyse de la politique économique (CPB), BCE, Perspectives de l'économie mondiale du FMI et calculs des services de la BCE.

Notes : Les parts de marché à l'exportation sont calculées en valeur et en volume. Les parts de marché à l'exportation en valeur sont calculées en divisant la valeur des exportations hors zone euro par la valeur des importations mondiales hors zone euro. De même, les parts de marché à l'exportation en volume sont calculées en divisant le volume des exportations hors zone euro par le volume des importations mondiales hors zone euro.

L'évolution de la part de marché de la zone euro reflète son positionnement et sa spécialisation sur des marchés clés d'un point de vue géographique, ainsi que d'autres facteurs qui influent sur sa compétitivité.

La part de marché mondiale à l'exportation d'une économie augmente généralement si cette économie a noué des liens étroits avec des partenaires commerciaux en croissance rapide qui affichent de meilleures performances que l'économie mondiale ou si elle a acquis un pouvoir de marché sur des catégories de produits pour lesquelles la demande mondiale d'importations augmente plus rapidement que les importations mondiales moyennes. À cet égard, une analyse structurelle résiduelle (*shift-share analysis*) fournit un cadre permettant de décomposer les variations de la part de marché totale selon qu'elles sont imputables a) à la croissance des pays destinataires (effet lié à la géographie), b) à la croissance de marchés de produits spécifiques (effet lié au

¹ Les tendances à long terme des parts de marché à l'exportation en volume doivent être interprétées avec prudence. Les volumes des exportations de la zone euro et ceux des importations mondiales ne sont pas totalement cohérents, chaque institut statistique recourant à des méthodologies spécifiques pour déflater et nettoyer les valeurs aberrantes. Ces méthodologies peuvent différer les unes des autres s'agissant de la détection et du remplacement des valeurs aberrantes et de l'ajustement de la qualité.

secteur) et c) à d'autres facteurs prenant en compte les variations de la compétitivité-prix et hors prix des exportateurs (effet lié à la performance) ².

Avant la pandémie, les exportateurs de la zone euro ont bénéficié de la croissance enregistrée par les principaux partenaires commerciaux et les principales catégories de produits de la zone. Au cours des deux décennies qui ont précédé la pandémie, les effets liés à la géographie et au secteur ont soutenu la part de marché de la zone euro. De fait, si la composition géographique et sectorielle des exportations de la zone euro avait été moins favorable, les pertes de parts de marché auraient été presque deux fois plus importantes que celles observées entre 2001 et 2019 (graphique 2). Ce profil d'évolution n'est pas spécifique à la zone euro – il peut également être observé pour d'autres économies avancées telles que les États-Unis, mais dans une moindre mesure. Les pertes de compétitivité liées à la performance observées aux États-Unis peuvent avoir été atténuées par les évolutions plus favorables des coûts de l'énergie, des coûts de main-d'œuvre et de la productivité par rapport à celles de la zone euro ³. Les économies émergentes, notamment la Chine, ont enregistré des effets sectoriels ou géographiques négatifs limités. Comme documenté dans la littérature, cela reflète largement des différences au niveau de l'intensité technologique des exportations entre les économies avancées et émergentes. Une plus forte intensité technologique tend à favoriser des effets de composition dans les économies avancées, tandis que les facteurs liés aux prix et aux coûts renforcent les performances des économies émergentes ⁴.

² Cf. Cheptea (A.), Fontagné (L.) et Zignago (S.), « *European export performance* », *Review of World Economics*, vol. 150, 2014, p. 25-58. Les effets liés à la géographie, au secteur et à la performance sont estimés à l'aide des données bilatérales au niveau du produit relatives aux exportations de biens non énergétiques fournies par Trade Data Monitor :

$$\ln\left(\frac{X_{ijk}^t}{X_{ijk}^{t-1}}\right) = FE_i^t + FE_j^t + FE_k^t + \varepsilon_{ijk}^t$$

Le taux de croissance de chaque flux d'exportation individuel (X) est estimé à l'aide d'une régression à effets fixes (FE) dans laquelle les effets liés à la géographie, au secteur et à la performance correspondent aux effets fixes sur un importateur j, une catégorie de produits k et un exportateur i. Dans un second temps, ceux-ci sont agrégés au niveau de l'exportateur et traduits en croissance de la part de marché.

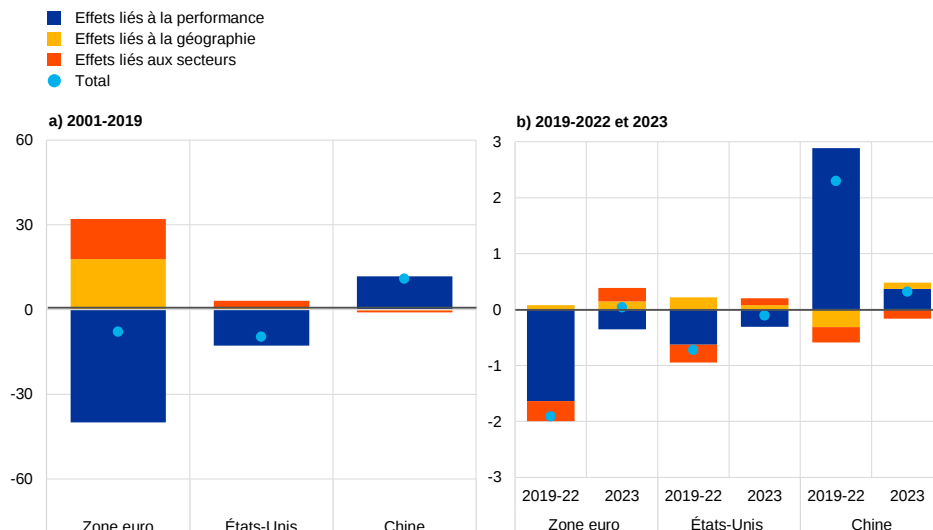
³ Cf. l'article intitulé « **Les principaux déterminants des tendances de la productivité dans les pays de la zone euro** », *Bulletin économique*, n° 7, BCE, 2021.

⁴ Cf., par exemple, Beltramello (A.), De Backer (K.) et Moussiégt (L.), « *The export performance of countries within global value chains (GVCs)* », *OECD Science, Technology and Industry Working Papers*, n° 2012/2, Éditions de l'OCDE, Paris, 2012.

Graphique 2

Parts de marché de la zone euro pour les exportations de biens et contributions

(en points de pourcentage)



Sources : Trade Data Monitor et calculs des services de la BCE.

Notes : Les chiffres sont exprimés en variations en pourcentage des parts de marché pour 2001 dans la partie a) et pour 2019 et 2022 dans les deux colonnes de la partie b), respectivement. Les parts de marché prennent en compte uniquement la marge intensive et excluent l'énergie et les autres produits spécifiques et non classés (codes à deux chiffres 25, 26, 27, 97, 98, 99 du Système harmonisé).

Durant la pandémie, la composition des exportations de la zone euro a temporairement entraîné une accélération de la diminution de la part de marché. Entre 2019 et 2022, l'effet de composition bénéfique des exportations de la zone euro s'est inversé, reflétant principalement la faible croissance enregistrée dans les principales catégories de produits de la zone. La faible croissance a été due en partie à une baisse de la demande de biens d'équipement et d'intrants industriels, les mesures de confinement et les perturbations de l'offre se répercutant sur la chaîne de valeur et freinant la production chez les partenaires commerciaux de la zone euro. Dans le même temps, les ménages ont réorienté leurs dépenses vers la consommation à domicile au détriment des services, accroissant la demande mondiale de biens de consommation et d'équipements électroniques principalement produits à l'extérieur de la zone euro. En outre, la littérature constate que les mesures d'endiguement ont eu un effet plus marqué sur la production dans les secteurs situés plus en aval (tels que les secteurs automobile, pharmaceutique, de la restauration et des biens de consommation électroniques). Ces secteurs sont davantage présents dans la zone euro que chez ses principaux partenaires commerciaux ⁵.

Même si les principaux marchés de la zone euro se sont redressés dans une certaine mesure en 2023, les performances à l'exportation sont restées relativement anémiques. Après la reprise post-pandémie, les exportateurs de la zone euro ont de nouveau bénéficié de facteurs sectoriels et géographiques plus favorables, mais la croissance des exportations est demeurée faible. La section

⁵ Cf., par exemple, « [Les échanges et les chaînes de valeur mondiaux pendant la pandémie](#) », *Perspectives de l'économie mondiale : La guerre entrave la reprise de l'économie mondiale*, FMI, Washington DC, avril 2022.

suivante présente une vue d'ensemble des chocs qui ont contribué à la faiblesse récente des exportations de la zone euro.

3 Facteurs à l'origine de la faiblesse récente des exportations de la zone euro

Cette section examine les principaux facteurs à l'origine de la faible performance des exportations de la zone euro depuis la pandémie. La section précédente résumait les tendances globales de la détérioration de la part de marché de la zone euro et isolait l'impact des effets de composition liés au secteur et à la géographie au cours des deux dernières décennies. Cette section identifie les principaux déterminants de la performance des exportations après la pandémie et au cours de la période suivante de flambée des prix de l'énergie. Plus précisément, elle établit une distinction entre les éléments communs, tels que les variations de la compétitivité-prix et hors prix, et aussi entre les nouveaux défis posés par les perturbations des chaînes d'approvisionnement et la crise énergétique.

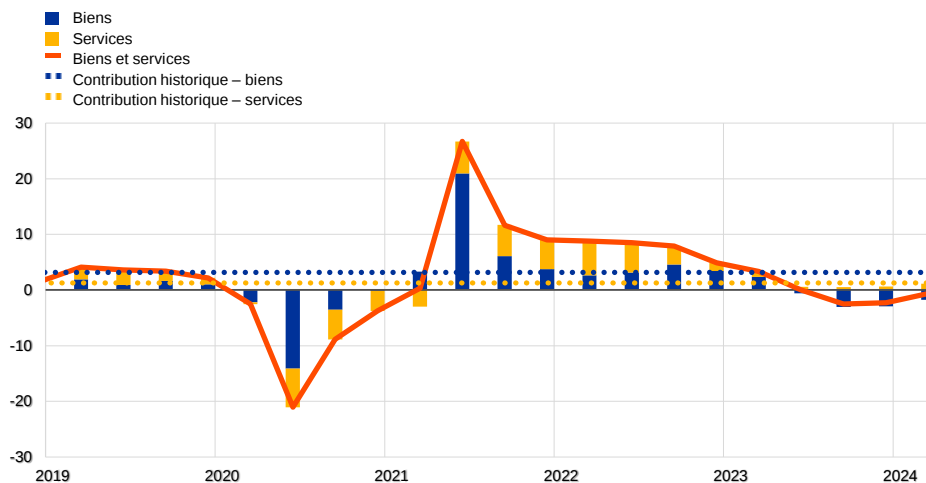
Les restrictions de déplacement durant la pandémie et les perturbations persistantes de l'offre qui en ont résulté ont pesé sur les exportations de biens et, dans une plus large mesure, de services de la zone euro ; depuis lors, les exportations de services se sont fortement redressées, mais celles de biens demeurent faibles. Les modifications de la demande et les perturbations des chaînes d'approvisionnement provoquées par la pandémie ont été l'un des principaux facteurs à l'origine de la détérioration de la performance des exportations de la zone euro. Les confinements, les restrictions de déplacement et les perturbations des transports et de l'approvisionnement qui en ont résulté ont entravé les flux de marchandises à l'échelle mondiale. Cela a eu un effet particulièrement prononcé sur la zone euro, car celle-ci est plus profondément intégrée dans les chaînes d'approvisionnement régionales et mondiales que d'autres économies ⁶. Le commerce mondial de biens a rebondi rapidement après la pandémie en 2021. Toutefois, il est revenu au-dessous des tendances historiques vers fin 2022, évolution qui s'est également reflétée dans la faible croissance des exportations de biens de la zone euro (graphique 3). De plus, à partir de 2022, les exportations de biens de la zone euro ont été freinées par le choc sur les prix de l'énergie, et ont enregistré une croissance négative à partir du deuxième trimestre 2023. En revanche, les exportations de services – qui ont constitué un frein important aux exportations de la zone euro durant la pandémie, en particulier dans les catégories nécessitant de nombreux contacts telles que les voyages – sont devenues un moteur de la reprise, avec la levée progressive des restrictions de déplacement et la réouverture des économies. L'encadré 1 examine la résistance du secteur des exportations de services ces dernières années et les facteurs contribuant à sa divergence inhabituelle par rapport au secteur des biens.

⁶ Cf. l'encadré intitulé « **Chaînes de valeur mondiales et pandémie : l'impact des goulets d'étranglement au niveau de l'offre** », *Bulletin économique*, n° 2, BCE, 2023.

Graphique 3

Exportations de biens et services de la zone euro

(volumes, variations annuelles en pourcentage)



Sources : Eurostat et calculs des services de la BCE.

Note : La contribution historique se rapporte à la contribution moyenne sur la période allant du premier trimestre 1995 au premier trimestre 2024.

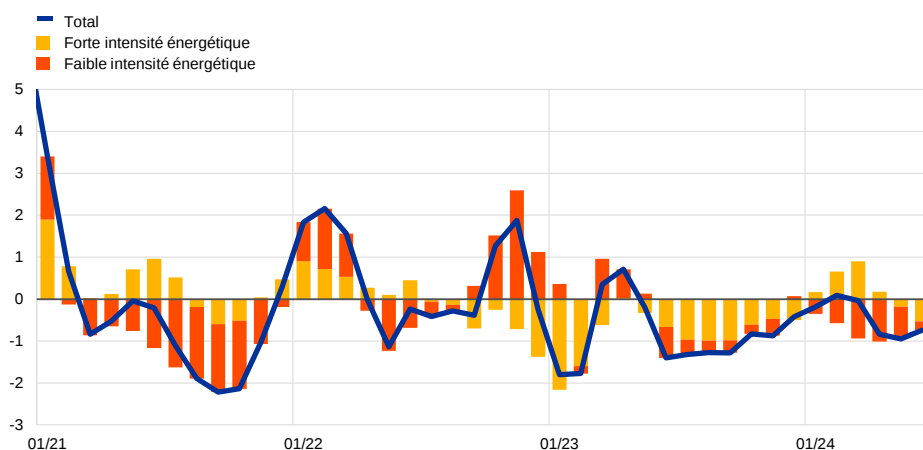
Le choc énergétique consécutif à l'invasion de l'Ukraine par la Russie a été le principal facteur à l'origine de la faiblesse persistante des exportations de biens de la zone euro, les exportations dans les secteurs à forte intensité énergétique ayant fortement diminué. Les prix de l'énergie ont commencé à augmenter à partir de fin 2021, l'Europe connaissant un hiver particulièrement rigoureux et la Russie réduisant progressivement ses livraisons de gaz à l'Europe. Les prix du gaz sont ensuite montés en flèche après l'invasion à grande échelle de l'Ukraine par la Russie en février 2022. Les coûts de production ont augmenté au point que certaines industries grandes consommatrices d'énergie ont été contraintes de réduire leur production ou de l'interrompre. En conséquence, les exportations des secteurs à forte intensité énergétique ont sensiblement diminué, ce qui représenté la quasi-totalité de la baisse des exportations totales en 2023 (graphique 4) ⁷.

⁷ Pour les effets des coûts élevés de l'énergie sur la production, cf. l'encadré intitulé « [Comment la hausse des prix de l'énergie a-t-elle affecté la production industrielle et les importations ?](#) », *Bulletin économique*, n° 1, BCE, 2023.

Graphique 4

Contributions des secteurs à la croissance des exportations de biens de la zone euro en fonction de l'intensité énergétique

(variations en pourcentage en glissement sur trois mois ; contributions en points de pourcentage)



Sources : Eurostat et calculs des services de la BCE.

Notes : Indices de volumes corrigés des variations saisonnières relatifs aux exportations de produits manufacturés. Les secteurs à faible (forte) intensité énergétique ont une intensité énergétique inférieure (supérieure) à la médiane. L'intensité énergétique correspond à la part d'énergie (utilisée directement ou indirectement) dans le total des consommations intermédiaires. Les dernières observations se rapportent à juin 2024.

Le choc récent sur les prix du gaz a davantage touché la zone euro que d'autres régions et a considérablement détérioré sa compétitivité par rapport à ses principaux partenaires commerciaux. Le choc sur les prix du gaz à la suite de l'invasion de l'Ukraine par la Russie a été différent des crises énergétiques passées – qui étaient causées par des chocs sur les prix du pétrole – en raison de sa nature régionale, les réductions des approvisionnements en gaz en provenance de Russie affectant principalement l'Europe⁸. Au troisième trimestre 2022, au plus fort de la crise européenne du gaz, l'indice de référence du prix du gaz dans l'UE était 20 fois supérieur à sa moyenne historique, dix fois supérieur à l'indice de référence américain et nettement supérieur aux indices de référence asiatiques, ce qui souligne le caractère exceptionnel du choc gazier en Europe. La nature asymétrique du choc énergétique a affecté les parts de marché à l'exportation de la zone euro, les coûts des intrants pour les exportateurs de la zone euro ayant augmenté par rapport à ceux de leurs concurrents chez les principaux partenaires commerciaux de la zone (cf. encadré 2).

Les pertes de compétitivité en matière de prix et de coûts résultant du choc énergétique asymétrique ont été amorties dans une certaine mesure – mais pas du tout en totalité – par les évolutions du taux de change. L'impact de la hausse des coûts dans la zone euro a été amorti par la dépréciation du taux de change de l'euro durant la première phase de la crise énergétique. L'euro s'est considérablement affaibli en termes effectifs nominaux en 2021 et début 2022, ce qui a contribué à protéger la position concurrentielle de la zone euro⁹. En termes

⁸ Cf. l'encadré intitulé « [Choc énergétique, compétitivité-prix et performance des exportations de la zone euro](#) », *Bulletin économique*, n° 3, BCE, 2023.

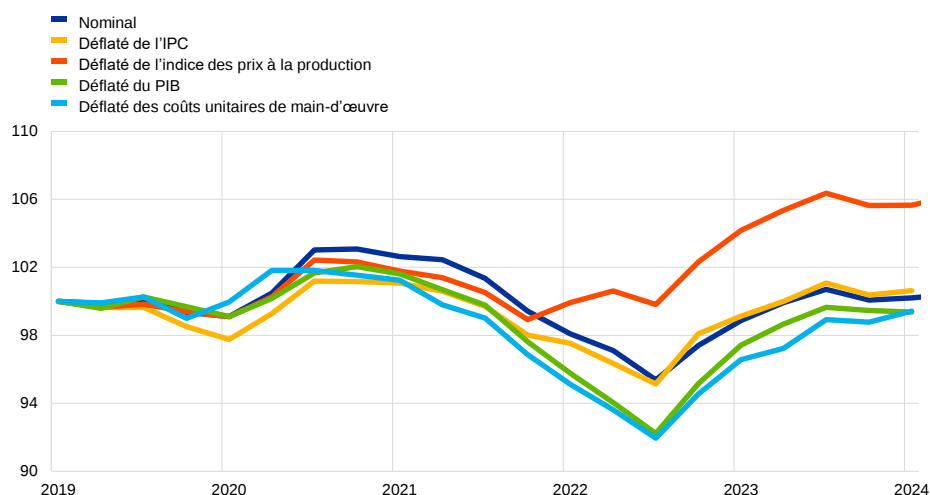
⁹ Cf. également « [Relative energy price rise hurting, euro depreciation supporting Germany's international price competitiveness](#) », *Deutsche Bundesbank Monthly Report*, décembre 2022.

effectifs réels, cette évolution a en outre été favorisée par des hausses relativement limitées des coûts unitaires de main-d'œuvre par rapport aux concurrents ¹⁰. Toutefois, les coûts unitaires de main-d'œuvre rendent principalement compte des tensions d'origine interne sur les coûts, tandis que les tensions d'origine externe liées à la hausse des prix des intrants importés se reflètent mieux dans l'indice des prix à la production. Les taux de change effectifs réels fondés sur l'indice des prix à la production, qui synthétisent les tensions relatives sur les prix pour les biens exportables, font état d'une détérioration de la compétitivité-prix à l'exportation et suggèrent que le choc énergétique a eu un impact plus fort sur la compétitivité de la zone euro (graphique 5). En outre, les gains de compétitivité précédemment enregistrés du fait de la dépréciation nominale de l'euro ont commencé à s'estomper à partir de mi-2022, en raison d'un renforcement de l'euro et d'une accentuation des tensions sur les prix et les coûts par rapport aux concurrents ¹¹.

Graphique 5

Taux de change effectif de la zone euro

(indice : T1 2019 = 100)



Source : BCE.

Note : L'IPC se rapporte à l'indice des prix à la consommation.

Une analyse fondée sur un modèle confirme que même si les goulets d'étranglement au niveau de l'offre liés à la pandémie ont été le principal facteur à l'origine de la faible performance des exportations, les coûts de l'énergie et les autres facteurs de compétitivité-prix sont depuis devenus les principaux freins à la compétitivité de la zone euro. Les résultats d'une analyse vectorielle autorégressive structurelle (SVAR) de type bayésien avec restrictions de signe illustrent l'importance relative de quatre chocs spécifiques : les perturbations

¹⁰ Pour une comparaison des coûts de main-d'œuvre dans la zone euro et aux États-Unis, cf. l'encadré intitulé « Évolutions de l'inflation dans la zone euro et aux États-Unis », *Bulletin économique*, n° 8, BCE, 2022.

¹¹ S'agissant des facteurs de compétitivité, fin 2023, la croissance des coûts unitaires de main-d'œuvre restait soutenue dans la zone euro, tandis qu'elle avait déjà commencé à se ralentir dans d'autres pays (par exemple aux États-Unis), tout en demeurant à des niveaux plus élevés. L'augmentation des coûts unitaires de main-d'œuvre reflète des salaires relativement plus élevés et une productivité plus faible dans la zone euro. Cf. l'encadré intitulé « Évolutions récentes de l'inflation et tensions sur les salaires dans la zone euro et aux États-Unis », *Bulletin économique*, n° 3, BCE, 2024.

de l'offre, les chocs sur les prix de l'énergie, les autres chocs de compétitivité-prix et les chocs de compétitivité hors prix. Les chocs de compétitivité-prix hors énergie englobent tous les facteurs qui affectent les parts de marché à l'exportation via les prix relatifs, tels que les prix des intrants, les coûts de main-d'œuvre et les conditions de taux de change. Les chocs sur la compétitivité hors prix comprennent toutes les autres conditions qui affectent la demande de produits de la zone euro, la croissance de la demande sectorielle, les gains de productivité et d'autres facteurs idiosyncratiques renforçant la présence sur le marché (graphique 6). Les perturbations des chaînes d'approvisionnement et les pertes de compétitivité hors prix expliquent environ les deux tiers de la détérioration des parts de marché à l'exportation après le début de la pandémie, compte tenu du degré élevé d'intégration de la zone euro dans les chaînes d'approvisionnement régionales et mondiales ¹². La contribution négative de la compétitivité hors prix reflète une réorientation de la demande mondiale de consommation au détriment des biens commercialisés par la zone euro – tels que les biens d'investissement – vers d'autres articles, tels que les équipements informatiques et les produits d'aménagement de la maison, qui sont plus largement exportés par des concurrents. Cela pourrait également refléter en partie la rupture des relations commerciales avec la Russie. À la suite de l'invasion de l'Ukraine et de l'imposition de sanctions à l'encontre de la Russie, les exportations de la zone euro vers la Russie ont été réduites de moitié en quelques mois et ont continué de diminuer depuis lors. Depuis mi-2022, avec la dissipation des perturbations de l'offre et le début de la normalisation des profils d'évolution de la demande mondiale, ces facteurs n'ont plus pesé, ou ont même eu un effet d'amortisseur sur les parts de marché de la zone euro ¹³. Dans le même temps, les coûts de l'énergie et les autres facteurs de compétitivité-prix sont devenus un frein majeur aux performances à l'exportation de la zone euro par rapport à ses concurrents.

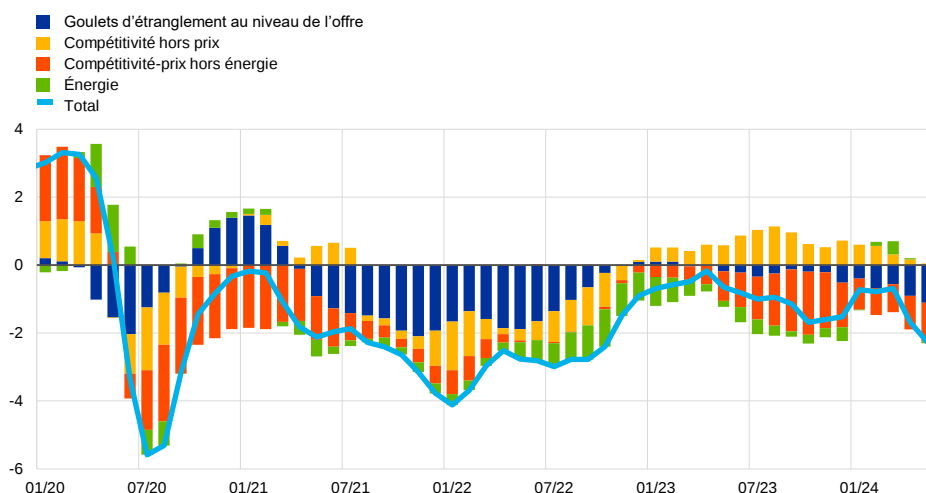
¹² Pour plus de détails, cf. l'encadré intitulé « [L'impact sur les échanges commerciaux des goulets d'étranglement au niveau de l'offre](#) », *Bulletin économique*, n° 6, BCE, 2021. Cf. également Lebastard (L.) et Serafini (R.), « [Understanding the impact of COVID-19 supply disruptions on exporters in global value chains](#) », *Research Bulletin*, n° 105, BCE, mars 2023.

¹³ Certaines des contributions négatives des goulets d'étranglement au niveau de l'offre à partir de mi-2023 pourraient être liées à une détérioration des délais de livraison des fournisseurs, en lien avec le redressement de l'activité et les perturbations en mer Rouge à la suite des attaques menées par les rebelles houthis. Cf. Attinasi (M.G.), Boeckelmann (L.), Emter (L.), Ferrari (M.M.), Gerinovic (R.), Gunnella (V.), Meunier (B.) et Serafini (R.), « [Sailing through storms: The fallout of Red Sea disruptions for global trade and inflation](#) », *VoxEU Column*, avril 2024.

Graphique 6

Déterminants structurels des parts de marché de la zone euro pour les exportations de biens

(écarts en pourcentage par rapport à la tendance ; contributions en points de pourcentage)



Sources : Eurostat et calculs des services de la BCE.

Notes : La SVAR est estimée à une fréquence mensuelle sur la période allant de janvier 2004 à mai 2024 et inclut les variables suivantes : parts de marché à l'exportation hors zone euro (redressées), taux de change effectif nominal de la zone euro (hausse = appréciation), prix relatifs à l'exportation de la zone euro et ratio entre la production industrielle à forte intensité énergétique et la production industrielle à faible intensité énergétique. Les hypothèses de restrictions de signe à l'impact sont les suivantes : un choc de compétitivité hors prix implique : les parts de marché à l'exportation hors zone euro (+), les prix relatifs à l'exportation de la zone euro (+) ; un choc de compétitivité-prix implique : les parts de marché à l'exportation hors zone euro (+), le taux de change effectif nominal de la zone euro (-), les prix relatifs à l'exportation de la zone euro (-) ; un choc lié aux goulets d'étranglement au niveau de l'offre implique : les parts de marché à l'exportation hors zone euro (-), le taux de change effectif nominal de la zone euro (-), les prix relatifs à l'exportation de la zone euro (+), la production industrielle à forte intensité énergétique rapportée à la production industrielle à faible intensité énergétique (+) ; un choc sur l'énergie implique : les parts de marché à l'exportation hors zone euro (-), le taux de change effectif nominal de la zone euro (-), les prix relatifs à l'exportation de la zone euro (+), la production industrielle à forte intensité énergétique rapportée à la production industrielle à faible intensité énergétique (-)¹⁴.

Encadré 1

Les échanges de services continueront-ils à jouer un rôle d'amortisseur pour la croissance des exportations de la zone euro ?

Camilla Altieri, Nina Furbach et Tobias Schuler

Ces dernières années, les exportations de services ont beaucoup soutenu les échanges commerciaux de la zone euro, dépassant nettement les exportations de biens. Cet encadré examine si l'on peut s'attendre ou non à ce que ce découplage inhabituel de la croissance des exportations de services et des exportations de biens se poursuive.

Les exportations de services ont augmenté à un rythme plus rapide que les exportations de biens au cours des 20 dernières années, les progrès technologiques ayant permis que de nombreux services soient livrés et consommés à des endroits différents de leur lieu d'origine, les rendant ainsi plus faciles à échanger par-delà les frontières. La part des services dans la valeur totale des exportations de la zone euro est passée de 24 % en 2000 à environ 31 % en 2023.

Toutefois, les exportations de services ont récemment connu une performance accrue particulièrement notable. Les services ont nettement rebondi après la pandémie et ont continué de

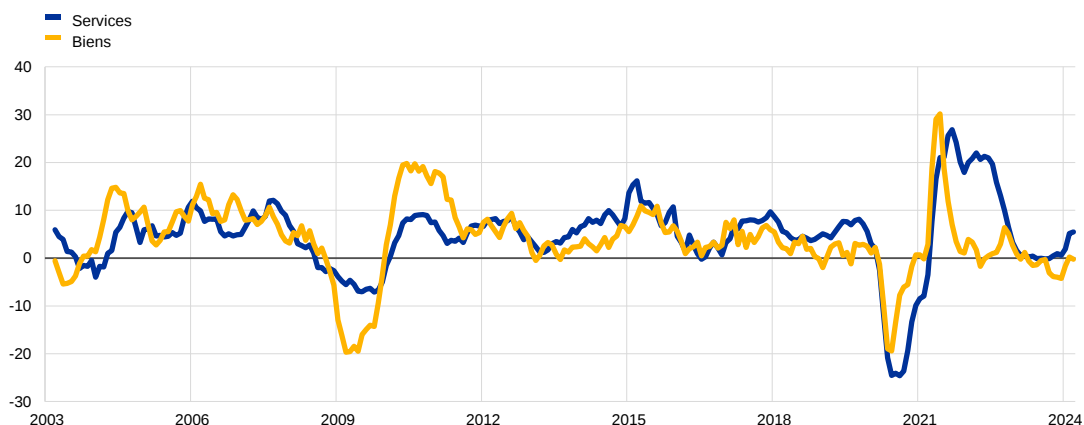
¹⁴ Pour les goulets d'étranglement au niveau de l'offre, l'attribution d'un signe positif pour le ratio production industrielle à forte intensité énergétique/production industrielle à faible intensité énergétique est motivée par le fait que les secteurs à forte intensité énergétique dépendent davantage d'intrants en matières premières qui ne sont pas perturbés par les goulets d'étranglement au niveau de l'offre.

progresser même lorsque les exportations de biens se sont contractées (graphique A). En 2022, les exportations de services ont représenté les deux tiers de la croissance annuelle du volume d'exportation total de la zone euro. Cette divergence se poursuit depuis septembre 2023, les exportations de biens s'inscrivant en baisse et les exportations de services continuant d'augmenter.

Graphique A

Croissance des exportations de biens et de services de la zone euro

(moyenne mobile sur trois mois des variations annuelles en pourcentage, prix constants)



Sources : Eurostat et calculs de la BCE.

Notes : Les exportations hors zone euro provenant de la balance des paiements sont déflatées à l'aide des prix des exportations intra- et hors zone euro provenant des principaux comptes nationaux. Les dernières observations se rapportent à mars 2024.

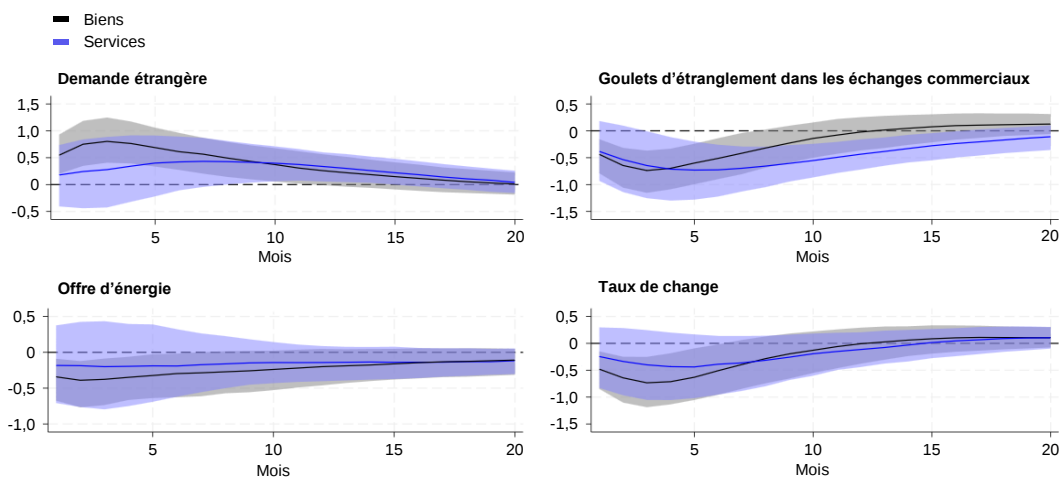
Les exportations de services et de biens ont évolué en étroite corrélation dans le passé. Ces 15 dernières années, la corrélation entre les taux de croissance annuels des volumes d'exportation de services et de biens s'est établie autour de 0,6. Les données empiriques provenant d'un modèle SVAR suggèrent que les exportations de biens et de services réagissent de manière comparable à différents chocs (graphique B)¹⁵. En effet, les principaux déterminants macroéconomiques des exportations de services et de biens sont comparables, l'essentiel de la fluctuation conjoncturelle (74 % pour les exportations de biens et 66 % pour les exportations de services) s'expliquant par la demande étrangère, les goulots d'étranglement du côté de l'offre, l'offre d'énergie et le taux de change.

¹⁵ Le modèle prolonge la SVAR avec restrictions de signe utilisée pour analyser les exportations de biens – cf. l'encadré intitulé « [Choc énergétique, compétitivité-prix et performance des exportations de la zone euro](#) », *op. cit.* L'analyse n'impose aucune restriction sur la réponse des exportations de services aux chocs identifiés, ce qui garantit que le co-mouvement des réponses n'est pas déterminé par les hypothèses. Les variables suivantes sont incluses : l'indice synthétique des prix de l'énergie, le ratio production industrielle à forte intensité énergétique/production industrielle à faible intensité énergétique, les importations mondiales, l'indice des prix à la consommation harmonisé (IPCH), le *Global Supply Chain Pressure Index*, les exportations de biens hors zone euro, le taux de change effectif nominal de la zone euro, les exportations de services hors zone euro. Il convient de noter que les intervalles de confiance sont un peu plus larges pour les exportations de services que pour les exportations de biens (graphique B), en raison potentiellement de leur composition plus diverse, les exportations de services dans différents sous-secteurs étant susceptibles de réagir de manière hétérogène aux chocs.

Graphique B

Réponses impulsionnelles des volumes d'exportation de biens et de services

(réponse à un choc d'un écart type ; écart par rapport à la situation d'équilibre en points de pourcentage)



Sources : Eurostat, Bureau néerlandais d'analyse de la politique économique (CPB), Federal Reserve of New York et calculs de la BCE.

Notes : Les zones ombrées bleues et grises correspondent aux intervalles de confiance pour les exportations de services et de biens (68 % pour les deux). Pour plus de détails concernant le processus d'estimation, cf. note de bas de page 15.

La similarité historique de la dynamique conjoncturelle des exportations de biens et des exportations de services reflète les liens étroits entre les deux secteurs. Premièrement, les exportations de services sont pour une grande part utilisées comme intermédiaires pour la production de biens – un peu moins de la moitié de la valeur ajoutée des exportations de services de la zone euro est utilisée comme intrant intermédiaire pour la production de biens dans d'autres pays ¹⁶. Deuxièmement, de nombreuses exportations de services sont directement liées aux exportations de biens. Les secteurs tels que les transports, les services liés au commerce et l'assurance de fret représentent plus de 20 % des exportations de services de la zone euro ¹⁷. Enfin, une part importante des services est exportée par des fabricants qui regroupent biens et services ¹⁸.

Le récent épisode de découplage prononcé est inhabituel et a résulté de la pandémie et de fluctuations importantes des services de voyage. La décomposition sectorielle met en lumière les répercussions de la pandémie, notamment un fort rebond des exportations de services de voyage (graphique C). En 2021, les voyages ont contribué pour environ 30 % à la croissance des exportations de services, bien qu'ils n'expliquent que 12 % du total des volumes d'exportation de services. Les exportations de services se sont maintenues grâce à la contribution positive des exportations de voyages en 2023 ¹⁹. En revanche, les exportations de transports, qui s'étaient relevées de la pandémie en 2021, se sont inscrites en baisse depuis 2022, en raison de la fin d'une

¹⁶ Sur la base de calculs des services de la BCE réalisés à l'aide des données d'entrées-sorties multirégionales de la Banque asiatique de développement.

¹⁷ L'analyse applique aux données d'exportation de la zone euro la [classification de la division Statistiques des Nations Unies](#) pour les sous-secteurs des services liés aux biens.

¹⁸ D'après Ariu (A.) *et al.*, 23 % des exportations de services en provenance de Belgique sont regroupées avec les exportations de biens. Cf. Ariu (A.), Mayneris (F.) et Parenti (M.), « *One way to the top: How services boost the demand for goods* », *Journal of International Economics*, vol. 123, mars 2020.

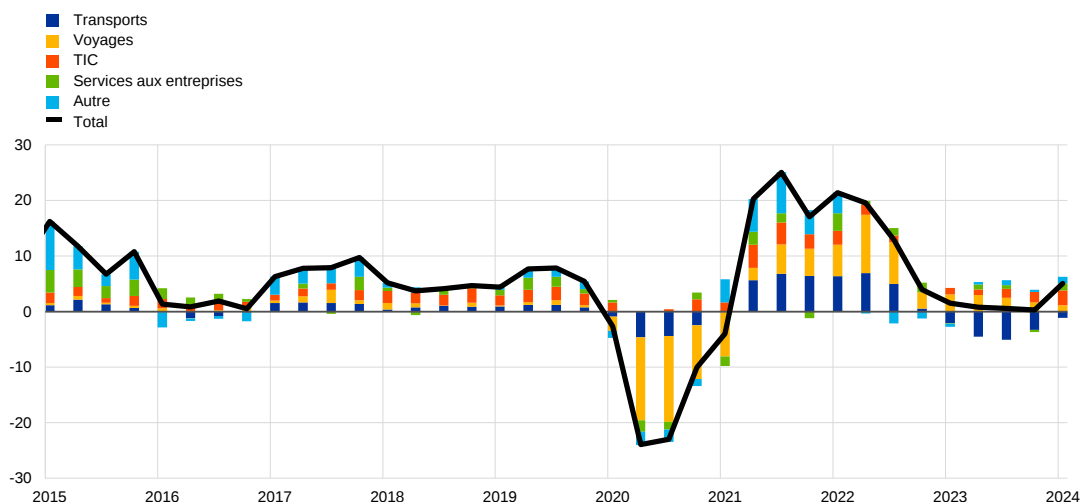
¹⁹ La part des services aux entreprises dans le total des exportations de voyages est revenue de 18 % en 2019 à 12 % en 2022. Pour plus d'informations sur la performance du secteur des voyages pendant la pandémie, cf. l'encadré intitulé « [Évolutions du secteur du tourisme durant la pandémie de COVID-19](#) », *Bulletin économique*, n° 8, BCE, 2020.

période de reconstitution des stocks et de l'impact du choc énergétique sur les entreprises manufacturières.

Graphique C

Décomposition sectorielle de la croissance des volumes d'exportations de services de la zone euro

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



Sources : Eurostat et calculs de la BCE.

Notes : Les volumes sont calculés en appliquant le déflateur global des exportations de services. TIC signifie Technologies de l'information et de la communication. Les dernières observations se rapportent au premier trimestre 2024.

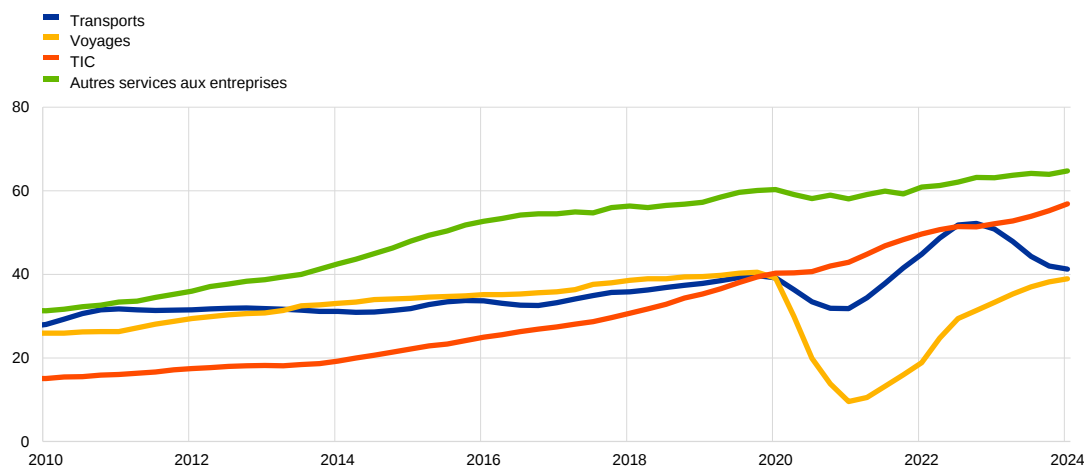
Sur des périodes plus longues, les exportations de services devraient croître à un rythme plus rapide que les exportations de biens, en phase avec leur tendance plus forte à long terme. Cependant, à court terme cette performance plus élevée pourrait être dopée par la vigueur actuelle des exportations de services de voyage, qui n'ont pas encore renoué avec leur niveau d'avant la pandémie (graphique D, partie a). Les résultats d'enquêtes restent plus élevés pour le secteur du tourisme que pour les secteurs d'exportation de services (et de biens) au sens plus large, ce qui suggère une vigueur à court terme (graphique D, partie b).

Graphique D

Volumes d'exportations de services de la zone euro par sous-secteur et indice PMI relatif aux commandes

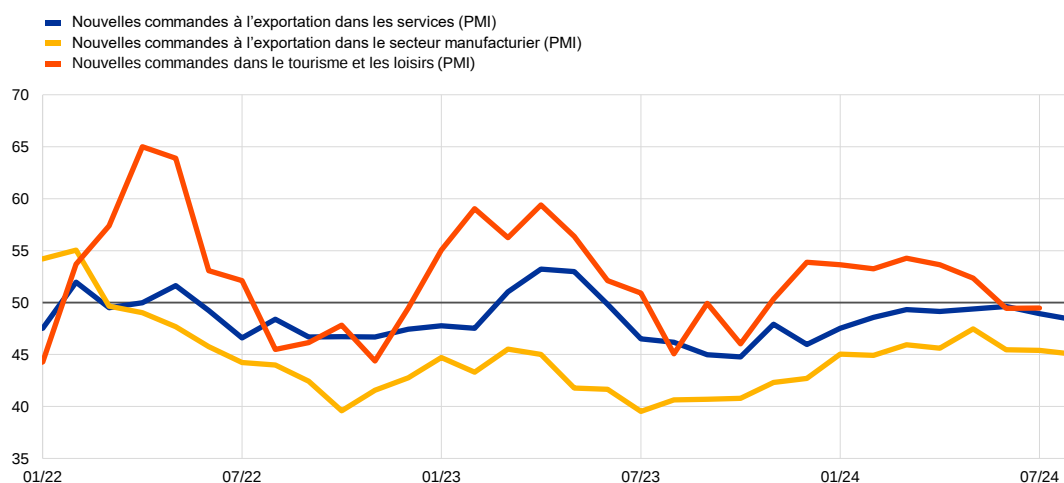
a) Volumes d'exportations de services de la zone euro par sous-secteur

(en milliards d'euros ; moyenne mobile sur quatre trimestres)



b) Indice des directeurs d'achat (PMI) relatif aux commandes dans le secteur manufacturier, les services et le tourisme

(indice de diffusion)



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

Notes : Les volumes de la partie a) sont calculés en appliquant le déflateur global des exportations de services. Les PMI présentés dans la partie b) sont pour l'UE. Un chiffre supérieur à 50 indique une expansion et un chiffre inférieur à 50 indique une contraction. Les dernières observations sont le premier trimestre 2024 pour la partie a) et, dans la partie b), août 2024 pour les commandes à l'exportation de produits manufacturés et de services, et juillet 2024 pour les commandes dans le secteur du tourisme.

Encadré 2

Différentiels de coûts de l'énergie et compétitivité de la zone euro

Virginia Di Nino et Marta Salazar Rodríguez

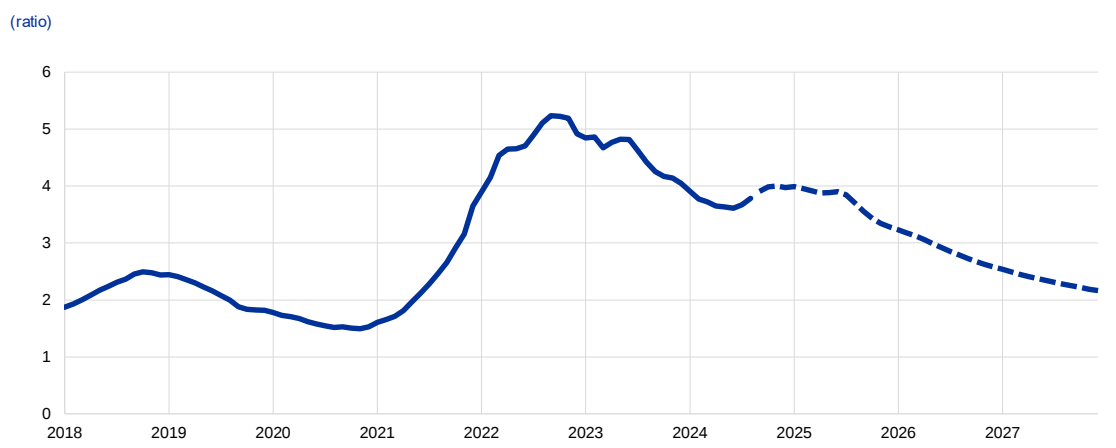
Pendant la crise énergétique, le différentiel de prix pour le gaz et l'électricité en Europe par rapport aux autres régions a atteint des niveaux sans précédent ²⁰. Les prix à la production de l'énergie

²⁰ Le différentiel de coût est resté contenu pour le pétrole, dont les cours ont augmenté en parallèle dans les différentes régions.

dans la zone euro ont été deux fois plus élevés que ceux de ses principaux concurrents ²¹. Le différentiel par rapport aux États-Unis s'est révélé encore plus important (graphique A). Cet encadré évalue l'impact du choc énergétique sur la compétitivité des exportateurs de la zone euro et illustre les effets hétérogènes exercés par ce choc sur les entreprises ²².

Graphique A

Prix de l'énergie dans la zone euro par rapport aux États-Unis



Sources : Base de données MRIO de la Banque asiatique du développement, FMI, Bloomberg, Trade Data Monitor et calculs des services de la BCE.
Notes : Le prix relatif de l'énergie est calculé comme une moyenne pondérée du prix relatif du gaz naturel et du prix relatif du pétrole. La ligne continue représente les données historiques jusqu'en août 2024. La ligne en pointillés correspond à l'évolution estimée du prix relatif de l'énergie sur la base des prix des contrats à terme sur le pétrole brut et sur le gaz naturel en Europe et aux États-Unis. La dernière estimation se rapporte à décembre 2027.

L'exposition au choc énergétique a varié considérablement d'un secteur à l'autre, en fonction de l'intensité en énergie des processus de production et de la part du gaz naturel dans la consommation totale d'énergie. Toutefois, l'impact d'un choc énergétique sur les prix à l'exportation et la part de marché d'un secteur ne dépend pas seulement des coûts des intrants de ce secteur. Il dépend également de sa position au sein de la chaîne de production. À l'échelle du secteur, la position des processus de production dans la chaîne peut être déterminée par deux coordonnées, la distance par rapport à la demande finale (« positionnement en amont ») et la distance par rapport aux intrants primaires (« positionnement en aval »). Le positionnement peut influencer la transmission des chocs énergétiques de plusieurs manières. Les secteurs en amont fonctionnent généralement avec des marges plus faibles et tendent donc à répercuter le choc dans sa totalité. De plus, l'énergie étant souvent un intrant clef pour les secteurs en amont, il peut ne pas être aussi facile pour eux que pour les secteurs en aval de remplacer des intrants domestiques par des intrants externalisés. Dans le même temps, plus une entreprise se situe en aval d'une chaîne de production, plus il est probable qu'une partie du choc énergétique ait été absorbée par les marges bénéficiaires des producteurs positionnés avant elle dans la chaîne. Par conséquent, alors que le positionnement en amont peut amplifier l'effet des chocs énergétiques, le positionnement en aval peut atténuer l'effet des chocs à mesure qu'ils descendent le long de la chaîne de production ²³.

- ²¹ L'indice des prix à la production pour l'énergie dans la zone euro est comparé avec la moyenne pondérée de l'indice des prix à la production pour l'énergie de ses principaux concurrents (États-Unis, Royaume-Uni, Chine et Japon), avec des pondérations attribuées sur la base de la part de chaque concurrent dans la somme totale des exportations des concurrents.
- ²² Cf. également l'encadré intitulé « [Choc énergétique, compétitivité-prix et performance des exportations de la zone euro](#) », *op. cit.*
- ²³ Pour le calcul des mesures du positionnement en amont et du positionnement en aval, cf. Mancini (M.), Montalbano (P.), Nenci (S.) et Vurchio (D.), « *Positioning in Global Value Chains: World Map and Indicators, a New Dataset Available for GVC Analyses* », *The World Bank Economic Review*, 2024.

Nous testons ces arguments dans le cadre d'un panel, ce qui nous permet de mesurer comment l'impact du choc énergétique varie selon les secteurs et les économies, et de différencier les secteurs en fonction de leur position au sein de la chaîne de production. Cela permet également de contrôler par les facteurs qui sont difficiles à observer ou mesurer mais sont corrélés avec les différentiels de coût de l'énergie, tels que les mesures gouvernementales ²⁴. Cet encadré présente les résultats d'une étude de panel des parts de marché à l'exportation de la zone euro. L'étude utilise des données trimestrielles allant de début 2007 à fin 2022 pour 17 secteurs manufacturiers dans 20 pays de la zone euro. Elle approxime le choc énergétique pour la zone euro en incluant une variable qui mesure le différentiel de coût de l'énergie par rapport à un concurrent clef, les États-Unis. L'équation est définie comme un panel dynamique logarithmique avec effets fixes :

$$XMS_{sct} = \rho XMS_{sct-1} + \delta P_{sct} + \gamma IP_{sct} + \beta_1 E_{sct} + \beta_2 E_{sct} \times Up_{sct} + \beta_3 E_{sct} \times Down_{sct} + \mu_1 Up_{sct} + \mu_2 Down_{sct} + FE_{sc} + FE_{ct} + \varepsilon_{sct} \quad (1)$$

$XMS(P)$ représente les exportations (prix à l'exportation) d'un secteur (s) dans un pays de la zone euro (c) par rapport aux exportations (prix à l'exportation) du même secteur (s) dans les pays hors zone euro à un temps (t) ²⁵. Le choc énergétique (E) dans un secteur (s) d'un pays de la zone euro (c) à un temps (t) est défini par le différentiel de coût de l'énergie modulé en fonction de l'intensité en énergie de la production. On autorise l'hétérogénéité de l'exposition à la crise énergétique à différer d'un couple secteur-pays à l'autre en reliant le choc sur le coût de l'énergie (E) à une mesure de la position d'un secteur dans la chaîne, c'est-à-dire le nombre de liens avec les secteurs en amont (Up) et en aval ($Down$). Enfin, l'analyse contrôle par les effets non observés en incluant les effets fixes secteur-pays (FE_{sc}) et les effets fixes pays-temps (FE_{ct}). Les coefficients estimés ($\beta_1, \beta_2, \beta_3$) correspondent aux élasticités historiques de la compétitivité extérieure de la zone euro aux différentiels de coût de l'énergie en fonction de l'intensité en énergie et du positionnement en amont et en aval.

Les estimations de panel indiquent que, au plus fort de la crise du gaz européen, l'impact défavorable moyen sur les parts de marché à l'exportation de la zone euro s'est établi à -7% . Toutefois, les estimations font état d'une forte hétérogénéité. L'impact sur les secteurs dont l'intensité en énergie est la plus élevée a représenté une baisse de plus de 15% des parts de marché à l'exportation ; cela peut monter jusqu'à près de 20% pour les secteurs situés très en amont de la chaîne d'approvisionnement et descendre à environ 3% pour les secteurs situés à la toute fin de la chaîne.

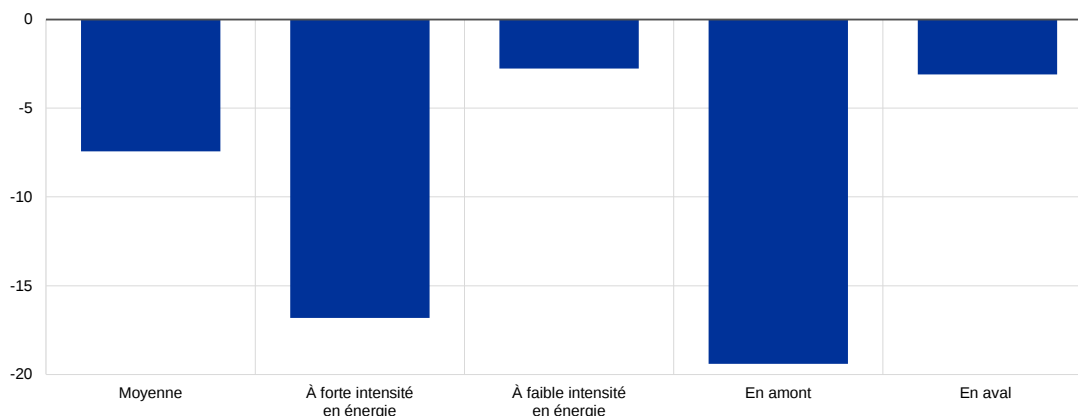
²⁴ Les gouvernements ont réagi au choc énergétique par la mise en œuvre de mesures visant à en limiter l'impact sur les entreprises et les consommateurs. Ne pas tenir compte de ces mesures pourrait entraîner une sous-estimation de l'impact potentiel d'une augmentation du différentiel de coût de l'énergie vis-à-vis des concurrents sur la compétitivité extérieure de la zone euro. Des biais d'atténuation comparables pourraient provenir de la dynamique de réévaluation des taux de change et de la réorientation des dépenses au détriment des produits coûteux à forte intensité en énergie.

²⁵ Les prix à l'exportation relatifs dans l'équation (1) sont dotés de leurs quatre décalages et d'autres déterminants exogènes afin de supprimer le biais de simultanéité de P et XMS , en faisant l'hypothèse que les valeurs passées de P (XMS) sont prédéterminées par rapport aux évolutions futures de XMS (P).

Graphique B

Impact sur les parts de marché à l'exportation du différentiel de coût de l'énergie au plus fort de la crise du gaz au troisième trimestre 2022 par type de secteur

(pourcentages)



Sources : Trade Data Monitor, FMI, MRIO, TiVA, Mancini (M.) *et al.* (2024) et calculs des services de la BCE.

Notes : Les variations des parts de marché à l'exportation sont évaluées pour l'intensité en énergie la plus forte/la plus faible. La plupart des secteurs en amont/en aval sont fondés sur les coefficients estimés dans l'équation (1). On évalue l'effet d'un déterminant à la fois, en fixant les autres à zéro. Cette simplification nous aide à isoler l'effet de chaque déterminant. Le positionnement dans la chaîne pour chaque couple secteur-pays étant déterminé par deux coordonnées (en amont et en aval), l'effet total du positionnement dans la chaîne d'approvisionnement est donné par la moyenne pondérée de l'effet impliqué par les deux coordonnées.

4 Défis à venir

À plus long terme, certains des facteurs qui ont récemment affecté les parts de marché à l'exportation de la zone euro devraient se dissiper. Les perturbations de l'offre et les modifications des préférences en matière de demande mondiale qui ont freiné les exportations de la zone euro pendant la pandémie diminuent progressivement. Les défis liés à la compétitivité-prix à moyen terme devraient également s'effacer avec la baisse des coûts comparativement plus élevés dans la zone euro ²⁶. Néanmoins, les exportateurs de la zone euro pourraient continuer à faire face à un environnement difficile.

Dans le même temps, des défis liés à la compétitivité pourraient perdurer, car les coûts de l'énergie devraient rester élevés et la zone euro demeure vulnérable aux évolutions des conditions de marché mondiales en raison de sa dépendance persistante aux importations d'énergie. Le choc énergétique a constitué un déterminant majeur de la détérioration des parts de marché de la zone euro. Dans le même temps, les coûts élevés de l'énergie dans un avenir prévisible représentent un défi important pour la compétitivité de la zone euro, notamment parce que les prix de l'énergie dans la zone euro restent nettement plus élevés que ceux de ses principaux concurrents et – sur la base des prix des contrats à

²⁶ Cf. Lane (P. R.) et Milesi-Ferretti (G.M.), « *External Wealth, the Trade Balance, and the Real Exchange Rate* », *European Economic Review*, vol. 46, n° 6, 2002, p. 1049-1071, et Bobeica (E.), Christodouloupoulou (S.) et Tkačevs (O.), « *The role of price and cost competitiveness for intra- and extra-euro area trade of euro area countries* », *Working Paper Series*, n° 1941, BCE, Francfort-sur-le-Main, juillet 2016.

terme – devraient rester deux fois plus élevés qu’aux États-Unis dans les années à venir.

Les crises récentes ont également révélé la vulnérabilité de la zone euro aux chocs d’offre et de coût des intrants plus généralement, vulnérabilité qui pourrait encore être accentuée par la fragmentation géoéconomique.

Des éléments récents sur l’incidence de la fragmentation géoéconomique, notamment s’agissant des échanges commerciaux et des flux d’investissements directs étrangers, montrent comment les liens économiques sont de plus en plus influencés par les considérations géopolitiques ²⁷. Pour la zone euro, des éléments montrent que les entreprises cherchent progressivement à diversifier leur approvisionnement en biens stratégiques afin de se fournir auprès de producteurs situés dans des pays géopolitiquement alignés ²⁸. Une telle diversification stratégique, tout en accroissant potentiellement la capacité de résistance des chaînes d’approvisionnement, pourrait entraîner des hausses de coûts et avoir des conséquences importantes pour la compétitivité des exportateurs de la zone euro. Dans le même temps, les profils de fragmentation sont également susceptibles d’affecter la demande d’exportations de la zone euro. De plus, les tensions géopolitiques croissantes risquent d’entraîner de nouvelles vagues de tarifs douaniers et autres restrictions commerciales qui pèseraient sur le commerce mondial, avec des conséquences importantes pour le secteur des exportations de la zone euro.

À plus long terme, la transformation structurelle des économies européenne et mondiale pourrait créer des défis et des opportunités pour les exportateurs de la zone euro.

La transformation du marché de l’énergie et des approvisionnements en énergie de l’UE ainsi que la transition verte auront des conséquences importantes pour la compétitivité de la zone euro ²⁹. De même, la réorientation du commerce mondial vers les services et les opportunités potentielles créées par les avancées des technologies de l’information et de l’intelligence artificielle devraient avoir une forte incidence sur la compétitivité des exportateurs de la zone euro à l’avenir ³⁰. En particulier, les exportateurs de la zone euro sont de plus en plus confrontés à des pressions concurrentielles croissantes en provenance des économies émergentes, qui deviennent des fournisseurs de contenu à haute valeur ajoutée et leur font concurrence sur certains marchés clefs de la zone euro. Les exportateurs de la zone euro sont actuellement confrontés à la concurrence des fabricants chinois qui bénéficient de vastes capacités, en partie en raison de subventions importantes. Ces capacités dépassent largement la demande intérieure en Chine, entraînant des pressions à la baisse sur les prix à l’exportation chinois et

²⁷ Cf., par exemple, Aiyar (S.) *et al.*, « *Geoeconomic Fragmentation and the Future of Multilateralism* », *Staff Discussion Notes*, n° 2023/001, Fonds monétaire international, Washington DC, janvier 2023.

²⁸ Cf. l’encadré intitulé « *Comment la géopolitique modifie les échanges commerciaux* », *Bulletin économique*, n° 2, BCE, 2024.

²⁹ Cf., par exemple l’encadré intitulé « *Le secteur automobile de la zone euro va-t-il se redresser ?* », *Bulletin économique*, n° 4, BCE, 2024, qui inclut une analyse des défis en matière de compétitivité posés par le verdissement du secteur automobile.

³⁰ Sur l’importance croissante des services et de l’automatisation, cf. Baldwin (R.), « *Globotics and macroeconomics: Globalisation and automation of the service sector* », *Working Paper Series*, n° 30317, *National Bureau of Economic Research*, août 2022.

se traduisant *in fine* par de fortes pertes de compétitivité-prix pour la zone euro ³¹. Néanmoins, les exportateurs de la zone euro peuvent maintenir leur présence de marché en valeur en se spécialisant dans les compartiments à plus forte valeur ajoutée tels que les services, dont la zone euro est le principal exportateur mondial. Cela leur permettrait de pratiquer des prix relativement élevés et d'améliorer les termes de l'échange de la zone euro.

³¹ Cf. Emter (L.), Gunnella (V.), Ordoñez Martínez (I.), Schuler (T.), Al-Haschimi (A.) et Spital (T.), « *Export markets: why China and the euro area are competing more than ever* », *The ECB Blog*, BCE, septembre 2024 et l'article intitulé « *L'évolution du modèle de croissance de la Chine : défis et perspectives de croissance à long terme* », *Bulletin économique*, n° 5, BCE, 2024.

Impacts économiques et financiers de la dégradation de la nature et de la perte de biodiversité

Andrej Ceglar, Miles Parker, Carlo Pasqua, Simone Boldrini, Marie Gabet et Sjoerd van der Zwaag

1 Introduction

La nature est fondamentale pour le bien-être humain et fournit des services écosystémiques essentiels qui soutiennent l'activité économique. La nature englobe tous les éléments vivants et non vivants de notre planète, lesquels forment des écosystèmes tels que les forêts, les lacs et les zones humides ¹. Ces écosystèmes abritent de nombreuses espèces et biens tangibles tels que la nourriture, l'eau douce, le bois et les ressources médicinales. Ils maintiennent également l'équilibre environnemental, par exemple en régulant la qualité de l'air, en régulant le climat et en atténuant les inondations. Les principaux processus facilités par les écosystèmes comprennent la formation des sols, le cycle des nutriments et la pollinisation. La nature offre également des avantages immatériels tels que les loisirs et le tourisme. Ces avantages sont fortement menacés par le rythme actuel sans précédent de dégradation de la nature et de perte de biodiversité.

Les entreprises, le secteur financier et les décideurs politiques ont longtemps sous-estimé, voire négligé, l'importance économique des services écosystémiques, dont beaucoup ne sont ni négociés sur les marchés ni directement mesurés par une valeur monétaire. Par exemple, les zones humides agissent comme des systèmes de filtration naturels de l'eau et de protections contre les tempêtes, économisant des milliards en coûts de traitement de l'eau et d'atténuation des catastrophes. Les forêts absorbent le dioxyde de carbone, jouant un rôle essentiel dans la régulation du climat et réduisant les impacts économiques du changement climatique. Des sols et des pollinisateurs sains sont essentiels à la production agricole. Sans les pollinisateurs, les rendements agricoles diminueraient, entraînant une hausse des coûts de production, une hausse des prix à la consommation et d'éventuelles pénuries alimentaires. Un grand nombre des services fournis par les écosystèmes sont des biens publics et sont soit sous-évalués sur les marchés, soit ne sont pas du tout intégrés dans les prix actuels. Par conséquent, ils sont souvent négligés dans les décisions économiques, ce qui a des conséquences importantes pour le monde naturel. Le projet INCA (*Integrated Natural Capital Accounting*), un système intégré de comptes écosystémiques pour l'UE, a estimé qu'en 2019, dix services écosystémiques dans l'UE28 ont généré un flux annuel total de bénéfices d'une valeur de 234 milliards d'euros ². L'encadré 2 de ce *Bulletin économique* présente plus en détail les défis liés à l'intégration des services écosystémiques dans les mesures de l'activité économique.

¹ Nations Unies, [Système de comptabilité économique et environnementale](#).

² Eurostat, *Accounting for ecosystems and their services in the European Union (INCA)*, 2021.

Des recherches récentes ont démontré la nature hautement non linéaire de la perte de biodiversité ³. Même si les pertes financières identifiées jusqu'à présent peuvent sembler limitées, il est important de reconnaître que même des événements apparemment mineurs – tels que la perte d'une seule espèce d'abeille – peuvent avoir des répercussions dont l'impact économique est substantiel. La perte d'espèces peut freiner la productivité économique et fragiliser la fourniture de services écosystémiques. Cette fragilité peut compromettre la résilience économique, réduire les possibilités de croissance et accroître notre vulnérabilité face à une perte future de biodiversité. La dégradation de la nature peut donc avoir des effets économiques importants dont les banques centrales devraient prendre conscience pour maintenir la stabilité des prix et la stabilité financière. En effet, les nouvelles négatives concernant la biodiversité augmentent déjà les mesures du risque sur les marchés financiers, en particulier dans les pays où les écosystèmes sont les plus dégradés ⁴.

Les banques centrales ne peuvent atteindre leurs objectifs en matière de stabilité des prix et de stabilité financière que si elles comprennent et prévoient comment les chocs et les tendances économiques affectent l'inflation, l'économie au sens large et le système financier. Le changement climatique et la dégradation de la nature étant susceptibles de causer des perturbations économiques importantes, ces crises environnementales devraient être intégrées dans les cadres d'analyse parallèlement à des facteurs tels que la mondialisation, la démographie et l'innovation financière. Elles présentent des risques graves susceptibles d'affecter le cycle d'activité, d'où l'urgence nécessitée d'une analyse approfondie et d'une action décisive de la part des autorités. Lors de l'ouragan Sandy, par exemple, les zones humides côtières du nord-est des États-Unis ont permis d'éviter des dommages causés par les inondations à hauteur de 625 millions de dollars ⁵. Cela illustre comment la réduction de la capacité des écosystèmes à protéger contre les inondations accroît la probabilité que de futurs épisodes de précipitations extrêmes causent des inondations, perturbant ainsi l'activité économique à une fréquence correspondant au cycle d'activité. La perte de ces services écosystémiques pourrait entraîner des dommages plus importants, avec des effets durables sur l'économie, les infrastructures et la stabilité financière de la région concernée.

Le présent article analyse les implications de la dégradation de la nature et de la perte de biodiversité pour l'économie et la stabilité financière. Il étudie les déterminants de la perte de biodiversité, son interconnexion avec le changement climatique et l'impact matériel de ces risques dans la zone euro. Cet article met également en évidence les progrès réalisés dans la quantification des risques liés à la nature, à travers un encadré présentant les évaluations d'institutions financières

³ Giglio (S.), Kuchler (T.), Stroebe (J.) et Wang (O.), « *The economics of biodiversity loss* », document présenté au Forum de la BCE sur les activités de banque centrale « *Monetary policy in an era of transformation* », Sintra, Portugal, 2024.

⁴ *Ibid.*

⁵ Narayan (S.) et al., « *The Value of Coastal Wetlands for Flood Damage Reduction in the Northeastern USA* », *Scientific Reports*, 7, 9463, 2017.

néerlandaises et françaises. Enfin, il présente les prochaines étapes de la gestion de ces risques et leurs implications du point de vue de la banque centrale.

2 Les déterminants de la perte de biodiversité et son interconnexion avec le changement climatique

L'activité humaine appauvrit la biodiversité et menace la fourniture continue de services écosystémiques essentiels. Les besoins humains ont dépassé la capacité de la planète à fournir durablement des services écosystémiques, ce qui entraîne une dégradation de la nature et une perte de biodiversité à un rythme sans précédent ⁶. Les populations de faune sauvage surveillées dans le monde ont diminué en moyenne de 69 % depuis 1970 ⁷. Le taux mondial d'extinction des espèces est actuellement des dizaines à des centaines de fois supérieur à la moyenne des dix derniers millions d'années ⁸. L'Europe ne fait pas exception, avec plus de 80 % des habitats qui se détériorent aujourd'hui ⁹. L'état de conservation et les tendances d'habitat sont pires pour les pollinisateurs que pour les autres espèces.

Les principaux déterminants de la perte de biodiversité et du changement des écosystèmes sont l'utilisation des terres et des océans, le changement climatique, la surexploitation des ressources naturelles (vivantes et non vivantes), la pollution et les espèces envahissantes ¹⁰. L'utilisation des terres et des océans inclut la conversion d'habitats vierges tels que les forêts et les zones humides à d'autres fins, notamment de terres agricoles et de zones urbaines. Près de 420 millions d'hectares de forêts ont été perdus dans le monde depuis 1990, soit une superficie de la taille de l'Union européenne. Le changement climatique constitue une menace croissante pour la biodiversité, mettant déjà en danger une espèce sur six dans le monde. Elle met également en péril les écosystèmes qui constituent des réserves de carbone vitales et sont essentiels pour atteindre les objectifs d'atténuation du changement climatique. Les espèces envahissantes, introduites par l'activité humaine, peuvent perturber les écosystèmes locaux, déplacer les espèces indigènes et affecter significativement l'économie, l'environnement et la santé publique. Elles jouent un rôle clé dans 60 % des extinctions mondiales de plantes et d'animaux, entraînant des coûts économiques mondiaux supérieurs à 423 milliards de dollars par an en 2019 ¹¹.

⁶ Nations Unies, Cadre mondial de la biodiversité de Kunming-Montréal (CBD/COP/DEC/15/4), décembre 2022.

⁷ WWF – World Wide Fund for Nature, *Living Planet Report 2022 – Building a nature-positive society*, 2022.

⁸ Nations Unies, « *Species Extinction Rate Hundreds of Times Higher Than in Past 10 Million Years, Warns Secretary-General Observance Message, Urging Action to End Biodiversity Loss by 2030* », communiqué de presse, 22 mai 2022.

⁹ Agence européenne pour l'environnement, « *Conservation status of habitats under the EU Habitats Directive* », 2021.

¹⁰ Brondizio (E.S.), Settele (J.), Díaz (S.) et Ngo (H.T.) (eds.), *Global assessment report on biodiversity and ecosystem services of the Intergovernmental Science-Policy Platform on Biodiversity and Ecosystem Services*, secrétariat de l'IPBES, Bonn, Allemagne, 2019.

¹¹ IPBES, *Thematic Assessment Report on Invasive Alien Species and their Control*, 2023.

La perte de biodiversité peut également amplifier le changement climatique et les risques qu'il induit, en particulier lorsque les écosystèmes qui stockent le carbone ou présentent des avantages en matière d'adaptation sont dégradés ou perdus. La restauration des écosystèmes peut réduire les risques liés au climat. Mais le contraire n'est pas toujours vrai : les mesures de lutte contre le changement climatique peuvent être bénéfiques pour la nature, mais peuvent également contribuer à sa dégradation. C'est le cas par exemple des initiatives de reboisement mal planifiées, comme les monocultures, ou de l'extraction de minéraux essentiels à la transition énergétique dans les points sensibles de la biodiversité. Ces situations soulignent que risques climatiques et risques liés à la nature se renforcent et peuvent être à l'origine de compromis, ce qui plaide pour une approche intégrée dans la lutte contre les risques liés au climat et plus largement à la nature ¹².

L'ampleur de la dégradation de la nature devenant de plus en plus évidente, les efforts pour stopper et inverser la perte de nature s'accroissent, ce qui exige également que les institutions financières gèrent les risques économiques et financiers induits. En décembre 2022, l'UE et 195 pays ont adopté le Cadre Mondial de la Biodiversité (*Global Biodiversity Framework*, GBF) de Kunming-Montréal, qui est considéré comme aussi important pour la nature et la biodiversité que l'Accord de Paris de 2015 l'a été pour inciter à l'action contre le changement climatique. Le GBF intègre des objectifs tels que la protection d'au moins 30 % des terres et des eaux de la planète d'ici 2030 et une réduction d'au moins 500 milliards de dollars par an des subventions publiques allant à l'encontre des objectifs du GBF. En outre, il vise à mobiliser au moins 200 milliards de dollars par an d'ici 2030, provenant de sources publiques et privées, pour soutenir efficacement les stratégies en matière de biodiversité, par exemple en encourageant les investissements privés et en promouvant des mécanismes financiers innovants. Il exige surtout des signataires qu'ils agissent pour s'assurer que les institutions financières « suivent, évaluent et communiquent régulièrement et de manière transparente leurs risques, dépendances et impacts sur la biodiversité, notamment [...] dans le cadre de leurs opérations, leurs chaînes d'approvisionnement et de valeur et leurs portefeuilles » ¹³.

Pour faire face au rythme préoccupant de dégradation des écosystèmes, l'UE, sous l'égide du Pacte vert pour l'Europe, met en œuvre une série de politiques et de législations ciblées. Il s'agit par exemple de la stratégie de l'UE en matière de biodiversité pour 2030, des plans de renforcement des directives « Oiseaux » et « Habitats » de l'UE et de l'initiative européenne sur les pollinisateurs. En juin 2024, l'UE a adopté le règlement sur la restauration de la nature, qui met l'accent sur des actions telles que la restauration des écosystèmes dégradés, l'amélioration de la biodiversité, l'accroissement des espaces verts urbains et l'amélioration de la résilience des habitats naturels au changement climatique ¹⁴. Les pays de l'UE sont tenus de soumettre leurs plans nationaux de restauration à la Commission dans les deux ans suivant l'entrée en vigueur du règlement. Ces plans doivent définir les

¹² Réseau pour le verdissement du système financier, *Nature-related Financial Risks: a Conceptual Framework to guide Action by Central Banks and Supervisors*, NGFS, juillet 2024.

¹³ *GBF Target 15: Businesses Assess, Disclose and Reduce Biodiversity-Related Risks and Negative Impacts*.

¹⁴ Commission européenne, « *Nature Restoration Law: A Regulation supporting the restoration of ecosystems for people, the climate and the planet* ».

stratégies permettant d'atteindre les objectifs fixés. Le règlement sur la restauration de la nature induit des risques de transition, car les entreprises devront s'adapter aux nouvelles réglementations, mais il offre également des avantages à long terme pour la stabilité financière grâce à la préservation des écosystèmes et de leurs services.

3 La dégradation de la nature et la perte de biodiversité posent des risques économiques et financiers matériels

Les risques liés à la nature peuvent affecter la stabilité des prix et la stabilité financière à travers de multiples canaux de transmission. Comme dans le cas des impacts plus familiers liés au climat, les risques physiques, qui résultent de la menace que fait peser la dégradation de la nature sur les activités économiques dépendantes des écosystèmes, peuvent être distingués des risques de transition, qui eux sont dus à des changements dans les politiques publiques, à des précédents juridiques, aux préférences des consommateurs et au sentiment de marché, etc. Le risque de contentieux, en tant que sous-ensemble du risque physique et de transition, peut résulter de divers facteurs, notamment d'actions en responsabilité, de changements de politique et de législation ainsi que de manquements à la réglementation¹⁵.

Les risques physiques se présentent sous des formes aussi bien aiguës que chroniques et affectent particulièrement les secteurs qui sont les plus dépendants de services écosystémiques spécifiques (figure 1). La dégradation aiguë est brutale, résultant par exemple d'incendies de forêt, de marées noires et de ravageurs. La dégradation chronique, telle que la dégradation des sols qui rend in fine les terres cultivables impropres à la culture, s'accumule au fil du temps. Il peut être difficile de faire la distinction entre les impacts aigus et chroniques, car les différents éléments de la nature sont fortement interconnectés, ce qui entraîne des effets cumulatifs et des points de basculement difficiles à anticiper¹⁶. Ainsi, la dégradation chronique peut entraîner une soudaine détérioration majeure des services écosystémiques à un moment donné.

Les risques de transition affectent particulièrement les activités causant une dégradation de la nature et qui sont donc sensibles aux efforts visant à protéger et à restaurer la nature (figure 1). Les gouvernements intensifient leurs efforts pour protéger la nature et la biodiversité en renforçant les règlements et les politiques qui limitent l'exploitation des ressources naturelles ou interdisent certains produits à l'origine d'une dégradation. L'innovation technologique, les nouveaux modèles d'activité et les changements de sentiment des consommateurs ou des

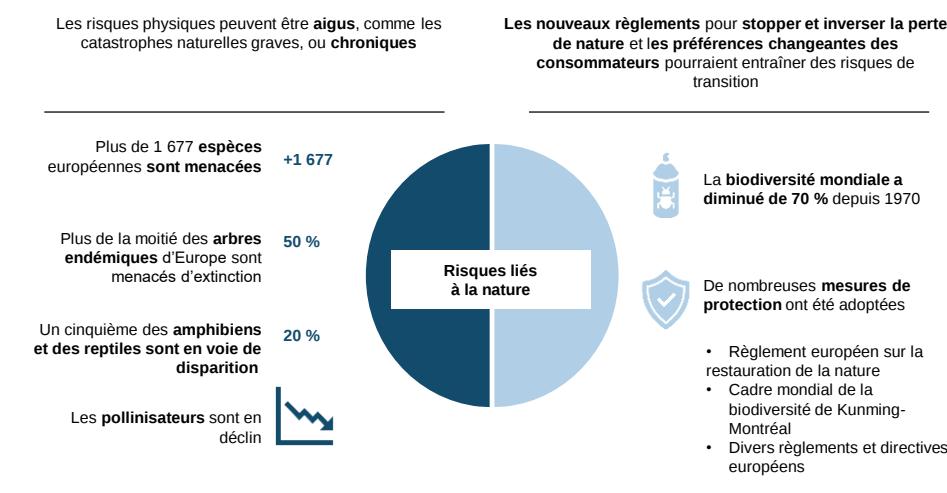
¹⁵ O'Connell (M.), « *Birth of a naturalist? Nature-related risks and biodiversity loss: legal implications for the ECB* », *Legal Working Paper Series*, n° 22, BCE, juin 2024.

¹⁶ Des effets combinés dans les écosystèmes interconnectés se produisent lorsque de multiples stress environnementaux interagissent, entraînant des conséquences plus graves que celles causées par un facteur de stress à lui seul. Cf. Lenton (T.M.) et al. (eds.), *The Global Tipping Points Report 2023*, University of Exeter, Royaume-Uni, pour des éléments mettant en évidence des points de basculement dans une variété d'écosystèmes, dont le dépérissement des forêts, la désertification des terres arides, l'eutrophisation des lacs, l'extinction des récifs coralliens et l'effondrement de la pêche.

investisseurs pourraient de la même manière engendrer des risques et des coûts de transition, les entreprises étant contraintes de s'adapter.

Figure 1

La dégradation de la nature, y compris la perte de biodiversité, entraîne des risques physiques et de transition pour l'économie européenne et le système financier



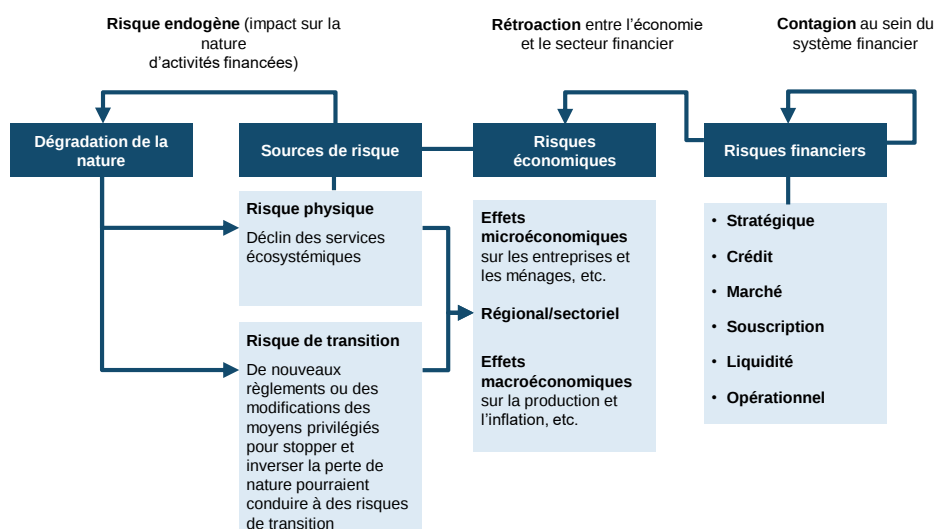
Source : BCE.

La matérialisation des risques physiques et de transition peut avoir des implications majeures pour l'objectif de stabilité des prix du Système européen de banques centrales (SEBC) inscrit dans le traité sur le fonctionnement de l'Union européenne, et entraîner des pertes susceptibles de menacer la stabilité financière (figure 2). Ces impacts peuvent être directs,

comme l'érosion des sols et la perte de pollinisateurs qui compromettent la productivité agricole et poussent les prix des produits alimentaires à la hausse, tout en réduisant la valeur des terres et les revenus des agriculteurs. Les impacts peuvent également être indirects, les chaînes de valeur transmettant à l'économie nationale les impacts observés ailleurs dans le monde. Pour les institutions financières individuelles ou les systèmes financiers, les impacts économiques peuvent se traduire par la suite par des risques financiers (y compris des risques de crédit, de marché et de souscription) dans le cadre des activités financées. Ces risques peuvent être amplifiés par l'accumulation de risques individuels ou par des mécanismes de contagion financière, et peuvent également être endogènes, en raison des dommages causés à la nature par l'activité économique financée par ces institutions. Les effets macroéconomiques de ces risques liés à la nature pourraient affecter la mise en œuvre de la politique monétaire, notamment en perturbant la stabilité financière. En outre, la transmission uniforme des impulsions de politique monétaire dans la zone euro pourrait être perturbée si les risques liés à la nature se matérialisaient différemment selon les pays.

Figure 2

Canaux de transmission dans le cadre de l'évaluation des risques liés à la nature



Note : Ce graphique a été adapté à partir du document « *Nature-related Financial Risks: a Conceptual Framework to guide Action by Central Banks and Supervisors* », NGFS, juillet 2024.

Au-delà de l'impact direct sur l'objectif principal de stabilité des prix, le SEBC doit également prendre en compte d'autres dispositions du Traité. Lorsque la protection de la nature contribue directement à l'atténuation de la crise climatique, elle peut être considérée comme conforme à l'obligation du SEBC de soutenir les politiques économiques générales dans l'UE ¹⁷. En outre, en vertu des articles 7 et 11 du Traité, le SEBC doit garantir la cohérence avec le droit de l'Union, intégrer les exigences en matière de protection de l'environnement dans ses politiques et ses activités, et s'abstenir de prendre des décisions allant à l'encontre de ces exigences.

4 Progrès dans la quantification des risques liés à la nature

Une analyse récente de la BCE a révélé que l'économie et le système financier de la zone euro sont fortement dépendants de la nature et des services écosystémiques qu'elle fournit ¹⁸. Sur les 4,2 millions de sociétés non financières (SNF) dans la zone euro, 72 % sont fortement dépendantes des services écosystémiques et connaîtraient d'importants problèmes économiques en raison de la dégradation des écosystèmes. Par exemple, le couvert végétal réduit l'érosion des sols, empêche les avalanches et les glissements de terrain et protège contre les inondations et les tempêtes. Environ 75 % de l'ensemble des prêts aux entreprises dans la zone euro sont accordés à des SNF qui sont fortement dépendantes d'au moins un service écosystémique (graphique 1). Les portefeuilles de prêts pourraient être fortement affectés si la dégradation de l'environnement continuait de suivre les

¹⁷ O'Connell (M.), *op. cit.*

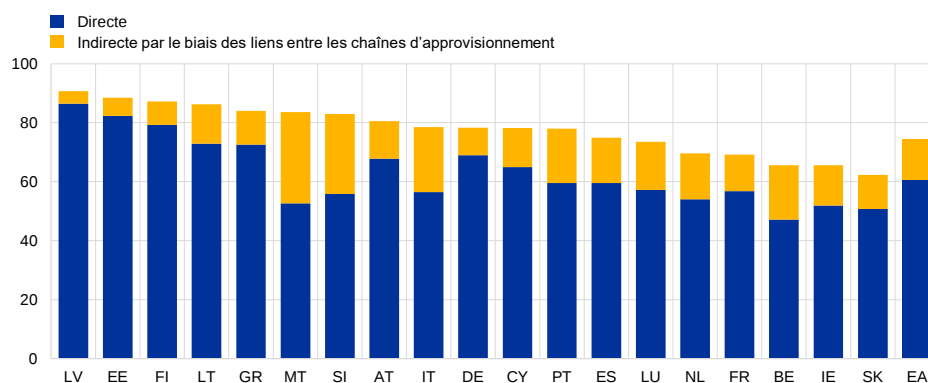
¹⁸ Cf. Boldrini (S.), Ceglar (A.), Lelli (C.), Parisi (L.) et Heemskerk (I.), « *Living in a world of disappearing nature: Physical risk and the implications for financial stability* », *Occasional Paper Series*, n° 333, BCE, 2023.

tendances actuelles, avec des vulnérabilités plus fortes concentrées dans certaines régions et certains secteurs économiques.

Graphique 1

Exposition des portefeuilles de prêts des banques de la zone euro aux risques liés à la nature

(décembre 2021, axe des ordonnées : pourcentages ; part des prêts présentant des scores de dépendance élevés)



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

Notes : Le graphique montre les parts de prêts ayant un score de dépendance élevé (supérieur à 0,7) pour au moins un service écosystémique. Un prêt est classé comme fortement dépendant lorsque la société emprunteuse présente un score de dépendance directe suffisamment élevé (barre bleue) ou une dépendance suffisamment élevée lorsque les liens éventuels entre les chaînes d'approvisionnement sont pris en compte (barre jaune).

Une analyse plus approfondie de la BCE examine comment l'économie de la zone euro affecte la nature et ses services écosystémiques et démontre la double matérialité des risques liés à la nature.

L'économie de la zone euro a fortement affecté la nature et la biodiversité via deux déterminants principaux : l'utilisation des sols et le changement climatique ¹⁹. Au total, les SNF de la zone euro génèrent un impact local équivalent à la perte d'environ 365 millions d'hectares d'habitat naturel dans la seule zone euro. Cette mesure couvre la perte de biodiversité résultant a) de la conversion des terres déjà observée et b) de la perte potentielle de biodiversité au cours des 100 prochaines années susceptible de résulter du réchauffement climatique lié aux émissions de gaz à effet de serre en 2021.

Les risques liés à la nature ont une portée mondiale, l'impact environnemental des SNF de la zone euro s'étendant au monde entier compte tenu de leurs chaînes d'approvisionnement.

Les SNF de la zone euro dépendent de matières premières provenant de l'extérieur de l'Europe, favorisant des activités, telles que l'industrie minière, qui contribuent à la dégradation de la nature. L'Asie et l'Afrique sont les zones les plus affectées en raison de la dépendance élevée des SNF de la zone euro vis-à-vis de l'offre de produits agricoles, miniers et manufacturiers en provenance de ces continents. Au total, les SNF de la zone euro causent la perte d'environ 217 millions d'hectares d'habitat naturel en dehors de la zone euro. L'impact combiné au niveau européen et mondial équivaut à la perte de 582 millions d'hectares de zones naturelles vierges dans le monde (soit près de 60 % de la superficie de l'Europe continentale). Ce calcul excluant certains autres déterminants

¹⁹ Ceglár (A.), Boldrini (S.), Lelli (C.), Parisi (L.) et Heemskerk (I.), « *The impact of euro area economy and banks on biodiversity* », *Occasional Paper Series*, n° 335, BCE.

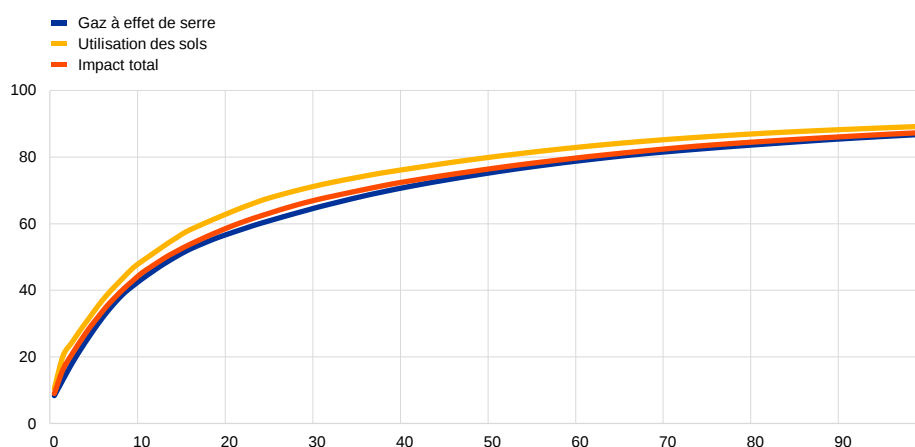
importants de la perte de biodiversité, tels que l'exploitation non durable des ressources naturelles et la pollution, il est probable qu'il sous-estime le chiffre réel de la perte de biodiversité.

L'impact négatif sur la biodiversité financé par les banques de la zone euro est très concentré (graphique 2). Les dix banques ayant le plus d'impact sur la nature sont responsables du financement d'environ 40 % de la perte de biodiversité estimée au niveau mondial causée par les SNF de la zone euro. Cette part atteint environ 90 % pour les 100 banques ayant l'impact le plus élevé – sur les 2 500 étudiées – ce qui indique une forte concentration des activités de financement ayant un impact négatif sur la biodiversité et, par conséquent, sur le risque de transition. Une législation visant à inverser la dégradation de la nature pourrait avoir des répercussions financières pour ces institutions.

Graphique 2

Concentration de l'impact sur la biodiversité financé par les banques de la zone euro

(décembre 2021, axe des ordonnées : pourcentages, axe des abscisses : nombre de banques)



Sources : AnaCredit, EXIOBASE, BvD Electronic Publishing GmbH – une société de Moody's Analytics, iBACH et Schipper et al.*.

Notes : Concentration de l'impact sur la biodiversité de la zone euro financé par les 100 banques ayant l'impact le plus important par type de pression. Les impacts sont attribués de l'emprunteur vers les banques en fonction de la part de la banque dans l'endettement total de l'emprunteur. Les pertes de biodiversité sont calculées en additionnant l'impact sur l'abondance moyenne des espèces (*mean species abundance*) d'un emprunteur résultant des émissions de gaz à effet de serre et de la surface de terrain utilisée pour la production de biens.

*) Schipper (A.M.) et al., « Projecting terrestrial biodiversity intactness with GLOBIO 4 », *Global Change Biology*, vol. 26, n° 2, 2019, p. 760-771.

Il est essentiel de comprendre comment les banques et le système financier dans son ensemble sont exposés à l'amplification des risques liés au climat en raison de la dégradation des services écosystémiques. Le risque le plus

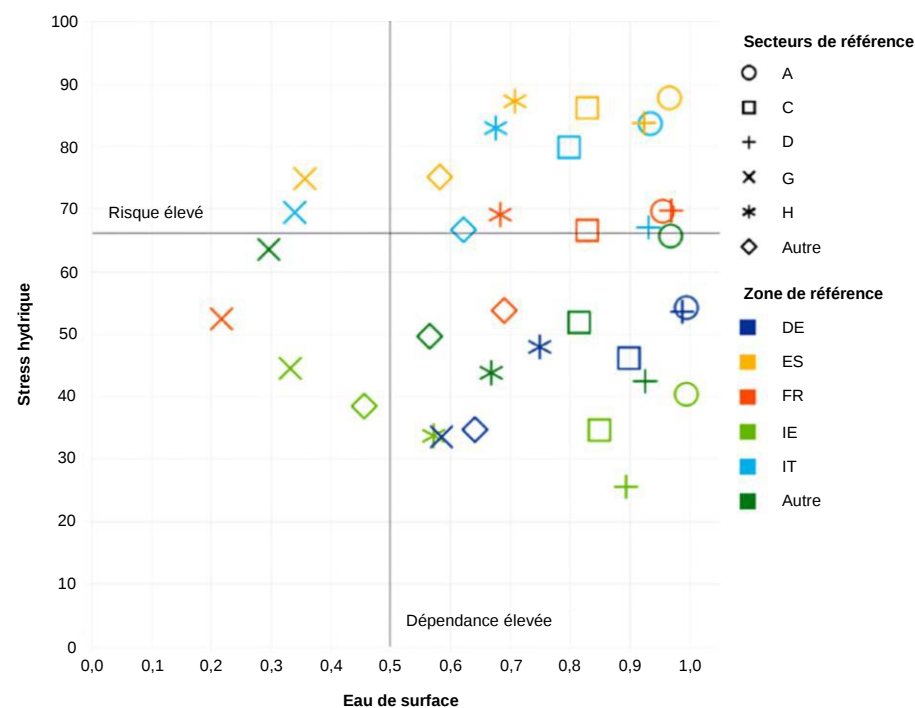
élevé pour les banques de la zone euro devrait se matérialiser sous la forme d'un effet combiné du climat et de la nature. Le graphique 3, partie a) illustre la dépendance sectorielle à l'égard de l'approvisionnement en eau de surface et l'exposition projetée au risque de sécheresse entre 2030 et 2040. La dépendance accrue d'un secteur économique à l'égard de l'approvisionnement en eau de surface peut être aggravée par un risque élevé de sécheresse, ce qui peut amplifier l'impact sur les SNF dans ces secteurs et sur les banques qui leur accordent des prêts. Dans le sud de l'Europe, une grande part des prêts est accordée à des SNF appartenant à des secteurs exposés aux deux risques (graphique 3, partie b).

Graphique 3

Matérialisation du risque physique pour le climat et la nature

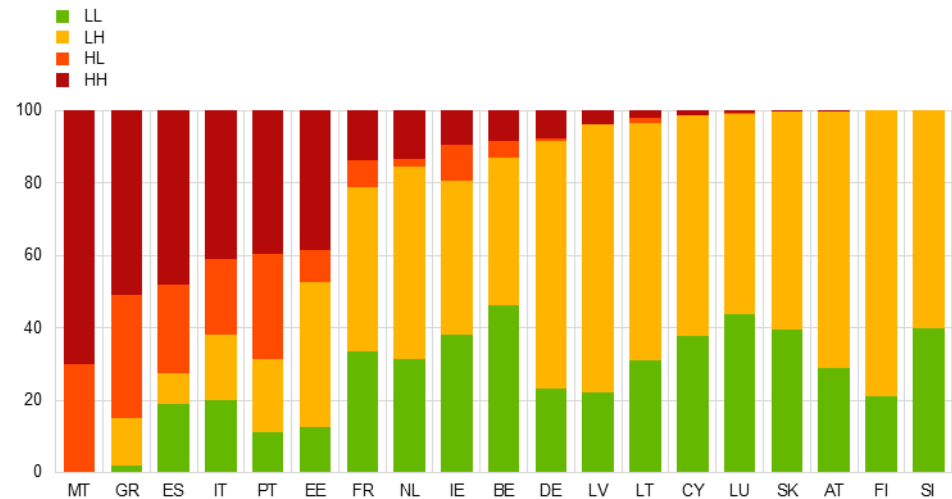
a) Niveau moyen de risque par pays/secteur

(axe des ordonnées : niveau moyen de l'indice de stress hydrique pour 2031-2040 ; axe des abscisses : score moyen de dépendance)



b) Part des prêts par pays de résidence et niveau de risque des SNF

(décembre 2021, axe des ordonnées : en pourcentages ; part de prêts par niveau de risque)



Sources : AnaCredit, EXIOBASE, BvD Electronic Publishing GmbH – a Moody's Analytics company, iBACH et Alogoskoufis *et al.*.*.
Notes : La partie a) montre le niveau moyen de stress hydrique pour 2031-2040 (axe des ordonnées) et le score moyen de dépendance à l'eau de surface (axe des abscisses) par pays/secteur (niveau NACE), selon le niveau de granularité suivant : A (agriculture, sylviculture et pêche), C (industrie manufacturière), D (fourniture d'électricité), G (commerce de gros et de détail), H (transports et entreposage) et Autre pour les secteurs de référence. Le score de stress hydrique mesure les évolutions projetées des schémas de sécheresse dans le temps. La partie b) illustre, pour chaque pays de la zone euro, la part de prêts aux SNF de la zone euro en fonction de leurs niveaux combinés de risques climatiques et physiques. LL se réfère à un risque climatique faible et une dépendance à la nature faible ; LH se réfère à un risque climatique faible et une dépendance à la nature élevée ; HL se réfère à un risque climatique élevé et une dépendance à la nature faible ; et HH se réfère à un risque climatique élevé et une dépendance à la nature élevée.
*) Alogoskoufis (S.) *et al.*, « ECB economy-wide climate stress test », Occasional Paper Series, n° 281, 2021.

L'analyse de la BCE adopte un point de vue prospectif et identifie les vulnérabilités des banques de la zone euro face aux futures pertes de biodiversité (graphique 4). Si le monde poursuit sa trajectoire actuelle d'émissions et continue à exercer une pression importante sur la biodiversité (scénario défavorable), les pertes pour les banques de la zone euro pourraient être, en moyenne, près de trois fois plus élevées qu'elles ne le seraient selon un scénario futur efficient en ressources et aligné sur les objectifs de l'Accord de Paris (scénario de durabilité). L'analyse montre que les pertes les plus lourdes surviendraient en Allemagne, en raison de la forte dépendance des plus gros secteurs économiques du pays, comme l'industrie manufacturière, à la biodiversité. Elle souligne également que les banques disposant d'un capital moins élevé sont davantage exposées au risque de biodiversité. Les banques de plus petite taille ont tendance à détenir des portefeuilles plus concentrés et à cibler de plus petites régions, tandis que les plus grandes banques ont une meilleure capacité de diversification ²⁰.

Les établissements financiers non-bancaires sont également exposés aux conséquences économiques de la dégradation de la nature et de la perte de biodiversité. L'Autorité européenne des assurances et des pensions professionnelles (EIOPA) rapporte que près de 30 % des investissements des assureurs dépendent de manière critique de la nature et des services écosystémiques qu'elle fournit ²¹. L'IPBES Global Assessment ²² et la Dasgupta Review ²³ rappellent qu'en intégrant les questions de biodiversité à leurs décisions d'investissement, les établissements financiers non-bancaires peuvent jouer un rôle essentiel dans l'atténuation des risques associés à la dégradation de la nature tout en promouvant la conservation des écosystèmes.

Une autre étude de l'Eurosystème met en évidence la reconnaissance croissante, par les banques centrales et les autorités de surveillance, des risques importants posés par la dégradation de la nature pour l'environnement macroéconomique et la stabilité financière. La De Nederlandsche Bank (DNB) a révélé qu'un total de 510 milliards d'euros d'investissements par les banques, les fonds de pension et les assureurs néerlandais (soit 36 % du portefeuille de plus de 1 400 milliards d'euros évalué) dépendent de manière critique des services écosystémiques ²⁴. La DNB a également évalué les risques de transition potentiels, constatant des expositions importantes aux secteurs émetteurs d'azote et aux politiques mondiales de protection des écosystèmes. De la même manière, la Banque de France rapporte que 42 % de la valeur des titres détenus par les institutions financières françaises émane d'émetteurs qui dépendent de manière critique des services écosystémiques, avec une empreinte sur la biodiversité

²⁰ Boldrini (S.) *et al.*, *op. cit.* Cf. chapitre 4.2, graphique 18.

²¹ « *EIOPA Staff paper on nature-related risks and impacts for insurance* », EIOPA-23/247, 2023.

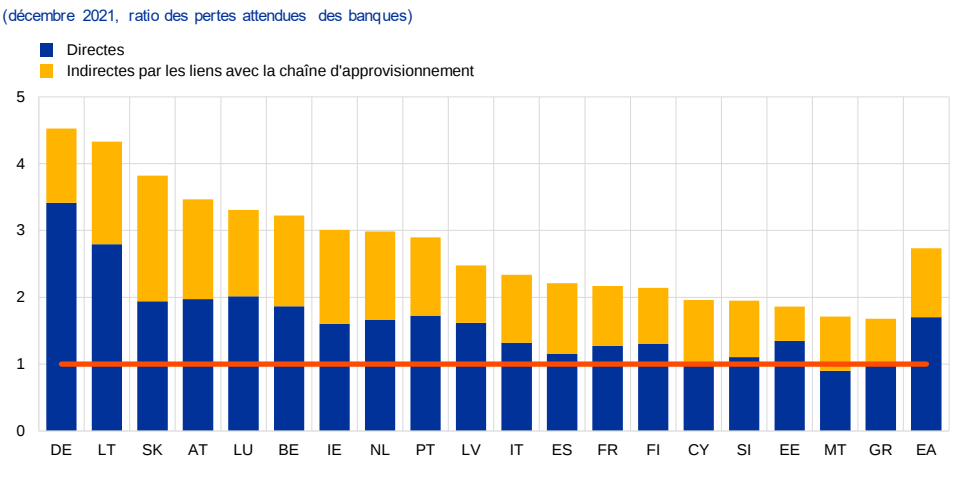
²² Brondizio (E.S.) *et al.*, *op. cit.*

²³ Dasgupta (P.), « *The Economics of Biodiversity: The Dasgupta Review* », HM Treasury, 2021.

²⁴ van Toor (J.), Piljic (D.), Schellekens (G.), van Oorschot (M.) et Kok (M.), *Indebted to nature: Exploring biodiversity risks for the Dutch financial sector*, De Nederlandsche Bank/Planbureau voor de Leefomgeving, 2020.

comparable à la perte de 13 millions d'hectares de nature vierge ²⁵. Des analyses menées pour les secteurs financiers irlandais et lituaniens font état de résultats similaires, soulignant la pertinence globale des risques financiers liés à la nature ²⁶. L'encadré 1 revient en détail sur les études actuelles.

Graphique 4
Ratio des évolutions des pertes attendues des portefeuilles de crédit des banques entre le scénario défavorable pour la biodiversité et le scénario de durabilité d'ici 2050



Sources : EXIOBASE, ENCORE, AnaCredit et calculs de la BCE.
Notes : Ratio des évolutions des pertes attendues des banques entre le scénario défavorable pour la biodiversité (sur la base du scénario SSP5 x RCP8.5 du Groupe d'experts intergouvernemental sur l'évolution du climat) et le scénario de durabilité (sur la base du scénario SSP1 x RCP2.6). Le scénario défavorable se caractérise par une forte croissance économique, une société orientée vers la consommation, à forte intensité énergétique et aux pratiques agricoles très intensives, et il est lié à un niveau élevé de changement climatique. En revanche, le scénario de durabilité est caractérisé par une croissance démographique relativement faible, une croissance de la consommation minimale en raison de modes de vie à moindre intensité en ressources (par ex, avec une consommation de viande réduite) et de technologies plus économes en ressources, une réglementation plus stricte en matière de modification de l'usage des terres par le biais de l'extension des zones protégées, et des améliorations nettes de la productivité agricole facilitant la reforestation. Ce scénario est lié à un faible niveau de changement climatique. Les pertes attendues sont initialement calculées au niveau de l'emprunteur et du prêteur, en utilisant les variations de l'abondance moyenne des espèces comme facteur de choc. Le choc est ensuite multiplié par le score de dépendance aux services écosystémiques de l'emprunteur, calculé à l'aide d'EXIOBASE et d'ENCORE et du montant non couvert du prêt accordé à l'emprunteur. Les résultats sont agrégés à l'échelle des pays en utilisant le montant des prêts comme pondération.

Encadré 1
Évaluation des risques liés à la nature pour les institutions financières néerlandaises et françaises

Marie Gabet et Sjoerd van der Zwaag

Phase 1 : identifier les sources de risque

La De Nederlandsche Bank (DNB) et la Banque de France ont analysé l'exposition de leurs systèmes financiers nationaux aux services écosystémiques, de manière à mieux comprendre leurs impacts et leurs dépendances.

²⁵ Svartzman (R.), Espagne (E.), Gauthey (J.), Hadji-Lazaro (P.), Salin (M.), Allen (T.), Berger (J.), Calas (J.), Godin (A.) et Vallier (A.), « [Un « printemps silencieux » pour le système financier ? Vers une estimation des risques financiers liés à la biodiversité](#) », Document de travail, n° 826, Banque de France, août 2021.

²⁶ KPMG, « [The Nature of Finance. Assessing the nature-related risks and opportunities for the Irish Financial Sector](#) », 2023 ; Borges (S.) et Laurinaityte (N.M.), « [Assessing Nature-Related Financial Risks: The Case of Lithuania](#) », Occasional Paper Series, n° 48, Lietuvos bankas, 2023.

L'étude de la DNB montre que 36 % des portefeuilles des institutions financières néerlandaises examinées dépendent de manière critique des services écosystémiques, mais ce résultat ne reflète que les dépendances directes à la nature ²⁷. L'étude de la Banque de France relative aux titres détenus par les institutions financières françaises complète ce type d'analyse en incluant les dépendances indirectes ²⁸. Elle fournit des estimations fondées sur les données issues de la base BCE *Securities Holding Statistics by Sector* (SHSS, l'ensemble de statistiques relatives à la détention de titres par secteur, plus particulièrement sur les parts cotées et les titres de créance émis par les sociétés non financières et détenus par les institutions financières françaises à fin 2019. Elle conclut que 42 % de la valeur de ces titres émane d'émetteurs qui dépendent de manière critique d'un ou de plusieurs services écosystémiques, comme l'approvisionnement en eau, la protection contre l'érosion ou la protection contre les inondations et les tempêtes ²⁹. La perturbation de ces services écosystémiques donnerait probablement lieu à des perturbations importantes de la production, indiquant que le portefeuille pourrait être particulièrement vulnérable à des chocs éventuels.

L'étude montre par ailleurs que les activités économiques financées par des institutions financières françaises ont une incidence élevée sur la nature, estimée comparable à la perte d'au moins 13 millions d'hectares de nature vierge – soit l'équivalent de la dégradation complète d'une surface de terres couvrant un quart de la France métropolitaine. Cette incidence résulte principalement de pressions exercées par des modifications de l'usage des sols. Plusieurs secteurs économiques contribuent à cette empreinte, y compris ceux de l'industrie chimique, de la transformation de produits laitiers et de la production et la distribution de gaz.

La DNB a également conduit une étude pilote à l'aide d'une approche intégrée LEAP (« *locate, evaluate, assess and prepare* »), développée par le groupe de travail sur les informations financières liées à la nature (TNFD) ³⁰, étude portant sur deux de ses portefeuilles d'actions pour compte propre ³¹. L'étude concerne plus particulièrement le secteur des fournisseurs d'électricité, associant des données de localisation des actifs et des scores individuels de risque financier afin d'obtenir plus d'informations sur les risques liés à la nature aux niveaux de l'entreprise et des portefeuilles. La DNB constate que, même si le mix de production d'énergie de son portefeuille aligné sur l'Accord de Paris possède une moindre intensité carbone que son portefeuille global de marché géré de manière passive, cela ne réduit pas significativement les risques financiers liés à la nature qui lui sont associés. Cela s'explique principalement par le fait que le mix de production d'énergie est plus fortement exposé à l'énergie hydroélectrique, dont l'intensité carbone est moindre mais dont l'incidence et la dépendance à l'eau sont relativement élevées. Plutôt que par l'intensité en carbone, les différences de risques s'expliquent avant tout par l'emplacement des centrales électriques (par exemple, si elles sont proches d'importants écosystèmes).

Phase 2 : évaluer les risques économiques et financiers

Au-delà de ces études initiales, des travaux plus récents cherchent à mieux quantifier l'impact économique potentiel des risques financiers liés à la nature. L'étude d'une politique française de

²⁷ van Toor (J.) *et al.*, *op. cit.*

²⁸ Svartzman (R) *et al.*, *op. cit.*

²⁹ *Ibid.*

³⁰ TNFD, « *Guidance on the identification and assessment of nature-related issues: The LEAP approach* », septembre 2023.

³¹ Tiems (I.), Smid (V.) et Ginther (C.), « *Nature-related financial risks in our own account investments: An exploratory case study and deep dive in electric utilities* », De Nederlandsche Bank, février 2024.

transition visant à atteindre le « zéro artificialisation nette » d'ici 2050 et à réduire de moitié l'artificialisation des sols d'ici 2031 montre que les vulnérabilités varient entre les secteurs ³². Certains des secteurs contribuant le plus largement à l'artificialisation des sols, tels que le commerce de gros et de détail, ont une capacité d'adaptation relativement supérieure et sont ainsi moins vulnérables. En revanche, des secteurs comme l'agriculture et les services d'hébergement et de restauration seraient plus fortement touchés. Certains secteurs producteurs de biens publics (traitement des déchets et de l'eau) pourraient également faire face à des difficultés financières.

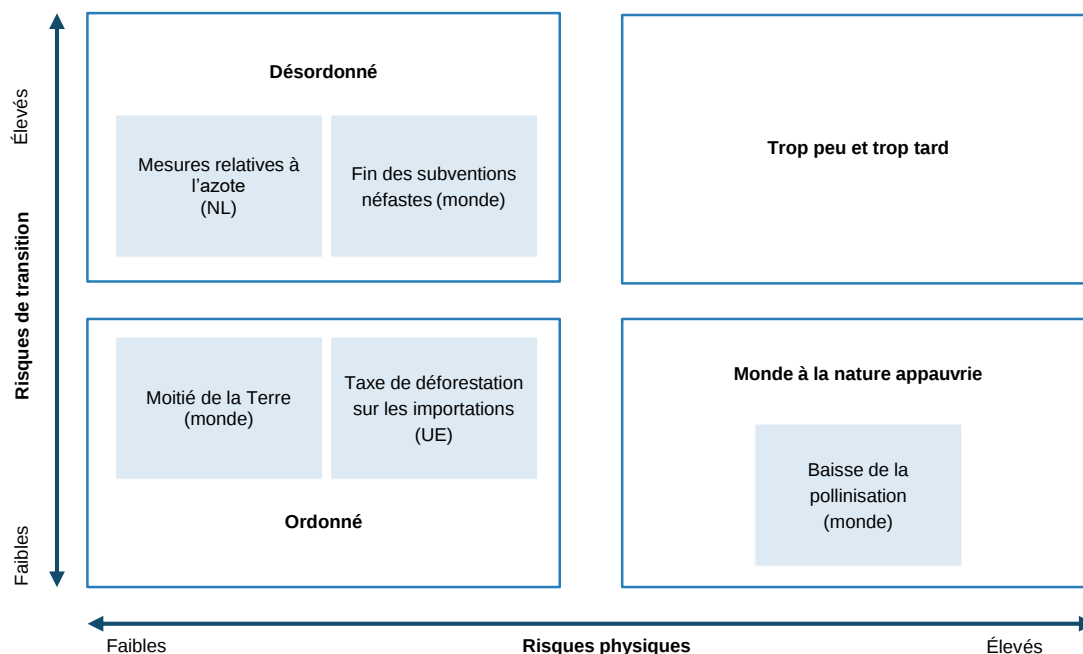
L'impact des risques liés à la nature dépend de la vitesse à laquelle la dégradation de la nature se poursuit et des politiques mises en œuvre pour inverser ou ralentir ce processus. Une analyse de la DNB s'intéresse aux risques, pour la stabilité économique et financière, associés à cinq scénarios d'évolution de la nature (figure) ³³. Le scénario global de fin soudaine et totale des subventions explicites et implicites aux combustibles fossiles, sans tenir compte de l'effet compensateur des mesures de soutien budgétaires, aurait une incidence maximale élevée sur le PIB : une baisse de 3 % la deuxième année. Dans le scénario néerlandais relatif à l'azote, dans lequel des mesures insuffisantes sont prises pour réduire l'empreinte du pays, l'incidence maximale sur le PIB des Pays-Bas est une baisse de 1,4 % la deuxième année suivant le choc. En revanche, le scénario d'une réduction suffisante de la production agricole pour réduire l'empreinte azote entraîne une baisse maximale de 0,7 % du PIB. Des estimations préliminaires des pertes de crédit pour les banques néerlandaises dans le cas des deux scénarios ayant les effets économiques les plus forts montrent une contraction des fonds propres limitée, entre 5 et 30 points de base, dans l'ensemble du système. Ces résultats préliminaires suggèrent qu'il serait possible de mettre en œuvre des politiques de préservation de la nature sans peser de manière significative sur l'économie néerlandaise et la stabilité financière.

³² L'Estoile (E.), Salin (M.), « Quantifier l'utilisation du foncier bâti par les secteurs économiques français pour évaluer leur vulnérabilité au « Zéro Artificialisation Nette » ». Banque de France, Document de travail, n° 941, 2024.

³³ Prodani (J.) *et al.*, « *The economic and financial stability repercussions of nature degradation for the Netherlands: Exploring scenarios with transition shocks. A first exploration* », *Occasional Studies*, vol. 21-2, De Nederlandsche Bank, 2023.

Figure

Taxonomie des scénarios liés à la nature



Source : Prodani *et al.*, *op. cit.*

Note : Le scénario « moitié de la Terre » implique la préservation de la moitié de la Terre pour la conservation de la nature.

La modélisation des effets économiques des risques liés à la nature en est encore à ses débuts, et l'étude de la DNB³⁴ comporte plusieurs limites : a) les mesures prises sont étudiées de manière isolée, tandis que des scénarios plus réalistes tiendraient compte de chocs multiples en même temps ; b) l'utilisation d'un modèle d'équilibre général calculable est susceptible de sous-estimer les stress à court terme ; c) de nombreuses interdépendances ne sont pas encore prises en compte, y compris les interactions avec le climat ; et d) l'hétérogénéité des effets dans les différents secteurs n'est pas toujours capturée dans les modèles économiques, et elle ne l'est jamais dans les modèles de tests de résistance employés. Au total, l'incertitude associée aux risques liés à la nature et les méthodologies exploratoires appliquées à cette étude indiquent une sous-estimation des effets sur l'économie réelle et la stabilité financière.

5 Prochaines étapes dans la gestion des risques liés à la nature

Il est nécessaire d'adopter une approche systématique, proactive et globale pour quantifier et évaluer l'incidence des risques économiques et financiers croissants liés à la nature qui pèsent sur la stabilité des prix et du système financier. Intégrer les questions relatives au climat et à la nature aux fonctions du SEBC implique de recenser un ensemble complexe d'interactions dynamiques entre la biodiversité, le fonctionnement des écosystèmes, l'économie et le système

³⁴ *Ibid.*

financier. Une telle approche devrait être développée selon les étapes suivantes a) identifier les sources les plus matérielles de risques physiques et de transition d'un point de vue macroéconomique, microprudentiel et macroprudentiel ; b) évaluer les risques économiques ; et c) évaluer les risques pesant sur le système financier, ceux qui en proviennent et ceux qui s'exercent au sein de celui-ci.

Les modèles économiques et financiers actuellement employés pour évaluer les impacts du changement climatique ne prennent pas entièrement en compte toutes les questions liées à la nature, et par conséquent, sous-estiment l'incidence cumulative probable et les risques qui en découlent.

Compte tenu de la multidimensionnalité des risques liés à la nature, un spectre plus large de défis doit être analysé en parallèle des questions de climat. Pour une telle évaluation, il sera nécessaire a) de combler les lacunes en matière de données liées à la nature et d'améliorer les déclarations de données financières ; b) de développer des scénarios intégrés nature-climat pour permettre une évaluation prospective des risques ; c) de renforcer les capacités de modélisation pour évaluer les impacts localisés de la dégradation de la nature à l'échelle régionale comme mondiale ; et d) de créer des cadres d'évaluation quantitative des risques, tels que des tests de résistance intégrés liés à la nature et au climat.

Évoluer de l'analyse des expositions à l'évaluation des risques sera essentiel pour acquérir une compréhension plus fine des implications de la dégradation de la nature sur les objectifs fixés dans le mandat du SEBC.

Pour y parvenir, il convient de développer davantage les méthodes fondées sur l'usage de données et les outils de modélisation. La granularité des données spatiales est très importante pour évaluer précisément des biomes, des régions et des secteurs spécifiques. L'inclusion, dans les scénarios et les cadres d'évaluation, d'une granularité sectorielle et géographique plus fine et de plusieurs métriques afin de capturer les effets non linéaires et indirects est essentielle pour évaluer les effets indirects et en cascade le long des chaînes de valeur mondiales. En outre, un effort conjoint de recherche aux niveaux juridique et financier est nécessaire pour comprendre les répercussions des évolutions législatives spécifiques sur les institutions financières, tout en reconnaissant la nature mondiale de ces risques et le besoin de coopération internationale. Le groupe de travail sur la perte de biodiversité et les risques liés à la nature du Réseau pour le verdissement du système financier (NGFS) réalise déjà des progrès considérables dans l'intégration des risques liés à la nature aux opérations des banques centrales et des autorités de surveillance financières ³⁵.

Les autorités bancaires tiennent déjà compte des risques liés à la nature, et les banques elles-mêmes font de plus en plus le constat que les dégradations de la nature et la perte de biodiversité posent des risques importants ³⁶.

L'approche prudente appelle à des mesures proactives, même face à des données et des méthodologies imparfaites. Comme pour les risques liés au climat, les risques liés à la nature peuvent entraîner une dépréciation des actifs et des garanties, une

³⁵ [NGFS publishes two complementary reports on nature-related risks](#), communiqué de presse, NGFS, 2 juillet 2024.

³⁶ Supervision bancaire de la BCE, « [Guide relatif aux risques liés au climat et à l'environnement. Attentes prudentielles en matière de gestion et de déclaration des risques](#) », 2020 ; Elderson (F.), « [The economy and banks need nature to survive](#) », *Le blog de la BCE*, 8 juin 2023.

baisse de la rentabilité des entreprises et une réduction de leur capacité à être assurées, affectant ainsi les catégories traditionnelles de risques financiers. La disponibilité croissante des données, alliée au développement des connaissances aux côtés des scientifiques et des régulateurs, constitue un socle solide à partir duquel les autorités de surveillance vont pouvoir agir rapidement afin d'intégrer les risques liés à la nature dans leurs cadres stratégiques ³⁷. Cela est particulièrement critique s'agissant des secteurs tels que l'agriculture, la sylviculture, l'exploitation minière et l'énergie, qui ont déjà les effets les plus néfastes sur la nature et la biodiversité et pour lesquels les données et les méthodologies sont relativement avancées et peuvent faciliter l'adoption de nouvelles mesures.

En outre, les banques centrales pourraient envisager de prendre en compte les considérations liées à la nature dans leurs plans et leurs actions en matière de durabilité de l'entreprise. Cela pourrait consister à intégrer la nature aux stratégies de gestion des réserves et à utiliser des indicateurs pour suivre les risques identifiés. Compte tenu des interactions importantes entre le changement climatique et la dégradation de la nature, il pourrait être bénéfique d'aligner les plans d'action liés au climat aux principes de conservation de la nature, en conformité avec le Cadre Mondial de la Biodiversité. Cette stratégie holistique souligne le rôle potentiel des banques centrales dans la gestion des risques financiers liés à la nature, pour trouver un équilibre entre les mesures immédiates et une planification stratégique à long terme. La supervision bancaire de la BCE et les banques centrales de l'Eurosystème ont déjà lancé quelques initiatives (encadré 1).

Le plan sur le climat et la nature 2024-2025 de la BCE, en plus de mieux comprendre les effets physiques du changement climatique, se concentre notamment sur la poursuite de l'analyse de l'incidence des risques liés à la nature sur notre économie, ³⁸. La complexité des défis environnementaux et les risques potentiels qu'ils posent pour la BCE et les banques centrales nationales rendent nécessaire un effort de collaboration avec le système bancaire, tout en encourageant des initiatives coordonnées avec la communauté scientifique. De nombreuses parties prenantes, dont les dirigeants politiques et les chercheurs, devront travailler ensemble pour veiller à l'intégration complète et effective des considérations liées à la nature dans l'action des banques centrales.

6 Conclusions

Les risques résultant de la dégradation de la nature et de la perte de biodiversité soulèvent des défis potentiellement importants pour l'objectif de maintien de la stabilité des prix et de la stabilité financière assigné par Traité au SEBC. Afin de relever ces défis, une approche systématique, proactive et globale est nécessaire pour quantifier et évaluer les risques économiques et financiers croissants liés à la nature. L'accélération de la dégradation de la nature souligne l'urgence de ces considérations, et les négliger pourrait menacer une stabilité

³⁷ Commission européenne, *op. cit.*

³⁸ BCE, [Notre plan sur le climat et la nature 2024-2025 en bref](#).

écologique et une résilience économique essentielles. Si nous voulons éviter les effets imprévisibles de la perte de biodiversité, les décideurs et les institutions financières devraient intégrer entièrement les coûts de la dégradation de la nature à leurs processus décisionnels.

Statistiques

(disponible en anglais uniquement)

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:	https://www.ecb.europa.eu/home/glossary/html/glossa.en.html

Conventions used in the tables

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

1 External environment

1.1 Main trading partners, GDP and CPI

	GDP ¹⁾ (period-on-period percentage changes)						CPI (annual percentage changes)						
	G20	United States	United Kingdom	Japan	China	Memo item: euro area	OECD countries		United States	United Kingdom (HICP)	Japan	China	Memo item: euro area ²⁾ (HICP)
							Total	excluding food and energy					
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
2021	6.6	5.8	8.7	2.7	8.4	6.2	4.0	3.0	4.7	2.6	-0.2	0.9	2.6
2022	3.2	1.9	4.3	1.2	3.0	3.3	9.5	6.8	8.0	9.1	2.5	2.0	8.4
2023	3.2	2.6	0.1	1.7	5.2	0.4	6.9	7.0	4.1	7.4	3.2	0.2	5.4
2023 Q3	0.9	1.2	-0.1	-1.1	1.8	0.0	6.4	7.0	3.5	6.7	3.2	-0.1	5.0
Q4	0.7	0.8	-0.3	0.1	1.2	0.1	5.9	6.8	3.2	4.2	2.9	-0.3	2.7
2024 Q1	0.9	0.4	0.7	-0.6	1.6	0.3	5.7	6.5	3.2	3.5	2.6	0.0	2.6
Q2	.	0.7	0.6	0.7	.	0.2	5.8	6.1	3.2	2.1	2.7	0.3	2.5
2024 Mar.	-	-	-	-	-	-	5.8	6.4	3.5	3.2	2.7	0.1	2.4
Apr.	-	-	-	-	-	-	5.7	6.2	3.4	2.3	2.5	0.3	2.4
May	-	-	-	-	-	-	5.9	6.1	3.3	2.0	2.8	0.3	2.6
June	-	-	-	-	-	-	5.6	5.9	3.0	2.0	2.8	0.2	2.5
July	-	-	-	-	-	-	5.4	5.5	2.9	2.2	2.8	0.5	2.6
Aug.	-	-	-	-	-	-	.	.	.	.	.	.	2.2

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

1) Quarterly data seasonally adjusted; annual data unadjusted.

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

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

	Purchasing Managers' Surveys (diffusion indices; s.a.)									Merchandise imports ¹⁾		
	Composite Purchasing Managers' Index						Global Purchasing Managers' Index ²⁾			Global	Advanced economies	Emerging market economies
	Global ²⁾	United States	United Kingdom	Japan	China	Memo item: euro area	Manufacturing	Services	New export orders			
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
2021	-	-	-	-	-	-	-	-	-	11.1	9.3	12.9
2022	-	-	-	-	-	-	-	-	-	3.1	4.6	1.6
2023	52.0	51.2	51.2	51.8	52.5	49.7	49.8	52.3	47.6	-0.5	-3.8	2.7
2023 Q3	51.5	50.8	49.3	52.3	51.5	47.5	49.3	51.4	47.0	0.3	-0.2	0.8
Q4	51.1	50.8	50.5	50.0	51.4	47.2	49.4	50.9	47.9	0.7	0.8	0.6
2024 Q1	52.6	52.2	52.9	51.3	52.6	49.2	51.1	52.4	49.2	-0.2	0.4	-0.7
Q2	53.2	53.5	53.1	51.5	53.2	51.6	52.1	53.3	50.1	1.5	2.1	1.1
2024 Mar.	52.6	52.1	52.8	51.7	52.7	50.3	51.9	52.4	49.5	-0.2	0.4	-0.7
Apr.	52.5	51.3	54.1	52.3	52.8	51.7	51.4	52.7	50.4	1.9	1.9	1.8
May	54.0	54.5	53.0	52.6	54.1	52.2	52.7	54.0	50.4	1.3	1.4	1.2
June	53.2	54.8	52.3	49.7	52.8	50.9	52.3	53.1	49.3	1.5	2.1	1.1
July	53.0	54.3	52.8	52.5	51.2	50.2	50.2	53.3	49.3	.	.	.
Aug.	53.2	54.6	53.8	52.9	51.2	51.0	49.9	53.8	48.4	.	.	.

Sources: S&P Global Market Intelligence (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	Total construction	Total machinery	Intellectual property products				
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
Current prices (EUR billions)												
2021	12,577.5	12,070.1	6,439.2	2,777.5	2,715.2	1,396.8	773.4	538.1	138.2	494.1	6,113.5	5,606.2
2022	13,652.2	13,363.9	7,219.6	2,940.7	2,986.7	1,547.6	855.5	576.2	216.9	241.3	7,402.6	7,114.3
2023	14,499.9	13,979.2	7,721.2	3,086.3	3,130.9	1,605.3	903.4	614.6	40.9	530.8	7,388.5	6,867.8
2023 Q3	3,638.1	3,500.2	1,946.1	776.7	780.3	401.0	227.4	150.0	-3.0	141.2	1,830.1	1,692.2
Q4	3,680.5	3,544.0	1,956.7	788.8	795.0	401.5	223.5	168.2	3.5	134.3	1,843.3	1,706.8
2024 Q1	3,716.8	3,533.6	1,978.0	795.8	781.0	403.7	220.7	154.6	-21.3	182.2	1,865.1	1,681.8
Q2	3,739.6	3,541.1	1,984.3	803.2	765.3	402.5	221.1	139.7	-11.6	.	1,903.0	1,704.5
as percentage of GDP												
2023	100.0	96.4	53.2	21.3	21.6	11.1	6.2	4.2	0.3	3.7	-	-
Chain-linked volumes (prices for the previous year)												
quarter-on-quarter percentage changes												
2023 Q3	0.0	-0.1	0.3	0.7	0.0	-0.5	0.2	1.0	-	-	-1.2	-1.5
Q4	0.1	0.1	0.0	0.7	1.0	-0.6	-2.8	10.7	-	-	0.3	0.5
2024 Q1	0.3	-0.5	0.3	0.1	-1.8	0.1	-0.4	-8.0	-	-	1.1	-0.6
Q2	0.2	-0.3	-0.1	0.6	-2.2	-0.5	0.1	-9.8	-	-	1.4	0.5
annual percentage changes												
2021	6.2	5.0	4.7	4.3	3.5	5.7	8.0	-6.6	-	-	11.4	8.9
2022	3.3	3.5	4.9	1.1	1.9	0.2	4.0	3.5	-	-	7.3	8.1
2023	0.4	0.2	0.7	1.2	0.9	-1.3	2.1	4.7	-	-	-0.5	-0.9
2023 Q3	0.0	-0.3	-0.1	1.9	0.2	-0.6	1.4	0.8	-	-	-2.4	-3.1
Q4	0.2	0.2	0.9	1.9	1.3	-0.9	-1.0	10.4	-	-	-2.3	-2.4
2024 Q1	0.5	0.0	0.9	1.7	-1.0	-1.7	-3.0	4.0	-	-	-0.8	-1.9
Q2	0.6	-0.8	0.5	2.1	-3.0	-1.6	-2.9	-7.1	-	-	1.7	-1.1
contributions to quarter-on-quarter percentage changes in GDP; percentage points												
2023 Q3	0.0	-0.1	0.1	0.2	0.0	-0.1	0.0	0.0	-0.4	0.1	-	-
Q4	0.1	0.1	0.0	0.1	0.2	-0.1	-0.2	0.5	-0.3	-0.1	-	-
2024 Q1	0.3	-0.5	0.2	0.0	-0.4	0.0	0.0	-0.4	-0.3	0.8	-	-
Q2	0.2	-0.3	0.0	0.1	-0.5	-0.1	0.0	-0.4	0.0	0.5	-	-
contributions to annual percentage changes in GDP; percentage points												
2021	6.2	5.0	2.5	1.0	0.9	0.7	0.5	-0.3	0.6	1.4	-	-
2022	3.3	3.4	2.6	0.3	0.4	0.0	0.2	0.2	0.2	-0.1	-	-
2023	0.4	0.2	0.4	0.3	0.2	-0.1	0.1	0.2	-0.6	0.2	-	-
2023 Q3	0.0	-0.3	-0.1	0.4	0.0	-0.1	0.1	0.0	-0.7	0.4	-	-
Q4	0.2	0.2	0.5	0.4	0.3	-0.1	-0.1	0.4	-0.9	0.0	-	-
2024 Q1	0.5	0.0	0.5	0.4	-0.2	-0.2	-0.2	0.2	-0.6	0.5	-	-
Q2	0.6	-0.8	0.3	0.5	-0.6	-0.2	-0.2	-0.3	-0.9	1.4	-	-

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)												
2021	11,232.0	185.8	2,173.4	589.7	2,014.9	601.8	518.3	1,267.8	1,353.6	2,195.9	330.7	1,345.5
2022	12,273.1	217.3	2,432.8	632.7	2,345.7	629.0	535.8	1,323.1	1,462.5	2,315.2	378.9	1,379.1
2023	13,117.8	224.3	2,593.3	702.2	2,445.5	676.4	602.2	1,450.0	1,570.4	2,442.2	411.3	1,382.1
2023 Q3	3,284.8	55.4	643.5	176.5	611.1	169.9	152.2	363.6	395.0	614.0	103.5	353.3
Q4	3,325.3	55.1	648.3	178.6	618.7	171.8	154.0	368.6	402.0	624.6	103.7	355.1
2024 Q1	3,350.5	56.3	636.8	181.4	624.6	173.8	159.0	373.3	406.7	632.8	105.6	366.3
Q2	3,370.5	56.5	632.3	181.1	633.4	176.0	160.9	376.7	411.6	635.8	106.1	369.1
as percentage of value added												
2023	100.0	1.7	19.8	5.4	18.6	5.2	4.6	11.1	12.0	18.6	3.1	-
Chain-linked volumes (prices for the previous year)												
quarter-on-quarter percentage changes												
2023 Q3	0.0	-1.2	-1.0	-0.3	0.0	0.6	-0.2	0.2	0.4	0.4	1.8	0.5
Q4	0.4	0.3	0.2	0.2	0.1	1.7	-0.5	0.5	1.0	0.6	-1.6	-2.9
2024 Q1	0.2	0.8	-0.6	0.4	0.6	0.2	1.1	0.5	0.4	0.1	1.0	1.2
Q2	0.2	-0.9	-0.1	-1.0	0.5	0.4	0.3	0.3	0.4	0.4	-0.2	0.5
annual percentage changes												
2021	6.1	2.1	8.3	3.5	8.0	10.1	5.5	2.2	8.7	3.4	4.8	7.3
2022	3.6	-1.2	0.4	-1.4	8.7	5.5	-2.0	2.2	5.0	2.7	15.9	1.2
2023	0.7	0.3	-1.6	1.1	0.1	4.7	0.1	1.5	1.8	1.0	4.5	-2.4
2023 Q3	0.2	-0.5	-2.2	1.7	-1.0	3.5	0.6	1.3	1.6	0.6	3.4	-1.6
Q4	0.6	-0.6	-2.4	2.1	0.0	5.0	-0.3	1.5	2.2	1.2	3.4	-3.5
2024 Q1	0.7	-0.2	-1.8	-0.2	1.0	3.6	0.7	1.1	2.4	1.3	1.8	-1.4
Q2	0.8	-1.0	-1.5	-0.7	1.2	2.8	0.6	1.5	2.3	1.4	1.0	-0.8
contributions to quarter-on-quarter percentage changes in value added; percentage points												
2023 Q3	0.0	0.0	-0.2	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.1	0.1	0.1	-
Q4	0.4	0.0	0.0	0.0	0.0	0.1	0.0	0.1	0.1	0.1	-0.1	-
2024 Q1	0.2	0.0	-0.1	0.0	0.1	0.0	0.0	0.1	0.1	0.0	0.0	-
Q2	0.2	0.0	0.0	-0.1	0.1	0.0	0.0	0.0	0.1	0.1	0.0	-
contributions to annual percentage changes in value added; percentage points												
2021	6.1	0.0	1.6	0.2	1.4	0.5	0.3	0.3	1.0	0.7	0.2	-
2022	3.6	0.0	0.1	-0.1	1.6	0.3	-0.1	0.2	0.6	0.5	0.5	-
2023	0.7	0.0	-0.3	0.1	0.0	0.2	0.0	0.2	0.2	0.2	0.1	-
2023 Q3	0.2	0.0	-0.4	0.1	-0.2	0.2	0.0	0.1	0.2	0.1	0.1	-
Q4	0.6	0.0	-0.5	0.1	0.0	0.3	0.0	0.2	0.3	0.2	0.1	-
2024 Q1	0.7	0.0	-0.4	0.0	0.2	0.2	0.0	0.1	0.3	0.2	0.1	-
Q2	0.8	0.0	-0.3	0.0	0.2	0.1	0.0	0.2	0.3	0.3	0.0	-

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									
		Employ-ees	Self-employed	Agricul- ture forestry and fishing	Manufac- turing, energy and utilities	Const- ruction	Trade, transport, accom- modation and food services	Inform- ation and com- munica- tion	Finance and in- surance	Real estate	Professional business and support services	Public adminis- tration, 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													
as a percentage of total persons employed													
2021	100.0	86.2	13.8	3.0	14.3	6.4	24.0	3.2	2.4	1.0	13.9	25.1	6.7
2022	100.0	86.3	13.7	2.9	14.2	6.4	24.2	3.3	2.3	1.0	14.0	25.0	6.7
2023	100.0	86.4	13.6	2.8	14.1	6.4	24.3	3.4	2.3	1.0	14.0	25.0	6.6
annual percentage changes													
2021	1.4	1.6	0.4	0.3	0.0	3.3	0.2	4.4	0.5	0.9	2.9	2.1	1.1
2022	2.2	2.4	1.2	-1.0	1.2	3.3	3.2	5.9	-0.2	3.6	2.9	1.6	1.6
2023	1.4	1.5	1.0	-1.2	0.9	1.4	1.8	3.5	0.9	2.1	1.7	1.4	1.1
2023 Q3	1.4	1.5	0.9	-0.9	0.7	1.3	2.1	2.5	1.1	1.4	1.5	1.4	0.7
Q4	1.2	1.2	1.1	-0.5	0.4	1.6	1.2	2.7	0.9	1.3	1.2	1.5	1.3
2024 Q1	1.0	1.0	0.6	-0.5	0.1	1.2	1.2	2.2	0.7	0.0	1.0	1.5	0.3
Q2	0.9	0.9	0.7	-1.0	0.6	1.1	0.5	1.7	0.2	-1.4	0.7	1.6	1.1
Hours worked													
as a percentage of total hours worked													
2021	100.0	81.6	18.4	4.1	15.0	7.4	24.1	3.5	2.5	1.1	13.9	22.6	5.9
2022	100.0	81.6	18.4	3.9	14.6	7.4	25.1	3.5	2.4	1.1	14.0	22.0	6.0
2023	100.0	81.8	18.2	3.8	14.5	7.4	25.1	3.6	2.4	1.1	14.0	22.0	6.0
annual percentage changes													
2021	5.9	5.7	7.1	1.5	4.9	9.8	6.6	7.6	2.7	6.5	8.3	4.0	6.8
2022	3.4	3.4	3.0	-1.5	0.9	3.4	7.4	5.6	-0.5	5.5	3.9	0.5	5.7
2023	1.2	1.5	0.2	-1.7	0.5	1.0	1.6	3.1	0.5	1.7	1.6	1.4	1.5
2023 Q3	1.5	1.7	0.6	-1.5	0.6	1.5	2.0	2.1	1.0	1.6	1.7	1.9	1.6
Q4	1.2	1.5	0.3	-1.0	0.5	1.3	1.3	3.0	0.4	0.9	1.4	1.8	1.1
2024 Q1	0.7	0.8	0.3	-1.8	-0.5	0.9	1.1	2.0	-0.3	-0.6	1.3	1.2	0.3
Q2	0.8	1.0	-0.1	-1.5	0.6	0.7	0.3	1.9	-0.2	-1.4	1.1	1.6	1.6
Hours worked per person employed													
annual percentage changes													
2021	4.4	4.0	6.7	1.2	4.9	6.3	6.4	3.1	2.2	5.6	5.3	1.8	5.6
2022	1.1	1.0	1.8	-0.5	-0.3	0.2	4.1	-0.3	-0.3	1.9	0.9	-1.0	4.1
2023	-0.2	0.0	-0.7	-0.5	-0.3	-0.4	-0.2	-0.4	-0.5	-0.4	-0.1	0.0	0.4
2023 Q3	0.1	0.2	-0.2	-0.5	-0.1	0.2	-0.1	-0.4	-0.1	0.2	0.2	0.5	0.9
Q4	0.0	0.2	-0.8	-0.5	0.1	-0.3	0.0	0.3	-0.4	-0.4	0.2	0.3	-0.2
2024 Q1	-0.3	-0.2	-0.3	-1.3	-0.6	-0.3	-0.1	-0.2	-1.0	-0.6	0.3	-0.3	0.0
Q2	-0.1	0.1	-0.8	-0.5	0.0	-0.4	-0.2	0.2	-0.4	0.0	0.4	0.0	0.4

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 ¹⁾
			Total		Long-term unemployment, % of labour force ²⁾	By age				By gender				
						Adult		Youth		Male		Female		
			Millions	% of labour force		Millions	% of labour force	Millions	% of labour force	Millions	% of labour force	Millions	% of labour force	% of total posts
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
% of total in 2020			100.0			80.1		19.9		51.3		48.7		
2021	165.154	3.4	12.831	7.8	3.2	10.347	6.9	2.484	16.9	6.549	7.4	6.283	8.2	2.5
2022	167.998	3.1	11.408	6.8	2.7	9.150	6.0	2.257	14.6	5.733	6.4	5.675	7.2	3.2
2023	170.162	2.9	11.178	6.6	2.4	8.881	5.8	2.297	14.5	5.644	6.2	5.535	6.9	3.0
2023 Q3	170.226	2.9	11.215	6.6	2.3	8.885	5.8	2.330	14.6	5.674	6.3	5.540	7.0	3.0
Q4	170.948	2.9	11.172	6.5	2.3	8.807	5.7	2.366	14.8	5.653	6.2	5.520	6.9	2.9
2024 Q1	171.509	2.9	11.213	6.5	2.3	8.884	5.7	2.328	14.5	5.661	6.2	5.552	6.9	2.9
Q2	.	.	.	6.5	.	.	5.6	.	14.5	.	6.2	.	6.8	2.6
2024 Feb.	-	-	11.236	6.6	-	8.887	5.7	2.349	14.7	5.726	6.3	5.510	6.9	-
Mar.	-	-	11.152	6.5	-	8.829	5.7	2.323	14.5	5.643	6.2	5.510	6.9	-
Apr.	-	-	11.092	6.5	-	8.772	5.6	2.320	14.5	5.632	6.2	5.459	6.8	-
May	-	-	11.107	6.5	-	8.780	5.6	2.327	14.6	5.660	6.2	5.447	6.8	-
June	-	-	11.104	6.5	-	8.803	5.6	2.300	14.4	5.680	6.2	5.424	6.7	-
July	-	-	10.990	6.4	-	8.727	5.6	2.263	14.2	5.679	6.2	5.311	6.6	-

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		
	Total	Manufacturing	Intermediate goods	Capital goods	Consumer goods	Energy							
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
% of total in 2021	100.0	88.7	32.4	33.2	22.5	11.9	100.0	100.0	38.1	54.4	7.5	100.0	100.0
annual percentage changes													
2021	8.8	9.8	9.6	9.4	8.1	0.7	5.7	5.4	0.9	8.7	9.1	7.9	-2.9
2022	2.3	3.0	-1.5	5.1	6.3	-2.9	2.9	1.0	-2.7	3.4	4.5	9.8	-4.3
2023	-2.3	-1.8	-5.6	2.4	-1.7	-5.9	1.4	-2.0	-2.7	-1.0	-1.7	2.6	14.5
2023 Q3	-4.9	-4.4	-5.6	-2.5	-3.2	-7.7	1.6	-2.2	-1.9	-1.6	-3.8	1.8	15.4
Q4	-4.0	-4.3	-4.7	-2.5	-6.6	-1.1	1.1	-0.7	-0.6	0.0	-4.0	1.7	4.1
2024 Q1	-4.7	-4.9	-2.8	-6.0	-5.6	-1.4	-0.1	-0.2	-0.5	0.2	-0.6	3.1	4.6
Q2	-3.5	-3.7	-2.3	-6.8	0.4	0.3	-0.7	0.3	-0.2	0.7	0.6	2.6	4.2
2024 Feb.	-6.3	-6.4	-2.8	-9.1	-4.9	-3.3	-1.5	-0.3	-1.2	0.6	-1.4	4.3	4.5
Mar.	-1.2	-1.0	-2.7	1.7	-7.3	-2.0	0.0	0.6	0.9	0.8	-1.0	2.0	2.1
Apr.	-3.1	-3.1	-2.1	-5.1	-0.2	-1.9	-1.1	0.7	-0.2	1.2	1.5	4.3	4.5
May	-3.3	-3.7	-3.3	-7.3	1.5	0.4	-2.1	0.5	0.5	0.8	0.7	2.5	-3.6
June	-3.9	-4.4	-1.5	-7.8	-0.2	2.6	1.0	-0.4	-0.9	0.2	-0.2	1.2	11.7
July	.	.	.	.	.	.	.	-0.1	-0.7	0.2	0.0	.	-8.2
month-on-month percentage changes (s.a.)													
2024 Feb.	0.0	0.9	0.4	1.3	-0.1	-3.1	0.1	-0.1	-0.2	0.5	-1.1	1.1	0.2
Mar.	0.5	0.9	-0.2	0.6	-1.9	-0.1	-0.3	0.6	1.1	-0.2	0.8	-0.3	-1.8
Apr.	-0.1	-0.4	-0.3	0.0	3.2	-0.2	-0.3	0.0	-0.9	0.7	-0.4	1.0	0.4
May	-0.9	-0.8	-0.9	-2.6	1.1	0.4	-0.9	0.1	0.9	-0.2	0.4	-0.1	-6.6
June	-0.1	-0.1	0.7	0.9	-1.5	1.9	1.7	-0.4	-0.7	-0.2	-0.6	-0.8	14.0
July	.	.	.	.	.	.	.	0.1	0.4	0.1	-1.0	.	-12.4

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 confi- dence indicator	Service industries		Purchasing Managers' Index (PMI) for manu- facturing	Manu- facturing output	Business activity for services	Composite output
		Industrial confi- dence indicator	Capacity utilisation (%)				Services confi- dence indicator	Capacity utilisation (%)				
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
1999-20	99.5	-4.3	80.1	-11.1	-12.5	-6.6	6.4	.	-	-	-	-
2021	111.2	9.6	80.9	-7.5	4.1	-1.5	8.5	87.3	-	-	-	-
2022	102.1	5.0	82.4	-21.9	5.2	-3.5	9.2	89.9	-	-	-	-
2023	96.4	-5.6	80.9	-17.4	-2.0	-4.0	6.7	90.5	45.0	45.8	51.2	49.7
2023 Q4	94.8	-9.1	79.9	-16.7	-4.2	-6.6	6.2	90.5	43.9	44.0	48.4	47.2
2024 Q1	96.0	-9.2	79.4	-15.5	-5.2	-6.2	7.0	90.1	46.4	46.7	50.0	49.2
Q2	95.9	-10.1	79.0	-14.4	-6.3	-7.2	6.4	90.0	46.2	47.6	53.1	51.6
Q3	.	.	78.3	.	.	.	.	90.3	.	.	.	.
2024 Mar.	96.3	-8.8	.	-14.8	-5.6	-6.1	6.4	.	46.1	47.1	51.5	50.3
Apr.	95.6	-10.4	79.0	-14.7	-6.0	-6.9	6.1	90.0	45.7	47.3	53.3	51.7
May	96.2	-9.8	.	-14.3	-6.1	-6.8	6.8	.	47.3	49.3	53.2	52.2
June	96.0	-10.1	.	-14.0	-6.8	-7.9	6.4	.	45.8	46.1	52.8	50.9
July	96.0	-10.4	78.3	-13.0	-6.4	-9.1	5.0	90.3	45.8	45.6	51.9	50.2
Aug.	96.6	-9.7	.	-13.5	-6.5	-8.1	6.3	.	45.8	45.8	52.9	51.0

Sources: European Commission (Directorate-General for Economic and Financial Affairs) (col. 1-8) and S&P Global Market Intelligence (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
2021	17.1	95.2	2.0	3.6	19.1	8.6	8.8	36.2	7.3	77.2	5.5	10.5	3.3
2022	13.1	92.8	-0.2	2.4	12.3	2.3	8.1	37.1	5.4	72.4	3.3	9.2	2.2
2023	13.7	86.9	1.2	2.0	2.5	2.0	-0.8	35.2	5.6	68.0	1.7	1.2	0.7
2023 Q2	13.2	89.4	1.2	2.1	1.4	2.9	1.7	36.3	5.7	69.6	1.8	18.5	0.9
Q3	13.4	88.1	0.5	1.9	0.8	1.8	-0.1	35.9	5.8	68.7	1.6	-12.7	0.5
Q4	13.7	86.9	1.8	2.0	1.7	2.0	-0.8	35.2	5.6	68.0	1.7	2.9	0.7
2024 Q1	14.2	85.7	2.9	2.0	-2.2	2.1	-0.4	34.6	5.2	67.6	1.9	-4.6	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
2023 Q3	1,432.2	1,371.0	61.2	725.7	646.9	337.8	304.7	325.9	330.7	42.7	88.7	28.9	18.5
Q4	1,408.3	1,336.1	72.2	714.1	647.0	335.9	304.5	311.3	293.4	46.9	91.1	61.6	40.7
2024 Q1	1,433.5	1,321.3	112.2	726.6	623.0	362.9	331.2	299.6	289.1	44.3	78.1	19.3	31.0
Q2	1,466.2	1,341.2	124.9	742.6	632.9	359.5	321.7	318.3	300.1	45.7	86.5	22.1	16.3
2024 Jan.	471.6	429.6	42.0	242.0	198.8	119.2	109.3	96.0	95.6	14.4	25.9	4.0	13.3
Feb.	481.9	446.6	35.3	240.7	210.2	125.1	112.4	101.4	98.8	14.7	25.2	4.5	7.9
Mar.	480.0	445.1	34.9	244.0	214.0	118.5	109.4	102.2	94.7	15.3	27.0	10.8	9.7
Apr.	486.8	450.0	36.8	249.1	212.3	118.8	107.1	102.5	101.7	16.4	28.9	6.3	6.8
May	489.3	451.7	37.6	246.4	212.0	119.9	105.5	109.0	106.0	14.0	28.1	7.2	5.7
June	490.1	439.5	50.5	247.1	208.6	120.8	109.1	106.8	92.4	15.3	29.5	8.7	3.8
12-month cumulated transactions													
2024 June	5,740.1	5,369.7	370.4	2,909.0	2,549.9	1,396.2	1,262.1	1,255.2	1,213.4	179.7	344.3	132.0	106.5
12-month cumulated transactions as a percentage of GDP													
2024 June	38.9	36.3	2.5	19.7	17.3	9.4	8.5	8.5	8.2	1.2	2.3	0.9	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:	Total				Memo items:	
			Total	Intermediate goods	Capital goods	Consumption goods		Total	Intermediate goods	Capital goods	Consumption goods	Manufacturing	Oil
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
Values (EUR billions; annual percentage changes for columns 1 and 2)													
2023 Q3	-5.2	-22.1	703.6	331.6	141.9	214.5	586.2	678.6	390.7	111.7	158.4	489.6	82.2
Q4	-4.8	-16.6	708.3	333.3	144.1	214.8	588.6	669.3	383.2	107.6	157.9	477.2	81.1
2024 Q1	-3.0	-12.0	714.4	336.3	142.4	219.1	589.6	653.9	370.9	105.1	158.2	462.7	75.8
Q2	1.6	-4.6	716.1	.	.	.	589.3	667.9	.	.	.	471.1	.
2024 Jan.	1.3	-16.0	239.3	113.3	48.2	72.1	197.2	212.0	121.4	33.8	51.4	150.2	25.2
Feb.	0.3	-8.0	238.0	111.1	47.6	73.0	197.0	221.2	124.6	35.7	52.6	154.6	24.8
Mar.	-9.4	-11.6	237.0	111.9	46.6	73.9	195.4	220.7	124.9	35.6	54.2	157.9	25.7
Apr.	13.4	1.8	243.4	113.8	46.3	76.4	199.0	225.1	129.8	36.1	54.7	158.6	27.9
May	-0.9	-6.9	236.5	112.4	44.5	73.7	196.6	224.1	128.0	35.6	53.7	157.8	27.0
June	-6.3	-8.6	236.2	.	.	.	193.7	218.7	.	.	.	154.7	.
Volume indices (2000 = 100; annual percentage changes for columns 1 and 2)													
2023 Q2	-3.7	-6.7	97.2	92.7	100.0	105.2	97.2	109.5	107.3	112.2	112.0	110.7	158.7
Q3	-4.2	-10.1	96.3	93.8	96.0	102.4	96.0	106.7	104.6	111.4	109.5	108.6	171.6
Q4	-3.6	-8.6	96.3	93.1	96.1	103.0	95.5	104.5	101.8	104.7	108.3	105.6	164.5
2024 Q1	-4.0	-7.1	96.7	94.0	93.4	104.1	95.5	103.4	100.9	101.3	107.4	102.9	164.5
2023 Dec.	-7.3	-11.0	96.7	93.1	96.1	104.6	95.4	105.0	101.9	105.3	107.0	105.2	168.6
2024 Jan.	0.8	-9.6	97.8	96.2	95.5	102.3	96.7	101.5	99.8	97.3	104.6	100.7	161.0
Feb.	-0.8	-3.4	96.4	92.6	92.3	104.9	95.0	103.7	101.3	103.0	106.9	103.0	166.8
Mar.	-10.7	-8.1	96.0	93.2	92.3	105.2	94.8	105.1	101.6	103.7	110.8	104.9	165.8
Apr.	10.8	2.8	96.9	94.1	90.3	107.4	95.7	104.9	102.8	103.8	108.7	105.4	172.4
May	-3.6	-7.3	94.9	93.0	87.3	104.4	93.9	102.8	101.0	101.7	106.8	102.7	171.8

Sources: ECB and Eurostat.

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

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

3 Prices and costs

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

	Total					Total (s.a.; percentage change vis-à-vis previous period) ²⁾						Administered prices	
	Index: 2015 = 100	Total		Goods	Services	Total	Processed food	Unpro- cessed food	Non- energy indus- trial goods	Energy (n.s.a.)	Services	Total HICP excluding adminis- tered prices	Adminis- tered prices
		Total	Total excluding food and energy										
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
% of total in 2024	100.0	100.0	70.6	55.1	44.9	100.0	15.1	4.3	25.7	9.9	44.9	88.5	11.5
2021	107.8	2.6	1.5	3.4	1.5	-	-	-	-	-	-	2.5	3.1
2022	116.8	8.4	3.9	11.9	3.5	-	-	-	-	-	-	8.5	7.8
2023	123.2	5.4	4.9	5.7	4.9	-	-	-	-	-	-	5.5	4.9
2023 Q3	123.9	5.0	5.1	4.5	5.3	0.9	1.1	1.1	0.6	1.3	0.9	5.0	4.5
Q4	124.1	2.7	3.7	1.7	4.2	0.3	0.6	1.0	0.0	-1.1	0.7	3.0	1.3
2024 Q1	124.4	2.6	3.1	1.5	4.0	0.7	0.7	-0.2	0.2	0.2	1.1	2.7	2.3
Q2	126.3	2.5	2.8	1.3	4.0	0.6	0.5	-0.4	0.0	-0.5	1.2	2.5	2.8
2024 Mar.	125.3	2.4	2.9	1.2	4.0	0.2	0.1	-0.4	-0.1	-0.2	0.5	2.4	2.5
Apr.	126.0	2.4	2.7	1.3	3.7	0.2	0.1	0.0	0.0	0.3	0.3	2.4	2.1
May	126.3	2.6	2.9	1.3	4.1	0.2	0.1	0.1	0.0	-1.2	0.6	2.5	2.8
June	126.6	2.5	2.9	1.2	4.1	0.1	0.3	0.3	0.1	-0.8	0.3	2.4	3.4
July	126.5	2.6	2.9	1.4	4.0	0.3	0.3	0.3	0.2	0.8	0.3	2.4	4.1
Aug. ³⁾	126.7	2.2	2.8	.	4.2	0.2	0.4	0.1	0.0	-1.0	0.4	.	.

	Goods						Services					
	Food (including alcoholic beverages and tobacco)			Industrial goods			Housing		Transport	Communi- cation	Recreation and personal care	Miscel- laneous
	Total	Processed food	Unpro- cessed food	Total	Non- energy industrial goods	Energy	Total	Rents				
	14	15	16	17	18	19	20	21	22	23	24	25
% of total in 2024	19.5	15.1	4.3	35.6	25.7	9.9	9.6	5.6	7.4	2.2	16.4	9.3
2021	1.5	1.5	1.6	4.5	1.5	13.0	1.4	1.2	2.1	0.3	1.5	1.6
2022	9.0	8.6	10.4	13.6	4.6	37.0	2.4	1.7	4.4	-0.2	6.1	2.1
2023	10.9	11.4	9.1	2.9	5.0	-2.0	3.6	2.7	5.2	0.2	6.9	4.0
2023 Q3	9.8	10.3	7.9	1.7	4.6	-4.6	3.7	2.7	5.7	0.0	7.2	4.2
Q4	6.8	7.1	5.9	-1.1	2.9	-9.8	3.5	2.7	3.2	0.4	5.9	4.0
2024 Q1	4.0	4.4	2.8	0.1	1.6	-3.9	3.4	2.8	3.6	-0.2	5.3	3.8
Q2	2.6	2.9	1.4	0.6	0.7	0.0	3.3	2.8	3.7	-0.5	5.1	4.0
2024 Mar.	2.6	3.5	-0.5	0.4	1.1	-1.8	3.4	2.8	3.9	-0.4	5.2	3.8
Apr.	2.8	3.2	1.2	0.5	0.9	-0.6	3.4	2.8	2.7	-0.5	4.8	3.9
May	2.6	2.8	1.8	0.6	0.7	0.3	3.3	2.8	4.2	-0.7	5.3	4.0
June	2.4	2.7	1.3	0.6	0.7	0.2	3.3	2.8	4.3	-0.4	5.1	4.1
July	2.3	2.7	1.0	0.9	0.7	1.2	3.4	3.0	4.0	-0.4	4.8	4.0
Aug. ³⁾	2.4	2.7	1.1	.	0.4	-3.0	.	.	.	.	.	.

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⁾										Construction ²⁾	Residential property prices	Experimental indicator of commercial property prices ³⁾
	Total (index: 2021 = 100)	Total		Industry excluding construction and energy						Energy			
		Total	Manu- facturing	Total	Inter- mediate 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 2021	100.0	100.0	77.8	72.3	30.9	19.3	22.2	15.7	6.5	27.7			
2021	100.0	12.2	7.5	5.7	10.9	2.6	2.2	3.3	1.7	30.3	5.8	7.9	0.6
2022	132.8	32.8	17.0	13.8	19.8	7.1	12.2	16.5	6.8	81.1	11.9	7.1	0.6
2023	130.0	-2.1	1.9	3.8	-0.2	5.2	8.3	8.3	5.6	-13.3	6.9	-1.1	-8.2
2023 Q3	127.8	-8.6	-0.3	1.5	-3.9	4.5	6.4	5.4	4.9	-25.1	5.1	-2.2	-9.3
Q4	128.1	-8.4	-1.1	-0.1	-4.8	3.3	3.6	2.1	3.1	-22.9	4.5	-1.2	-9.1
2024 Q1	124.9	-8.0	-1.6	-1.3	-5.3	2.0	1.5	-0.3	1.4	-20.5	3.7	-0.4	.
Q2	122.9	-4.4	-0.2	-0.6	-3.1	1.6	1.1	-0.4	1.0	-12.1	2.8	.	.
2024 Feb.	124.7	-8.3	-1.5	-1.3	-5.4	2.0	1.4	-0.5	1.3	-21.3	-	-	-
Mar.	124.0	-7.7	-1.2	-1.3	-4.9	1.9	1.2	-0.7	1.1	-20.4	-	-	-
Apr.	122.9	-5.6	-0.6	-1.0	-3.9	1.5	1.1	-0.9	1.1	-15.0	-	-	-
May	122.6	-4.2	-0.1	-0.5	-3.1	1.7	1.1	-0.5	1.0	-11.6	-	-	-
June	123.3	-3.3	0.1	-0.2	-2.3	1.6	1.2	0.1	0.9	-9.6	-	-	-
July	124.3	-2.1	0.3	0.2	-1.2	1.4	1.2	0.1	0.9	-6.9	-	-	-

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 con- sumption	Govern- ment con- sumption	Gross fixed capital forma- tion				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	45.5	54.6	100.0	50.4	49.6
2021	109.6	2.1	2.8	2.2	1.9	4.0	5.9	8.0	59.8	29.5	21.4	37.1	29.0	22.0	37.0
2022	115.1	5.1	7.0	6.9	4.7	7.9	12.9	17.5	95.0	18.3	28.8	9.6	19.4	27.7	10.9
2023	121.8	5.8	4.4	6.2	3.7	4.0	0.4	-2.5	76.4	-12.8	-11.6	-14.0	-13.7	-12.5	-15.0
2023 Q3	122.2	5.8	3.5	6.1	3.5	2.9	-2.0	-6.4	79.8	-13.4	-14.5	-12.2	-14.5	-15.2	-13.7
Q4	123.6	4.9	3.7	4.0	2.7	2.5	-1.9	-4.5	78.5	-8.8	-9.3	-8.3	-9.8	-10.4	-9.0
2024 Q1	124.4	3.6	2.7	3.2	3.5	2.2	-0.6	-2.8	76.5	-2.3	3.1	-7.5	-2.7	1.8	-7.8
Q2	124.9	3.0	2.8	2.7	2.7	1.7	0.6	0.0	85.0	13.0	16.5	9.4	11.4	13.1	9.4
2024 Mar.	-	-	-	-	-	-	-	-	78.6	1.2	8.3	-5.7	0.7	6.6	-6.2
Apr.	-	-	-	-	-	-	-	-	85.0	12.7	20.3	5.0	10.5	15.1	5.0
May	-	-	-	-	-	-	-	-	.	13.1	13.5	12.6	11.8	11.4	12.2
June	-	-	-	-	-	-	-	-	.	13.2	15.6	10.7	12.0	12.7	11.2
July	-	-	-	-	-	-	-	-	.	11.3	12.6	10.0	11.8	12.7	10.8
Aug.	-	-	-	-	-	-	-	-	.	9.8	10.3	9.2	11.2	12.2	10.1

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 balance)					Purchasing Managers' Surveys (diffusion indices)			
	Selling price expectations (for next three months)				Consumer price trends over past 12 months 5	Input prices		Prices charged	
	Manu- facturing 1	Retail trade 2	Services 3	Construction 4		Manu- facturing 6	Services 7	Manu- facturing 8	Services 9
1999-20	4.7	5.7	4.0	-3.4	28.9	-	-	-	-
2021	31.7	23.9	10.3	19.7	30.4	-	-	-	-
2022	48.5	52.9	27.4	42.4	71.6	-	-	-	-
2023	9.5	28.5	19.2	13.9	74.5	43.7	64.6	50.0	57.4
2023 Q3	3.5	21.9	15.4	6.5	73.3	39.1	62.0	45.7	55.5
Q4	3.7	18.8	17.6	9.8	69.5	42.8	62.0	47.5	54.8
2024 Q1	4.7	16.7	17.5	5.1	64.5	44.9	62.3	48.2	56.0
Q2	6.1	13.8	13.7	3.4	56.7	49.9	60.5	48.6	54.6
2024 Mar.	5.6	14.5	15.1	1.6	62.1	46.5	61.5	47.7	55.1
Apr.	5.6	14.1	13.9	2.4	58.3	49.0	61.7	47.9	55.9
May	6.5	13.9	13.3	3.4	56.9	49.2	60.5	48.3	54.2
June	6.1	13.5	13.9	4.3	54.7	51.4	59.3	49.5	53.5
July	6.7	14.5	12.3	1.9	53.0	53.6	60.0	49.9	52.9
Aug.	6.1	12.6	12.4	1.6	50.6	53.4	57.8	51.1	53.7

Sources: European Commission (Directorate-General for Economic and Financial Affairs) and S&P Global Market Intelligence.

3.5 Labour cost indices

(annual percentage changes, unless otherwise indicated)

	Total (index: 2020=100) 1	Total 2	By component		For selected economic activities		Memo item: Indicator of negotiated wages ¹⁾ 7
			Wages and salaries 3	Employers' social contributions 4	Business economy 5	Mainly non-business economy 6	
% of total in 2020	100.0	100.0	75.3	24.7	69.0	31.0	
2021	101.0	1.0	1.1	0.7	1.0	1.1	1.4
2022	105.7	4.6	3.9	7.1	5.0	3.9	2.9
2023	110.4	4.4	4.3	4.7	4.9	3.4	4.5
2023 Q3	106.9	5.0	5.1	4.7	5.6	3.7	4.7
Q4	117.9	3.4	3.3	3.8	4.1	2.0	4.5
2024 Q1	107.9	4.9	5.1	4.4	4.7	5.4	4.7
Q2	118.5	4.1	4.0	4.5	4.0	5.2	3.5

Sources: Eurostat and ECB calculations.

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

3 Prices and costs

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

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

	Total (index: 2015 =100)	Total	By economic activity									
			Agriculture, forestry and fishing	Manu- facturing, energy and utilities	Con- struction	Trade, transport, accom- modation and food services	Information and commu- nication	Finance and insurance	Real estate	Professional business and support services	Public ad- ministration, education, health and social work	Arts, enter- tainment and other services
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
Unit labor costs												
2021	110.1	-0.4	0.8	-3.2	5.0	-2.2	0.4	-1.3	5.3	-0.9	1.2	-0.4
2022	113.9	3.5	4.6	4.7	9.0	0.8	3.2	5.5	5.8	3.5	2.7	-5.9
2023	121.1	6.4	4.0	8.0	5.1	7.7	3.9	6.1	4.6	6.0	4.9	1.9
2023 Q3	121.8	6.7	5.0	8.9	4.3	8.5	4.3	5.3	3.5	6.1	5.4	2.9
Q4	123.6	6.0	5.0	8.6	4.4	6.7	2.7	6.8	4.7	4.2	4.5	3.2
2024 Q1	125.0	5.2	3.1	6.7	5.8	4.1	3.2	4.9	3.3	3.6	5.4	4.8
Q2	125.6	4.6	3.7	6.8	5.6	3.9	2.7	4.6	0.9	3.0	4.3	4.7
Compensation per employee												
2021	111.8	4.3	2.6	4.8	5.2	5.4	5.8	3.6	6.7	4.7	2.5	3.3
2022	116.9	4.6	4.5	3.8	4.1	6.1	2.7	3.5	4.3	5.5	3.8	7.4
2023	123.1	5.3	5.6	5.4	4.8	5.9	5.1	5.2	3.9	6.1	4.5	5.4
2023 Q3	123.8	5.3	5.5	5.7	4.8	5.3	5.4	4.8	3.3	6.2	4.7	5.6
Q4	125.4	5.0	4.9	5.5	4.8	5.4	5.0	5.5	4.9	5.3	4.1	5.3
2024 Q1	126.9	4.8	3.4	4.7	4.4	3.9	4.6	4.9	4.5	5.0	5.3	6.4
Q2	127.5	4.3	3.7	4.5	3.6	4.6	3.8	5.1	3.9	4.6	4.0	4.5
Labour productivity per person employed												
2021	101.6	4.7	1.8	8.3	0.2	7.7	5.4	5.0	1.4	5.6	1.3	3.7
2022	102.7	1.1	-0.1	-0.8	-4.5	5.3	-0.4	-1.8	-1.4	2.0	1.1	14.1
2023	101.6	-1.0	1.6	-2.4	-0.3	-1.7	1.2	-0.8	-0.6	0.1	-0.4	3.4
2023 Q3	101.6	-1.3	0.5	-2.9	0.4	-3.0	1.0	-0.4	-0.2	0.1	-0.7	2.7
Q4	101.4	-1.0	-0.1	-2.9	0.5	-1.2	2.3	-1.1	0.2	1.0	-0.3	2.0
2024 Q1	101.5	-0.4	0.3	-1.9	-1.3	-0.2	1.3	-0.1	1.1	1.4	-0.2	1.5
Q2	101.5	-0.3	0.0	-2.1	-1.8	0.7	1.1	0.4	3.0	1.6	-0.2	-0.2
Compensation per hour worked												
2021	114.5	0.3	0.2	0.2	-0.4	-0.7	2.9	1.7	2.1	0.2	1.0	-1.3
2022	118.5	3.5	5.6	4.2	4.3	1.6	3.3	3.8	3.1	4.3	4.9	4.0
2023	124.8	5.3	5.4	5.7	5.0	5.9	5.4	5.8	4.5	6.1	4.4	4.6
2023 Q3	125.2	5.0	5.1	5.8	4.7	5.3	5.5	5.1	4.4	6.0	4.1	4.2
Q4	126.9	4.7	4.9	5.4	4.7	5.1	4.5	5.8	4.2	4.8	3.8	5.1
2024 Q1	128.4	5.0	3.8	5.1	4.6	4.1	4.9	5.8	4.7	4.8	5.6	6.5
Q2	128.6	4.2	2.6	4.5	4.0	4.5	3.6	5.4	4.1	4.1	4.1	3.8
Hourly labour productivity												
2021	104.9	0.3	0.6	3.2	-5.7	1.3	2.3	2.7	-4.0	0.3	-0.5	-1.8
2022	104.8	0.0	0.4	-0.5	-4.6	1.2	-0.1	-1.6	-3.2	1.1	2.1	9.6
2023	104.0	-0.8	2.1	-2.1	0.1	-1.5	1.6	-0.3	-0.2	0.2	-0.4	2.9
2023 Q3	103.7	-1.5	1.0	-2.8	0.3	-2.9	1.4	-0.3	-0.4	-0.1	-1.2	1.8
Q4	103.6	-1.0	0.4	-2.9	0.8	-1.3	2.0	-0.7	0.6	0.7	-0.6	2.2
2024 Q1	103.6	-0.2	1.6	-1.4	-1.0	-0.1	1.6	0.9	1.7	1.1	0.1	1.5
Q2	103.6	-0.2	0.5	-2.1	-1.4	0.9	0.9	0.8	2.9	1.1	-0.2	-0.6

Sources: Eurostat and ECB calculations.

4 Financial market developments

4.1 Money market interest rates

(percentages per annum, period averages)

	Euro area ¹⁾					United States	Japan
	Euro short-term rate (€STR)	1-month deposits (EURIBOR)	3-month deposits (EURIBOR)	6-month deposits (EURIBOR)	12-month deposit (EURIBOR)	Secured overnight financing rate (SOFR)	Tokyo overnight average rate (TONAR)
	1	2	3	4	5	6	7
2021	-0.57	-0.56	-0.55	-0.52	-0.49	0.04	-0.02
2022	-0.01	0.09	0.35	0.68	1.10	1.63	-0.03
2023	3.21	3.25	3.43	3.69	3.86	5.00	-0.04
2024 Mar.	3.91	3.85	3.92	3.89	3.72	5.31	0.02
Apr.	3.91	3.85	3.89	3.84	3.70	5.32	0.08
May	3.91	3.82	3.81	3.79	3.68	5.31	0.08
June	3.75	3.63	3.72	3.71	3.65	5.33	0.08
July	3.66	3.62	3.68	3.64	3.53	5.34	0.08
Aug.	3.66	3.60	3.55	3.42	3.17	5.33	0.23

Source: LSEG and ECB calculations.

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

4.2 Yield curves

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

	Spot rates					Spreads			Instantaneous forward rates			
	Euro area ¹⁾					Euro area ¹⁾²⁾	United States	United Kingdom	Euro area ¹⁾²⁾			
	3 months	1 year	2 years	5 years	10 years	10 years - 1 year	10 years - 1 year	10 years - 1 year	1 year	2 years	5 years	10 years
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
2021	-0.73	-0.72	-0.68	-0.48	-0.19	0.53	1.12	0.45	-0.69	-0.58	-0.12	0.24
2022	1.71	2.46	2.57	2.45	2.56	0.09	-0.84	-0.24	2.85	2.48	2.47	2.76
2023	3.78	3.05	2.44	1.88	2.08	-0.96	-0.92	-1.20	2.25	1.54	1.76	2.64
2024 Mar.	3.78	3.26	2.80	2.30	2.36	-0.90	-0.83	-0.55	2.68	2.09	2.07	2.70
Apr.	3.74	3.35	3.00	2.58	2.64	-0.72	-0.57	-0.42	2.91	2.44	2.37	2.96
May	3.67	3.33	3.02	2.64	2.70	-0.63	-0.69	-0.47	2.95	2.52	2.45	3.03
June	3.41	3.10	2.80	2.42	2.50	-0.60	-0.73	-0.51	2.74	2.31	2.22	2.91
July	3.29	2.92	2.58	2.19	2.33	-0.59	-0.72	-0.49	2.50	2.04	2.03	2.86
Aug.	3.26	2.74	2.36	2.14	2.39	-0.35	-0.51	-0.46	2.21	1.85	2.27	2.87

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												
	Broad index	50	Basic materials	Consumer services	Consumer goods	Oil and gas	Financials	Industrials	Technology	Utilities	Telecoms	Health care	Standard & Poor's 500	Nikkei 225	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
2021	448.3	4,023.6	962.9	289.8	183.0	95.4	164.4	819.0	874.3	377.7	279.6	886.3	4,277.6	28,836.5	
2022	414.6	3,757.0	937.3	253.4	171.3	110.0	160.6	731.7	748.4	353.4	283.2	825.8	4,098.5	27,257.8	
2023	452.0	4,272.0	968.5	292.7	169.2	119.2	186.7	809.8	861.5	367.8	283.1	803.6	4,285.6	30,716.6	
2024	Mar.	509.8	4,989.6	1,046.7	330.6	161.5	123.1	223.8	965.1	1,114.6	358.1	283.7	764.4	5,170.6	39,844.3
	Apr.	511.2	4,981.4	1,049.5	325.4	160.1	132.7	232.6	960.6	1,086.7	361.3	281.0	757.2	5,112.5	38,750.5
	May	519.5	5,022.6	1,031.6	318.8	165.9	131.8	239.2	987.8	1,105.0	382.4	286.9	779.5	5,235.2	38,557.9
	June	510.0	4,952.0	997.7	309.2	160.7	125.2	231.2	951.1	1,159.0	377.0	288.9	772.9	5,415.1	38,858.9
	July	506.3	4,913.9	978.1	296.9	159.0	125.6	235.8	943.7	1,138.0	374.7	295.7	780.5	5,538.0	40,102.9
	Aug.	494.1	4,788.5	958.1	283.8	159.7	122.8	229.2	922.6	1,055.6	380.0	303.8	819.4	5,478.2	36,873.3

Source: LSEG.

4 Financial market developments

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

(percentages per annum, period average, unless otherwise indicated)

	Deposits				Revolving loans and overdrafts	Extended credit card credit	Loans for consumption			Loans to sole proprietors and unincorporated partnerships	Loans for house purchase					
	Over-night	Redeemable at notice of up to 3 months	With an agreed maturity of:				By initial period of rate fixation		APRC ³⁾		By initial period of rate fixation				APRC ³⁾	Composite cost-of-borrowing indicator
			Up tp 2 years	Over 2 years			Floating rate and up to 1 year	Over 1 year			Floating rate and up to 1 year	Over 1 and up to 5 years	Over 5 and up to 10 years	Over 10 years		
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16
2023 Aug.	0.31	1.50	3.04	3.11	7.60	16.47	8.78	7.84	8.50	5.36	4.71	4.22	3.79	3.51	4.16	3.86
Sep.	0.33	1.54	3.08	3.12	7.78	16.55	8.51	7.83	8.56	5.40	4.74	4.25	3.86	3.57	4.25	3.89
Oct.	0.35	1.60	3.27	3.31	7.98	16.55	8.26	7.87	8.54	5.58	4.83	4.29	3.78	3.61	4.27	3.92
Nov.	0.36	1.62	3.32	3.41	7.98	16.66	7.29	7.91	8.54	5.56	4.91	4.32	3.90	3.70	4.35	4.02
Dec.	0.37	1.66	3.28	3.46	8.04	16.79	7.55	7.71	8.43	5.38	4.90	4.24	3.81	3.63	4.33	3.97
2024 Jan.	0.39	1.69	3.20	3.15	8.14	16.93	7.99	8.02	8.73	5.38	4.85	4.08	3.67	3.52	4.15	3.88
Feb.	0.38	1.70	3.17	3.07	8.18	16.89	7.66	7.94	8.63	5.31	4.83	4.01	3.64	3.49	4.11	3.84
Mar.	0.39	1.72	3.18	2.91	8.18	16.99	8.08	7.79	8.54	5.15	4.79	4.00	3.57	3.44	4.04	3.80
Apr.	0.39	1.73	3.13	2.89	8.14	17.00	8.09	7.85	8.58	5.20	4.82	3.99	3.59	3.42	4.04	3.80
May	0.39	1.73	3.10	2.81	8.20	17.07	7.56	7.95	8.69	5.26	4.79	3.97	3.62	3.41	4.03	3.80
June	0.38	1.74	3.03	2.84	8.19	17.04	7.38	7.72	8.45	5.15	4.82	3.96	3.64	3.39	4.03	3.79
July	0.38	1.74	3.01	2.77	8.16	17.03	7.54	7.79	8.49	5.02	4.76	3.93	3.64	3.38	4.00	3.75

Source: ECB.

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

2) Including non-profit institutions serving households.

3) Annual percentage rate of charge (APRC).

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

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

	Deposits			Revolving loans and overdrafts	Other loans by size and initial period of rate fixation									Composite cost-of-borrowing indicator
	Over-night	With an agreed maturity of:			Up to EUR 0.25 million			over EUR 0.25 and up to 1 million			over EUR 1 million			
		Up tp 2 years	Over 2 years		Floating rate and up to 3 months	Over 3 months and up to 1 year	Over 1 year	Floating rate and up to 3 months	Over 3 months and up to 1 year	Over 1 year	Floating rate and up to 3 months	Over 3 months and up to 1 year	Over 1 year	
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
2023 Aug.	0.66	3.42	3.53	5.02	5.47	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	5.59	5.72	5.64	5.40	5.22	4.40	5.04	4.99	4.20	5.09
Oct.	0.80	3.70	3.81	5.31	5.67	5.87	5.73	5.49	5.29	4.52	5.23	5.08	4.54	5.27
Nov.	0.83	3.71	3.92	5.33	5.71	5.91	5.79	5.50	5.30	4.55	5.12	5.17	4.40	5.23
Dec.	0.84	3.71	4.08	5.38	5.49	5.72	5.68	5.41	5.10	4.51	5.25	5.09	4.37	5.23
2024 Jan.	0.89	3.69	3.37	5.37	5.29	5.69	5.65	5.45	5.23	4.43	5.15	5.00	4.20	5.18
Feb.	0.89	3.63	3.50	5.36	5.44	5.72	5.60	5.46	5.14	4.38	5.10	4.83	3.97	5.14
Mar.	0.91	3.68	3.60	5.35	5.40	5.70	5.53	5.41	5.17	4.34	5.18	5.16	4.16	5.19
Apr.	0.91	3.66	3.34	5.36	5.20	5.61	5.63	5.35	5.09	4.30	5.19	5.00	4.15	5.18
May	0.91	3.64	3.61	5.32	5.28	5.75	5.68	5.38	5.07	4.29	4.99	4.96	4.18	5.11
June	0.87	3.54	3.54	5.23	5.26	5.69	5.67	5.22	4.99	4.23	5.02	5.04	4.16	5.07
July	0.87	3.48	3.28	5.19	5.04	5.43	5.51	5.27	4.92	4.18	5.08	5.00	4.12	5.06

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		Non-financial corporations	Total	of which central government			Financial corporations other than MFIs		Non-financial corporations	Total	of which central government
			Total	FVCs						Total	FVCs			
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
Short-term														
2021	1,411.7	428.9	128.4	52.5	89.7	764.7	674.9	386.6	137.9	79.0	26.4	32.1	137.6	104.8
2022	1,380.5	476.2	142.7	52.0	94.6	667.0	621.7	480.4	182.5	115.9	48.3	48.1	133.9	97.1
2023	1,550.8	611.1	151.7	63.9	86.2	701.8	659.1	502.4	212.7	113.4	39.4	48.9	127.5	103.8
2024 Feb.	1,556.9	609.4	170.0	62.4	93.2	684.2	643.6	460.1	183.3	113.9	37.8	39.6	123.3	101.1
Mar.	1,572.8	617.4	179.6	71.6	82.1	693.7	646.1	478.1	182.9	124.6	47.2	38.5	132.2	103.7
Apr.	1,535.0	576.3	169.3	62.6	91.3	697.9	648.1	454.7	170.5	101.3	38.7	48.9	134.0	106.2
May	1,507.8	555.0	166.8	58.1	93.5	692.6	638.8	451.3	171.5	105.5	40.5	41.7	132.6	101.9
June	1,575.7	564.1	211.4	56.6	89.1	711.1	657.0	427.5	165.0	91.4	39.0	39.8	131.2	94.0
July	1,569.2	558.4	210.8	52.3	92.8	707.2	651.3	469.3	174.6	112.6	38.7	47.3	134.7	112.0
Long-term														
2021	19,918.5	4,168.6	3,364.7	1,376.9	1,621.5	10,763.7	9,942.7	317.1	68.7	83.5	34.1	23.3	141.6	128.1
2022	17,884.2	3,955.3	3,226.4	1,369.8	1,431.9	9,270.6	8,558.6	298.9	79.4	71.0	29.6	17.8	130.6	121.2
2023	19,555.2	4,490.5	3,398.3	1,379.3	1,565.6	10,100.9	9,361.1	326.9	94.6	72.7	28.2	21.2	138.4	130.0
2024 Feb.	19,656.9	4,547.8	3,472.4	1,381.8	1,573.5	10,063.2	9,311.2	370.3	99.8	64.7	10.5	19.3	186.5	168.2
Mar.	19,943.2	4,629.9	3,502.7	1,380.9	1,602.3	10,208.3	9,446.5	438.5	127.0	97.6	29.0	34.9	179.1	164.4
Apr.	19,841.1	4,647.1	3,497.4	1,374.5	1,591.8	10,104.8	9,355.0	345.2	100.4	66.2	12.9	34.6	144.0	138.1
May	19,890.3	4,662.6	3,525.5	1,371.0	1,610.9	10,091.3	9,341.1	398.6	77.1	108.5	21.0	34.7	178.3	160.1
June	20,054.1	4,665.0	3,590.9	1,384.5	1,617.9	10,180.3	9,425.6	319.3	71.0	81.4	29.5	27.3	139.7	131.4
July	20,283.4	4,706.3	3,601.8	1,367.6	1,625.8	10,349.5	9,585.9	290.6	78.5	77.8	16.4	14.7	119.6	115.2

Source: ECB.

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

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

(EUR billions and percentage changes; market values)

	Debt securities							Listed shares			
	Total	MFIs	Non-MFI corporations		General government		Total	MFIs	Financial corporations other than MFIs	Non-financial corporations	
			Financial corporations other than MFIs		Non-financial corporations	Total					of which central government
			Total	FVCs							
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
Outstanding amount											
2021	21,330.2	4,597.6	3,493.0	1,429.4	1,711.1	11,528.4	10,617.5	10,366.3	600.3	1,486.7	8,278.3
2022	19,264.7	4,431.5	3,369.1	1,421.8	1,526.5	9,937.6	9,180.3	8,711.0	525.2	1,290.2	6,895.0
2023	21,106.0	5,101.6	3,550.0	1,443.2	1,651.8	10,802.6	10,020.3	9,684.0	621.8	1,414.7	7,647.0
2024 Feb.	21,213.8	5,157.2	3,642.4	1,444.3	1,666.7	10,747.5	9,954.9	10,159.4	652.5	1,506.4	8,000.0
Mar.	21,516.1	5,247.3	3,682.3	1,452.5	1,684.4	10,902.0	10,092.6	10,515.3	727.8	1,595.4	8,191.6
Apr.	21,376.1	5,223.4	3,666.8	1,437.1	1,683.1	10,802.8	10,003.1	10,242.2	729.5	1,533.5	7,978.7
May	21,398.1	5,217.5	3,692.2	1,429.1	1,704.4	10,783.9	9,979.9	10,376.2	750.6	1,561.4	8,063.7
June	21,629.9	5,229.0	3,802.3	1,441.1	1,707.0	10,891.5	10,082.6	10,068.2	697.9	1,507.9	7,862.0
July	21,852.6	5,264.7	3,812.6	1,419.9	1,718.6	11,056.8	10,237.2	10,109.0	734.9	1,526.3	7,847.4
Growth rate ¹⁾											
2023 Dec.	5.9	12.2	3.1	1.5	2.3	4.6	5.0	-1.5	-3.1	0.7	-1.7
2024 Jan.	6.0	11.2	5.0	3.4	2.1	4.7	5.1	-1.5	-3.0	0.7	-1.8
Feb.	5.8	10.7	4.8	2.6	2.0	4.5	4.8	-1.5	-3.0	0.7	-1.7
Mar.	5.9	11.4	4.9	2.7	2.3	4.3	4.6	-1.3	-3.0	1.0	-1.6
Apr.	5.7	10.3	4.4	0.9	2.9	4.4	4.6	-1.4	-3.1	0.6	-1.6
May	5.4	8.8	3.7	-2.4	2.7	4.8	4.8	-1.2	-3.2	0.6	-1.3
June	4.7	7.4	3.4	-3.1	3.0	4.2	4.1	-0.6	-3.3	-1.0	-0.3
July	4.1	5.4	3.4	-4.4	2.0	4.1	4.1	-0.5	-3.5	-0.8	-0.2

Source: ECB.

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

4 Financial market developments

4.8 Effective exchange rates ¹⁾

(period averages; index: 1999 Q1=100)

	EER-19						EER-42	
	Nominal	Real CPI	Real PPI	Real GDP deflator	Real ULCM	Real ULCT	Nominal	Real CPI
	1	2	3	4	5	6	7	8
2021	99.6	93.7	93.7	88.9	67.1	87.4	120.5	94.3
2022	95.3	90.8	93.7	84.1	62.2	82.5	116.1	90.9
2023	98.1	94.0	98.1	88.5	64.5	86.3	121.8	94.7
2023 Q3	98.9	94.9	99.0	89.4	64.9	87.2	123.5	95.9
Q4	98.3	94.2	98.3	89.2	65.0	86.9	123.0	95.1
2024 Q1	98.4	94.4	98.4	89.5	65.0	87.4	123.7	95.2
Q2	98.7	94.6	98.4	.	.	.	124.1	95.2
2024 Mar.	98.8	94.8	98.7	-	-	-	124.2	95.5
Apr.	98.6	94.5	98.5	-	-	-	124.0	95.2
May	98.9	94.8	98.6	-	-	-	124.4	95.3
June	98.5	94.5	98.3	-	-	-	124.0	95.0
July	99.0	95.1	98.8	-	-	-	124.8	95.5
Aug.	99.0	94.9	98.7	-	-	-	125.2	95.7
Percentage change versus previous month								
2024 Aug.	0.0	-0.1	-0.1	-	-	-	0.4	0.2
Percentage change versus previous year								
2024 Aug.	0.0	-0.1	-0.4	-	-	-	1.2	-0.4

Source: ECB.

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

4.9 Bilateral exchange rates

(period averages; units of national currency per euro)

	Chinese renminbi	Croatian kuna	Czech koruna	Danish krone	Hungarian forint	Japanese yen	Polish zloty	Pound sterling	Romanian leu	Swedish krona	Swiss franc	US Dollar
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
2021	7.628	7.528	25.640	7.437	358.516	129.877	4.565	0.860	4.9215	10.146	1.081	1.183
2022	7.079	7.535	24.566	7.440	391.286	138.027	4.686	0.853	4.9313	10.630	1.005	1.053
2023	7.660	.	24.004	7.451	381.853	151.990	4.542	0.870	4.9467	11.479	0.972	1.081
2023 Q3	7.886	.	24.126	7.453	383.551	157.254	4.499	0.860	4.9490	11.764	0.962	1.088
Q4	7.771	.	24.517	7.458	382.125	159.118	4.420	0.867	4.9697	11.478	0.955	1.075
2024 Q1	7.805	.	25.071	7.456	388.182	161.150	4.333	0.856	4.9735	11.279	0.949	1.086
Q2	7.797	.	24.959	7.460	391.332	167.773	4.300	0.853	4.9750	11.504	0.974	1.077
2024 Mar.	7.830	.	25.292	7.457	395.087	162.773	4.307	0.855	4.9708	11.305	0.966	1.087
Apr.	7.766	.	25.278	7.460	392.411	165.030	4.303	0.857	4.9730	11.591	0.976	1.073
May	7.821	.	24.818	7.461	387.183	168.536	4.280	0.856	4.9754	11.619	0.983	1.081
June	7.805	.	24.779	7.459	394.763	169.813	4.321	0.846	4.9767	11.285	0.962	1.076
July	7.875	.	25.299	7.461	392.836	171.171	4.282	0.843	4.9730	11.532	0.968	1.084
Aug.	7.874	.	25.179	7.461	394.695	161.055	4.292	0.852	4.9766	11.456	0.945	1.101
Percentage change versus previous month												
2024 Aug.	0.0	0.0	-0.5	0.0	0.5	-5.9	0.2	1.0	0.1	-0.7	-2.3	1.6
Percentage change versus previous year												
2024 Aug.	-0.5	.	4.4	0.1	2.5	2.0	-3.8	-0.9	0.7	-3.0	-1.4	0.9

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
Outstanding amounts (international investment position)												
2023 Q2	32,071.3	31,998.5	72.8	12,218.1	10,028.3	11,962.3	14,119.1	-9.0	6,794.7	7,851.1	1,105.2	16,375.9
Q3	32,250.2	31,983.3	266.9	12,318.8	10,109.6	12,006.9	14,111.2	-31.2	6,842.1	7,762.5	1,113.6	16,374.8
Q4	32,190.1	31,841.7	348.4	11,939.7	9,696.9	12,447.1	14,682.9	-15.3	6,670.8	7,461.9	1,147.7	16,048.3
2024 Q1	33,581.1	32,989.2	591.9	12,255.9	9,806.9	13,142.9	15,446.3	-15.8	6,983.1	7,736.1	1,215.1	16,537.5
Outstanding amounts as percentage of GDP												
2024 Q1	229.4	225.4	4.0	83.7	67.0	89.8	105.5	-0.1	47.7	52.9	8.3	113.0
Transactions												
2023 Q3	129.6	35.4	94.2	4.4	14.8	98.5	111.0	-1.1	29.9	-90.4	-2.2	-
Q4	-304.0	-424.3	120.3	-308.1	-300.2	44.0	84.3	23.0	-69.3	-208.4	6.4	-
2024 Q1	563.9	451.9	112.0	118.3	50.0	174.4	190.0	11.4	258.6	211.9	1.2	-
Q2	195.0	64.7	130.3	49.2	-32.6	160.6	226.5	2.3	-20.9	-129.2	3.8	-
2024 Jan.	214.8	174.8	39.9	25.6	16.0	71.3	91.2	12.0	105.0	67.7	0.8	-
Feb.	208.8	193.9	14.9	52.4	3.0	59.1	72.6	11.4	85.1	118.3	0.9	-
Mar.	140.3	83.1	57.2	40.3	31.1	44.0	26.2	-11.9	68.4	25.8	-0.5	-
Apr.	68.7	55.4	13.3	25.6	-7.0	23.1	45.2	6.6	12.7	17.2	0.8	-
May	138.9	108.5	30.4	22.0	4.0	63.5	63.7	-2.8	54.5	40.8	1.6	-
June	-12.6	-99.2	86.6	1.6	-29.6	74.0	117.6	-1.5	-88.0	-187.2	1.3	-
12-month cumulated transactions												
2024 June	584.5	127.7	456.8	-136.1	-268.0	477.6	611.8	35.7	198.2	-216.1	9.1	-
12-month cumulated transactions as percentage of GDP												
2024 June	4.0	0.9	3.1	-0.9	-1.8	3.2	4.1	0.2	1.3	-1.5	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				Total
	M1			M2-M1			Total	Repos	Money market fund shares	Debt securities with a maturity of up to 2 years	Total	
	Currency in circulation	Overnight deposits	Total	Deposits with an agreed maturity of up to 2 years	Deposits redeemable at notice of up to 3 months	Total						
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
Outstanding amounts												
2021	1,469.3	9,822.6	11,291.8	918.8	2,504.9	3,423.7	14,715.5	118.7	644.1	25.3	788.1	15,503.7
2022	1,539.5	9,763.0	11,302.6	1,382.1	2,563.9	3,946.1	15,248.7	124.2	646.1	49.5	819.7	16,068.4
2023	1,536.0	8,834.3	10,370.3	2,309.8	2,458.5	4,768.3	15,138.6	186.8	739.5	70.1	996.4	16,135.0
2023 Q3	1,535.7	8,985.8	10,521.5	2,085.9	2,465.8	4,551.6	15,073.1	131.0	714.4	75.7	921.1	15,994.2
Q4	1,536.0	8,834.3	10,370.3	2,309.8	2,458.5	4,768.3	15,138.6	186.8	739.5	70.1	996.4	16,135.0
2024 Q1	1,522.8	8,735.8	10,258.6	2,447.5	2,431.0	4,878.5	15,137.1	192.7	787.1	72.5	1,052.3	16,189.5
Q2 ^(a)	1,533.6	8,809.0	10,342.6	2,530.1	2,428.7	4,958.8	15,301.3	206.7	814.7	58.7	1,080.1	16,381.4
2024 Feb.	1,533.0	8,711.8	10,244.8	2,423.9	2,433.7	4,857.6	15,102.4	178.6	769.2	69.2	1,016.9	16,119.3
Mar.	1,522.8	8,735.8	10,258.6	2,447.5	2,431.0	4,878.5	15,137.1	192.7	787.1	72.5	1,052.3	16,189.5
Apr.	1,531.8	8,722.6	10,254.4	2,460.1	2,431.5	4,891.6	15,146.0	205.1	797.2	73.3	1,075.6	16,221.6
May	1,529.0	8,725.9	10,254.9	2,505.8	2,430.8	4,936.6	15,191.5	205.2	791.0	67.4	1,063.6	16,255.1
June	1,533.6	8,809.0	10,342.6	2,530.1	2,428.7	4,958.8	15,301.3	206.7	814.7	58.7	1,080.1	16,381.4
July ^(a)	1,536.7	8,748.4	10,285.1	2,526.6	2,423.9	4,950.5	15,235.6	226.9	823.4	54.2	1,104.4	16,340.1
Transactions												
2021	106.6	908.1	1,014.7	-121.0	65.7	-55.3	959.4	12.3	20.3	13.2	45.7	1,005.1
2022	70.3	-47.4	23.0	429.5	54.9	484.4	507.4	3.9	2.4	76.6	82.8	590.2
2023	-5.0	-954.4	-959.3	925.5	-100.1	825.4	-133.9	40.9	93.8	23.3	157.9	24.0
2023 Q3	0.3	-202.7	-202.4	224.0	-52.1	171.9	-30.5	16.4	18.2	-8.8	25.8	-4.7
Q4	0.3	-129.5	-129.2	228.9	-6.8	222.1	92.9	35.0	26.0	-6.2	54.8	147.7
2024 Q1	-12.6	-104.1	-116.6	135.8	-27.0	108.9	-7.8	8.3	47.4	7.6	63.3	55.5
Q2 ^(a)	10.7	72.4	83.2	58.3	-2.3	56.0	139.1	13.6	24.6	-13.5	24.7	163.8
2024 Feb.	0.2	-17.8	-17.6	65.7	-13.3	52.4	34.8	-4.6	15.1	-15.1	-4.6	30.2
Mar.	-10.2	24.0	13.8	23.5	-2.7	20.8	34.6	14.2	17.9	1.6	33.7	68.3
Apr.	9.0	-14.8	-5.8	10.8	0.5	11.3	5.5	12.2	9.9	1.8	23.9	29.4
May	-2.8	6.4	3.6	35.8	-0.6	35.2	38.8	0.3	-7.7	-4.9	-12.2	26.6
June	4.5	80.8	85.4	11.7	-2.2	9.5	94.9	1.1	22.3	-10.4	13.0	107.9
July ^(a)	3.1	-58.6	-55.5	-2.8	-4.8	-7.6	-63.2	20.4	7.3	-5.4	22.2	-40.9
Growth rates												
2021	7.8	10.2	9.9	-11.7	2.7	-1.6	7.0	12.1	3.2	158.5	6.2	6.9
2022	4.8	-0.5	0.2	45.8	2.2	14.1	3.4	3.1	0.4	458.1	11.1	3.8
2023	-0.3	-9.7	-8.5	66.6	-3.9	20.9	-0.9	32.9	14.5	43.7	19.3	0.2
2023 Q3	-0.2	-11.4	-9.9	76.3	-3.3	21.9	-2.2	10.3	18.4	65.0	19.9	-1.2
Q4	-0.3	-9.7	-8.5	66.6	-3.9	20.9	-0.9	32.9	14.5	43.7	19.3	0.2
2024 Q1	-1.2	-7.5	-6.6	49.8	-4.6	16.7	-0.2	68.6	16.3	-17.0	19.3	0.9
Q2 ^(a)	-0.1	-4.0	-3.4	34.8	-3.5	12.8	1.3	62.1	16.7	-28.5	18.7	2.3
2024 Feb.	-0.4	-8.9	-7.7	57.9	-4.7	18.8	-0.6	29.6	17.8	-0.1	18.2	0.4
Mar.	-1.2	-7.5	-6.6	49.8	-4.6	16.7	-0.2	68.6	16.3	-17.0	19.3	0.9
Apr.	-0.3	-6.8	-5.9	45.4	-4.2	15.6	0.1	78.5	17.8	-9.7	22.7	1.3
May	-0.5	-5.8	-5.0	41.3	-3.8	14.7	0.6	64.6	14.4	-20.4	17.6	1.5
June	-0.1	-4.0	-3.4	34.8	-3.5	12.8	1.3	62.1	16.7	-28.5	18.7	2.3
July ^(a)	0.2	-3.6	-3.1	30.5	-3.3	11.4	1.2	66.9	18.0	-30.7	21.0	2.3

Sources: 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 ¹¹⁾	Insurance corporations and pension funds ¹²⁾	Other general government ⁴⁾
	Total	Overnight	With an agreed maturity of up to 2 years	Redeemable at notice of up to 3 months	Repos	Total	Overnight	With an agreed maturity of up to 2 years	Redeemable at notice of up to 3 months	Repos			
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
Outstanding amounts													
2021	3,228.3	2,802.7	289.7	128.4	7.4	8,088.0	5,380.9	374.1	2,332.3	0.7	1,272.7	229.0	546.9
2022	3,360.4	2,721.4	497.6	135.0	6.4	8,373.4	5,536.6	444.9	2,391.1	0.9	1,302.3	236.3	560.8
2023	3,335.4	2,424.0	767.7	131.6	12.1	8,425.1	5,111.0	1,021.7	2,290.9	1.4	1,252.4	234.8	541.7
2023 Q3	3,322.7	2,438.8	737.1	131.9	14.8	8,350.5	5,205.0	847.5	2,297.1	0.8	1,217.0	212.6	565.7
Q4	3,335.4	2,424.0	767.7	131.6	12.1	8,425.1	5,111.0	1,021.7	2,290.9	1.4	1,252.4	234.8	541.7
2024 Q1	3,332.7	2,380.0	814.3	127.6	10.8	8,460.1	5,056.1	1,135.9	2,267.0	1.0	1,244.0	227.2	543.1
Q2 ^(p)	3,394.9	2,421.6	836.8	127.5	9.1	8,530.0	5,063.6	1,198.4	2,266.7	1.3	1,286.0	226.0	537.5
2024 Feb.	3,316.4	2,366.9	810.0	127.9	11.5	8,452.6	5,065.7	1,114.0	2,271.9	1.0	1,214.0	223.4	541.6
Mar.	3,332.7	2,380.0	814.3	127.6	10.8	8,460.1	5,056.1	1,135.9	2,267.0	1.0	1,244.0	227.2	543.1
Apr.	3,346.3	2,384.2	824.6	126.8	10.7	8,487.9	5,058.9	1,160.6	2,267.4	1.0	1,248.8	209.9	526.4
May	3,371.8	2,389.1	847.0	127.0	8.7	8,496.2	5,047.0	1,180.4	2,267.7	1.0	1,262.1	214.8	522.8
June	3,394.9	2,421.6	836.8	127.5	9.1	8,530.0	5,063.6	1,198.4	2,266.7	1.3	1,286.0	226.0	537.5
July ^(p)	3,368.0	2,402.1	828.4	127.0	10.5	8,544.2	5,058.3	1,221.9	2,263.2	0.9	1,266.0	210.7	537.0
Transactions													
2021	248.2	272.8	-21.3	-6.9	3.6	422.0	411.1	-65.0	76.1	-0.2	159.2	-10.4	46.0
2022	121.9	-89.2	206.5	5.9	-1.4	296.1	167.5	75.2	53.3	0.1	1.2	7.7	14.0
2023	-29.1	-302.9	269.3	-1.4	5.9	22.5	-458.3	575.4	-95.1	0.6	-55.5	0.0	-25.9
2023 Q3	-13.7	-65.7	48.3	-0.1	3.7	-14.2	-110.6	149.3	-52.9	0.0	30.2	-17.3	0.6
Q4	21.2	-8.7	32.4	-0.1	-2.5	76.6	-93.0	175.0	-6.0	0.6	30.9	23.0	-24.1
2024 Q1	-4.0	-46.0	45.7	-3.5	-0.2	32.1	-55.7	112.2	-24.0	-0.4	-8.2	-8.0	1.3
Q2 ^(p)	59.9	41.6	20.1	0.0	-1.8	69.3	7.2	62.1	-0.2	0.2	21.2	-1.5	-6.8
2024 Feb.	-9.1	-16.9	7.3	0.1	0.4	10.8	-17.7	40.6	-11.9	-0.1	8.2	1.3	18.7
Mar.	16.0	12.9	4.1	-0.3	-0.7	7.7	-9.4	21.9	-4.9	0.1	29.9	3.9	1.5
Apr.	13.2	3.7	10.3	-0.7	-0.2	27.5	2.6	24.6	0.4	-0.1	3.2	-17.6	-17.7
May	28.1	6.4	23.3	0.2	-1.9	8.9	-11.5	20.0	0.3	0.0	3.6	5.1	-3.7
June	18.6	31.4	-13.6	0.5	0.3	32.8	16.1	17.5	-1.0	0.2	14.4	11.0	14.6
July ^(p)	-25.5	-18.5	-7.9	-0.6	1.6	14.6	-5.2	23.6	-3.5	-0.3	-19.1	-15.2	-0.7
Growth rates													
2021	8.4	10.8	-6.9	-5.0	103.4	5.5	8.3	-14.8	3.4	-18.4	14.2	-4.3	9.3
2022	3.8	-3.2	70.1	4.6	-16.4	3.7	3.1	20.3	2.3	19.9	0.4	3.4	2.6
2023	-0.9	-11.1	54.0	-1.0	91.8	0.3	-8.2	128.2	-4.0	67.4	-4.1	0.0	-4.6
2023 Q3	-1.2	-14.0	90.6	0.2	83.5	-0.3	-7.4	127.8	-3.4	-14.5	-16.4	-12.3	1.8
Q4	-0.9	-11.1	54.0	-1.0	91.8	0.3	-8.2	128.2	-4.0	67.4	-4.1	0.0	-4.6
2024 Q1	0.1	-8.2	36.4	-3.2	39.0	0.9	-7.1	101.2	-4.6	12.1	1.4	-1.6	-5.7
Q2 ^(p)	1.9	-3.2	21.3	-2.8	-9.2	2.0	-4.7	71.3	-3.5	47.9	6.4	-1.7	-5.1
2024 Feb.	-1.2	-10.5	42.3	-3.1	45.7	0.6	-7.9	114.3	-4.7	28.9	-1.7	-1.3	-6.0
Mar.	0.1	-8.2	36.4	-3.2	39.0	0.9	-7.1	101.2	-4.6	12.1	1.4	-1.6	-5.7
Apr.	0.6	-7.0	32.6	-3.2	16.1	1.4	-6.2	91.8	-4.3	9.0	2.0	-8.6	-6.8
May	1.9	-5.4	31.8	-3.1	-11.9	1.6	-5.7	81.1	-3.9	11.2	2.7	-5.7	-6.9
June	1.9	-3.2	21.3	-2.8	-9.2	2.0	-4.7	71.3	-3.5	47.9	6.4	-1.7	-5.1
July ^(p)	1.8	-2.6	17.9	-3.0	8.5	2.2	-4.0	62.3	-3.2	10.2	4.9	-3.1	-5.2

Sources: 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 ²⁾	To households ²⁾	To financial corporations other than MFIs and ICPFs ³⁾			To insurance corporations and pension funds
					Total	Adjusted loans ²⁾						
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
Outstanding amounts												
2021	6,531.5	994.3	5,535.4	14,805.5	12,340.5	12,722.7	4,864.8	6,372.6	941.9	161.1	1,576.9	888.1
2022	6,362.0	1,004.7	5,332.2	15,390.5	12,990.1	13,177.9	5,129.8	6,632.2	1,080.6	147.6	1,564.4	836.0
2023	6,316.9	994.7	5,296.9	15,493.9	13,037.0	13,256.8	5,126.7	6,648.6	1,122.8	139.0	1,559.2	897.7
2023 Q3	6,212.5	989.2	5,198.3	15,435.5	12,984.0	13,192.8	5,114.7	6,635.7	1,096.5	137.2	1,576.9	874.6
Q4	6,316.9	994.7	5,296.9	15,493.9	13,037.0	13,256.8	5,126.7	6,648.6	1,122.8	139.0	1,559.2	897.7
2024 Q1	6,218.1	976.8	5,215.7	15,547.5	13,044.7	13,275.8	5,115.6	6,644.2	1,145.1	139.8	1,571.4	931.4
Q2	6,194.3	978.8	5,189.7	15,573.3	13,102.5	13,341.6	5,128.6	6,644.0	1,199.7	130.1	1,554.1	916.7
2024 Feb.	6,211.5	982.6	5,203.3	15,527.8	13,028.1	13,262.5	5,113.2	6,638.2	1,140.6	136.1	1,582.2	917.5
Mar.	6,218.1	976.8	5,215.7	15,547.5	13,044.7	13,275.8	5,115.6	6,644.2	1,145.1	139.8	1,571.4	931.4
Apr.	6,210.8	972.8	5,212.4	15,534.2	13,058.4	13,292.5	5,111.5	6,642.2	1,167.6	137.0	1,556.0	919.8
May	6,177.7	972.8	5,179.2	15,530.7	13,066.5	13,299.9	5,115.9	6,641.0	1,179.7	129.9	1,542.2	922.1
June	6,194.3	978.8	5,189.7	15,573.3	13,102.5	13,341.6	5,128.6	6,644.0	1,199.7	130.1	1,554.1	916.7
July	6,216.5	972.0	5,218.8	15,590.0	13,132.6	13,365.0	5,123.7	6,643.1	1,234.1	131.8	1,532.4	924.9
Transactions												
2021	663.1	-0.9	673.6	562.7	475.8	509.2	176.9	261.7	47.4	-10.1	77.7	9.2
2022	175.9	9.6	165.0	636.0	624.1	680.7	269.4	241.9	126.1	-13.4	18.2	-6.3
2023	-159.5	-16.8	-142.9	55.5	25.1	72.6	-5.4	7.8	30.7	-8.1	-15.3	45.7
2023 Q3	-18.1	1.6	-19.4	10.1	2.2	-9.3	-8.6	2.1	14.0	-5.3	2.1	5.8
Q4	6.8	7.8	-1.3	39.1	46.6	69.4	10.0	17.6	16.7	2.2	-23.8	16.3
2024 Q1	-75.6	-16.4	-59.4	60.7	24.8	37.4	-5.5	-0.8	30.4	0.8	12.2	23.7
Q2	-3.0	2.4	-5.7	19.2	41.5	52.7	15.2	2.5	33.6	-9.8	-16.3	-6.1
2024 Feb.	-22.2	-2.0	-20.2	36.3	32.9	33.2	5.7	4.7	20.4	2.0	-1.3	4.7
Mar.	-9.3	-5.6	-3.7	17.2	20.0	15.9	3.0	7.6	5.8	3.6	-13.4	10.6
Apr.	14.6	-3.3	17.9	-7.4	13.4	16.8	-4.3	-1.2	21.6	-2.8	-14.7	-6.1
May	-29.0	-0.1	-28.9	-9.0	2.3	2.3	6.9	-1.0	3.5	-7.1	-13.3	2.0
June	11.3	5.9	5.3	35.5	25.8	33.5	12.7	4.6	8.4	0.1	11.6	-2.0
July	-13.5	-6.9	-6.5	14.8	34.7	28.0	-2.1	0.1	34.9	1.7	-24.7	4.8
Growth rates												
2021	11.3	-0.1	13.8	3.9	4.0	4.2	3.8	4.3	5.2	-4.6	5.1	1.0
2022	2.7	1.0	3.0	4.3	5.0	5.4	5.5	3.8	13.4	-7.9	1.2	-0.6
2023	-2.5	-1.7	-2.7	0.4	0.2	0.6	-0.1	0.1	2.8	-5.4	-1.0	5.4
2023 Q3	-2.1	-2.1	-2.1	0.2	-0.2	0.3	-0.4	0.3	-0.2	-13.9	1.6	5.0
Q4	-2.5	-1.7	-2.7	0.4	0.2	0.6	-0.1	0.1	2.8	-5.4	-1.0	5.4
2024 Q1	-2.5	-1.6	-2.8	0.8	0.4	0.8	-0.2	-0.1	6.3	-1.2	0.5	7.2
Q2	-1.4	-0.5	-1.6	0.8	0.9	1.1	0.2	0.3	8.7	-8.6	-1.6	4.6
2024 Feb.	-2.8	-1.3	-3.1	0.7	0.2	0.7	-0.3	-0.2	5.8	-7.7	1.6	6.2
Mar.	-2.5	-1.6	-2.8	0.8	0.4	0.8	-0.2	-0.1	6.3	-1.2	0.5	7.2
Apr.	-1.9	-0.7	-2.1	0.7	0.5	0.9	-0.2	-0.2	8.7	-4.5	-0.6	5.7
May	-1.4	-1.4	-1.5	0.6	0.6	0.8	-0.1	0.3	7.0	-7.7	-2.5	5.2
June	-1.4	-0.5	-1.6	0.8	0.9	1.1	0.2	0.3	8.7	-8.6	-1.6	4.6
July	-1.1	-0.9	-1.2	0.8	1.1	1.3	0.2	0.4	9.6	-2.5	-3.1	4.3

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
	Total	Adjusted loans ⁴⁾				Total	Adjusted loans ⁴⁾			
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
Outstanding amounts										
2021	4,864.8	4,995.5	885.0	1,005.2	2,974.6	6,372.6	6,637.5	698.3	4,970.8	703.5
2022	5,129.8	5,130.8	962.6	1,077.6	3,089.6	6,632.2	6,832.8	717.3	5,214.6	700.2
2023	5,126.7	5,143.4	910.2	1,091.1	3,125.5	6,648.6	6,865.8	733.5	5,229.2	685.9
2023 Q3	5,114.7	5,123.3	911.5	1,085.4	3,117.8	6,635.7	6,867.1	731.6	5,212.7	691.3
Q4	5,126.7	5,143.4	910.2	1,091.1	3,125.5	6,648.6	6,865.8	733.5	5,229.2	685.9
2024 Q1	5,115.6	5,132.7	888.0	1,088.5	3,139.1	6,644.2	6,873.5	742.0	5,222.6	679.6
Q2	5,128.6	5,146.7	901.5	1,087.5	3,139.7	6,644.0	6,879.8	740.4	5,226.1	677.5
2024 Feb.	5,113.2	5,130.4	890.9	1,090.6	3,131.7	6,638.2	6,871.8	736.8	5,220.3	681.1
Mar.	5,115.6	5,132.7	888.0	1,088.5	3,139.1	6,644.2	6,873.5	742.0	5,222.6	679.6
Apr.	5,111.5	5,127.4	877.3	1,087.4	3,146.8	6,642.2	6,876.2	741.4	5,223.9	676.9
May	5,115.9	5,128.9	886.8	1,086.4	3,142.7	6,641.0	6,877.9	742.0	5,222.2	676.7
June	5,128.6	5,146.7	901.5	1,087.5	3,139.7	6,644.0	6,879.8	740.4	5,226.1	677.5
July	5,123.7	5,140.0	899.9	1,085.9	3,137.9	6,643.1	6,882.8	741.3	5,228.6	673.2
Transactions										
2021	176.9	208.3	0.2	2.3	174.4	261.7	267.3	10.7	254.9	-3.9
2022	269.4	309.2	77.9	77.5	114.1	241.9	250.3	23.3	217.7	0.9
2023	-5.4	24.9	-43.6	10.3	27.8	7.8	25.7	18.9	10.0	-21.1
2023 Q3	-8.6	-10.3	-10.8	-3.3	5.6	2.1	0.6	6.7	3.1	-7.6
Q4	10.0	30.3	4.1	5.2	0.7	17.6	3.4	3.8	17.6	-3.8
2024 Q1	-5.5	-3.3	-20.1	-1.4	16.0	-0.8	9.8	9.4	-5.3	-5.0
Q2	15.2	17.7	17.4	-1.8	-0.4	2.5	10.3	0.2	4.0	-1.7
2024 Feb.	5.7	6.2	2.1	-2.3	5.9	4.7	4.0	2.6	4.5	-2.3
Mar.	3.0	3.4	-3.3	-0.9	7.2	7.6	2.3	5.7	2.7	-0.8
Apr.	-4.3	-5.1	-7.0	-2.7	5.3	-1.2	3.3	-0.2	1.4	-2.3
May	6.9	3.7	10.4	-0.4	-3.2	-1.0	3.0	1.1	-1.5	-0.6
June	12.7	19.1	14.0	1.2	-2.5	4.6	4.0	-0.6	4.0	1.2
July	-2.1	-3.7	-0.6	-1.3	-0.3	0.1	3.9	1.8	2.2	-3.9
Growth rates										
2021	3.8	4.3	0.0	0.2	6.2	4.3	4.2	1.5	5.4	-0.6
2022	5.5	6.4	8.8	7.7	3.8	3.8	3.8	3.3	4.4	0.1
2023	-0.1	0.5	-4.5	1.0	0.9	0.1	0.4	2.6	0.2	-3.0
2023 Q3	-0.4	0.2	-8.8	2.2	1.4	0.3	0.8	2.8	0.3	-2.5
Q4	-0.1	0.5	-4.5	1.0	0.9	0.1	0.4	2.6	0.2	-3.0
2024 Q1	-0.2	0.3	-3.9	-0.2	1.0	-0.1	0.2	3.3	-0.2	-3.0
Q2	0.2	0.7	-1.0	-0.1	0.7	0.3	0.3	2.8	0.4	-2.6
2024 Feb.	-0.3	0.3	-4.5	0.1	0.8	-0.2	0.3	2.8	-0.2	-3.1
Mar.	-0.2	0.3	-3.9	-0.2	1.0	-0.1	0.2	3.3	-0.2	-3.0
Apr.	-0.2	0.2	-3.7	-0.7	1.1	-0.2	0.2	3.0	-0.2	-3.1
May	-0.1	0.3	-2.5	-0.8	0.9	0.3	0.3	2.9	0.4	-2.9
June	0.2	0.7	-1.0	-0.1	0.7	0.3	0.3	2.8	0.4	-2.6
July	0.2	0.6	-0.8	-0.3	0.6	0.4	0.5	2.8	0.5	-2.7

Source: ECB.

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

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

3) Including non-profit institutions serving households.

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

5 Financing conditions and credit developments

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

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

	MFI liabilities						MFI assets			
	Central government holdings ²⁾	Longer-term financial liabilities vis-à-vis other euro area residents					Net external assets	Other		
		Total	Deposits with an agreed maturity of over 2 years	Deposits redeemable at notice of over 3 months	Debt securities with a maturity of over 2 years	Capital and reserves		Total	Repos with central counterparties ³⁾	Reverse repos to central counterparties ³⁾
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
Outstanding amounts										
2021	736.1	6,884.3	1,838.9	37.1	1,999.0	3,009.3	1,376.4	410.6	128.5	136.8
2022	648.6	6,744.4	1,783.1	45.9	2,110.6	2,804.8	1,333.6	375.4	137.2	147.2
2023	461.3	7,319.8	1,826.4	90.5	2,416.6	2,986.2	1,859.3	246.0	155.0	152.6
2023 Q3	455.9	7,123.0	1,824.6	72.9	2,355.9	2,869.6	1,633.6	291.6	153.8	163.3
Q4	461.3	7,319.8	1,826.4	90.5	2,416.6	2,986.2	1,859.3	246.0	155.0	152.6
2024 Q1	399.4	7,454.3	1,828.5	105.2	2,496.5	3,024.1	2,044.8	232.8	178.0	174.2
Q2 ^(a)	413.7	7,534.2	1,830.7	109.8	2,528.9	3,064.9	2,230.8	330.9	182.6	176.5
2024 Feb.	438.6	7,354.4	1,828.1	101.7	2,457.3	2,967.4	1,941.7	231.5	165.4	173.4
Mar.	399.4	7,454.3	1,828.5	105.2	2,496.5	3,024.1	2,044.8	232.8	178.0	174.2
Apr.	438.2	7,490.3	1,826.4	107.9	2,524.7	3,031.3	2,174.1	231.0	163.6	177.4
May	445.1	7,490.7	1,824.7	109.0	2,520.9	3,036.1	2,234.2	248.2	159.1	165.0
June	413.7	7,534.2	1,830.7	109.8	2,528.9	3,064.9	2,230.8	330.9	182.6	176.5
July ^(a)	394.0	7,577.4	1,821.8	111.0	2,526.1	3,118.5	2,341.2	163.7	166.9	154.9
Transactions										
2021	25.4	-38.7	-74.9	-5.0	-39.7	81.0	-112.2	-121.7	-8.3	-4.3
2022	-83.4	46.8	-89.0	-4.4	0.5	139.8	-68.3	-190.1	10.4	18.0
2023	-193.6	323.1	24.7	40.1	231.1	27.1	459.0	-201.6	19.7	9.0
2023 Q3	-29.1	91.4	16.9	11.4	44.5	18.7	130.5	-64.9	-13.3	-6.0
Q4	5.4	62.5	-11.3	17.6	65.7	-9.4	176.2	-6.5	1.2	-10.7
2024 Q1	-61.5	117.0	4.9	14.7	93.7	3.7	132.7	-6.9	25.6	21.5
Q2 ^(a)	14.9	54.8	2.1	4.6	27.2	21.0	142.8	74.5	4.6	2.3
2024 Feb.	-18.6	12.0	1.8	4.7	13.8	-8.2	-12.2	21.8	2.3	13.7
Mar.	-39.2	34.3	0.4	3.5	42.0	-11.7	39.1	16.4	12.5	0.8
Apr.	39.5	16.6	-2.1	2.6	22.4	-6.3	102.3	-24.0	-14.4	3.2
May	6.8	11.4	-1.1	1.2	3.2	8.1	62.0	20.8	-4.5	-12.4
June	-31.5	26.7	5.2	0.8	1.6	19.2	-21.5	77.8	23.5	11.4
July ^(a)	-19.7	-0.2	-8.2	1.2	4.7	2.1	77.5	-139.5	-15.7	-21.6
Growth rates										
2021	3.6	-0.6	-3.9	-11.9	-2.0	2.7	-	-	-6.0	-3.0
2022	-11.4	0.7	-4.8	-13.0	-0.1	4.9	-	-	7.8	12.7
2023	-29.7	4.7	1.4	80.2	10.8	0.9	-	-	14.3	6.0
2023 Q3	-30.2	4.7	1.4	48.8	10.5	1.9	-	-	5.6	14.2
Q4	-29.7	4.7	1.4	80.2	10.8	0.9	-	-	14.3	6.0
2024 Q1	-30.3	5.2	1.3	89.9	12.0	0.8	-	-	20.3	7.1
Q2 ^(a)	-14.5	4.6	0.7	78.4	10.1	1.1	-	-	11.1	4.3
2024 Feb.	-21.4	5.0	1.7	88.6	10.7	1.2	-	-	10.0	11.0
Mar.	-30.3	5.2	1.3	89.9	12.0	0.8	-	-	20.3	7.1
Apr.	-23.2	5.0	0.4	89.7	12.6	0.4	-	-	9.6	11.8
May	-10.4	4.7	0.6	85.0	11.2	0.5	-	-	-6.1	-8.6
June	-14.5	4.6	0.7	78.4	10.1	1.1	-	-	11.1	4.3
July ^(a)	-14.9	4.2	0.2	72.1	9.3	1.1	-	-	11.3	1.0

Sources: 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:
	Total	Central government	State government	Local government	Social security funds	Primary deficit (-)/surplus (+)
	1	2	3	4	5	6
2020	-7.0	-5.7	-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	-2.0
2023	-3.6	-3.6	-0.2	-0.2	0.4	-1.8
2023 Q2	-4.0	.	.	.	.	-2.3
Q3	-3.9	.	.	.	.	-2.1
Q4	-3.6	.	.	.	.	-1.8
2024 Q1	-3.5	.	.	.	.	-1.7

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

6.2 Revenue and expenditure

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

	Revenue						Expenditure						
	Total	Current revenue				Capital revenue	Total	Current expenditure					Capital expenditure
		Total	Direct taxes	Indirect taxes	Net social contributions			Total	Compensation of employees	Intermediate consumption	Interest	Social benefits	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
2020	46.5	46.0	12.8	12.7	15.5	0.5	53.5	48.8	10.7	6.0	1.5	25.3	4.7
2021	47.1	46.3	13.1	13.1	15.1	0.8	52.3	47.1	10.2	6.0	1.5	24.0	5.2
2022	46.9	46.1	13.5	12.9	14.8	0.8	50.5	45.2	9.9	5.9	1.7	22.7	5.3
2023	46.4	45.6	13.3	12.5	14.7	0.8	50.0	44.5	9.8	5.9	1.8	22.6	5.4
2023 Q2	46.3	45.6	13.3	12.7	14.7	0.8	50.3	44.9	9.8	5.9	1.7	22.6	5.4
Q3	46.3	45.5	13.3	12.6	14.7	0.8	50.1	44.7	9.8	5.9	1.8	22.5	5.4
Q4	46.4	45.6	13.3	12.5	14.7	0.8	50.0	44.5	9.8	5.9	1.8	22.6	5.4
2024 Q1	46.4	45.6	13.3	12.5	14.7	0.8	49.9	44.6	9.9	6.0	1.8	22.7	5.3

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
					Total	MFIs								
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
2020	97.0	3.2	14.5	79.4	54.2	39.0	42.8	11.1	85.9	18.7	30.9	47.4	95.4	1.7
2021	94.6	2.9	13.8	77.8	54.8	41.2	39.8	9.8	84.7	17.3	30.2	47.1	93.1	1.4
2022	90.5	2.7	13.2	74.6	52.9	40.1	37.6	8.7	81.7	16.2	28.7	45.6	89.5	1.0
2023	88.2	2.4	12.2	73.6	49.7	36.5	38.5	8.0	80.3	15.4	28.3	44.6	87.4	0.8
2023 Q2	89.7	2.5	12.4	74.8	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
Q3	89.2	2.5	12.1	74.6	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
Q4	88.2	2.4	12.2	73.6	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
2024 Q1	88.7	2.3	12.0	74.4	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.

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
2020	13.0	5.5	2.2	2.5	2.1	0.4	-0.1	0.1	-0.3	0.1	5.3	9.5
2021	-2.5	3.8	-0.2	0.6	0.4	0.1	0.0	0.1	-0.1	-0.7	-6.0	5.1
2022	-4.1	2.0	-0.3	-0.2	-0.7	0.2	0.1	0.1	0.6	-0.7	-5.7	2.7
2023	-2.2	1.8	-0.3	-0.5	-0.5	-0.2	0.1	0.1	0.6	-0.4	-3.7	2.7
2023 Q2	-3.4	2.3	-0.9	-1.1	-1.5	0.1	0.1	0.1	0.7	-0.5	-4.7	2.3
Q3	-2.5	2.1	-0.4	-0.6	-0.8	-0.2	0.2	0.1	0.7	-0.5	-4.2	2.8
Q4	-2.2	1.8	-0.3	-0.5	-0.5	-0.2	0.1	0.1	0.6	-0.5	-3.6	2.7
2024 Q1	-1.4	1.7	-0.4	-0.7	-0.8	-0.1	0.1	0.1	0.4	-0.1	-2.7	2.7

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	
		Total	Maturities of up to 3 months	Total	Maturities of up to 3 months		Total	Floating rate	Zero coupon	Fixed rate		Issuance	Redemption
										Total	Maturities of up to 1 year		
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
2021	14.0	12.7	4.2	1.2	0.3	7.9	1.6	1.1	-0.4	1.9	1.9	-0.1	0.5
2022	13.0	11.9	4.2	1.2	0.3	8.0	1.6	1.2	0.4	1.9	2.0	1.1	0.5
2023	13.1	11.7	4.2	1.4	0.3	8.1	2.0	1.2	1.9	2.0	1.6	3.6	1.9
2023 Q3	13.0	11.7	3.5	1.3	0.3	8.1	1.9	1.1	1.8	2.0	1.7	3.3	1.5
Q4	13.1	11.7	4.2	1.4	0.3	8.1	2.0	1.2	1.9	2.0	1.6	3.6	1.9
2024 Q1	12.9	11.5	3.8	1.4	0.3	8.3	2.1	1.3	2.3	2.0	1.6	3.7	2.5
Q2	13.2	11.8	3.6	1.4	0.4	8.3	2.1	1.3	2.1	2.1	1.6	3.7	2.7
2024 Feb.	12.5	11.2	4.3	1.3	0.3	8.2	2.0	1.2	2.1	2.0	1.6	3.7	2.3
Mar.	12.9	11.5	3.8	1.4	0.3	8.3	2.1	1.3	2.3	2.0	1.6	3.7	2.5
Apr.	12.9	11.5	3.9	1.4	0.4	8.3	2.1	1.3	2.1	2.1	1.4	3.7	2.6
May	12.8	11.4	3.3	1.4	0.4	8.3	2.1	1.3	2.1	2.1	1.4	3.7	2.6
June	13.2	11.8	3.6	1.4	0.4	8.3	2.1	1.3	2.1	2.1	1.6	3.7	2.7
July	13.0	11.6	3.7	1.4	0.4	8.3	2.1	1.3	2.3	2.1	1.6	3.7	2.8

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 (+)										
2020	-9.0	-4.3	-5.4	-5.0	-9.8	-10.1	-8.9	-7.2	-9.4	-5.7
2021	-5.4	-3.6	-2.5	-1.5	-7.0	-6.7	-6.6	-2.5	-8.7	-1.8
2022	-3.6	-2.5	-1.0	1.7	-2.5	-4.7	-4.8	0.1	-8.6	2.7
2023	-4.4	-2.5	-3.4	1.7	-1.6	-3.6	-5.5	-0.7	-7.4	3.1
2023 Q2	-3.8	-3.3	-1.8	1.8	-2.7	-4.6	-5.1	-0.5	-8.3	3.0
Q3	-3.9	-3.1	-2.3	1.4	-1.4	-4.5	-5.4	-0.3	-7.7	3.1
Q4	-4.4	-2.4	-3.5	1.5	-1.6	-3.6	-5.5	-0.8	-7.4	3.1
2024 Q1	-4.8	-2.5	-3.5	1.5	-0.5	-3.8	-5.6	-0.8	-6.7	3.8
Government debt										
2020	111.9	68.8	18.6	58.1	207.0	120.3	114.9	86.1	155.0	114.9
2021	107.9	69.0	17.8	54.4	195.0	116.8	113.0	77.5	147.1	99.3
2022	104.3	66.1	18.5	44.4	172.7	111.6	111.9	67.8	140.5	85.6
2023	105.2	63.6	19.6	43.7	161.9	107.7	110.6	63.0	137.3	77.3
2023 Q2	105.6	64.6	18.5	42.4	167.2	111.2	111.2	65.9	140.1	84.9
Q3	107.6	64.6	18.2	43.0	165.6	109.8	111.3	64.0	137.9	79.0
Q4	105.2	63.6	19.6	43.3	161.9	107.7	109.9	63.1	137.3	77.3
2024 Q1	108.2	63.4	23.6	42.5	159.8	108.9	110.8	63.3	137.7	76.1

	Latvia	Lithuania	Luxembourg	Malta	Netherlands	Austria	Portugal	Slovenia	Slovakia	Finland
	11	12	13	14	15	16	17	18	19	20
Government deficit (-)/surplus (+)										
2020	-4.4	-6.5	-3.4	-9.4	-3.7	-8.0	-5.8	-7.6	-5.3	-5.6
2021	-7.2	-1.1	0.5	-7.6	-2.2	-5.8	-2.9	-4.6	-5.2	-2.8
2022	-4.6	-0.6	-0.3	-5.5	-0.1	-3.3	-0.3	-3.0	-1.7	-0.4
2023	-2.2	-0.8	-1.3	-4.9	-0.3	-2.7	1.2	-2.5	-4.9	-2.7
2023 Q2	-3.0	-1.1	-1.1	-4.3	-0.7	-3.3	0.0	-2.8	-2.8	-1.4
Q3	-3.3	-0.9	-1.2	-3.7	-0.6	-3.1	0.4	-2.8	-3.4	-2.1
Q4	-2.2	-0.8	-1.2	-4.9	-0.4	-2.6	1.2	-2.5	-4.9	-2.9
2024 Q1	-1.9	-0.6	-0.9	-3.9	-0.3	-2.9	0.9	-2.2	-5.0	-3.4
Government debt										
2020	42.7	46.2	24.6	52.2	54.7	82.9	134.9	79.6	58.8	74.7
2021	44.4	43.4	24.5	53.9	51.7	82.5	124.5	74.4	61.1	72.6
2022	41.8	38.1	24.7	51.6	50.1	78.4	112.4	72.5	57.7	73.5
2023	43.6	38.3	25.7	50.4	46.5	77.8	99.1	69.2	56.0	75.8
2023 Q2	40.1	38.1	28.3	49.8	45.4	78.4	110.1	70.7	59.5	74.5
Q3	42.0	37.4	25.8	49.5	44.4	78.1	107.6	71.8	58.4	74.3
Q4	43.6	38.3	25.7	50.3	45.1	77.6	99.1	69.2	56.0	76.6
2024 Q1	44.5	40.1	27.2	50.4	43.9	79.7	100.4	70.7	60.7	77.5

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'arrêté des statistiques figurant dans cette publication est le 11 septembre 2024.

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

ISSN 2363-3425 (PDF)
Numéro de catalogue UE QB-BP-24-006-FR-N (PDF)

Directeur de la publication : Claude Piot

Secrétaire général