



BANQUE CENTRALE EUROPÉENNE
EUROSYSTEME

Bulletin économique

Numéro 7 / 2024



Sommaire

Évolutions économiques, financières et monétaires	3
Synthèse	3
1 Environnement extérieur	8
2 Activité économique	13
3 Prix et coûts	21
4 Évolutions sur les marchés financiers	27
5 Conditions de financement et évolutions du crédit	33
Encadrés	40
1 La fragmentation géopolitique dans les investissements directs étrangers <i>greenfield</i> au niveau mondial et dans la zone euro	40
2 Le lien entre prix du pétrole et dollar des États-Unis : les données et leurs implications économiques	46
3 Impact des entités à vocation spéciale sur les liens financiers transfrontières de la zone euro	52
4 Principales conclusions tirées des contacts récents de la BCE avec les sociétés non financières	57
5 Le principal déterminant de l'inflation récente selon les consommateurs : évolution des perceptions dans le temps	63
6 La performance des projections des services de l'Eurosystème/de la BCE relatives à la croissance économique depuis la pandémie de COVID-19	67
7 Décoder les révisions des anticipations relatives aux taux directeurs : informations tirées de l'enquête auprès des analystes monétaires	73
8 Situation budgétaire de la zone euro en 2024	77
Articles	82
1 L'obligation de la BCE de rendre compte devant le Parlement européen 2019-2024 : un engagement en période instable	82
Encadré 1 L'euro numérique : une étude de cas de l'intensification de la communication et du dialogue avec le Parlement	88

Encadré 2	Obligation de rendre compte de la BCE en matière de supervision bancaire	98
2	Enquête sur l'accès des entreprises au financement : politique monétaire, conditions économiques et de financement et anticipations d'inflation	103
Encadré 1	Établir un lien entre les données des marchés financiers et les indicateurs relatifs aux écarts de financement des entreprises tirés de l'enquête SAFE	111
Statistiques		122

Évolutions économiques, financières et monétaires

Synthèse

Lors de sa réunion du 17 octobre 2024, le Conseil des gouverneurs a décidé d'abaisser les trois taux d'intérêt directeurs de la BCE de 25 points de base. En particulier, la décision de réduire le taux de la facilité de dépôt, à travers lequel le Conseil des gouverneurs pilote l'orientation de la politique monétaire, est fondée sur son évaluation actualisée des perspectives d'inflation, de la dynamique de l'inflation sous-jacente et de la force de la transmission de la politique monétaire. Les informations disponibles sur l'inflation confirment que le processus désinflationniste est en bonne voie. Les récentes surprises à la baisse concernant les indicateurs relatifs à l'activité économique ont également eu une incidence sur les perspectives d'inflation. Les conditions de financement sont quant à elles restées restrictives.

L'inflation devrait s'accélérer dans les prochains mois, avant de revenir à la cible au cours de l'année prochaine. Sous l'effet de salaires qui continuent de progresser à un rythme soutenu, l'inflation intérieure demeure élevée. Cela étant, l'atténuation progressive des tensions sur les coûts de la main-d'œuvre devrait se poursuivre, les bénéfices amortissant en partie leurs effets sur l'inflation.

Le Conseil des gouverneurs est déterminé à assurer le retour au plus tôt de l'inflation au niveau de sa cible de 2 % à moyen terme. 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, ses décisions relatives aux taux directeurs seront fondées sur son évaluation des perspectives d'inflation compte tenu des données économiques et financières disponibles, 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

Les données disponibles suggèrent que l'activité économique a été légèrement plus faible que prévu. Si la production industrielle a été particulièrement volatile pendant l'été, il ressort des enquêtes que l'activité manufacturière a continué de se contracter. Pour les services, les enquêtes montrent une hausse en août, probablement soutenue par une saison touristique estivale dynamique, mais les dernières données laissent présager une croissance plus modeste. Les entreprises n'accroissent leurs investissements que lentement, tandis que l'investissement dans

l'immobilier résidentiel continue de baisser. Les exportations, de biens notamment, ont diminué.

Malgré une hausse des revenus au deuxième trimestre, les ménages ont moins consommé, contrairement aux anticipations ¹. Le taux d'épargne s'est établi à 15,7 % au deuxième trimestre, bien au-dessus de la moyenne de 12,9 % d'avant la pandémie. Cependant, les données d'enquêtes récentes signalent une reprise progressive des dépenses des ménages.

Le marché du travail reste solide. Le taux de chômage est resté à son niveau historiquement bas de 6,4 % en août. Toutefois, les enquêtes indiquent un ralentissement de la croissance de l'emploi et une poursuite de la modération de la demande de main-d'œuvre.

Le Conseil des gouverneurs prévoit que l'économie se renforcera au fil du temps, à mesure que la hausse des revenus réels permettra aux ménages de consommer davantage. L'atténuation progressive des effets de l'orientation restrictive de la politique monétaire devrait soutenir la consommation et l'investissement. Les exportations devraient contribuer à la reprise à mesure de l'augmentation de la demande mondiale.

Les politiques budgétaires et structurelles devraient viser à améliorer la productivité, la compétitivité et la capacité de résistance de l'économie. Cela contribuerait à augmenter la croissance potentielle et à réduire les tensions sur les prix à moyen terme. À cette fin, il est essentiel de donner suite rapidement, à travers des politiques structurelles concrètes et ambitieuses, aux propositions de Mario Draghi en vue de renforcer la compétitivité européenne, et d'Enrico Letta sur l'avenir du marché intérieur. 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

L'inflation annuelle a encore baissé, à 1,7 % en septembre, son plus bas niveau depuis avril 2021. Les prix de l'énergie ont fortement diminué, à un taux annuel de – 6,1 %. La hausse des prix des produits alimentaires s'est légèrement accentuée, à 2,4 %. La hausse des prix des biens est restée modérée, à 0,4 %, tandis que l'inflation dans le secteur des services a légèrement diminué, à 3,9 %.

La plupart des mesures de l'inflation sous-jacente ont diminué ou sont restées inchangées. L'inflation intérieure demeure élevée en raison de tensions sur les salaires toujours importantes dans la zone euro. Étant donné le rôle important des

¹ La date d'arrêt des données incluses dans le présent *Bulletin économique* était le 16 octobre 2024, à l'exception des données relatives à l'IPCH pour lesquelles la date d'arrêt était le 17 octobre. Selon l'estimation actualisée d'Eurostat relative aux comptes nationaux de la zone euro, qui a été publiée le 18 octobre, la croissance de la consommation privée pour le deuxième trimestre 2024 a été révisée à la hausse et est désormais positive (0,1 %).

paiements exceptionnels et le caractère progressif de l'ajustement des salaires, la croissance des salaires négociés restera élevée et volatile pendant le reste de l'année.

L'inflation devrait s'accélérer dans les prochains mois, notamment parce que de fortes baisses précédentes des prix de l'énergie sortiront du calcul des taux annuels. L'inflation devrait ensuite s'atténuer et se rapprocher de la cible au cours de l'année prochaine. 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 passé de la politique monétaire aux prix à la consommation. La plupart des mesures des anticipations d'inflation à long terme s'établissent autour de 2 %.

Évaluation des risques

Les risques pesant sur la croissance économique restent orientés à la baisse. La détérioration de la confiance pourrait empêcher la consommation et l'investissement de se redresser aussi rapidement qu'attendu. Plusieurs sources de risques géopolitiques, telles que la guerre injustifiée menée par la Russie contre l'Ukraine et le conflit tragique au Moyen-Orient, pourraient amplifier ces dynamiques et perturber les approvisionnements en énergie et le commerce mondial. Le fléchissement de la demande d'exportations adressée à la zone euro dû, par exemple, à un ralentissement de l'économie mondiale ou à une aggravation des tensions commerciales entre les principales économies, continuerait de freiner la croissance de la zone euro. La croissance pourrait aussi être plus faible si les effets décalés du resserrement de la politique monétaire se révèlent plus marqués qu'anticipé. Elle pourrait être plus élevée si l'économie mondiale croît plus fortement qu'attendu ou si l'assouplissement des conditions de financement et le ralentissement de l'inflation entraînent une reprise plus rapide de la consommation et de l'investissement.

L'inflation pourrait être plus élevée qu'anticipé si les salaires ou les bénéfices augmentent 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 faible confiance et les inquiétudes quant aux événements géopolitiques empêchaient la consommation et l'investissement de se redresser aussi vite qu'anticipé, si la politique monétaire freinait davantage la demande qu'anticipé ou si l'environnement économique dans le reste du monde se détériorait de manière inattendue.

Conditions financières et monétaires

Les taux d'intérêt de marché à plus court terme ont baissé depuis la réunion du Conseil des gouverneurs du 12 septembre, en raison principalement de moins bonnes nouvelles concernant l'économie de la zone euro et d'une baisse supplémentaire de l'inflation. Même si les conditions financières demeurent restrictives, les taux d'intérêt moyens des nouveaux prêts aux entreprises et des nouveaux prêts hypothécaires se sont inscrits en légère baisse en août, à 5,0 % et 3,7 %, respectivement.

Les critères d'octroi des prêts aux entreprises sont restés inchangés au troisième trimestre, comme il ressort de l'enquête sur la distribution du crédit bancaire d'octobre 2024, après plus de deux années de durcissement progressif. En outre, la demande de prêts par les entreprises a augmenté pour la première fois en deux ans. Globalement, les prêts aux entreprises sont restés atones, avec un taux de croissance annuel de 0,8 % en août.

Les critères d'octroi des prêts hypothécaires se sont assouplis pour le troisième trimestre consécutif, sous l'effet notamment d'une plus grande concurrence entre les banques. La baisse des taux d'intérêt et l'amélioration des perspectives sur le marché de l'immobilier résidentiel ont conduit à une nette hausse de la demande de prêts hypothécaires. En ligne avec cette évolution, les prêts hypothécaires se sont légèrement redressés, avec un taux de croissance annuel de 0,6 %.

Décisions de politique monétaire

Les taux d'intérêt de la facilité de dépôt, des opérations principales de refinancement et de la facilité de prêt marginal ont été abaissés à, respectivement, 3,25 %, 3,40 % et 3,65 % à compter du 23 octobre 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

Lors de sa réunion du 17 octobre 2024, le Conseil des gouverneurs a décidé d'abaisser les trois taux d'intérêt directeurs de la BCE de 25 points de base. En particulier, la décision de réduire le taux de la facilité de dépôt, à travers lequel le Conseil des gouverneurs pilote l'orientation de la politique monétaire, est fondée sur son évaluation actualisée des perspectives d'inflation, de la dynamique de l'inflation sous-jacente et de la force de la transmission de la politique monétaire. 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.

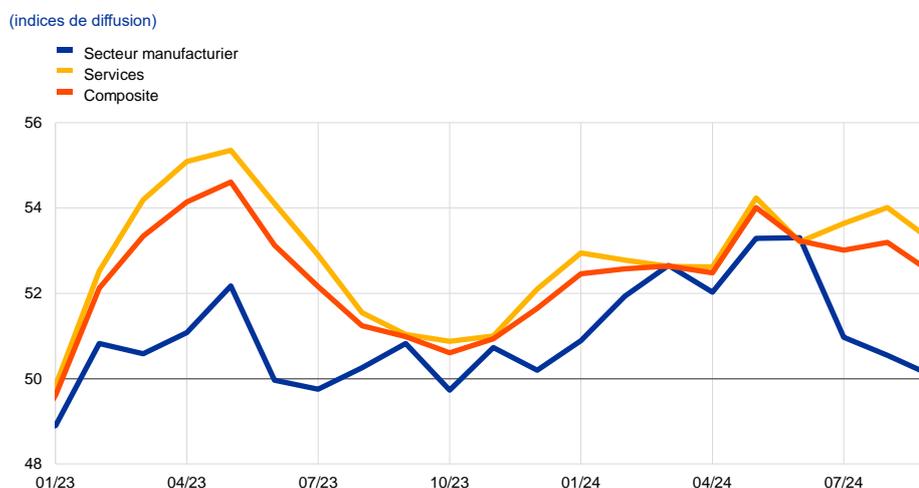
Environnement extérieur

L'activité économique mondiale est restée stable, bien qu'inégale entre les secteurs. Les données tirées d'enquêtes font état de niveaux d'activité différents dans les secteurs des services et de l'industrie manufacturière. Cette dernière a enregistré une baisse de la demande en raison de la concentration des commandes anticipées en début d'année. Ce ralentissement de la demande dans le secteur manufacturier a également pesé sur les échanges de biens, ce qui a contribué à une nouvelle normalisation des coûts du transport maritime. L'inflation continue de se modérer, mais des tensions sur les prix des services persistent.

L'activité économique mondiale est restée stable, bien qu'inégale entre les secteurs. L'indice composite des directeurs d'achat (PMI) pour la production mondiale (hors zone euro) est resté en territoire expansionniste, ressortant à 52,5 en septembre 2024 après 53,2 en août (graphique 1). Toutefois, les différences entre secteurs se sont nettement accrues, la composante des services continuant à indiquer une expansion au troisième trimestre en dépit d'une légère baisse et l'indice du secteur manufacturier s'étant encore affaibli pour s'établir à 50,5 au troisième trimestre, soit un niveau bien inférieur à sa moyenne de 52,9 au deuxième trimestre. La baisse de l'indice PMI relatif à la production manufacturière a concerné l'ensemble des régions, mais a été particulièrement notable en Chine et aux États-Unis. Les données tirées d'enquêtes concordent avec les données quantitatives, qui montrent que la production industrielle mondiale s'est contractée de 0,2 % en glissement mensuel en juillet, reflétant des baisses dans la production industrielle des économies avancées et dans le secteur des biens durables au niveau mondial. La faiblesse du cycle manufacturier mondial semble avoir résulté de l'inversion d'une accumulation de stocks au premier semestre 2024. Dans l'ensemble, les modèles de prévision en temps réel de la BCE font état d'une croissance en glissement trimestriel régulière de 0,9 % environ au troisième trimestre.

Graphique 1

Indice des directeurs d'achat pour la production mondiale



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

Note : Les dernières observations se rapportent à septembre 2024.

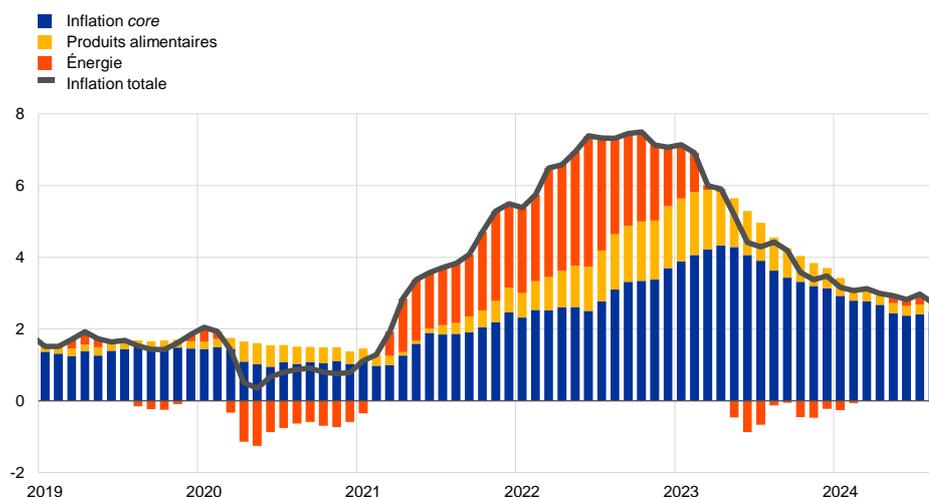
L'évolution de la demande de produits manufacturés s'est traduite par des données plus faibles pour les échanges commerciaux. Au premier semestre de l'année, la croissance du commerce mondial a été soutenue par une forte demande de biens importés, celle-ci ayant été anticipée en raison de craintes de perturbations des routes maritimes en mer Rouge et d'éventuels retards avant la période des fêtes de fin d'année. Au second semestre de cette année, la demande d'importations devrait de nouveau s'affaiblir avec la dissipation des commandes à l'importation anticipées, comme l'indiquent également les données tirées d'enquêtes. L'indice PMI mondial (hors zone euro) pour les nouvelles commandes à l'exportation dans le secteur manufacturier a baissé au troisième trimestre 2024 pour s'établir en territoire indiquant une contraction, à 49,0, soit la valeur la plus faible observée depuis le quatrième trimestre 2023. Néanmoins, dans l'ensemble, la stabilité de l'activité économique mondiale devrait favoriser la croissance des échanges aux troisième et quatrième trimestres de l'année. Avec le léger ralentissement des échanges de produits manufacturés, les coûts de transport ont continué de diminuer par rapport à leurs pics antérieurs. Les hausses du coût du transport maritime observées au deuxième trimestre 2024 reflètent une augmentation de la demande qui est cohérente avec la concentration des importations anticipées en début d'année. À présent que ce phénomène s'inverse et que la demande s'est ralentie, les coûts de transport commencent à se normaliser.

Dans les économies de l'OCDE, l'inflation continue de se modérer, mais les tensions sous-jacentes sur les prix persistent. En août, le taux d'inflation totale annuel mesuré par l'indice des prix à la consommation (IPC) dans l'ensemble des pays de l'OCDE (à l'exception de la Turquie) a diminué pour s'établir à 2,7 %, après 3,0 % le mois précédent (graphique 2). Hors prix des produits alimentaires et de l'énergie, l'inflation *core* est restée inchangée en août dans les pays de l'OCDE, à 3,2 %. La baisse de l'inflation totale est due en grande partie à un ralentissement de la hausse des prix de l'énergie, tandis que les prix des produits alimentaires sont restés globalement stables. Les tensions sous-jacentes sur les prix sont soutenues

en particulier par l'inflation dans les services qui a tendance à accuser un retard plus important par rapport à l'inflation totale que les autres mesures telles que l'énergie, les produits alimentaires et les biens ¹. L'inflation dans les services est, quant à elle, étroitement liée à la croissance des salaires. Dans la mesure où cette dernière devrait s'atténuer en 2025 dans un contexte de détente sur les marchés du travail, l'inflation totale devrait continuer de se normaliser.

Graphique 2 Hausse de l'IPC dans la zone OCDE

(variations annuelles en pourcentage)



Sources : OCDE et calculs des services de la BCE.

Notes : L'agrégat de l'OCDE exclut la Turquie et est calculé en utilisant les pondérations annuelles de l'IPC pour l'OCDE. Les dernières observations se rapportent à août 2024.

Les prix du pétrole brut *Brent* ont augmenté de 3,0 % depuis la réunion de septembre du Conseil des gouverneurs, sous l'effet des récentes tensions géopolitiques et d'une première baisse des taux d'intérêt décidée par la Réserve fédérale ². Le renchérissement du pétrole s'explique principalement par l'aggravation des tensions au Moyen-Orient après l'attaque par l'Iran contre Israël le 1^{er} octobre 2024, et par l'amélioration du sentiment à l'égard des perspectives de croissance à la suite de la baisse des taux directeurs décidée par la Réserve fédérale. Ces facteurs sont venus s'ajouter au soutien aux prix du pétrole découlant de la décision prise auparavant par l'OPEP+ de reporter ses hausses de production de pétrole. Néanmoins, les craintes relatives à un ralentissement économique en Chine ont partiellement atténué les tensions à la hausse sur les prix du pétrole. Les prix du gaz en Europe ont augmenté de 6,9 % depuis la réunion de septembre du Conseil des gouverneurs. Cette hausse s'explique par l'inquiétude des investisseurs concernant l'expiration imminente de l'accord de transit du gaz entre l'Ukraine et la Russie en fin d'année, le gouvernement ukrainien étant réticent à renouveler cet arrangement. L'escalade des tensions au Moyen-Orient et les prévisions de températures plus froides que la moyenne ont encore favorisé la

¹ Cf. également les commentaires récents de Philip R. Lane, « *Underlying inflation: an update* », discours lors de la conférence intitulée « *Inflation: Drivers and Dynamics Conference 2024* » organisée par la Federal Reserve Bank of Cleveland et la BCE, Cleveland, 24 octobre 2024

² La date d'arrêt des données figurant dans le présent *Bulletin économique* est le 16 octobre 2024.

hausse des prix du gaz. Les inquiétudes relatives aux perturbations de l'approvisionnement devraient persister jusqu'à la mise en service d'une nouvelle capacité en GNL, qui ne devrait pas intervenir avant le deuxième semestre 2025. Les prix des métaux ont augmenté de 7,9 %, influencés en partie par la baisse des taux d'intérêt de la Réserve fédérale. Dans le même temps, les prix des produits alimentaires ont augmenté de 3,8 %, principalement en raison des sécheresses au Brésil.

Aux États-Unis, l'activité économique se ralentit, mais continue de croître à un rythme soutenu. Au deuxième trimestre 2024, le PIB en volume a continué de croître à un rythme soutenu de 0,7 % en glissement trimestriel. Les stocks et la vigueur des dépenses de consommation ont continué de stimuler l'activité en dépit d'une modération considérable depuis le second semestre 2023. L'accalmie sur le marché du travail américain se poursuit, mais le marché reste sain dans l'ensemble, avec des créations d'emplois non agricoles s'élevant en moyenne à 116 000 par mois au cours des trois derniers mois, contre une moyenne mensuelle de 202 000 en 2023. Le taux de chômage est revenu à 4,1 % en septembre après 4,2 % en août, mais a globalement augmenté en 2024, à partir de 3,7 % au début de l'année. Dans le même temps, le ratio vacance d'emploi-chômage a également diminué pour revenir aux niveaux d'avant la pandémie. La croissance des salaires s'est modérée à 3,9 % en rythme annuel au deuxième trimestre 2024, mais reste supérieure à la fourchette de 3 % à 3,5 % que la Réserve fédérale considère comme cohérente avec sa cible d'inflation. L'inflation mesurée par l'IPC total est revenue à 2,4 % en septembre, tandis que l'inflation core a légèrement augmenté, ressortant à 3,3 % après 3,2 % en août. La hausse des prix des logements demeure persistante, mais la normalisation devrait se poursuivre au cours des prochains mois. Lors de sa réunion de septembre, le Comité fédéral de l'*open market* (FOMC) a décidé de réduire le taux des fonds fédéraux de 50 points de base, faisant valoir les progrès réalisés en matière d'inflation et la position équilibrée des risques pesant sur ses objectifs en matière d'emploi et d'inflation. Dans les projections du FOMC de septembre, la prévision médiane relative au taux des fonds fédéraux a été révisée à la baisse de 75 points de base en 2024-2025 et de 25 points de base en 2026 par rapport aux projections de juin.

La dynamique de la croissance économique chinoise demeure faible. Au cours des derniers mois, la morosité des consommateurs a amplifié le ralentissement des ventes au détail, en particulier dans le secteur automobile. L'investissement dans les infrastructures s'est nettement ralenti en raison de contraintes financières plus importantes au niveau des administrations locales. Dans le même temps, le marché immobilier continue de peser fortement sur l'activité globale. Même si l'on constate les premiers signes de stabilisation des ventes de logements neufs, des mises en chantier de logements et des fonds de promotion immobilière, les prix des maisons neuves et des logements existants continuent de baisser, et le stock de logements invendus demeure élevé. La Banque populaire de Chine a réagi en septembre en annonçant le plan de relance le plus important depuis la pandémie. Celui-ci comprend une réduction de 20 points de base du principal taux directeur (prises en pension à sept jours), le ramenant à 1,5 %, une réduction de 50 points de base du ratio des réserves obligatoires, un programme étendu de refinancement (*relending*

programme) et une réduction de 50 points de base des taux applicables aux prêts hypothécaires existants. L'impact de ce train de mesures est toutefois incertain, car il pourrait ne pas répondre totalement aux problèmes sous-jacents tels que la faiblesse des anticipations de revenus et les préoccupations relatives à l'achèvement des logements. En octobre, le ministère des Finances a annoncé des plans pour une relance budgétaire supplémentaire visant à soutenir la consommation des ménages et à stabiliser le marché de l'immobilier, même si les détails restent flous à ce stade. Globalement, les autorités font part de sérieuses inquiétudes concernant un ralentissement de l'économie et une probabilité accrue de ne pas atteindre l'objectif d'un taux de croissance de 5 % pour 2024.

L'activité s'est ralentie au Royaume-Uni, tandis que l'inflation core s'est accélérée en raison d'effets de base. En juillet, l'économie du Royaume-Uni a enregistré un deuxième mois consécutif de croissance zéro du PIB, ce qui, sans ajustement, implique un taux de croissance trimestriel de seulement 0,1 % pour le troisième trimestre 2024. Par conséquent, la Banque de l'Angleterre a révisé à la baisse ses prévisions de croissance pour le troisième trimestre, les ramenant à 0,3 %. Malgré des données faibles pour le mois de juillet, les indicateurs, notamment l'indice composite des directeurs d'achat et la confiance des chefs d'entreprise restent positifs, soutenus par la vigueur des ventes au détail et la hausse des salaires réels. Toutefois, la confiance des consommateurs s'est détériorée en septembre. Le gouvernement présentera en octobre son projet de budget, qui devrait selon la plupart des analystes accentuer les facteurs budgétaires défavorables. La croissance devrait être modeste au second semestre 2024 en raison des politiques budgétaire et monétaire restrictives. L'inflation totale est restée à 2,2 % en août, tandis que l'inflation core a atteint 3,6 %, sous l'effet de la hausse des prix des services. Lors de sa réunion de septembre, la Banque d'Angleterre a maintenu son taux directeur à 5,0 % et a choisi de conserver inchangé le rythme de son resserrement quantitatif, continuant de réduire les avoirs en obligations de 100 milliards de livres au cours de l'année prochaine, principalement via une réduction des actifs.

2 Activité économique

La croissance du PIB en volume de la zone euro a été modérée au premier semestre 2024, après avoir globalement stagné tout au long de 2023. Toutefois, l'activité a probablement été légèrement plus faible que prévu au troisième trimestre de l'année. Dans les différents secteurs, les données disponibles font état de l'atonie persistante de l'activité manufacturière, reflétant la faible demande de biens, les pertes de compétitivité et l'augmentation des coûts réglementaires. L'activité dans les services, soutenue par une saison touristique estivale dynamique, poursuit son expansion, mais les dernières données indiquent une croissance plus lente. S'agissant des composantes de la demande, l'investissement des entreprises reste modéré, dans un contexte d'incertitude élevée et d'effets persistants du resserrement passé de la politique monétaire. L'investissement dans le logement continue de diminuer. Si les revenus ont augmenté au deuxième trimestre, les ménages ont moins consommé, contrairement aux anticipations. Toutefois, des données d'enquêtes récentes indiquent une reprise progressive des dépenses des ménages³. Pour l'avenir, l'économie devrait se renforcer au fil du temps, la hausse des revenus réels permettant aux ménages de consommer davantage. L'atténuation progressive des effets de l'orientation restrictive de la politique monétaire devrait favoriser la consommation et l'investissement, et les exportations devraient contribuer à la reprise avec l'augmentation de la demande mondiale.

La croissance économique de la zone euro a été modérée au premier semestre 2024, après avoir globalement stagné au cours des trimestres précédents (graphique 3). Au premier trimestre 2024, la croissance du PIB en volume s'est établie à 0,3 % en glissement trimestriel, et s'est ralentie à 0,2 % au deuxième trimestre en raison de l'affaiblissement de la demande intérieure privée. Les services ont continué de soutenir cette modeste expansion, tandis que l'activité manufacturière est restée faible. En outre, au deuxième trimestre, les principales économies de la zone euro ont affiché des dynamiques de croissance inégales : le PIB a augmenté de 1,0 % aux Pays-Bas, de 0,8 % en Espagne et de 0,2 % en France et en Italie, tandis qu'il a diminué de 0,1 % en Allemagne.

Les données disponibles suggèrent que l'économie s'est de nouveau affaiblie vers la fin du troisième trimestre 2024. L'indice composite des directeurs d'achat (PMI) pour la production a baissé en septembre, ramenant l'indicateur moyen pour le troisième trimestre au seuil de 50 points, ce qui suggère que l'économie de la zone euro a globalement stagné.

³ La date d'arrêt des données incluses dans le présent *Bulletin économique* était le 16 octobre 2024, à l'exception des données relatives à l'IPCH pour lesquelles la date d'arrêt était le 17 octobre. Selon l'estimation actualisée d'Eurostat relative aux comptes nationaux de la zone euro, qui a été publiée le 18 octobre, la croissance de la consommation privée pour le deuxième trimestre 2024 a été révisée à la hausse et est désormais positive (0,1 %).

Graphique 3

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

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



Sources : Eurostat, Commission européenne et S&P Global.

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

La modeste croissance de l'économie reflète la poursuite de la tendance baissière affectant l'activité manufacturière, l'indice PMI pour la production dans le secteur manufacturier de la zone euro indiquant une contraction depuis avril 2023 (graphique 4, partie a).

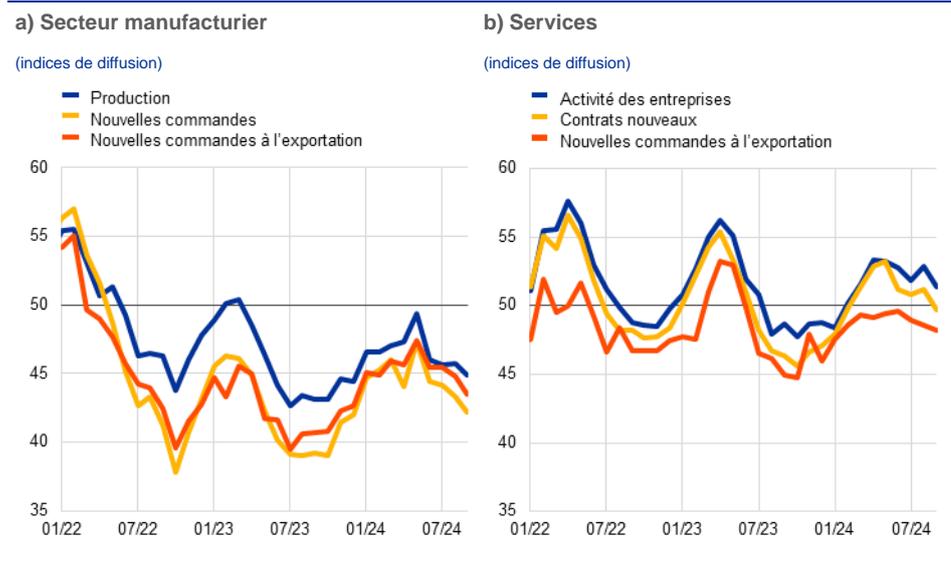
La production industrielle (hors construction) a été particulièrement volatile pendant les mois d'été. En moyenne, elle a augmenté de 0,3 % en juillet et août par rapport au deuxième trimestre 2024, mais reste à un bas niveau. Pour l'avenir, les indices PMI relatifs aux nouvelles commandes et à l'activité manufacturière future ont de nouveau diminué en septembre, signalant la détérioration en cours des conditions d'exploitation dans le secteur. L'indicateur du climat économique (ESI) de la Commission européenne a également montré une baisse prononcée de la confiance des entreprises du secteur industriel en septembre. Si les contraintes d'offre se sont atténuées, la faible demande est devenue le principal facteur défavorable pour les fabricants européens. Cela a été confirmé par les commentaires des contacts de la BCE avec les sociétés non financières en septembre, qui ont également souligné des préoccupations croissantes concernant la transition verte, la compétitivité et l'incertitude politique mondiale (cf. encadré 4). Ces facteurs ont été mentionnés comme constituant un frein à l'investissement et à la confiance.

L'activité dans les services a continué de croître, mais à un rythme plus lent.

Après l'impulsion temporaire donnée par les Jeux olympiques de Paris 2024 en août, l'indice PMI relatif à l'activité dans les services a recommencé à diminuer en septembre (graphique 4, partie b), ce qui suggère une expansion modeste moyenne au cours du troisième trimestre (52,1). Comme il ressort de l'enquête auprès des entreprises, cela est cohérent avec la dynamique toujours vigoureuse des services nécessitant de nombreux contacts, qui reflète la demande robuste des consommateurs pour les services liés au tourisme, tandis que d'autres services ont

été davantage affectés par l'incertitude accrue. En septembre, l'indicateur du climat économique pour le secteur des services a continué de résister et, même si l'indice PMI pour les anticipations des entreprises relatives à l'activité dans les services au cours des 12 prochains mois affiche une tendance baissière depuis mai, il est resté bien au-dessus de 50.

Graphique 4
Indices PMI dans les différents secteurs de l'économie



Source : S&P Global Market Intelligence.
Note : Les dernières observations se rapportent à septembre 2024.

Le taux de chômage reste peu élevé, malgré l'apparition de signes de ralentissement sur le marché du travail. Le taux de chômage s'est établi à 6,4 % en août, demeurant inchangé par rapport à juillet, son niveau le plus bas depuis l'introduction de l'euro (graphique 5). Toutefois, les signes d'une détente du marché du travail continuent d'apparaître. La croissance de la population active, qui a été l'un des principaux moteurs de la croissance de l'emploi au cours de la période post-pandémie, a continué de se modérer, la population active implicite étant restée constante entre juillet et août ⁴. Dans le même temps, la demande de main-d'œuvre s'est ralentie. Le taux d'offres d'emploi publiées sur le site d'offres d'emploi en ligne Indeed, une mesure de la part des offres non pourvues dans la zone euro, a continué de baisser en août, atteignant son plus bas niveau depuis septembre 2021 ⁵.

Les indicateurs à court terme suggèrent que les tensions continueront de s'atténuer sur le marché du travail au troisième trimestre. L'indice PMI composite mensuel relatif à l'emploi a diminué, revenant de 49,9 en août à 49,7 en septembre, restant proche du seuil neutre de 50 points au troisième trimestre 2024 (graphique 5). La détérioration des perceptions de la croissance de l'emploi a été tirée par le secteur manufacturier, qui a poursuivi sa baisse au-dessous du seuil

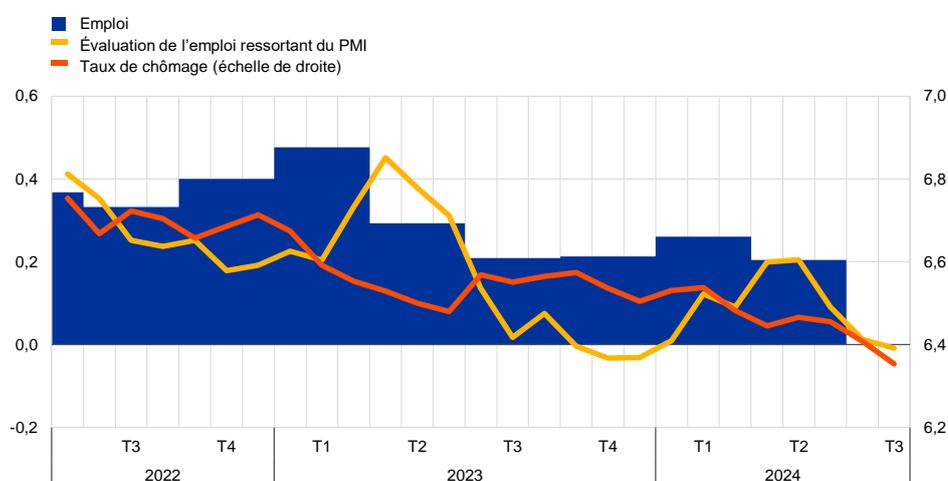
⁴ La main-d'œuvre implicite est déduite du taux de chômage mensuel et du nombre de chômeurs.

⁵ Le taux d'offres d'emploi publiées est défini comme le nombre d'offres d'emploi publiées divisé par la somme du nombre d'offres d'emploi pourvues et du nombre de travailleurs employés.

indiquant une contraction en septembre. L'indice PMI relatif à l'emploi dans le secteur des services continuait d'afficher une expansion (51,0), mais reste bien inférieur aux niveaux enregistrés plus tôt dans l'année. L'atonie des perspectives d'emploi mise ressortant des indices PMI est conforme aux conclusions tirées des contacts récents de la BCE avec les sociétés non financières (cf. encadré 4). Dans l'ensemble, le ralentissement de la dynamique de l'emploi devrait favoriser une reprise progressive de la productivité du travail pour l'avenir.

Graphique 5 Emploi, évaluation de l'emploi ressortant du PMI et taux de chômage dans la zone euro

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



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

Notes : Les deux lignes indiquent les évolutions mensuelles tandis que les barres représentent des données trimestrielles. Le PMI est exprimé comme un écart par rapport à 50, puis divisé par dix. Les dernières observations se rapportent au deuxième trimestre 2024 pour l'emploi, à septembre 2024 pour l'évaluation de l'emploi ressortant du PMI et à août 2024 pour le taux de chômage.

La consommation privée réelle est restée faible au deuxième trimestre 2024, mais les enquêtes suggèrent un renforcement de la dynamique des dépenses des ménages à court terme. Bien que les revenus aient augmenté au deuxième trimestre, les ménages ont moins consommé, contrairement aux anticipations. Le taux d'épargne des ménages a augmenté pour s'établir à 15,7 %, dans un contexte de confiance des consommateurs toujours modérée, d'incertitude élevée, de conditions de financement restrictives et de faiblesse des emprunts. La faible consommation au deuxième trimestre reflète une baisse des biens non durables (graphique 6, partie a), en grande partie des produits alimentaires et énergétiques, qui ont été les plus affectés par la poussée de l'inflation en 2022-2023. Le nouveau ralentissement de la hausse des prix des produits alimentaires et de l'énergie au troisième trimestre 2024, conjugué à l'ajustement progressif des dépenses des ménages à l'augmentation de leur pouvoir d'achat, suggère que la consommation de biens s'est probablement améliorée au cours des mois d'été. C'est également ce qu'indique la légère augmentation du commerce de détail en août. Si les anticipations dans les différents secteurs sont restées modérées en septembre, les enquêtes suggèrent que la croissance des dépenses des ménages se renforce. L'indicateur de la Commission européenne relatif à la confiance des

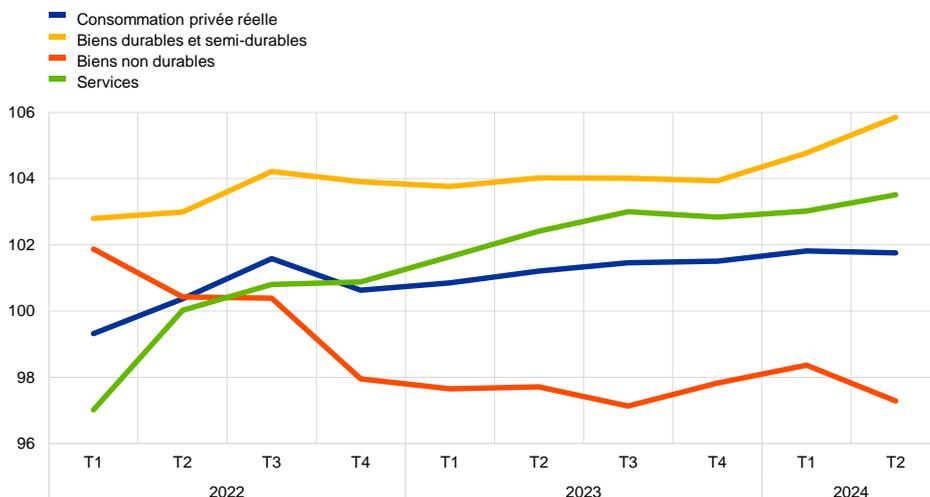
consommateurs, bien que toujours modéré, principalement en raison de la faiblesse des anticipations concernant l'économie, a poursuivi sa tendance à la hausse en septembre (cf. graphique 6, partie b). Les anticipations des entreprises concernant la demande de services nécessitant de nombreux contacts au cours des trois prochains mois ont diminué, mais sont demeurées élevées d'un point de vue historique. Dans le même temps, les anticipations relatives au commerce de détail pour les trois prochains mois ont continué de s'améliorer, se rapprochant de leur moyenne d'avant la pandémie. Enfin, les anticipations des consommateurs en matière d'achats importants au cours des 12 prochains mois se sont modérées en septembre, mais sont restées en ligne avec leur moyenne d'avant la pandémie.

Graphique 6

Consommation privée réelle, confiance et anticipations des consommateurs

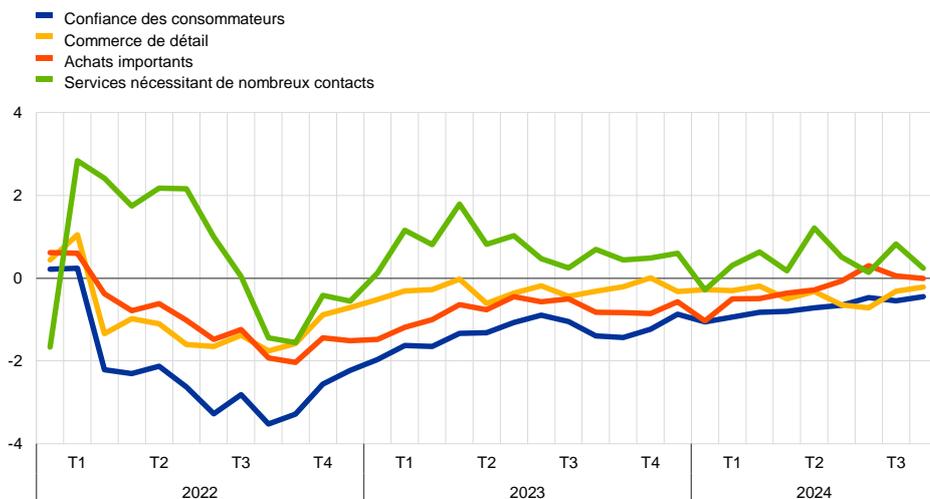
a) Consommation privée réelle et ses composantes

(indices : T4 2019 = 100)



b) Confiance et anticipations des consommateurs

(soldes en pourcentage normalisés)



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

Notes : Dans la partie a), la consommation privée réelle se rapporte au concept national et les composantes, au concept domestique de la consommation. Les dernières observations se rapportent au deuxième trimestre 2024. 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 relatives aux 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 trois autres séries se rapportent à la période 1999-2019. Les « services nécessitant de nombreux contacts » incluent l'hébergement, les voyages et la restauration. Les dernières observations se rapportent à septembre 2024.

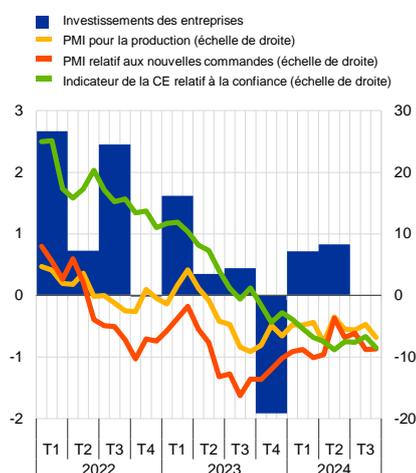
La croissance de l'investissement des entreprises a été modérée au deuxième trimestre 2024 et devrait se ralentir à court terme. Selon les indicateurs à court terme pour le secteur des biens d'équipement, après avoir augmenté de 0,7 % en glissement trimestriel au deuxième trimestre 2024, la croissance de l'investissement des entreprises (hors actifs incorporels volatils en Irlande) a probablement été modérée au troisième trimestre 2024 (graphique 7, partie a). L'indice PMI pour la production et l'indicateur de la Commission européenne relatif à la confiance pour le secteur jusqu'en septembre se sont globalement stabilisés au cours des derniers

mois et l'indice PMI relatif aux nouvelles commandes a légèrement diminué. La dynamique de l'investissement a été différente selon les catégories d'investissement depuis le début du cycle de resserrement de la politique monétaire fin 2021. Dans l'ensemble, les investissements cumulés dans les machines et les équipements se sont contractés au cours de cette période, tandis que les actifs incorporels ont continué d'augmenter. Les résultats du dialogue de la BCE avec les sociétés non financières font état d'une incertitude croissante concernant la transition verte et de préoccupations en matière de compétitivité qui entraînent une interruption des nouveaux investissements dans les machines et les équipements. Les sociétés contactées ont également indiqué une demande extérieure et intérieure plus faible qu'il y a trois mois, dans un contexte de forte incertitude (géo)politique et en matière de réglementation, en plus des coûts élevés de l'énergie et des salaires, qui pèsent sur l'investissement (cf. encadré 4). Toutefois, les entreprises ont en général également fait état d'un certain soutien à la demande apporté par la baisse attendue de l'inflation et des taux d'intérêt, ce qui devrait *in fine* soutenir l'investissement. Dans l'ensemble, la croissance atone de la demande, conjuguée à l'absorption incomplète des fonds du programme *Next Generation EU* et à la lenteur de la mise en œuvre des plans d'investissement verts et numériques, pourrait retarder l'accélération progressive attendue de l'investissement des entreprises.

Graphique 7
Dynamique de l'investissement privé réel et données d'enquêtes

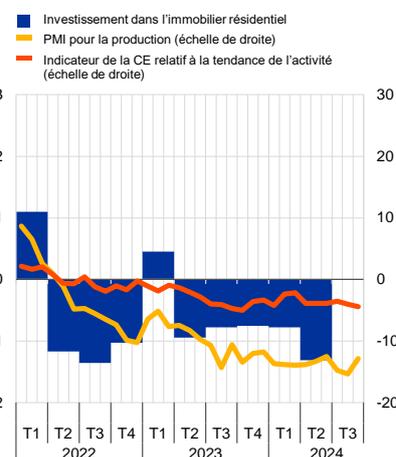
a) Investissement des entreprises

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



b) Investissement dans l'immobilier résidentiel

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



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

Notes : Les courbes indiquent les évolutions mensuelles, tandis que les barres se rapportent aux données trimestrielles. Les indices PMI sont exprimés en termes d'écart par rapport à 50. Dans la partie a), l'investissement des entreprises se rapporte à l'investissement hors construction en excluant les actifs incorporels irlandais. Les données mensuelles portent sur le secteur des biens d'équipement. Les dernières observations se rapportent au deuxième trimestre 2024 pour l'investissement des entreprises et à septembre 2024 pour les indices PMI et l'indicateur de la Commission européenne relatif à la confiance. 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 l'évaluation de la tendance de l'activité du secteur de la construction de bâtiments et de la construction spécialisée au cours des trois mois précédents. Les dernières observations se rapportent au deuxième trimestre 2024 pour l'investissement dans l'immobilier résidentiel et à septembre 2024 pour l'indicateur de la Commission européenne.

L'investissement dans le logement a diminué au deuxième trimestre 2024 et très probablement aussi au troisième trimestre (graphique 7, partie b).

L'investissement dans l'immobilier résidentiel a diminué de 1,3 % en rythme trimestriel au deuxième trimestre, la dissipation des effets ponctuels favorables des conditions météorologiques clémentes en Allemagne et des incitations fiscales généreuses en Italie ayant exacerbé la dynamique négative de la demande de logements. En outre, le nombre de permis de construire pour des logements est resté à des niveaux historiquement bas au deuxième trimestre, suggérant que les pressions exercées par les projets à venir sont limitées. Les mesures de l'activité tirées d'enquêtes, telles que l'indice PMI pour la production dans la construction 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, sont demeurées modérées jusqu'en septembre. Dans l'ensemble, ces évolutions suggèrent que l'investissement dans l'immobilier résidentiel devrait avoir diminué au troisième trimestre. Pour l'avenir, les enquêtes récentes de la BCE indiquent une modération du rythme de la baisse au cours des prochains trimestres. Dans l'enquête d'août sur les anticipations des consommateurs, les anticipations des ménages relatives au marché du logement se sont nettement améliorées, comme le montre l'attractivité accrue de l'immobilier résidentiel comme bon investissement. En septembre, les contacts de la BCE auprès des sociétés du secteur de la construction ont fait état d'une atonie persistante de l'activité mais prévoient une reprise en 2025. Selon l'enquête d'octobre sur la distribution du crédit bancaire, la dynamique des critères d'octroi de crédit et la demande de prêts au logement devraient continuer de s'améliorer (cf. section 5).

Les exportations de la zone euro se sont contractées en juillet 2024, malgré la croissance des importations mondiales.

Les commandes à l'exportation dans le secteur manufacturier ont continué de diminuer fortement en septembre, tandis que le secteur des services est également entré en phase de contraction. Le ralentissement de la croissance des exportations reflète la poursuite d'une tendance plus large de baisse des parts de marché de la zone euro, dans un contexte de difficultés persistantes en matière de compétitivité pour les fabricants de la zone euro et d'une concurrence accrue de la Chine. Dans le même temps, les importations se sont contractées de 1,1 % en juillet, en rythme trimestriel, dans un contexte de consommation intérieure atone.

Dans l'ensemble, l'activité de la zone euro devrait se renforcer au fil du temps.

Les perspectives économiques restent entourées d'incertitude, les tensions géopolitiques et commerciales constituant des risques à la baisse. Néanmoins les facteurs soutenant une reprise à moyen terme restent en place : les revenus réels augmentent, le marché du travail – bien qu'il se détende – résiste bien et l'impact du resserrement passé de la politique monétaire devrait se dissiper, ce qui soutiendra la consommation et l'investissement à l'avenir. Les exportations devraient également contribuer à la reprise grâce à l'augmentation de la demande mondiale.

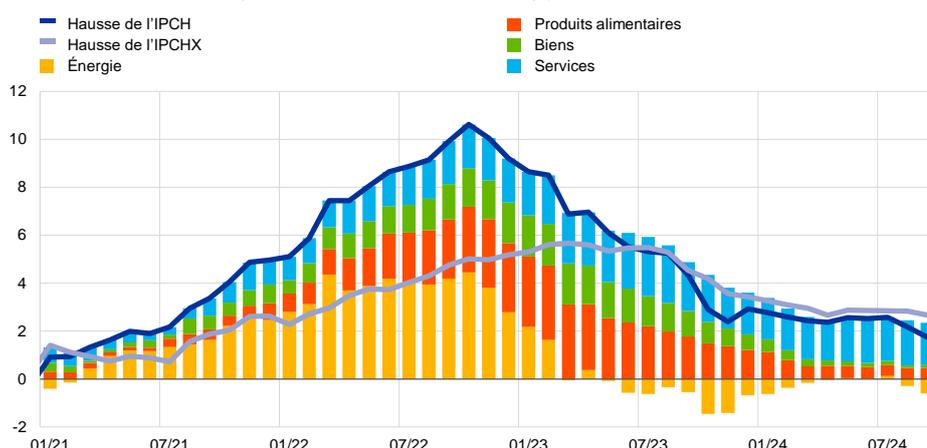
3 Prix et coûts

L'inflation totale de la zone euro est revenue à 1,7 % en septembre 2024, soit le niveau le plus bas depuis avril 2021. La majeure partie du recul observé par rapport au taux de 2,2 % enregistré en août a été due à la baisse des prix de l'énergie, même si l'inflation hors énergie et produits alimentaires a également légèrement fléchi pour s'établir à 2,7 % en septembre. Les indicateurs de l'inflation sous-jacente se sont inscrits en baisse récemment ou ont peu évolué. Les salaires continuant d'augmenter à un rythme soutenu, l'indicateur relatif à l'inflation intérieure demeure élevé. Toutefois, les tensions sur les coûts de main-d'œuvre ont diminué dans l'ensemble et devraient continuer de s'atténuer progressivement, les bénéfiques amortissant en partie leur impact sur l'inflation. Les mesures des anticipations d'inflation à plus long terme sont restées globalement inchangées, autour de 2 %, tandis que celles des anticipations d'inflation à plus court terme ont baissé.

L'inflation totale dans la zone euro, mesurée par l'indice des prix à la consommation harmonisé (IPCH), est revenue à 1,7 % en septembre, après 2,2 % en août (graphique 8). Cette baisse résulte principalement d'un ralentissement de la hausse des prix de l'énergie et, dans une moindre mesure, d'une modération de l'IPCH hors énergie et produits alimentaires (IPCHX). Même si l'inflation totale devrait augmenter de nouveau légèrement jusqu'à la fin de l'année en raison d'effets de base haussiers liés à l'énergie, les derniers prix au comptant et pour les contrats à terme sur les matières premières énergétiques impliquent des perspectives à court terme pour l'inflation totale inférieures à ce qui était prévu dans les projections macroéconomiques de septembre 2024 établies par les services de la BCE pour la zone euro.

Graphique 8
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 » se rapporte aux biens industriels non énergétiques. Les dernières observations se rapportent à septembre 2024.

La contraction des prix de l'énergie s'est sensiblement accentuée, revenant de - 3,0 % en août à - 6,1 % en septembre. Cette évolution résulte principalement

d'une baisse des taux de variation des prix des carburants et de l'électricité, tandis que le taux de croissance en glissement annuel des prix du gaz a augmenté. La diminution des taux de variation des prix de l'énergie reflète un effet de base baissier lié à la hausse significative des prix de l'énergie en septembre 2023, ainsi qu'une baisse récente des prix du pétrole brut et une fort repli des marges de raffinage pour l'essence.

La hausse des prix des produits alimentaires a été légèrement plus forte, atteignant 2,4 % en septembre après 2,3 % en août. Cette évolution s'explique par une hausse plus élevée des prix des produits alimentaires non transformés (1,6 % en septembre contre 1,1 % en août), tandis que la hausse des prix des produits alimentaires transformés s'est légèrement ralentie, revenant à 2,6 % en septembre après 2,7 % en août. L'accélération de la hausse annuelle des prix des produits alimentaires non transformés a été liée à une augmentation mensuelle plus forte que d'habitude des prix des produits alimentaires non transformés, en particulier pour les fruits, ce qui peut refléter en partie des effets météorologiques défavorables.

L'inflation mesurée par l'IPCHX s'est légèrement ralentie, revenant à 2,7 % en septembre, après 2,8 % en août. Cette évolution reflète une hausse légèrement plus faible des prix des services, qui s'est établie à 3,9 % en septembre après 4,1 % en août. La hausse des prix des services a oscillé autour de 4,0 % depuis novembre 2023, mais les dernières évolutions en glissement mensuel indiquent une modération de la dynamique. Cette évolution résulte principalement d'une baisse du taux de variation annuel des prix des services de transport, des services de communication et de la restauration. La hausse des prix des biens industriels non énergétiques est demeurée inchangée par rapport à août, à 0,4 % en septembre, après 0,7 % en juillet. Les évolutions de la hausse des prix des biens industriels non énergétiques en septembre reflètent le taux d'inflation annuel globalement inchangé pour toutes les principales composantes, les biens durables enregistrant le taux le plus bas.

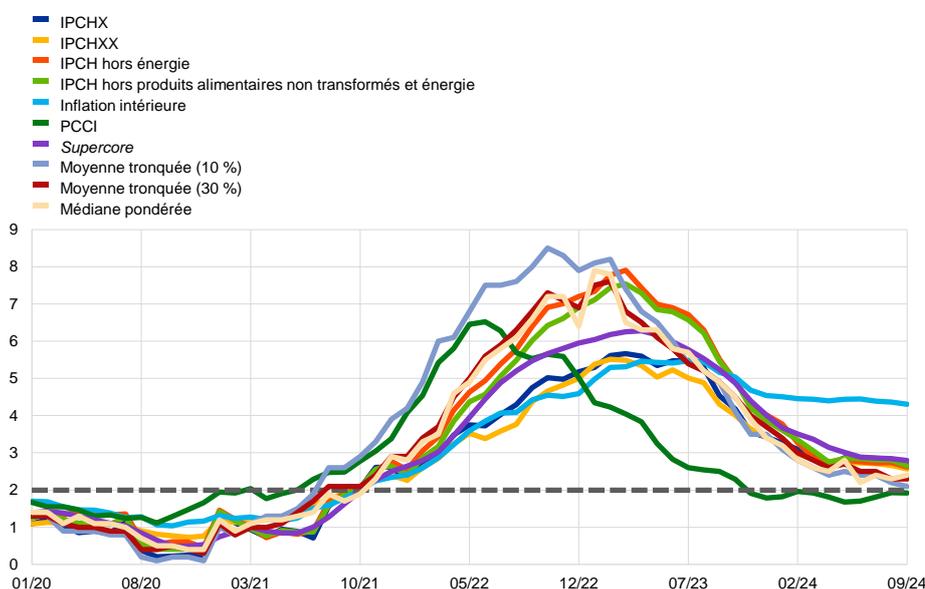
Les indicateurs de l'inflation sous-jacente ont peu évolué ou légèrement diminué (graphique 9). Leur fourchette continue de se resserrer vers la moyenne historique de l'inflation sous-jacente, la majorité des indicateurs oscillant autour de 1,9 % à 2,8 %⁶. La plupart des mesures reposant sur des exclusions, telles que l'IPCH hors produits alimentaires non transformés et énergie, l'IPCHXX (qui correspond à l'inflation mesurée par l'IPCHX hors postes liés aux voyages, habillement et chaussure) et la moyenne tronquée à 10 % ont diminué de 0,1 point de pourcentage en septembre. Dans le même temps, la moyenne tronquée à 30 % est restée inchangée et la médiane pondérée a légèrement augmenté, ressortant

⁶ Pour plus d'informations, cf. Lane (P.R.), « *Underlying inflation: an update* », discours lors de la conférence organisée conjointement par la Banque centrale européenne et le Center for Inflation Research de la Federal Reserve Bank of Cleveland et intitulée « *Inflation: Drivers and Dynamics Conference 2024* », 24 octobre 2024

à 2,4 %, après 2,3 % en août ⁷. L'indicateur relatif à l'inflation intérieure, qui couvre principalement les rubriques des services, est revenu à 4,3 % en septembre, son plus bas niveau depuis août 2022. Il est toutefois resté élevé, reflétant l'effet décalé de la réévaluation de certains postes liés aux services et l'impact d'une croissance des salaires toujours soutenue. L'indicateur *Supercore* (qui recouvre les rubriques de l'IPCH sensible au cycle d'activité) et la composante persistante et commune de l'inflation (*Persistent and Common Component of Inflation*, PCCI) sont demeurés inchangés en septembre, à 2,8 % et 1,9 %, respectivement.

Graphique 9 Indicateurs de l'inflation sous-jacente

(variations annuelles en pourcentage)



Sources : Eurostat et calculs de la BCE.

Notes : La ligne grise en pointillés représente la cible d'inflation de la BCE de 2 % à moyen terme. Les dernières observations se rapportent à septembre 2024.

La plupart des indicateurs relatifs aux tensions en amont pour la hausse des prix des biens sont restés modérés en août (graphique 10). En amont de la chaîne des prix, la variation des prix à la production pour les ventes domestiques de biens intermédiaires est restée négative, mais moins que le mois précédent (– 0,8 % en août, après – 1,1 en juillet). En aval de la chaîne des prix, les taux de croissance annuels des prix à la production des biens de consommation non alimentaires ont légèrement fléchi, ressortant à 0,8 % en août, après 0,9 % en juillet. Sur la même période, le taux de croissance annuel des prix à la production des produits alimentaires a atteint 0,4 %, après 0,1 %, confirmant les indications précédentes selon lesquelles l'atténuation progressive des tensions en amont s'est dissipée sur ce segment. Les taux de croissance annuels des prix à l'importation pour les

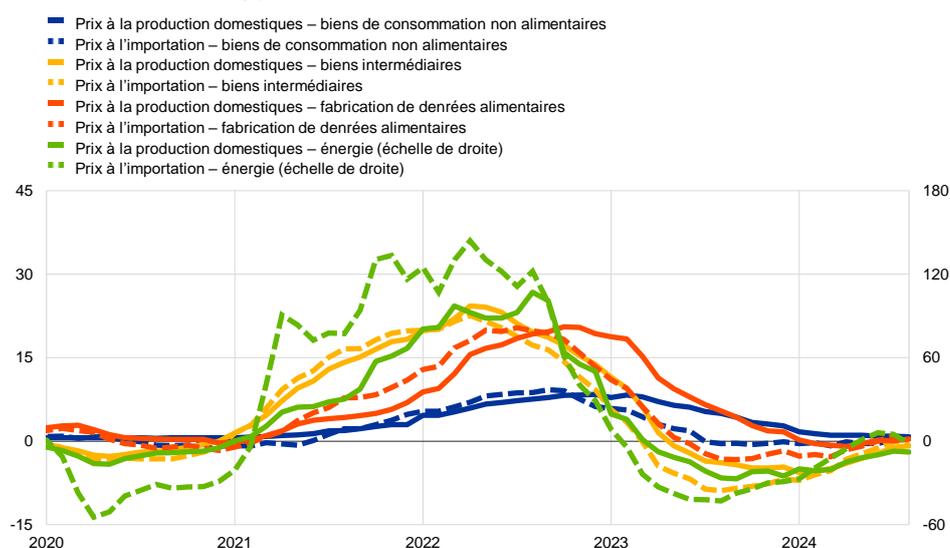
⁷ La moyenne tronquée à 10 % (30 %) réduit de 5 % (15 %) les taux annuels de variation de chaque queue de distribution des 93 variations de prix au sein de l'IPCH chaque mois et agrège les taux de variation annuels à l'aide de pondérations recalculées. La médiane (pondérée) est une forme extrême de la moyenne tronquée, dans la mesure où elle tronque la totalité de la distribution des variations de prix à l'exception du point médian (fondé sur la pondération). Cf. également Silver (M.), « Core inflation: Measurement and statistical issues in choosing among alternative measures », *IMF Staff Papers*, vol. 54, n° 1, Fonds monétaire international, 2007.

catégories « biens de consommation » et « biens de consommation non alimentaires » se sont déplacés vers le haut, mais restent modérés dans l'ensemble. Le taux de variation annuel des prix à l'importation pour l'énergie a fortement diminué pour s'établir à - 1,8 % en août, après 5,0 % en juillet, ce qui suggère un nouvel affaiblissement des tensions en amont des chaînes de production et de fixation des prix.

Graphique 10

Indicateurs des tensions en amont de la chaîne des prix

(variations annuelles en pourcentage)



Sources : Eurostat et calculs de la BCE.

Note : Les dernières observations se rapportent à juillet 2024 pour les prix à l'importation des biens de consommation non alimentaires et les prix à l'importation pour la fabrication de denrées alimentaires et à août 2024 pour les autres rubriques.

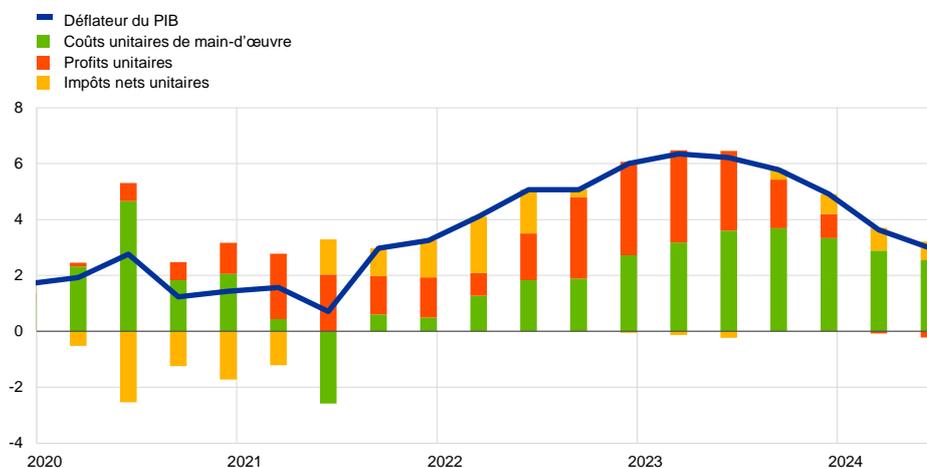
Les tensions d'origine interne sur les coûts, mesurées par la croissance du déflateur du PIB, ont continué de diminuer, revenant à 3,0 % au deuxième trimestre 2024 contre 3,6 % au trimestre précédent (graphique 11).

Cela implique une désinflation substantielle par rapport au pic de 6,4 % enregistré au premier trimestre 2023, mais le taux est resté presque deux fois plus élevé que sa moyenne de long terme de 1,6 % observée avant la pandémie. Le recul observé au deuxième trimestre 2024 reflète principalement un ralentissement de la croissance des coûts unitaires de main-d'œuvre, mais également un léger fléchissement de la croissance des profits unitaires. Le ralentissement de la croissance des coûts de main-d'œuvre est largement dû à une croissance plus faible des salaires. Si les données relatives aux salaires négociés indiquent une certaine volatilité des évolutions des salaires au second semestre de l'année, le redressement attendu de la croissance de la productivité, sous l'effet de facteurs conjoncturels, combiné à un ralentissement du glissement des salaires, devrait favoriser une nouvelle modération de la croissance des coûts de main-d'œuvre.

Graphique 11

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 tirés d'enquêtes relatifs aux anticipations d'inflation à plus long terme et les mesures de la compensation de l'inflation à plus long terme extraites des instruments de marché sont demeurés globalement inchangés, la plupart s'établissant autour de 2 % (graphique 12). Dans l'enquête de la BCE auprès des prévisionnistes professionnels (EPP) pour le quatrième trimestre 2024, la moyenne des anticipations d'inflation à plus long terme est demeurée inchangée à 2,0 %, de même que les anticipations médianes ressortant de l'enquête de la BCE réalisée en octobre 2024 auprès des analystes monétaires (*Survey of Monetary Analysts*, SMA). Les mesures à plus long terme de la compensation de l'inflation extraites des instruments de marché (basées sur l'IPCH hors tabac) ont été légèrement plus élevées au cours de la période sous revue, le taux des *swaps* indexés sur l'inflation à cinq ans dans cinq ans s'établissant à 2,2 % environ. Toutefois, une fois corrigée des estimations des primes de risque sur l'inflation fondées sur des modèles, les intervenants de marché s'attendent à ce que l'inflation s'établisse autour de 2,0 % à plus long terme.

Les mesures extraites des instruments de marché pour les résultats d'inflation à court terme dans la zone euro, telles que mesurées par les *inflation fixings*, ont baissé. Ces mesures suggèrent que les investisseurs s'attendent à ce que l'inflation dépasse 2,0 % pour le reste de l'année avant de se stabiliser au-dessous de ce chiffre en 2025. Au-delà du très court terme, le taux des *swaps* indexés sur l'inflation à un an dans un an est demeuré inchangé, à 1,8 % environ, au cours de la période sous revue. Du côté des consommateurs, selon l'enquête de la BCE sur les anticipations des consommateurs (*Consumer Expectations Survey*, CES) de septembre 2024, le taux médian de l'inflation perçue sur les 12 mois précédents a fortement baissé en septembre, revenant à 3,4 %, après 3,9 % en août. Dans le même temps, les anticipations médianes relatives à l'inflation totale au cours de l'année prochaine et dans trois ans ont poursuivi une trajectoire baissière. Les premières sont revenues à 2,4 % en septembre, après 2,7 % en août, et les

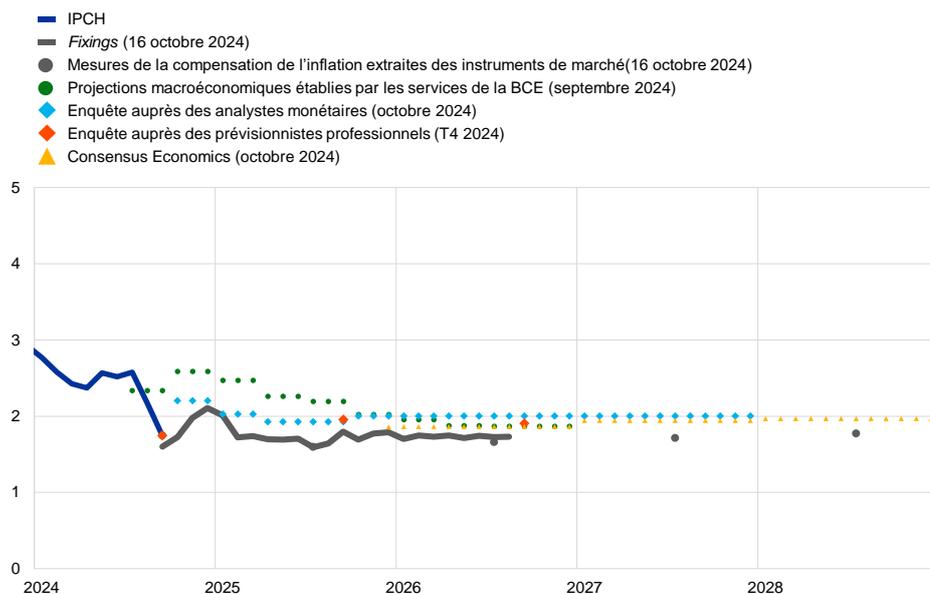
dernières à 2,1 % en septembre, après 2,3 % en août. La part des consommateurs déclarant des perceptions et des anticipations d'inflation proches de 2 % a continué d'augmenter en septembre.

Graphique 12

Inflation totale, projections d'inflation et anticipations

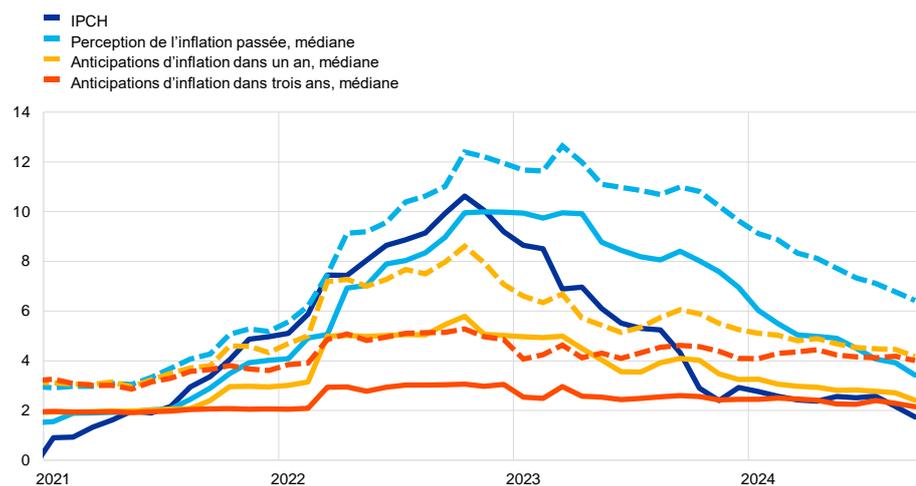
a) Inflation totale, indicateurs des anticipations d'inflation tirés d'enquêtes, projections d'inflation et mesures de la compensation de l'inflation extraites des instruments de marché

(variations annuelles en pourcentage)



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

(variations annuelles en pourcentage)



Sources : Eurostat, Refinitiv, Consensus Economics, enquête sur les anticipations des consommateurs (CES), enquête EPP, enquête SMA, Projections macroéconomiques pour la zone euro établies par les services de l'Eurosystème, juin 2024 et calculs de la BCE.

Notes : Partie a) : Les séries relatives aux mesures de la compensation de l'inflation extraites des instruments de marché se fondent sur le taux d'inflation au comptant à un an et sur les taux anticipés à un an dans un an, dans 2 ans et dans 3 ans. Pour les mesures de la compensation de l'inflation extraites des instruments de marché, les observations se rapportent au 16 octobre 2024. *Inflation fixings* correspond à l'inflation implicite tirée des *swaps* d'inflation zéro coupon dans la zone euro hors tabac. Pour le quatrième trimestre 2024, l'EPP a été réalisée entre le 1^{er} et le 3 octobre 2024. La date d'arrêt pour les prévisions à long terme de Consensus Economics est octobre 2024. La date d'arrêt des données incluses dans les projections macroéconomiques établies par les services de la BCE est le 16 août 2024. Partie b) : Pour l'enquête CES, les lignes en pointillés représentent la moyenne et les lignes continues la médiane. Les dernières observations se rapportent à septembre 2024.

Évolutions sur les marchés financiers

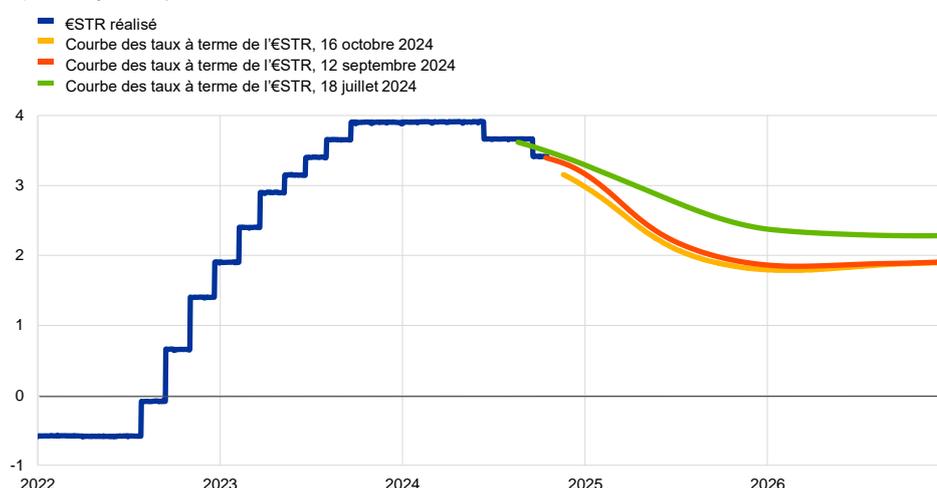
Au cours de la période allant du 12 septembre au 16 octobre 2024, les mouvements sur les marchés financiers de la zone euro ont été influencés par les données économiques devenues disponibles et les ajustements des anticipations relatives à la trajectoire de la politique monétaire. Les taux d'intérêt à court terme de la zone euro ont diminué au cours de la période sous revue, les intervenants de marché anticipant une accélération du rythme des baisses des taux directeurs sur le reste de l'année 2024 et début 2025. À la fin de la période sous revue, les taux à terme intégraient environ 49 points de base de réductions cumulées des taux d'intérêt d'ici la fin de l'année, les marchés intégrant presque totalement une baisse des taux de 25 points de base lors de la réunion du Conseil des gouverneurs d'octobre. Les taux d'intérêt nominaux sans risque à long terme de la zone euro ont terminé légèrement plus bas, ayant fluctué au cours de la période sous revue en raison de l'incertitude quant aux perspectives économiques générée par les nouvelles données pour la zone euro et les préoccupations relatives aux tensions au Moyen-Orient. Les rendements des obligations souveraines ont pour l'essentiel diminué, en ligne avec la réévaluation des taux sans risque. Les prix des actifs risqués ont augmenté au cours de la période sous revue, les prix des actions continuant de se redresser depuis les cessions massives de l'été, dans un contexte de renforcement de l'appétence pour le risque. Les écarts de rendement des obligations d'entreprises se sont resserrés à la fois pour les entreprises bien notées (investment-grade) et pour celles à haut rendement (high-yield). Sur les marchés des changes, l'euro s'est légèrement déprécié vis-à-vis du dollar américain et également, mais dans une moindre mesure, en termes pondérés des échanges commerciaux.

Depuis la réunion du Conseil des gouverneurs de septembre, la partie courte de la courbe à terme des taux des swaps au jour le jour (OIS) s'est déplacée vers le bas, les intervenants de marché anticipant une accélération du rythme des baisses des taux directeurs (graphique 13). Le taux de référence à court terme de l'euro (€STR) s'est établi à 3,5 % en moyenne au cours de la période sous revue, à la suite de la décision prise par le Conseil des gouverneurs lors de sa réunion de septembre d'abaisser le taux de la facilité de dépôt de 25 points de base. En septembre, l'écart entre le taux d'intérêt des opérations principales de refinancement de la BCE et le taux de la facilité de dépôt a été réduit à 15 points de base, conformément à la décision déjà annoncée par le Conseil des gouverneurs le 13 mars 2024. L'excédent de liquidité a diminué de 87 milliards d'euros environ entre le 12 septembre et le 16 octobre, pour s'établir à 2 981 milliards. Cette évolution reflète principalement les remboursements, en septembre, des fonds empruntés dans le cadre de la troisième série d'opérations de refinancement à plus long terme ciblées (TLTRO III) et la diminution des portefeuilles de titres détenus à des fins de politique monétaire, l'Eurosystème ne réinvestissant plus les remboursements au titre du principal des titres arrivant à échéance dans le portefeuille du programme d'achats d'actifs (*asset purchase programme*, APP) et ne réinvestissant que partiellement les remboursements au titre du principal dans le portefeuille du programme d'achats d'urgence face à la pandémie (*pandemic emergency purchase programme*, PEPP). La partie courte de la courbe à terme des

taux OIS basés sur l'€STR s'est déplacée vers le bas depuis la réunion du Conseil des gouverneurs de septembre, dans un contexte de publications de données macroéconomiques plus faibles pour la zone euro et d'anticipations d'assouplissement de la politique monétaire par les principales banques centrales à court terme. Le 16 octobre, les marchés intégraient presque totalement dans leurs prix une baisse de 25 points de base des taux directeurs lors de la réunion du Conseil des gouverneurs d'octobre et anticipaient une nouvelle baisse de 25 points de base lors de la réunion de décembre. Globalement, les réductions cumulées de taux d'intérêt sur le reste de l'année 2024 intégrées par la courbe à terme sont passées de 33 points de base (au 12 septembre) à 49 points de base (au 16 octobre).

Graphique 13 Taux à terme de l'€STR

(en pourcentage annuel)



Sources : Bloomberg et calculs de la BCE.

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

Les taux sans risque à long terme de la zone euro ont légèrement diminué depuis la réunion du Conseil des gouverneurs de septembre, contrairement aux taux correspondants aux États-Unis et au Royaume-Uni (graphique 14).

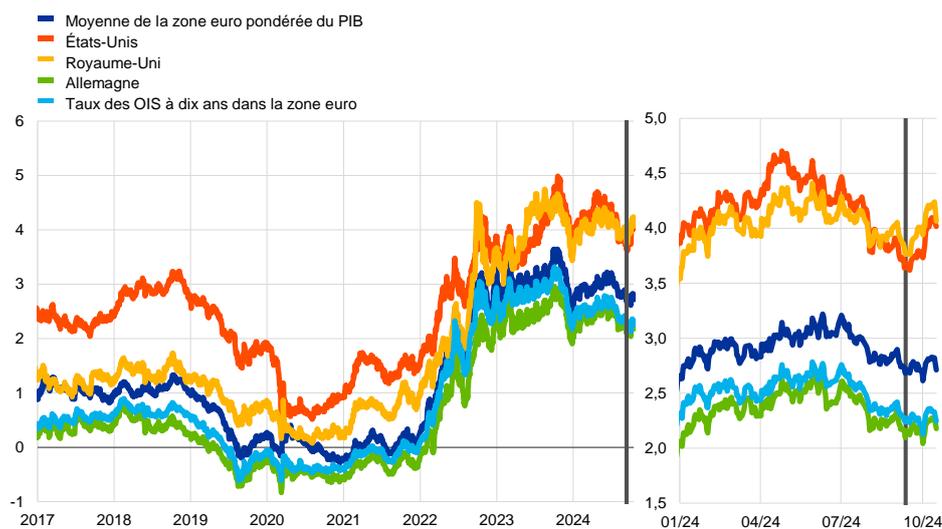
Le taux des OIS à dix ans dans la zone euro a diminué de 3 points de base pour s'établir autour de 2,3 %, avec des fluctuations au cours de la période sous revue, les nouvelles données pour la zone euro et les préoccupations relatives aux tensions au Moyen-Orient ayant généré de l'incertitude quant aux perspectives économiques. La légère baisse des taux sans risque nominaux à long terme de la zone euro reflète les anticipations des marchés relatives à la trajectoire de la politique monétaire dans la zone, et contraste avec la hausse des taux d'intérêt sans risque aux États-Unis. Dans ce pays, les taux nominaux à long terme ont fortement augmenté, le rendement à dix ans des titres du Trésor américain progressant de 34 points de base pour s'établir à 4,0 %. Cette hausse reflète des publications de données sur le marché du travail américain meilleures que prévu, des anticipations d'inflation plus élevées et un ajustement des anticipations des marchés relatives au niveau futur des taux d'intérêt nominaux américains sur l'ensemble des échéances. En conséquence, l'écart entre les taux sans risque à long terme dans la zone euro et

aux États-Unis s'est élargi d'environ 36 points de base. Dans le même temps, le rendement des obligations souveraines à 10 ans au Royaume-Uni a augmenté de 28 points de base pour s'établir à 4,1 %.

Graphique 14

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

(en pourcentage annuel)



Sources : LSEG et calculs de la BCE.

Notes : La ligne verticale grise indique le début de la période sous revue le 12 septembre 2024. Les dernières observations se rapportent au 16 octobre 2024.

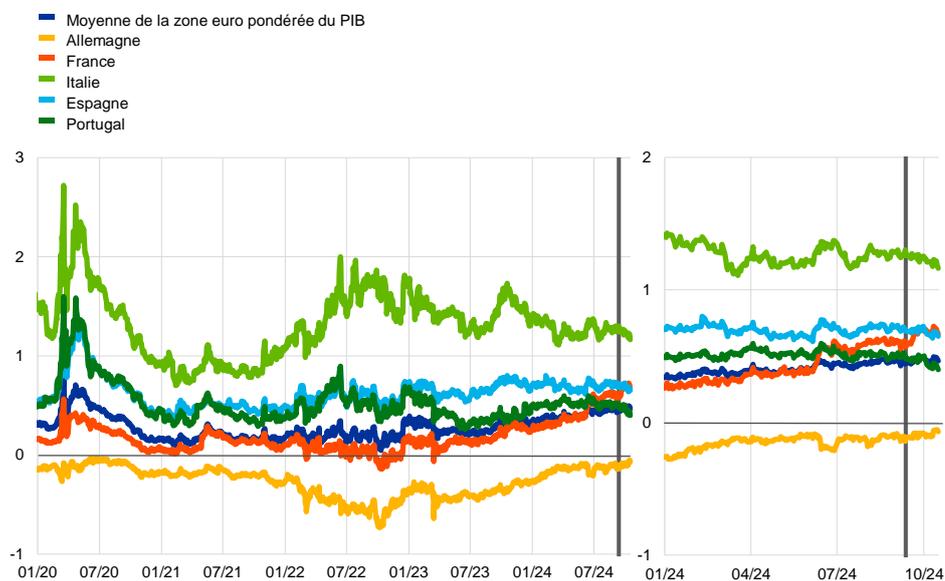
Les rendements des obligations souveraines à long terme de la zone euro ont principalement diminué, en ligne avec les taux sans risque (graphique 15).

À la fin de la période sous revue, le rendement pondéré du PIB des obligations souveraines à dix ans de la zone euro avait cédé 1 point de base, ressortant à 2,7 % environ, tandis que son écart de rendement par rapport au taux des OIS était plus élevé de 2 points de base. Seul l'écart de rendement des obligations souveraines françaises à dix ans par rapport au rendement des OIS à dix ans a enregistré une hausse, qui a représenté 9 points de base au cours de la période sous revue dans un contexte d'incertitude quant aux perspectives budgétaires françaises, tandis que l'écart de rendement des obligations souveraines allemandes à dix ans était moins négatif de 5 points de base à la fin de la période sous revue. Un resserrement des écarts de rendement souverains a été observé pour la Grèce, l'Espagne, l'Italie et le Portugal, les écarts se réduisant de 5 à 11 points de base, dans le contexte d'une amélioration de l'appétence pour le risque sur les marchés financiers et d'un sentiment plus positif à l'égard des perspectives budgétaires pour certains de ces pays. Par exemple, au cours de la période sous revue, l'agence de notation Fitch a relevé les perspectives relatives à la notation du Portugal (qui se situe actuellement à A-), les faisant passer de stables à positives, car elle s'attend à une poursuite de la réduction de la dette publique du pays en pourcentage du PIB.

Graphique 15

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 points de pourcentage)



Sources : LSEG et calculs de la BCE.

Notes : La ligne verticale grise indique le début de la période sous revue (12 septembre 2024). Les dernières observations se rapportent au 16 octobre 2024.

Les écarts de rendement des obligations d'entreprises se sont resserrés à la fois pour les entreprises bien notées et pour les entreprises à haut rendement, en ligne avec les évolutions des prix des actions. Les écarts de rendement des obligations d'entreprises bien notées ont fluctué, mais se sont établis à un niveau inférieur de 7 points de base à la fin de la période sous revue. Les écarts de rendement se sont resserrés pour les obligations émises par les sociétés financières et non financières, avec un resserrement plus marqué pour les premières. De même, les écarts de rendement sur le compartiment à haut rendement se sont resserrés de 8 points de base dans un contexte de sentiment plus positif à l'égard du risque. Les sociétés non financières à haut rendement ont enregistré des performances plus robustes que les sociétés financières au cours de la période sous revue.

Les prix des actions de la zone euro ont terminé la période sous revue en hausse, dans un contexte de rebond de l'appétence pour le risque (graphique 16). La hausse des cours des actions de la zone euro a poursuivi la

tendance générale à la reprise observée depuis les cessions massives intervenues durant l'été. Le sentiment à l'égard du risque s'est amélioré malgré des anticipations de bénéfices plus faibles, la prime de risque sur actions contribuant fortement à la hausse des cours boursiers. Dans la zone euro, les indices boursiers larges ont augmenté de 2,1 % au cours de la période sous revue, les prix des actions des sociétés non financières (SNF) et des banques enregistrant une hausse de 2,1 % et 3,3 %, respectivement. Aux États-Unis, les actions ont augmenté davantage que dans la zone euro, la publication de données économiques meilleures que prévu ayant dopé les anticipations d'une amélioration des performances économiques du

pays. L'indice global des prix des actions aux États-Unis a augmenté de 4,7 % au cours de la période sous revue, les prix des actions des SNF et des banques se renforçant de 4,4 % et 11,1 % environ, respectivement.

Graphique 16 Indices boursiers dans la zone euro et aux États-Unis

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



Sources : LSEG et calculs de la BCE.

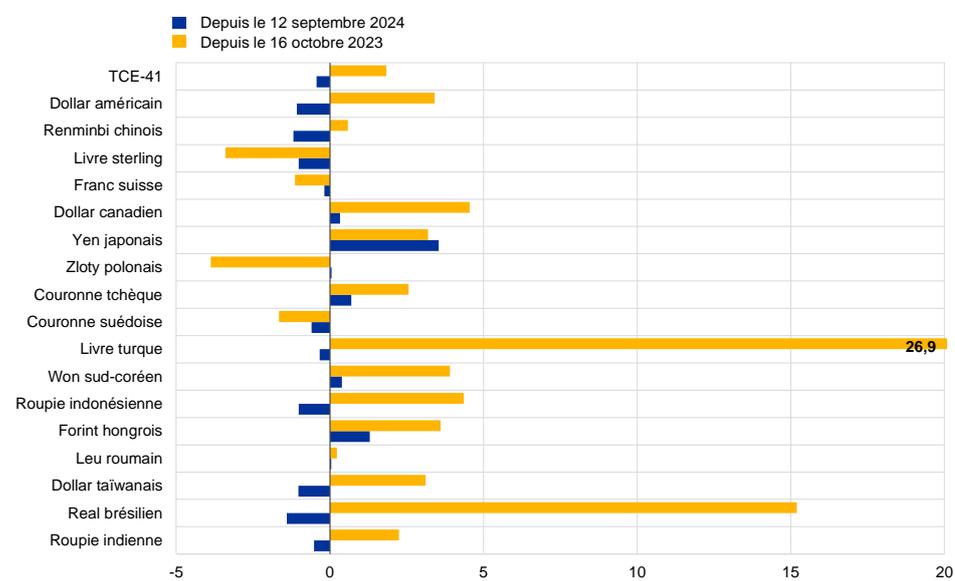
Notes : La ligne verticale grise indique le début de la période sous revue (12 septembre 2024). Les dernières observations se rapportent au 16 octobre 2024.

Sur les marchés des changes, l'euro s'est légèrement déprécié vis-à-vis du dollar américain et également, mais dans une moindre mesure, en termes pondérés des échanges commerciaux (graphique 17). Les principales devises se sont maintenues dans les fourchettes de négociation récentes, dans un contexte de faible volatilité. 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 légèrement déprécié, de 0,4 %. La dépréciation modérée de l'euro vis-à-vis du dollar (- 1,1 %) s'explique en grande partie par les fluctuations du sentiment à l'égard du risque au niveau mondial, qui ont affecté le dollar plus largement, et par des surprises relatives aux données économiques, qui ont pesé sur l'euro et soutenu le dollar. Après un redressement temporaire, le yen japonais a renoué avec sa dépréciation généralisée, s'affaiblissant de 3,5 % par rapport à l'euro. L'euro s'est déprécié de 1,2 % vis-à-vis du renminbi chinois à la suite de l'annonce d'un plan de relance en Chine comprenant des mesures ciblées visant à soutenir le marché boursier. Il s'est également déprécié face au franc suisse (- 0,2 %), les marchés ayant réduit leurs anticipations de baisse des taux directeurs par la Banque nationale suisse au cours des prochains mois, et par rapport à la livre sterling (- 1,0%), en particulier parce que la réunion de septembre du Comité de politique monétaire de la Banque d'Angleterre a été interprétée par les marchés comme penchant légèrement vers les faucons (*hawkish*).

Graphique 17

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 16 octobre 2024.

5 Conditions de financement et évolutions du crédit

Les taux d'intérêt de marché à court terme ont diminué depuis la réunion du Conseil des gouverneurs de la BCE de septembre 2024, principalement sous l'effet de l'affaiblissement des données concernant l'économie de la zone euro et du nouveau recul de l'inflation. Même si les conditions de financement restent restrictives, les taux d'intérêt moyens des nouveaux crédits aux entreprises et des nouveaux prêts hypothécaires ont légèrement baissé en août, à 5,0 % et 3,7 % respectivement. Dans la zone euro, en août, 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 restés modérés, reflétant les taux débiteurs élevés, une croissance économique atone et des critères d'octroi stricts. Selon l'enquête d'octobre 2024 sur la distribution du crédit bancaire dans la zone euro, les critères d'octroi des prêts aux entreprises sont demeurés inchangés au troisième trimestre 2024, après plus de deux années de durcissement consécutif, tandis que ceux des prêts au logement se sont encore assouplis. La demande de prêts des entreprises a augmenté au troisième trimestre, tout en demeurant faible dans l'ensemble. La demande de prêts au logement a toutefois fortement rebondi. Sur la période allant du 12 septembre au 16 octobre 2024, le coût pour les entreprises du financement tant par endettement de marché que par émission d'actions a diminué, coïncidant avec une légère baisse du taux d'intérêt sans risque à long terme et une diminution de la prime de risque sur actions. Le taux de croissance annuel de l'agrégat monétaire large (M3) a continué de se redresser à partir 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 restés élevés.

À la suite de la baisse enregistrée à l'automne 2023, le coût composite du financement par endettement des banques de la zone euro a été stable à des niveaux élevés depuis janvier 2024 et n'a que légèrement diminué en août (graphique 18, partie a). Les coûts de financement élevés des banques ont persisté dans un contexte de poursuite de la modification de la composition du financement au profit de sources plus coûteuses, reflétant les ajustements en cours face à l'environnement de taux d'intérêt plus élevés et l'arrêt progressif du financement dans le cadre des opérations de refinancement à plus long terme ciblées (*targeted longer-term refinancing operations*, TLTRO). Les taux d'intérêt appliqués aux dépôts à terme ont légèrement diminué en août, tandis que ceux appliqués aux dépôts à vue et aux dépôts remboursables avec préavis sont restés globalement inchangés, proches du pic du cycle actuel. Les rendements des obligations bancaires (graphique 18, partie b), qui sont une source de financement plus coûteuse que les dépôts, ont fortement diminué dans un contexte de baisse du taux sans risque à long terme (cf. section 4).

Les bilans des banques sont globalement solides, malgré un environnement économique faible et une incertitude accrue.

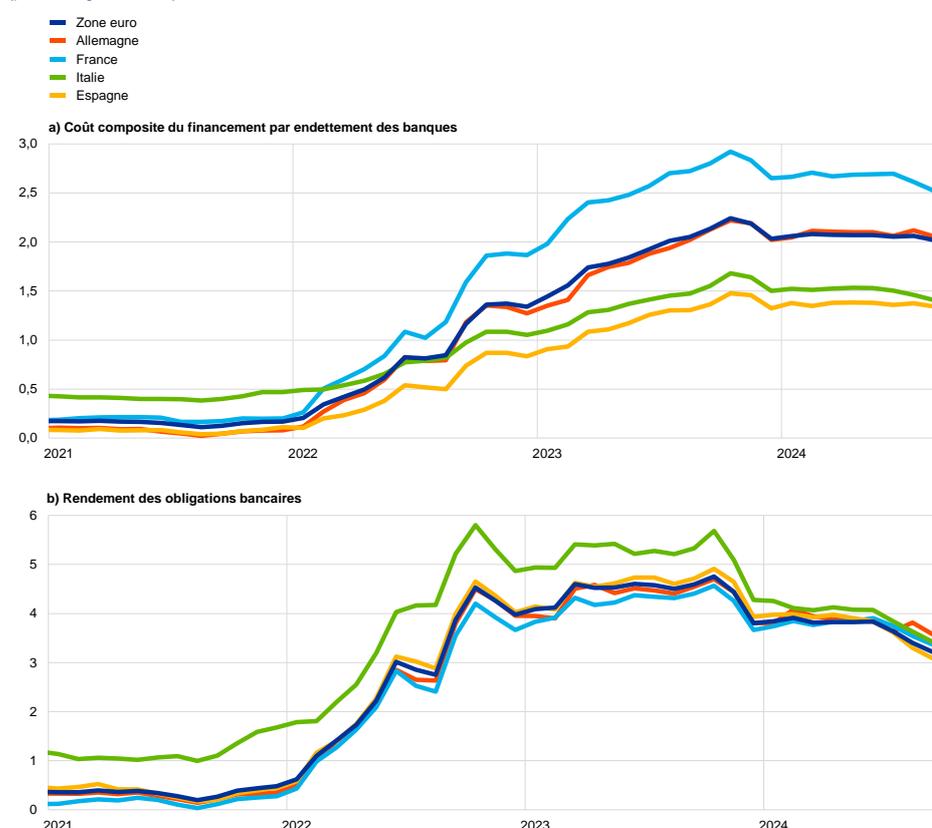
Au deuxième trimestre 2024, les banques ont continué d'améliorer leur capitalisation et ont maintenu des ratios de fonds propres bien supérieurs aux exigences de fonds propres de base de catégorie 1 (*Common Equity Tier 1*, CET1). La rentabilité des banques est

demeurée élevée au deuxième trimestre, soutenue par des revenus de taux d'intérêt importants et par des provisions pour pertes sur prêts relativement faibles. Les prêts non performants sont restés globalement inchangés, aux bas niveaux enregistrés au premier trimestre de cette année. La proportion de prêts sous-performants (stade 2), en particulier en ce qui concerne les petites entreprises, a légèrement augmenté par rapport à l'année précédente, ce qui indique une détérioration de la qualité des actifs et une hausse des coûts de provisionnement pour les banques à l'avenir.

Graphique 18

Coûts de financement composites 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 août 2024 pour le coût composite du financement par endettement des banques (partie a) et au 16 octobre 2024 pour les rendements des obligations bancaires (partie b).

Les taux débiteurs bancaires appliqués aux entreprises et ceux appliqués aux ménages ont légèrement diminué, tout en restant à des niveaux proches des pics des douze dernières années.

En août, les taux débiteurs appliqués aux nouveaux prêts consentis aux sociétés non financières (SNF) ont diminué de 6 points de base pour s'établir à 5,01 % (graphique 19, partie a), dans un contexte d'hétérogénéité entre les pays de la zone euro et entre les échéances. Les taux débiteurs appliqués aux nouveaux prêts au logement consentis aux

ménages se sont établis à 3,72 % en août, après 3,75 % en juillet (graphique 19, partie b), avec toutefois des variations d'un pays à l'autre.

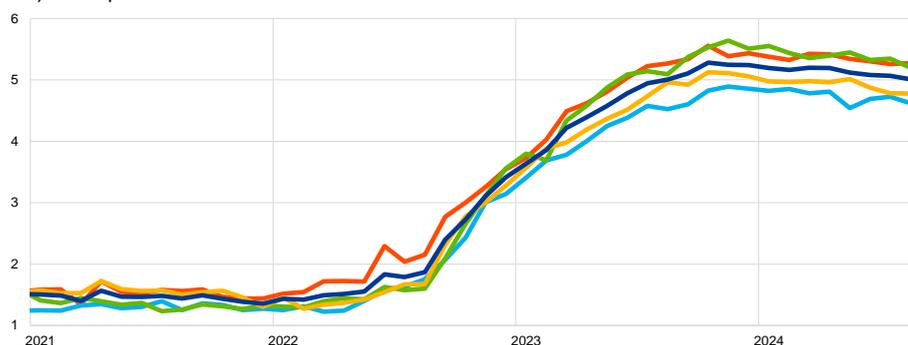
Graphique 19

Taux débiteurs bancaires composites appliqués aux prêts aux entreprises et aux ménages dans une sélection de pays de la zone euro

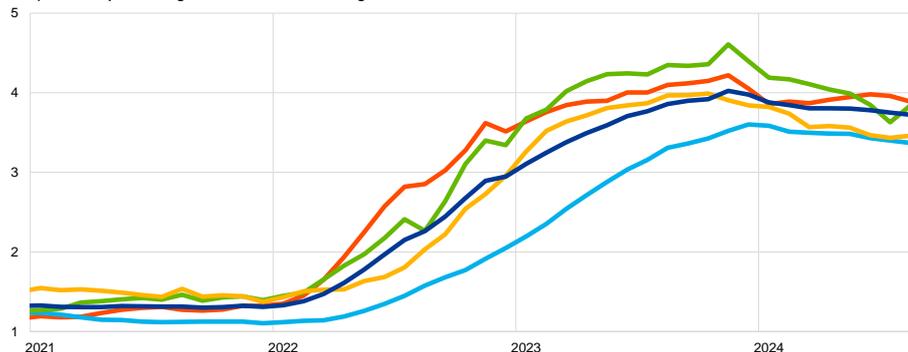
(pourcentages annuels)

— 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 agrégeant les taux à court 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 août 2024.

Sur la période allant du 12 septembre au 16 octobre 2024, le coût de l'endettement de marché et du financement par émission d'actions a diminué pour les entreprises. Sur la base des données mensuelles disponibles, le coût total du financement pour les 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 6,1 % en août, un niveau légèrement plus bas que celui enregistré en juillet et inférieur au point haut sur plusieurs années atteint en octobre 2023 (graphique 20)⁸. Cette évolution résulte d'une réduction de toutes les composantes des coûts de financement des SNF, plus particulièrement du coût du financement par émission d'actions. Les données quotidiennes couvrant la période allant du 12 septembre

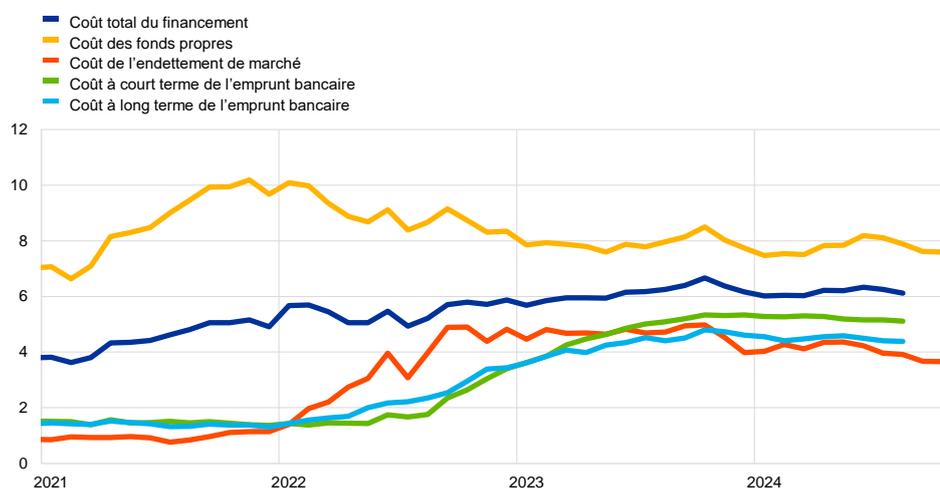
⁸ En raison de décalages dans la disponibilité des données relatives au coût de l'emprunt auprès des banques, les données relatives au coût total du financement des SNF ne sont disponibles que jusqu'à août 2024.

au 16 octobre 2024 confirment une nouvelle baisse du coût du financement par endettement de marché et du financement par émission d'actions, qui coïncide avec un léger repli du taux d'intérêt sans risque à long terme, approximé par le taux des *swaps* au jour le jour (OIS) à dix ans. La détente du coût de l'endettement de marché a résulté de l'important déplacement à la baisse de la courbe des OIS pour les échéances inférieures ou égales à deux ans et d'une légère compression des écarts de rendement des obligations d'entreprises. La réduction du coût du financement par émission d'actions s'explique davantage par une diminution de la prime de risque sur actions que par la légère baisse du taux sans risque à long terme.

Graphique 20

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

(en 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 auprès des banques 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 16 octobre 2024 pour le coût de l'endettement de marché et le coût des fonds propres (données quotidiennes) et à août 2024 pour le coût total du financement et le coût de l'emprunt auprès des banques (données mensuelles).

La dynamique des prêts est restée faible en août, malgré de premiers signes d'amélioration pour les prêts accordés aux ménages.

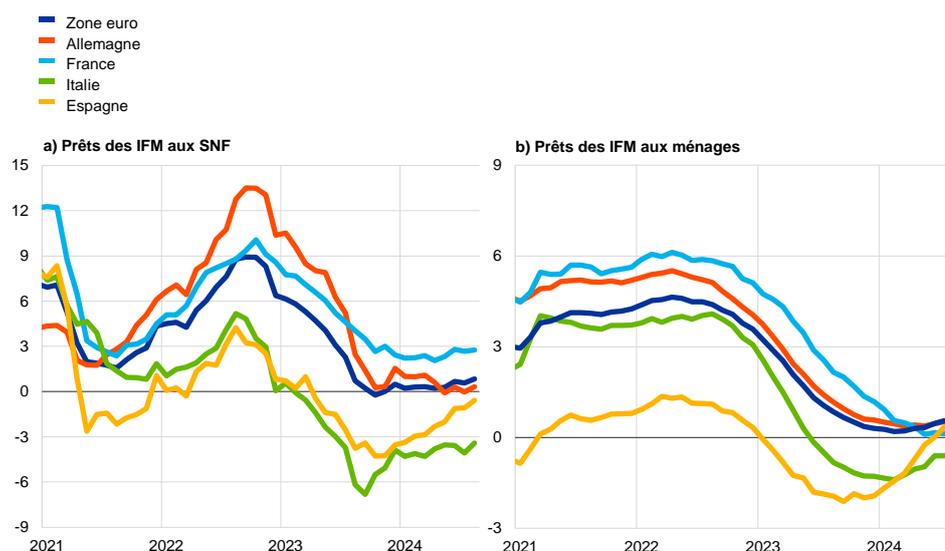
En août, le taux de croissance annuel des prêts consentis par les banques aux entreprises est ressorti en hausse, à 0,8 %, après 0,6 % en juillet (graphique 21), en raison cependant d'un important effet de base. Les flux de prêts bancaires à court terme consentis aux entreprises ont baissé en août et cette évolution n'a été que partiellement compensée par les prêts assortis d'échéances plus longues (supérieures à une année). Les émissions nettes de titres de créance par les entreprises se sont redressées en août, compensant globalement le flux négatif enregistré en juillet. Le taux de croissance annuel des prêts accordés aux ménages a légèrement augmenté, ressortant à 0,6 % en août après 0,5 % en juillet, la dynamique à court terme de ses composantes *core* s'étant un peu renforcée pendant l'été en raison d'une hausse des prêts au logement (avec une variation annuelle de 0,6 % en août), dans un contexte de stabilité de la croissance du crédit à la consommation (2,8 % en août) et de contraction en cours des autres prêts (- 2,5 % en août). D'après

l'enquête de la BCE sur les anticipations des consommateurs (*Consumer Expectations Survey*) en août 2024, un pourcentage net encore important de participants à l'enquête a déclaré que l'accès au crédit était devenu plus difficile au cours des 12 mois précédents et prévoyait qu'il deviendrait encore plus difficile au cours des 12 prochains mois.

Graphique 21

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 août 2024.

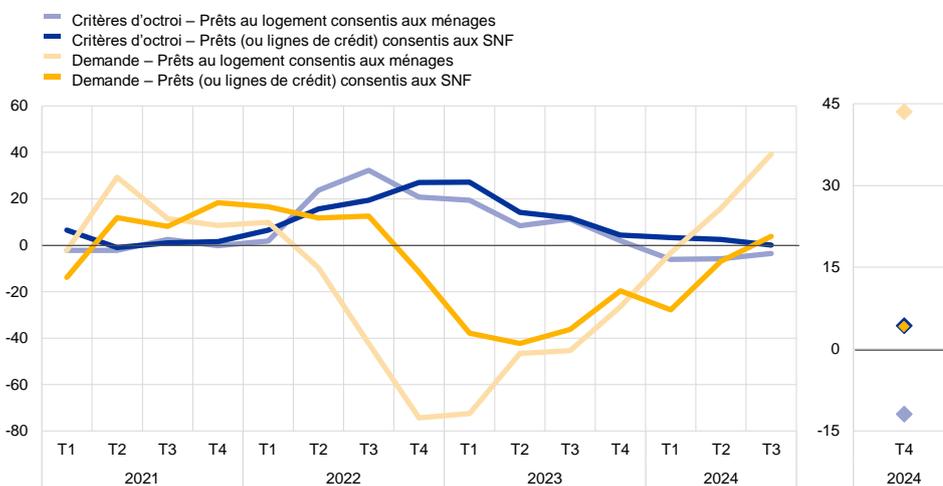
Selon l'enquête d'octobre 2024 sur la distribution du crédit bancaire dans la zone euro, les banques ont fait état de critères d'octroi inchangés pour les prêts consentis aux entreprises au troisième trimestre 2024, après plus de deux années consécutives de durcissement, et d'un nouvel assouplissement pour les prêts aux ménages (graphique 22). Les critères d'octroi des prêts aux

entreprises sont restés inchangés, après plus de deux années consécutives de durcissement, bien que les perceptions du risque continuent d'avoir un léger effet de durcissement. S'agissant des ménages, les critères d'octroi se sont un peu plus assouplis que prévu pour les prêts au logement, sous l'effet principalement des pressions concurrentielles, et se sont davantage durcis que prévu pour le crédit à la consommation, en raison essentiellement de risques perçus supplémentaires. Pour le quatrième trimestre 2024, les banques de la zone euro s'attendent à un durcissement des critères d'octroi pour les prêts aux entreprises et le crédit à la consommation, et à une poursuite de l'assouplissement pour les prêts au logement.

Graphique 22

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

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



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

Notes : « SNF » signifie sociétés non financières. Pour les questions de l'enquête relatives aux critères d'octroi, les « pourcentages nets » correspondent à la différence entre la somme du pourcentage de banques ayant répondu « sensiblement durcis » et « légèrement durcis » et la somme du pourcentage de banques ayant répondu « légèrement assouplis » et « sensiblement assouplis ». Pour les questions portant sur la demande de prêts, les « pourcentages nets » sont définis comme la différence entre la somme du pourcentage de banques ayant répondu « augmentation importante » et « légère augmentation » et la somme du pourcentage de banques ayant répondu « légère diminution » et « diminution importante ». Les losanges représentent les anticipations déclarées par les banques dans la campagne d'enquête actuelle. Les dernières observations se rapportent au troisième trimestre 2024.

Au troisième trimestre 2024, les banques ont fait état d'une hausse modérée de la demande de prêts par les entreprises pour la première fois depuis le troisième trimestre 2022, bien que la demande soit restée globalement faible, et d'un fort rebond de la demande de prêts au logement. La hausse de la demande de prêts par les entreprises s'explique par une baisse des taux d'intérêt, tandis que l'investissement fixe a exercé un impact modéré. Pour les prêts aux logements, la hausse de la demande reflète principalement une diminution des taux d'intérêt et une amélioration des perspectives sur le marché de l'immobilier résidentiel, tandis que la demande de crédit à la consommation a été soutenue par la confiance des consommateurs et les dépenses en biens durables. Pour le quatrième trimestre 2024, les banques s'attendent à une hausse de la demande pour l'ensemble des catégories de prêts, en particulier les prêts au logement.

Les questions spécifiques de l'enquête indiquent que l'impact des décisions de politique monétaire de la BCE sur le revenu d'intérêt net des banques est devenu négatif pour la première fois depuis fin 2022. Les banques de la zone euro ont déclaré que les décisions de taux d'intérêt de la BCE avaient pesé sur leurs marges nettes d'intérêts au cours des six derniers mois et que l'impact en termes de volumes d'actifs et de passifs portant intérêts est demeuré négatif. Les banques s'attendent à une accentuation de l'impact négatif sur les marges nettes associées aux taux directeurs de la BCE, entraînant une baisse de la rentabilité globale depuis les niveaux élevés atteints pendant le cycle de resserrement de 2022-2023.

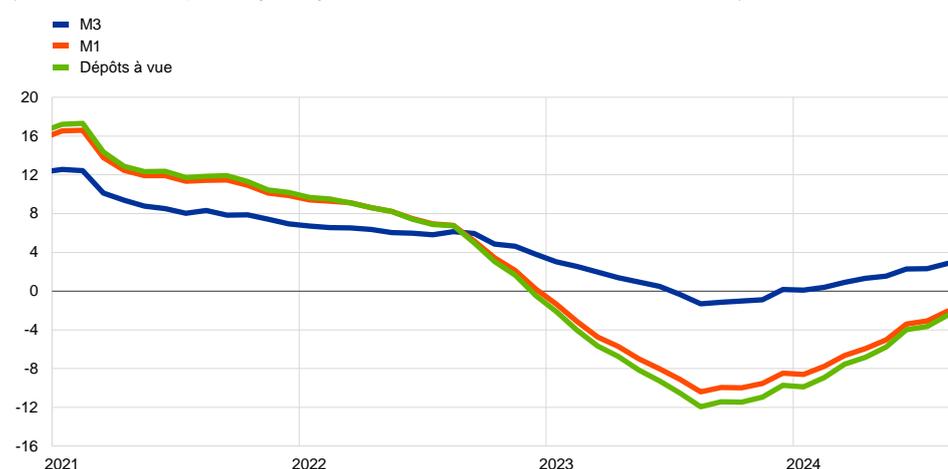
Les banques anticipent également que la hausse des provisions et des charges de dépréciation pèsera légèrement sur la rentabilité. La réduction du portefeuille d'actifs

de la BCE relevant de la politique monétaire a de la même manière exercé un impact légèrement défavorable sur les conditions de financement de marché des banques de la zone euro au cours des six derniers mois, et l'arrêt progressif de la troisième série d'opérations de refinancement à long terme ciblées (TLTRO III) a continué d'affecter les positions de liquidité des banques. Toutefois, au vu de la faiblesse des encours restants dans le cadre des TLTRO III, les banques ont fait état d'un impact généralement neutre sur leurs conditions de financement globales et d'effets neutres sur les conditions d'octroi et les volumes de prêts.

Le taux de croissance annuel de l'agrégat monétaire large (M3) dans la zone euro a continué de se redresser, les flux entrants nets étrangers demeurant le principal contributeur à la création monétaire. La croissance annuelle de M3 a atteint 2,9 % en août, après 2,3 % en juillet (graphique 23). La variation annuelle de l'agrégat monétaire étroit (M1), qui comprend les actifs les plus liquides de M3, est restée en territoire négatif, mais a continué de se renforcer, ressortant à - 2,1 % en août par rapport à - 3,1 % en juillet. De même, le taux de variation annuel des dépôts à vue est ressorti à - 2,5 % en août, après - 3,6 % en juillet. Les flux entrants étrangers sont restés la principale source de création monétaire, étant donné la contribution marginale en cours des prêts aux ménages et aux entreprises. La poursuite de la contraction du bilan de l'Eurosystème et l'émission d'obligations bancaires à long terme (qui ne sont pas incluses dans M3), dans un contexte de suppression progressive du financement par les TLTRO III d'ici fin 2024 ont apporté une contribution négative à la création monétaire.

Graphique 23
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 août 2024.

Encadrés

1 La fragmentation géopolitique dans les investissements directs étrangers *greenfield* au niveau mondial et dans la zone euro

Lukas Boeckelmann, Lorenz Emter, Isabella Moder, Giacomo Pongetti et Tajda Spital

Cet encadré examine les évolutions récentes des investissements directs étrangers (IDE) « *greenfield* » (ou « en rase campagne ») au niveau mondial et dans la zone euro, et analyse le rôle de la géopolitique dans leur dynamique.

Les entreprises et les responsables politiques cherchant de plus en plus les moyens de réduire la vulnérabilité de leurs chaînes d'approvisionnement, il est important de comprendre la dynamique récente de l'investissement « en rase campagne », dans la mesure où elle est susceptible de préfigurer une reconfiguration des réseaux du commerce international, dont la fragmentation pourrait se révéler particulièrement néfaste pour la zone euro ¹. Les flux d'IDE « en rase campagne » font référence à des investissements étrangers réalisés par des entreprises en vue de créer de nouvelles capacités de production ou d'étendre des capacités existantes. Au cours de la dernière décennie, les sorties et les entrées d'IDE annuelles se sont élevées à 1,4 % et 0,6 %, respectivement, du PIB de la zone euro et 1,0 % et 1,2 %, respectivement, du PIB mondial hors zone euro. La zone euro constitue la source la plus importante d'IDE « en rase campagne » sortants (19 % des flux sortants mondiaux au cours des dernières années), suivie par les États-Unis (15 %). Cet encadré utilise des informations sur les projets d'IDE « en rase campagne » annoncés provenant d'une série de données fournies par fDi Markets ².

Ex ante, l'effet de la fragmentation géopolitique sur le sens des flux d'IDE est ambigu. D'une part, les entreprises et les responsables politiques sont susceptibles d'envisager de relocaliser leur production dans des pays amis (*friend-shore*) et/ou à proximité (*near-shore*) afin de rendre les chaînes d'approvisionnement moins vulnérables aux tensions géopolitiques ou de préserver leurs actifs de potentielles violations futures des droits de propriété. D'autre part, les entreprises peuvent accroître leurs investissements dans des pays géopolitiquement éloignés, c'est-à-dire des pays qui adoptent une position ostensiblement différente sur les questions de politique étrangère, s'ils pensent que de futures tensions commerciales risquent d'entraver leur accès aux marchés locaux.

¹ La fragmentation géoéconomique des échanges commerciaux serait préjudiciable pour la zone euro, entraînant une baisse du PIB de plus de 2 % et une hausse des prix à la consommation de près de 4 %. Cf. également l'encadré intitulé « [Rapatriement des chaînes de valeur mondiales dans des pays alliés \(*friend-shoring*\) : estimations d'un modèle](#) », *Bulletin économique*, n° 2, BCE, 2023.

² Les données sont principalement collectées auprès de sources d'informations publiques (comme les médias, les organisations professionnelles et les fils de presse des agences de promotion de l'investissement) et fournissent des informations à l'échelle des investissements pour plus de 300 000 annonces d'IDE « en rase campagne » entre 186 pays depuis janvier 2003.

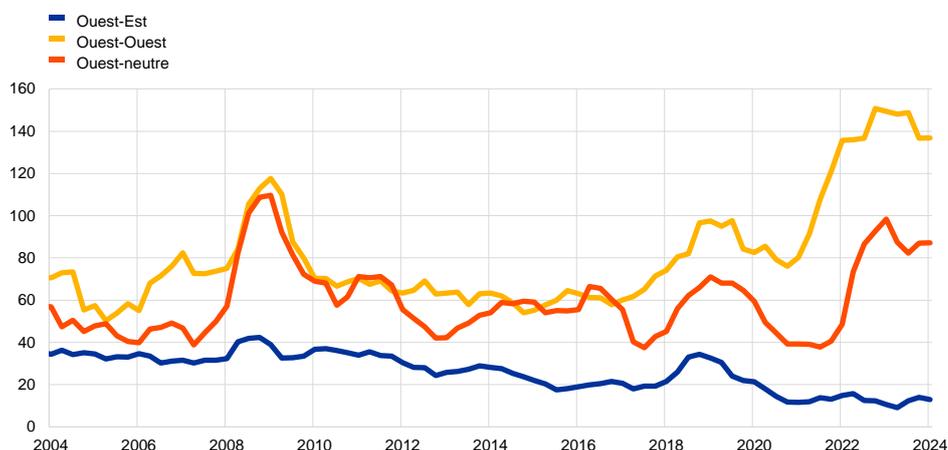
Les flux agrégés d'IDE « en rase campagne » montrent déjà des signes croissants de fragmentation suivant les lignes de faille géopolitiques.

Les entreprises occidentales ont accéléré leurs investissements dans les pays (occidentaux) amis, tout en réduisant leurs investissements dans les pays (orientaux) géopolitiquement éloignés³. Les flux d'IDE *greenfield* au sein du bloc occidental sont en hausse depuis 2016, tandis que les flux entre le bloc oriental et le bloc occidental ont diminué, ce qui suggère que les entreprises occidentales relocalisent de plus en plus leurs capacités de production dans des pays amis ou situés à proximité (graphique A). La hausse de l'investissement en « rase campagne » au sein des blocs est en ligne avec les informations tirées de téléconférences, qui ont présenté une hausse visible des références à la relocalisation en pays ami.

Graphique A

Flux mondiaux d'IDE « en rase campagne »

(moyennes mobiles sur quatre trimestres, en milliards de dollars)



Sources : fDi Markets et calculs des services de la BCE.

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

Les flux en provenance de la zone euro ont suivi la même tendance, les investissements « en rase campagne » étant de plus en plus orientés vers les pays géopolitiquement amicaux, tels que les États-Unis. Les IDE sortants de la zone euro semblent s'orienter de façon croissante vers les pays du bloc occidental, en particulier les États-Unis. Le fait que les entreprises de la zone euro essaient d'accroître leur contenu en production locale pour le marché américain en réaction aux incitations créées par l'*Inflation Reduction Act* (IRA) américain peut constituer un moteur de cette évolution⁴. Les flux d'IDE « en rase campagne » vers la zone euro sont, à leur tour, dominés par les investissements américains, qui ont

³ Pour analyser la fragmentation des IDE, on considère que l'économie mondiale est fragmentée en trois blocs distincts : un bloc « occidental » (centré sur les États-Unis), un bloc « oriental » (centré sur la Chine) et un bloc « neutre » qui comprend les pays non-alignés. Cette classification est fondée sur l'indice géopolitique défini dans l'article spécifique intitulé « *Geopolitical fragmentation risks and international currencies* », *The international role of the euro*, BCE, juin 2023.

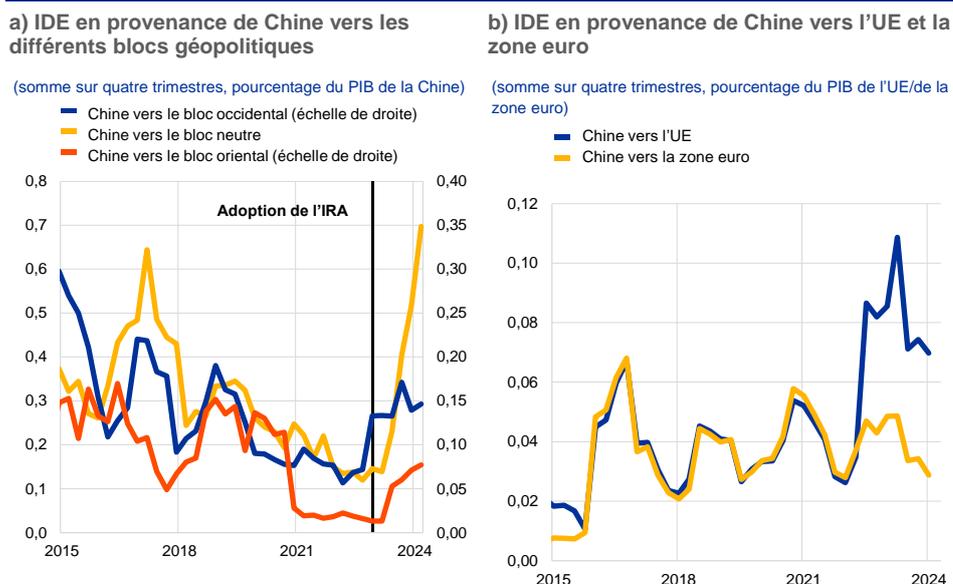
⁴ L'IRA renforce nettement les efforts américains dans la lutte contre le changement climatique et vise à accroître la capacité des États-Unis à attirer des technologies vertes essentielles. Pour cela, l'IRA prévoit d'importantes incitations financières (par exemple, des crédits d'impôt pour l'achat de véhicules électriques et les investissements dans des équipements liés aux énergies renouvelables) qui sont conditionnées par des exigences de contenu national.

représenté plus de 30 % des entrées totales en 2023. Le récent redressement de l'investissement dans la zone euro semble faire partie d'une tendance plus large de réorientation des investissements américains au détriment de la Chine et au bénéfice de pays plus amicaux et neutres.

Même si les flux entre blocs opposés sont relativement contenus, des éléments montrent également que les entreprises ont accru leur investissement entre blocs géopolitiques en anticipation de mesures protectionnistes et de droits de douane appliqués en représailles.

Les données disponibles suggèrent que le flux d'IDE chinois vers le bloc neutre et le bloc occidental a fortement augmenté au moment où l'IRA a été adopté. Cela suggère que, en réaction aux exigences de contenu national accrues introduites par l'IRA, les entreprises chinoises ont réorienté leur production afin de contourner les restrictions commerciales imposées à leurs biens (graphique B, partie a). Cela reflète des évolutions comparables après 2016, lorsque la menace de droits de douane américains plus élevés sur les biens chinois a coïncidé avec une hausse des flux d'IDE chinois vers le bloc occidental et le bloc neutre. De plus, même si les flux totaux d'IDE « en rase campagne » de la zone euro vers la Chine sont orientés à la baisse, les entreprises allemandes, principalement en raison du secteur automobile, ont augmenté leur investissement en Chine ces dernières années. Dans le même temps, des éléments indiquent que les entreprises chinoises accroissent leur contenu en production nationale dans l'UE, principalement dans les pays hors zone euro, en particulier la Hongrie (graphique B, partie b). Cela peut aussi être dû au fait que les entreprises relocalisent leur production de manière préventive en anticipation de l'intensification des tensions commerciales.

Graphique B
IDE « en rase campagne » en provenance de Chine



Sources : fDi Markets et calculs des services de la BCE.
Notes : La ligne verticale dans la partie a) représente le troisième trimestre 2022, période où l'IRA a été adopté. Les dernières observations se rapportent au premier trimestre 2024.

Une analyse économétrique plus formelle suggère que la fragmentation le long de lignes de faille géopolitiques s’est accentuée au fil du temps. Nous utilisons un modèle de gravité pour les flux d’IDE, qui distingue les flux au sein des blocs occidental et oriental des flux entre ces blocs ⁵. Les résultats suggèrent que les tendances des flux mondiaux d’IDE le long de lignes de faille géopolitiques, comme le montre le graphique A, ne résultent pas de caractéristiques spécifiques au pays (comme la croissance économique), mais reflètent une fragmentation géopolitique en hausse. Indépendamment de la distance géographique, on estime que les flux d’IDE au sein des blocs géopolitiques se sont révélés presque trois fois supérieurs aux flux d’IDE entre blocs géopolitiques au cours des trois années qui ont précédé le premier trimestre 2024 (graphique C).

Graphique C

Ratio des flux d’IDE au sein des blocs rapportés aux flux d’IDE entre les blocs



Source : Calculs des services de la BCE.

Notes : Le graphique présente le ratio des coefficients des flux d’IDE au sein du bloc occidental et du bloc oriental rapportés aux coefficients des flux d’IDE entre les deux blocs, estimés à l’aide d’un modèle de gravité pour des fenêtres glissantes de 12 trimestres entre le premier trimestre 2003 et le premier trimestre 2024. La dernière observation se rapporte au premier trimestre 2024 et couvre une période d’estimation allant du deuxième trimestre 2021 au premier trimestre 2024.

Les données économétriques montrent que l’effet global des divisions géopolitiques sur les IDE est négatif.

Nous constatons que l’effet de la distance géopolitique sur les flux d’IDE « en rase campagne » au niveau mondial et dans la zone euro s’est accru depuis l’invasion de l’Ukraine par la Russie (graphique D) ⁶. Selon nos estimations, l’accentuation des divisions géopolitiques a réduit les flux

⁵ Nous estimons un modèle de gravité pour les flux trimestriels d’IDE « en rase campagne » entre près de 200 pays d’origine et de destination pour la période comprise entre le premier trimestre 2003 et le premier trimestre 2024, en utilisant des variables muettes pour les flux d’IDE au sein des blocs géopolitiques et entre ceux-ci. Le modèle de gravité évalue les flux au sein et entre les blocs occidental et oriental vis-à-vis d’une troisième catégorie, « autre », qui recouvre les flux entre ces deux blocs et les pays neutres (non alignés), ainsi que les flux entre pays neutres.

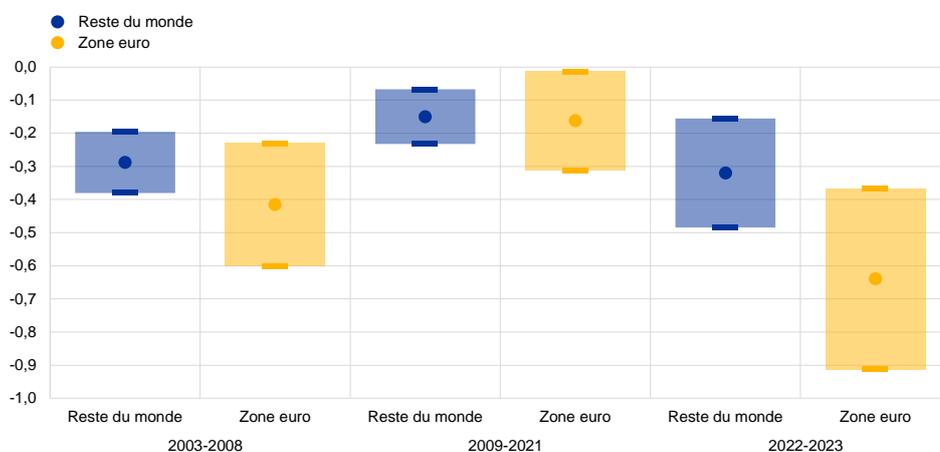
⁶ Plutôt que d’inclure des variables muettes pour l’alignement géopolitique comme ci-dessus, nous utilisons la distance géopolitique telle que mesurée par un indice proposé par Bailey (M.A.), Strezhnev (A.) et Voeten (E.), « *Estimating Dynamic State Preferences from United Nations Voting Data* », *The Journal of Conflict Resolution*, vol. 61, n° 2, février 2017, p. 430-456, qui est fondé sur les profils de vote à l’Assemblée générale des Nations Unies afin d’approximer la distance géopolitique, d’après Aiyar (S.), Malacrino (D.) et Presbitero (A.F.), « *Investing in friends: The role of geopolitical alignment in FDI flows* », *European Journal of Political Economy*, vol. 83, juin 2024.

mondiaux d'IDE d'environ 3 % (soit 30 milliards d'euros)⁷. Pour la zone euro, la valeur des projets annoncés d'IDE « en rase campagne » est aussi nettement moins élevée dans les pays de destination qui sont géopolitiquement plus éloignés, et cette relation négative est devenue bien plus prononcée depuis l'invasion de l'Ukraine par la Russie, les flux annuels diminuant de 14 milliards d'euros. De plus, nous constatons que l'augmentation de la distance géopolitique entre la zone euro et la Chine sur la même période est associée à une baisse d'environ 20 % de la valeur des flux entre les deux zones⁸.

Graphique D

Effet de la distance géopolitique sur la valeur des flux bilatéraux d'IDE « en rase campagne » au fil du temps

(élasticités, pourcentages)



Sources : fDi Markets et calculs des services de la BCE.

Notes : Le graphique présente les coefficients de distance géopolitique pour la zone euro et le reste du monde, estimés à l'aide d'un modèle de gravité d'après Aiyar *et al.*, *op. cit.* Les points représentent les estimations ponctuelles tandis que les barres correspondent à l'intervalle de confiance à 95 %. Les flux intra-zone euro sont exclus.

L'impact des modifications des IDE sur les échanges commerciaux et sur la production de la zone euro demeure incertain. D'une part, si les entreprises de la zone euro modifient leurs investissements afin d'accroître leur production aux États-Unis ou dans d'autres pays (par exemple, en réponse aux exigences de contenu national), cela peut freiner la production chez elles. D'autre part, des sorties d'IDE plus élevées sont susceptibles de protéger la compétitivité globale des exportateurs européens et peuvent, par exemple en accroissant les flux de revenus d'IDE, permettre de préserver des emplois domestiques, en particulier dans le secteur des services aux entreprises hautement qualifiés. De plus, la zone euro et d'autres pays de l'UE semblent également avoir bénéficié d'IDE entrants, à hauteur

⁷ Ces effets sont établis par rapport à un scénario contrefactuel sans tensions géopolitiques, mais pas nécessairement par rapport à un scénario contrefactuel dans lequel les entreprises ne réagissent pas de façon optimale aux risques associés en diversifiant leurs approvisionnements et leur production et en contractant des assurances contre les chocs futurs.

⁸ Ces résultats sont robustes à l'exclusion de la Russie de l'échantillon, nous pouvons donc exclure la possibilité qu'un découplage général entre l'Ouest, en particulier la zone euro, et la Russie soit à l'origine de la hausse des estimations du coefficient dans la période la plus récente. De plus, la mesure dans laquelle la zone euro est susceptible d'être devenue globalement moins attrayante pour les investissements en raison de sa proximité avec le conflit et, par exemple, du choc sur les prix de l'énergie que celui-ci a déclenché, est contrôlée par les effets fixes par pays de destination variables dans le temps.

en moyenne de 0,7 % du PIB depuis 2022, niveau supérieur aux niveaux d'avant la pandémie ⁹. Plus largement, dans la mesure où une évolution des profils mondiaux des IDE « en rase campagne » le long des lignes géopolitiques préfigure une accélération de la fragmentation des réseaux du commerce international, les tendances détectées risquent de se révéler préjudiciables pour la production tant au niveau mondial que dans la zone euro. Compte tenu de sa plus grande ouverture aux échanges commerciaux et de sa plus forte intégration aux chaînes de valeur mondiales, une telle fragmentation affecterait davantage la zone euro que d'autres grandes économies ¹⁰.

⁹ Ces évolutions sont comparables aux États-Unis, où les entrées d'IDE se sont établies en moyenne à 0,6 % du PIB depuis 2022, dépassant également les niveaux d'avant la pandémie.

¹⁰ Cf. l'encadré intitulé « [Rapatriement des chaînes de valeur mondiales dans des pays alliés \(*friend-shoring*\) : estimations d'un modèle](#) », *op. cit.*

2 Le lien entre prix du pétrole et dollar des États-Unis : les données et leurs implications économiques

Martino Ricci

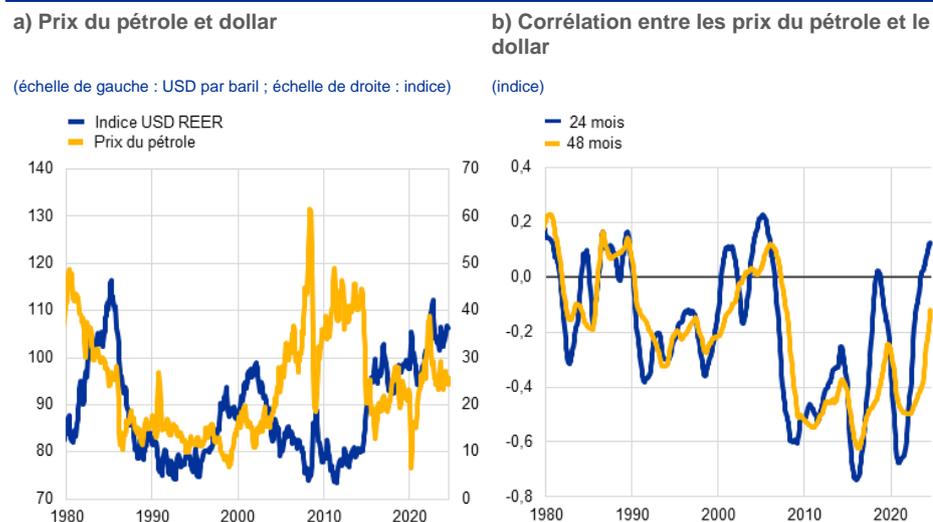
Ces dernières années, la hausse des prix du pétrole a souvent coïncidé avec un renforcement du dollar des États-Unis, accentuant potentiellement la dynamique de l'inflation dans la zone euro. Historiquement, il n'existe aucun lien clair entre les prix du pétrole et le dollar des États-Unis (graphique A, partie a). Dans la période qui a suivi la crise financière mondiale, la corrélation a eu tendance à être négative. Ce co-mouvement est très probablement le résultat de chocs spécifiques – en particulier des modifications de l'aversion pour le risque au niveau mondial – qui ont fait évoluer les prix du pétrole et le dollar dans des directions opposées (graphique A, partie b), plutôt que le reflet d'une relation de causalité ¹. Toutefois, des études récentes suggèrent que l'émergence des États-Unis comme exportateur de pétrole a constitué un facteur contribuant à rendre la corrélation systématiquement positive ². Le pétrole brut étant principalement négocié en dollars américains, un co-mouvement systématiquement positif impliquerait que le prix du pétrole en monnaie locale soit plus volatil que le prix du pétrole en dollars. Cela pourrait renforcer l'impact inflationniste des chocs pétroliers pour les importateurs nets de pétrole tels que la zone euro. Les modèles empiriques présentés dans cet encadré montrent que le co-mouvement observé est encore largement le résultat de chocs spécifiques qui ont orienté les deux variables dans la même direction, plutôt que le reflet d'un changement structurel du lien entre les prix du pétrole et le dollar.

¹ Des études antérieures ont montré que les pics d'aversion pour le risque au niveau mondial expliquaient en grande partie la corrélation négative au moment de la crise financière mondiale, cf. Fratzscher (M.), Schneider (D.) et Van Robays (I.), « *Oil prices, exchange rates and asset prices* », *Working Paper Series*, n° 1689, BCE, 2014.

² Hofmann (B.), Igna (D.) et Rees (D.), « *The changing nexus between commodity prices and the dollar : causes and implications* », *Bulletin de la BRI*, n° 74, Banque des règlements internationaux, 2023, et Rees (D.), « *Commodity prices and the US Dollar* », *BIS Working Papers*, n° 1083, Banque des règlements internationaux, 2023. Toutefois, cette corrélation positive ne constitue pas un fait nouveau, puisque la corrélation était également positive durant certaines périodes avant 2007, lorsque les États-Unis étaient encore un importateur net de pétrole.

Graphique A

Évolutions des prix du pétrole et du dollar des États-Unis et corrélation entre les deux



Sources : J.P. Morgan, agence américaine d'information sur l'énergie et calculs des services de la BCE.

Notes : Les dernières observations se rapportent à août 2024. Partie a) : « L'indice USD REER » est l'indice du taux de change effectif réel étroit du dollar américain. Le « prix du pétrole » correspond au prix au comptant en USD du baril de *West Texas Intermediate* déflaté par l'indice des prix à la consommation aux États-Unis. Partie b) : Les corrélations glissantes sur 24 et 48 mois sont calculées pour les variations des variables en glissement mensuel.

Il est possible que le lien entre les prix du pétrole et le dollar américain se soit modifié lorsque les États-Unis ont commencé à produire et à exporter du pétrole à grande échelle. La production de pétrole brut aux États-Unis a plus que doublé au cours des 15 dernières années (graphique B, partie a), sous l'effet de l'essor du pétrole de schiste et de la levée, par le Congrès américain, de l'interdiction d'exporter du pétrole brut en 2015. Par conséquent, les États-Unis sont devenus un exportateur net de pétrole fin 2019³. Le lien entre les prix du pétrole et le dollar américain a pu en être modifié selon deux canaux principaux. Premièrement, cela peut avoir modifié l'effet des chocs d'offre de pétrole sur les termes de l'échange aux États-Unis, qui sont liés aux taux de change via le solde commercial. Les termes de l'échange pour les matières premières et les prix du pétrole, qui avaient été étroitement corrélés, ont commencé à se découpler progressivement aux États-Unis après 2015, et la corrélation a changé de signe lorsque le pays est devenu exportateur net (graphique B, partie b). Deuxièmement, il est possible que la forte augmentation de la production de pétrole aux États-Unis ait modifié la réaction de la demande intérieure agrégée aux chocs d'offre de pétrole. Par exemple, la hausse des prix du pétrole pourrait renforcer l'attrait des investissements dans le secteur pétrolier, soutenant la demande intérieure et renforçant ainsi le dollar.

³ Selon les données de l'agence américaine d'information sur l'énergie, les États-Unis sont un exportateur net de pétrole si on inclut les produits pétroliers, mais un importateur net si on ne tient compte que du pétrole brut.

Graphique B

Production américaine de pétrole brut, prix du pétrole et termes de l'échange pour les matières premières aux États-Unis

a) Production de pétrole brut aux États-Unis

(en milliers de barils par jour)



b) Prix du pétrole et termes de l'échange pour les matières premières aux États-Unis

(échelle de gauche : USD par baril ; échelle de droite : indice, échelle inversée)



Sources : Agence internationale de l'énergie, agence américaine d'information sur l'énergie, Citi et calculs des services de la BCE.
Notes : Les dernières observations se rapportent à août 2024. Partie b) : Le « prix du pétrole » se rapporte au prix au comptant du pétrole de *West Texas Intermediate*, déflaté par l'indice des prix à la consommation aux États-Unis. Les « termes de l'échange » se rapportent à l'indice Citi relatif aux termes de l'échange pour les matières premières.

Les résultats empiriques présentés dans cet encadré indiquent que les évolutions structurelles sur le marché du pétrole aux États-Unis n'ont pas suffi à rendre la corrélation entre le pétrole et le dollar systématiquement positive.

Un modèle de projections locales mensuelles basé sur des estimations des chocs de l'offre de pétrole est utilisé pour analyser la variation dans le temps du lien entre les prix du pétrole et le dollar américain. La période d'estimation est divisée en trois épisodes, chacun capturant une étape différente de la transformation des États-Unis en exportateur net de pétrole ⁴.

- Entre 1989 et 1999, lorsque la production de pétrole aux États-Unis était faible et que le pays était encore importateur net de pétrole, les chocs d'offre ayant entraîné une hausse des prix du pétrole ont conduit à une détérioration des termes de l'échange et à un affaiblissement du dollar, ce à quoi on pouvait s'attendre pour un pays importateur de pétrole (graphique C, colonne de gauche).
- Entre 2000 et 2010, lorsque la production de pétrole a commencé à augmenter mais que le pays était encore essentiellement importateur, les chocs d'offre de pétrole ont commencé à soutenir la production industrielle nationale, mais pas de façon significative. L'effet sur les termes de l'échange est toutefois resté

⁴ Le modèle de projection locale régresse les variables présentées dans le graphique C sur les chocs d'offre de pétrole estimés dans Baumeister (C.) et Hamilton (J.D.), « *Structural Interpretation of Vector Autoregressions with Incomplete Identification: Revisiting the Role of Oil Supply and Demand Shocks* », *American Economic Review*, vol. 109, n° 5, mai 2019, p. 1873-1910. Le modèle utilise six retards et contrôle par l'activité économique, l'inflation et la politique monétaire. L'échantillon couvre la période comprise entre janvier 1989 et mars 2023.

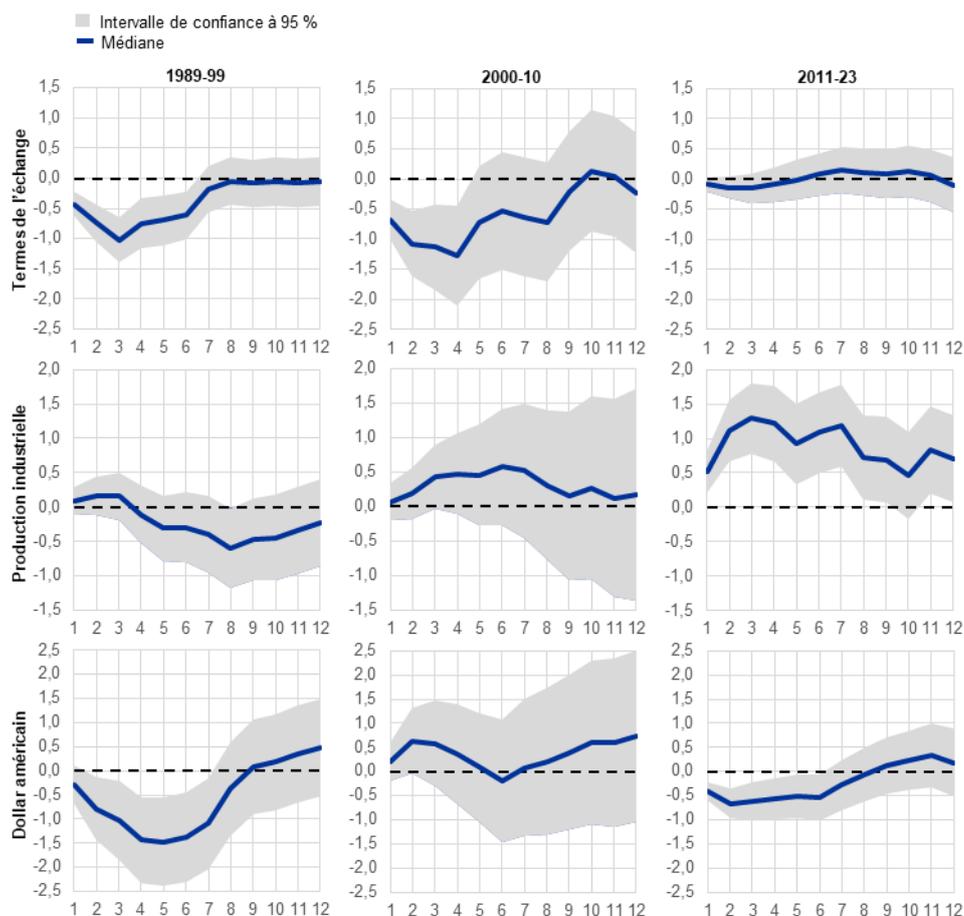
négatif, les États-Unis demeurant un importateur net de pétrole. Cela implique que la réaction du dollar à un choc d'offre de pétrole a été moins négative, voire insignifiante, au cours de cette période (graphique C, colonne du milieu).

- Au cours de la période la plus récente, de 2011 à 2023, lorsque le pays produisait d'importantes quantités de pétrole brut et est devenu un exportateur net, les termes de l'échange ont cessé de se détériorer après que les chocs d'offre de pétrole ont entraîné une hausse des prix. Dans le même temps, la stimulation de la production industrielle s'est accrue, en ligne avec l'augmentation de la production nationale de pétrole. Mais dans l'ensemble, d'après le modèle, ces évolutions n'ont pas été suffisamment prononcées pour entraîner une appréciation significative du dollar et créer un lien positif systématique entre les deux variables, la réaction du dollar aux chocs d'offre de pétrole ayant été négative au cours de cette période (graphique C, colonne de droite).

Graphique C

Réaction des variables des États-Unis aux chocs d'offre de pétrole dans le temps

(en pourcentages)



Source : Calculs des services de la BCE.

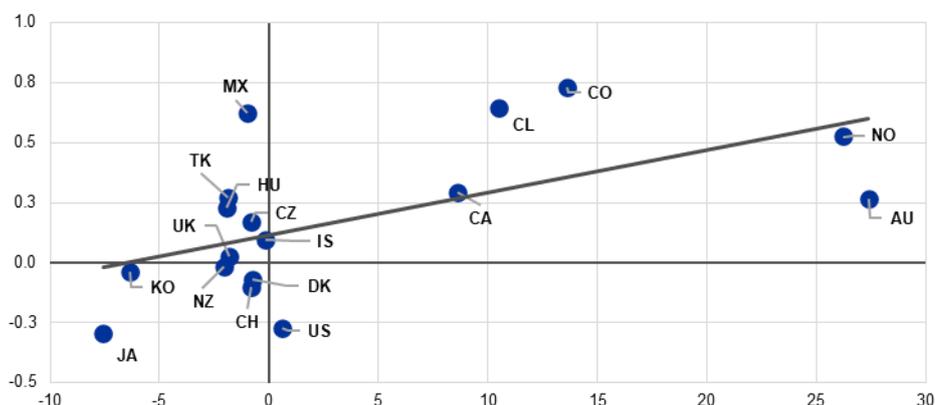
Note : Les graphiques montrent les réactions au fil du temps des termes de l'échange aux États-Unis, de la production industrielle américaine et du dollar américain (taux de change effectif réel) à des chocs d'offre de pétrole entraînant une augmentation de 10 % des prix du pétrole à l'impact.

Deux facteurs principaux sont susceptibles d'expliquer l'absence d'un effet positif plus marqué sur le dollar des États-Unis. Premièrement, la part des exportations nettes de pétrole des États-Unis dans les exportations totales reste faible par rapport à celle de pays comme la Norvège ou l'Australie qui ont des « monnaies matières premières » qui s'apprécient clairement à la suite de chocs d'offre de pétrole (graphique D). Deuxièmement, cela pourrait résulter du fait que la hausse des prix du pétrole freine le commerce mondial qui repose en grande partie sur le dollar, de sorte qu'elle exerce un impact négatif sur cette devise ⁵.

Graphique D

Réaction du taux de change aux chocs d'offre de pétrole et exportations nettes de matières premières

(axe des ordonnées : réaction à l'impact du taux de change en pourcentage ; axe des abscisses : exportations nettes de matières premières en part du commerce total)



Sources : Calculs des services de la BCE et *The Growth Lab* de l'Université Harvard.

Notes : Le graphique montre la réaction du taux de change réel au cours du premier mois suivant un choc d'offre de pétrole augmentant les prix du pétrole de 10 %. Le choc est tiré de Baumeister et Hamilton 1. Les matières premières sont définies comme des minéraux dans l'*Atlas of Economic Complexity* de la Harvard Kennedy School of Government et incluent l'énergie et les métaux. 1) Cf. Baumeister (C.) et Hamilton (J.D.), « Structural Interpretation of Vector Autoregressions with Incomplete Identification: Revisiting the Role of Oil Supply and Demand Shocks », *American Economic Review*, vol. 109, n° 5, mai 2019, p. 1873-1910.

La corrélation positive semble toujours s'expliquer par une combinaison de chocs plutôt que par un changement structurel du lien entre les prix du pétrole et le dollar américain. Un modèle vectoriel autorégressif bayésien (BVAR)

quotidien, qui identifie conjointement les principaux déterminants des variations des prix du pétrole et du dollar américain, peut être utilisé pour évaluer l'importance des chocs pétroliers par rapport à d'autres déterminants de la dynamique du dollar des États-Unis ⁶. Selon ce modèle, le co-mouvement positif entre les prix du pétrole et le dollar américain résulte principalement d'une constellation spécifique de chocs passés qui ont fait évoluer les prix du pétrole et le dollar américain dans la même direction. Cela peut être illustré en décomposant les prix du pétrole et le dollar

⁵ Cf. Boz (E.), Casas (C.), Georgiadis (G.), Gopinath (G.), Le Mezo (H.), Mehl (A.) et Nguyen (T.), « Pattern of factoring currency in global trade: New evidence », *Journal of International Economics*, Elsevier, vol. 136, 2022.

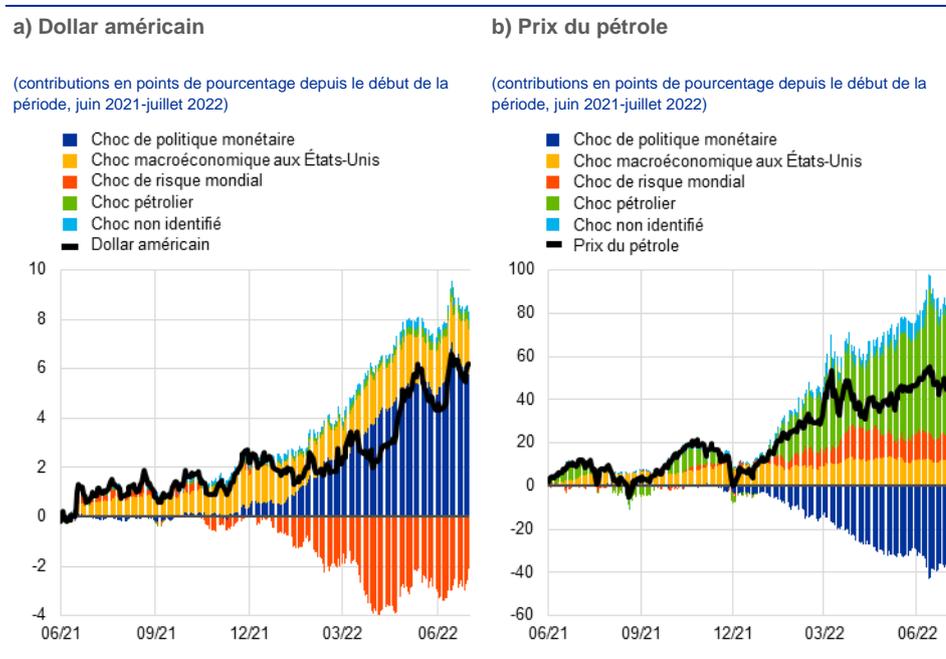
⁶ Le modèle prend en compte les variables suivantes : US NEER, prix du pétrole, termes de l'échange pour les matières premières, actions aux États-Unis (hors secteur pétrolier) et rendements américains à deux ans. Les chocs sont identifiés en utilisant des restrictions de signe et de narratif. L'échantillon considéré couvre la période 2015-2024 pour tenir compte des changements structurels observés dans l'économie américaine.

américain entre leurs principaux déterminants au cours d'un épisode récent caractérisé par une corrélation positive durablement élevée (graphique E).

- De juin 2021 à juin 2022, alors que l'économie américaine se remettait du choc lié à la crise COVID-19, que la Réserve fédérale entamait son cycle de resserrement de la politique monétaire et que la Russie lançait son invasion de l'Ukraine, la vigueur du dollar s'expliquait en grande partie par le resserrement de la politique monétaire de la Réserve fédérale conjugué à une économie américaine plus solide que prévu (graphique E, partie a). Dans le même temps, les prix du pétrole ont fortement augmenté, principalement en raison des perturbations de l'offre liées aux risques géopolitiques (graphique E, partie b).

Graphique E

Décomposition historique du dollar des États-Unis et des prix du pétrole – une sélection d'épisodes



Source : Calculs des services de la BCE.

Notes : Les graphiques montrent la décomposition historique de la composante cyclique du nominal *broad* US dollar et des prix du pétrole à l'aide d'un modèle BVAR quotidien avec des restrictions de signe et de narratif. Le modèle est estimé sur la période 2015-2024.

Dans l'ensemble, ces résultats indiquent une faible probabilité que le co-mouvement positif souvent observé entre les prix du pétrole et le dollar des États-Unis soit systématique. La corrélation reflète encore une constellation spécifique de chocs. Un renforcement du dollar américain pourrait parfois accentuer l'impact inflationniste de la hausse des prix du pétrole dans les pays importateurs de pétrole, tandis qu'un affaiblissement du dollar pourrait atténuer cet impact. Au fil du temps, à mesure que les États-Unis deviennent un exportateur net de pétrole plus important, le lien entre les chocs pétroliers et le dollar américain pourrait évoluer plus avant en territoire positif.

3 Impact des entités à vocation spéciale sur les liens financiers transfrontières de la zone euro

Lorenz Emter, Fausto Pastoris, Carmen Picón Aguilar et Martin Schmitz

Les données récemment publiées par la BCE concernant les entités à vocation spéciale (EVS) montrent que ces dernières ont un impact considérable sur les liens financiers transfrontières de la zone euro. Dans le contexte des statistiques sur le secteur extérieur, les EVS sont définies comme des entités juridiques contrôlées par des investisseurs non-résidents, qui n'ont aucune autonomie dans leurs prises de décision et n'exercent aucune activité économique significative dans le pays où elles sont enregistrées ¹. L'interprétation des statistiques transfrontières mondiales est devenue difficile ces dernières décennies en raison de l'importance croissante des centres financiers et de la complexité accrue des chaînes d'intermédiation financière ². Les entreprises multinationales, en particulier, ont tendance à utiliser des structures organisationnelles complexes faisant intervenir de nombreuses entités (y compris des EVS) dans le cadre de leurs efforts d'optimisation fiscale et de maximisation des profits. Par conséquent, les données relatives aux EVS sont essentielles pour analyser correctement les liens financiers de la zone euro. Les données récemment publiées par la BCE identifient séparément les transactions et les positions extérieures des EVS. Cela permet d'étudier l'incidence de ces entités sur les liens financiers transfrontières des différents pays de la zone euro et de la zone dans son ensemble ³.

Même si les EVS contribuent à faire apparaître des liens financiers transfrontières de taille démesurée, elles ont tendance à avoir un impact très limité sur l'activité économique réelle dans l'économie d'accueil.

Les non-résidents créent des EVS afin de bénéficier d'avantages dans la juridiction d'accueil, tels qu'une réduction de la charge réglementaire ou fiscale, un accès plus facile aux marchés de capitaux et aux services financiers, ou des niveaux élevés de protection des investisseurs. Les EVS de la zone euro comprennent les sociétés holding passives, les entités impliquées dans des activités de prêts intragroupes, les conduits financiers et les entités percevant des redevances et des droits de licence

¹ Selon la définition internationalement reconnue des EVS pour les statistiques sur le secteur extérieur (cf. « *Final Report of the Task Force on Special Purpose Entities* », Comité des statistiques de la balance des paiements du FMI, 2018), ces entités a) comptent un maximum de cinq employés, b) ont une présence et une production physiques nulles – ou très faibles – dans l'économie d'accueil, c) réalisent la quasi-totalité de leurs opérations avec des non-résidents et d) ont un bilan financier principalement constitué de créances et d'engagements transfrontières.

² Pour une vue d'ensemble récente des difficultés de mesure affectant les statistiques relatives aux investissements transfrontières, cf. Lane (P.R.), « *Euro area international financial flows : analytical insights and measuring challenges* », discours prononcé lors de la conférence intitulée « *External statistics after the pandemic : dressing new analytical challenges* », organisée conjointement par le Banco de España, le Comité Irving Fisher sur les statistiques de banque centrale et la BCE, 12 février 2024, Madrid.

³ Ces statistiques sont déclarées conformément à l'[orientation modifiée de la BCE relatives aux statistiques extérieures \(orientation BCE/2022/23\)](#) et incluent des ventilations supplémentaires de la balance des paiements trimestrielle et de la position extérieure pour les EVS résidentes. Des séries trimestrielles sur les EVS ont été publiées pour la première fois en avril 2024 pour tous les pays de la zone euro et pour la zone dans son ensemble. De plus amples détails sont disponibles sur le [site internet](#) de la BCE.

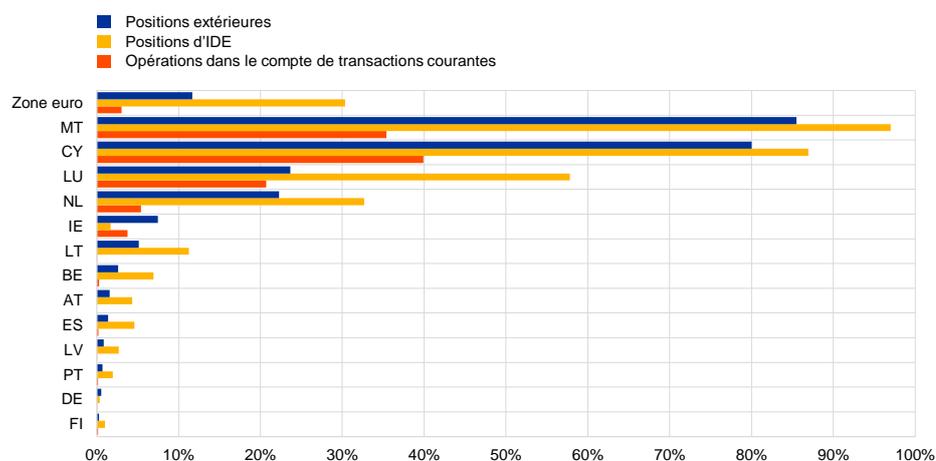
intragroupes. Les EVS impliquent souvent d'importants flux de « transit » qui ne sont pas absorbés par l'économie nationale, mais qui gonflent les investissements transfrontières au niveau mondial. En outre, ces flux compliquent l'analyse de la géographie des liens financiers mondiaux, dans la mesure où les EVS impliquent les centres financiers de manière disproportionnée. De plus, les EVS peuvent brouiller le lien entre flux d'investissements transfrontières et activité économique réelle.

Les EVS sont impliqués dans plus de 10 % de l'ensemble des liens financiers transfrontières de la zone euro et 30 % de ses liens relatifs aux investissements directs étrangers (IDE), plusieurs centres financiers dans la zone euro étant à l'origine de cette situation. Également 20 % environ des flux bruts de revenus d'IDE de la zone euro relèvent d'EVS, reflétant principalement les profits ou les revenus d'intérêts qui transitent par ces entités en provenance des filiales étrangères et à destination des sociétés mères étrangères. Au niveau des différents pays, les EVS prédominent dans les comptes extérieurs de Malte et de Chypre (en particulier pour les IDE), et exercent un impact significatif sur ceux du Luxembourg, des Pays-Bas et de l'Irlande (graphique A).

Graphique A

Importance des EVS pour les comptes extérieurs de la zone euro

(parts des EVS dans les totaux respectifs)



Sources : BCE et calculs de la BCE.

Notes : Pour les positions, les données présentent la situation à la fin du deuxième trimestre 2024 ; pour les opérations dans le compte de transactions courantes, les données présentent les sommes pour les quatre trimestres allant jusqu'à la fin du deuxième trimestre 2024. Pour chaque pays, les données sont fondées sur la somme des actifs et des passifs pour les positions et sur la somme des crédits et des débits pour les transactions. Seuls les pays de la zone euro accueillant des EVS sont présentés ; les pays de la zone euro restants n'accueillent pas d'EVS. Les valeurs pour la zone euro dans son ensemble se rapportent uniquement aux positions et aux transactions vis-à-vis de contreparties hors zone euro. La valeur pour les positions d'IDE des EVS à Malte est une estimation fondée sur des données annuelles détaillées relatives aux IDE fournies par Eurostat et l'Institut national de statistiques de Malte. Les chiffres de la Lituanie relatifs aux positions extérieures et aux positions d'IDE se rapportent uniquement aux passifs.

Même si les EVS gonflent les positions extérieures brutes de la zone euro, leur impact sur sa position extérieure nette est limité. Les EVS contribuent pour plus de 4 000 milliards d'euros aux actifs et passifs extérieurs bruts de la zone euro (graphique B, partie a), soit 12 % du total. Les fortes positions d'IDE brutes des Pays-Bas et du Luxembourg diminuent considérablement lorsque les liens résultant des EVS sont supprimés (graphique B, partie b). Les importantes positions d'IDE brutes de l'Irlande, en revanche, ne sont pas liées à des EVS et reflètent essentiellement les filiales d'entreprises multinationales étrangères ayant une

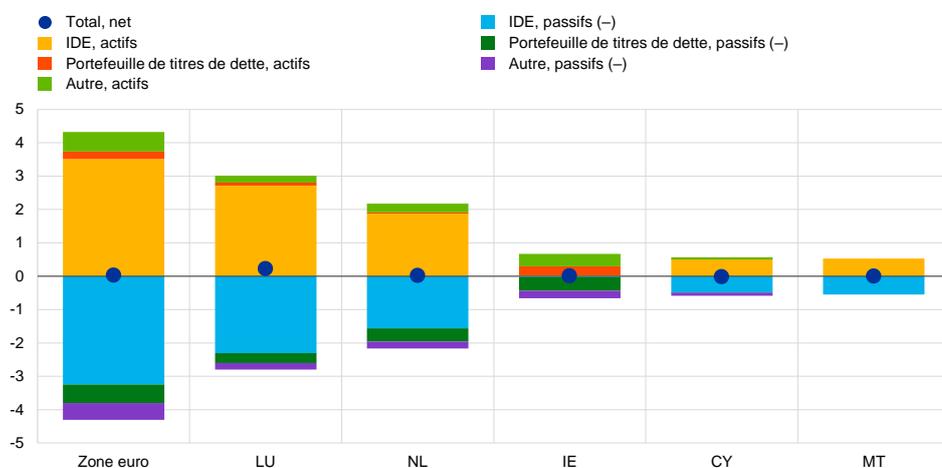
certainne présence physique et une certaine production dans le pays ⁴. Malte et Chypre, les plus petits pays de la zone euro en termes de PIB, affichent également des positions d'IDE brutes démesurées en raison des EVS. En dépit de ces importantes positions extérieures brutes, les positions extérieures nettes des EVS ont tendance à être équilibrées, tant pour la zone euro dans son ensemble que pour chacun des pays qui la constituent (graphique B, partie a), les actifs et passifs des EVS étant, par définition, largement détenues vis-à-vis des non-résidents.

Graphique B

Les EVS gonflent les positions extérieures des centres financiers dans la zone euro

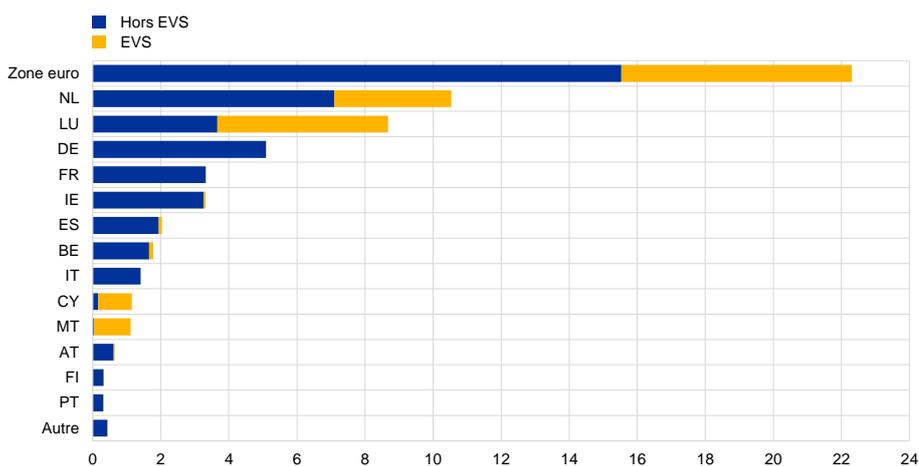
a) Actifs et passifs extérieurs des EVS

(en milliers de milliards d'euros ; à la fin du T2 2024)



b) Contributions des EVS aux positions brutes d'IDE

(en milliers de milliards d'euros ; à la fin du T2 2024)



Sources : BCE et calculs de la BCE.

Notes : Les valeurs pour la zone euro dans son ensemble se rapportent uniquement aux positions vis-à-vis de contreparties hors zone euro. Les valeurs pour les actifs et passifs au titre des IDE des EVS à Malte sont des estimations fondées sur des données annuelles détaillées relatives aux IDE fournies par Eurostat et l'Institut national de statistiques de Malte. Dans la partie a, les passifs sont affectés d'un signe négatif, et la rubrique « Autre » recouvre les portefeuilles d'actions, les dérivés financiers et les autres investissements. Dans la partie b, les chiffres correspondent aux stocks combinés d'actifs et de passifs au titre des IDE, et la rubrique « Autre » recouvre tous les pays de la zone euro qui ne sont pas présentés individuellement dans le graphique.

⁴ Les EVS irlandaises sont principalement impliquées dans l'émission de titres de créance, de sorte que ceux-ci sont visibles dans les passifs au titre des investissements de portefeuille du pays.

Les contributions des EVS au total des actifs et passifs extérieurs de la zone euro ont diminué récemment, à partir d'un niveau élevé, dans un contexte d'initiatives nationales et mondiales affectant les environnements réglementaires et fiscaux pour les entreprises multinationales. Alors que les EVS représentaient plus de 15 % du total des actifs et passifs extérieurs de la zone euro début 2020, leur part a progressivement diminué pour ressortir à 12 % à la fin du deuxième trimestre 2024. Cette situation reflète principalement les évolutions des IDE, pour lesquels les parts des EVS dans le total des actifs et des passifs ont diminué. Cela est lié, par exemple, au fait que les investisseurs étrangers réduisent la taille des filiales établies dans la zone euro ou les suppriment, ou bien remboursent les encours de prêts intragroupes. Dans le profil trimestriel des transactions sous-jacentes, les replis des actifs et des passifs des EVS ont été fortement corrélés, ce qui confirme l'hypothèse selon laquelle les investisseurs étrangers ont réduit les bilans des EVS dans la zone euro ⁵. Cela peut indiquer que les entreprises multinationales ont restructuré leurs activités mondiales et leurs structures d'entreprise en réponse aux récentes initiatives de réforme de la fiscalité des entreprises au niveau mondial, au niveau de l'UE et au niveau national, telles que le Cadre inclusif de l'OCDE et du G20 sur l'érosion de la base d'imposition et le transfert de bénéficiaires, la directive de l'UE sur un niveau minimum d'imposition mondial pour les entreprises multinationales et les modifications apportées aux législations nationales en matière d'impôt sur les sociétés ⁶.

Le récent épisode de contraction des IDE de la zone euro a été lié aux EVS et aux « autres institutions financières » présentant des caractéristiques similaires, tandis que les profils d'investissement des sociétés non financières ont affiché une plus grande résilience. En effet, des profils de désinvestissement robustes ont été observés au cours des deux dernières années pour les « autres institutions financières » qui partagent certaines caractéristiques avec les EVS, mais qui ne remplissent pas tous les critères de la définition de ces entités (graphique C). Il s'agit principalement d'institutions financières « captives » qui jouent un rôle essentiel dans les participations intragroupes et les activités de financement des entreprises multinationales et qui peuvent être affectées par des considérations de restructuration d'entreprise similaires à celles relatives aux EVS. En revanche, les sociétés non financières ont tendance à avoir recours à des formes plus traditionnelles d'IDE (telles que les investissements « *greenfield* », les investissements pour le développement des capacités, et les fusions et acquisitions), et leurs dynamiques d'investissement sont normalement alignées plus étroitement sur les cycles économiques et financiers de la zone euro et mondiaux ⁷.

⁵ Par exemple, les données sur les transactions indiquent que les EVS au Luxembourg ont enregistré des réductions cumulées d'environ 600 milliards d'euros de leurs actifs comme de leurs passifs au cours de la période allant du premier trimestre 2020 au deuxième trimestre 2024, tandis qu'aux Pays-Bas, ces entités ont enregistré des réductions d'environ 250 milliards de leurs actifs et de leurs passifs au cours de la même période.

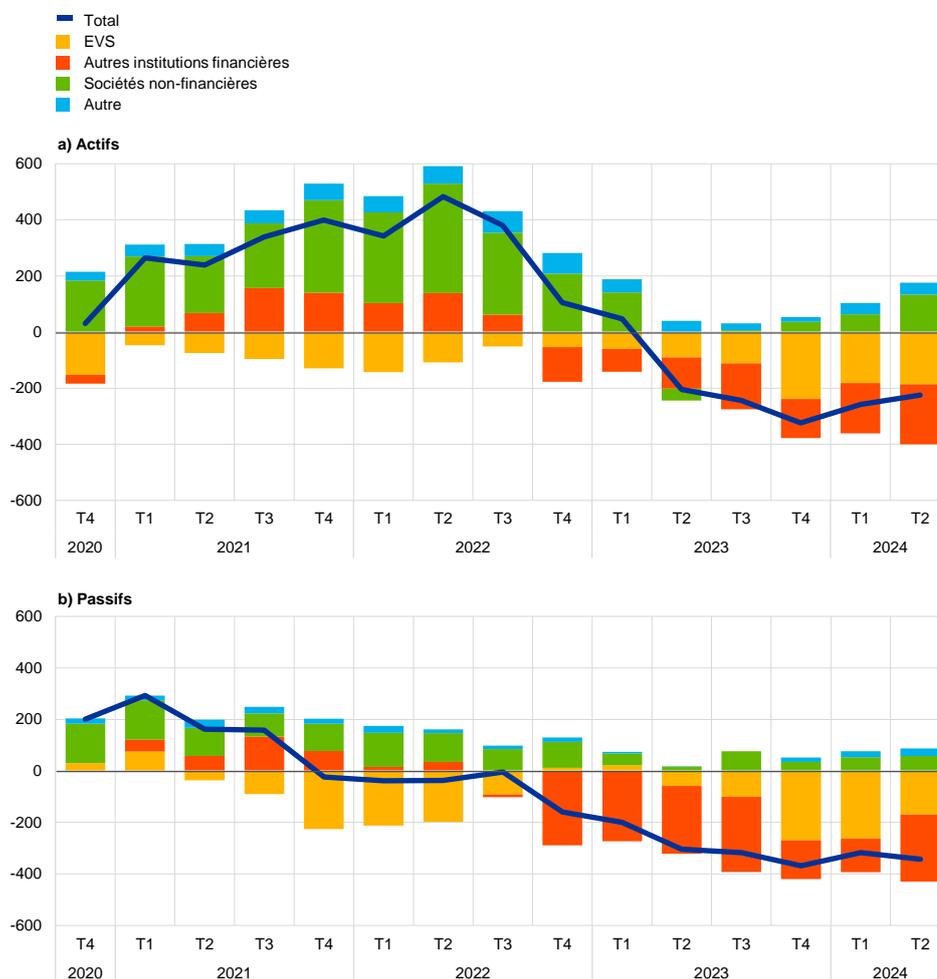
⁶ Pour une vue d'ensemble des considérations qui sous-tendent l'accord conclu dans le Cadre inclusif de l'OCDE/du G20 sur un taux minimum mondial effectif d'impôt sur les sociétés de 15 % pour les grandes entreprises multinationales, cf. la publication de l'OCDE intitulée « [Tax Incentives and the Global Minimum Corporate Tax](#) ».

⁷ Cf. l'encadré 1 du présent *Bulletin économique* pour des éléments sur l'effet exercé par l'alignement géopolitique sur les IDE *greenfield* au niveau mondial et dans la zone euro.

Graphique C

Décomposition sectorielle des opérations d'IDE de la zone euro

(en milliards d'euros, flux cumulés sur quatre trimestres)



Sources : BCE et calculs de la BCE.

Notes : Pour chacun des trimestres indiqués sur les axes horizontaux, les données montrent les flux cumulés pour les quatre trimestres allant jusqu'à la fin du trimestre en question. La rubrique « Autres institutions financières » recouvre les institutions financières qui ne sont pas des banques, ni des fonds d'investissement monétaires, ni des fonds d'investissement, ni des sociétés d'assurance ou des fonds de pension et qui ne sont pas classées comme des EVS. La rubrique « Autre » recouvre l'ensemble des secteurs résidents restants.

Les éléments présentés dans cet encadré soulignent le rôle important joué par les EVS dans les liens financiers de la zone euro, en particulier s'agissant des évolutions des IDE des centres financiers. Pour de nombreux enjeux de politique économique, il est utile d'exclure des données les contributions des EVS – et des « autres institutions financières » présentant des caractéristiques similaires. De nouvelles améliorations des statistiques disponibles, telles que des informations sur les pays exerçant le contrôle final qui sont impliqués dans une relation d'IDE, pourraient contribuer à une compréhension encore meilleure des évolutions financières transfrontières de la zone euro.

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

Gwenaël Le Breton, Richard Morris et Moreno Roma

Cet encadré présente une synthèse des conclusions des contacts récents entre les services de la BCE et les représentants de 95 grandes sociétés non financières opérant dans la zone euro. Ces échanges ont eu lieu entre le 16 et le 26 septembre 2024 ¹.

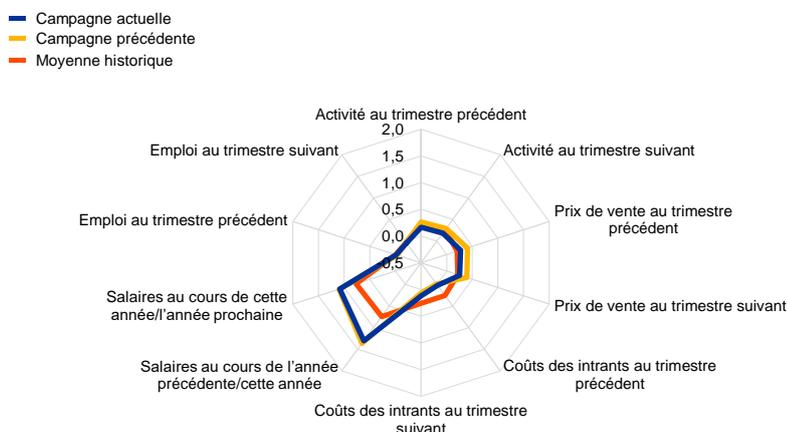
Les contacts ont fait état d'un ralentissement de la dynamique des entreprises au cours des mois d'été, largement observé dans le secteur industriel (graphique A et graphique B, partie a). Ce constat reflète, en particulier, les préoccupations croissantes concernant la compétitivité et la montée de l'incertitude entourant la transition verte ainsi que les évolutions politiques européennes et mondiales. Cela a conduit les entreprises à réduire leurs investissements et à se concentrer sur la réduction des coûts, ce qui a également pesé sur la confiance des consommateurs. Le tableau d'ensemble reste néanmoins cohérent avec une croissance modeste de l'activité globale, la croissance continue des services compensant la contraction de la production manufacturière. L'activité globale a eu tendance à être inférieure aux anticipations antérieures, principalement en Allemagne et en France, mais a généralement mieux résisté ailleurs.

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

Graphique A

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

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



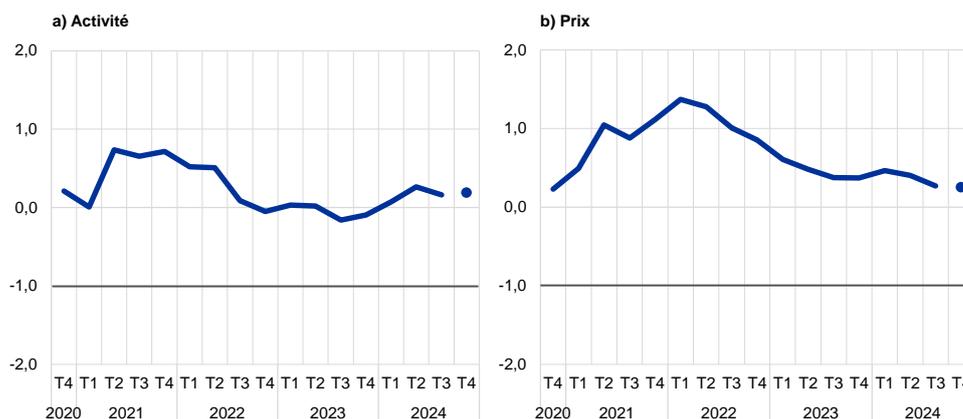
Source : BCE.

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

Graphique B

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

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



Source : BCE.

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

Les contacts ont exprimé des opinions assez contrastées sur les évolutions des dépenses de consommation, suggérant une reprise encore relativement modérée jusqu'à présent. La plupart des sociétés contactées dans les secteurs des biens de consommation et du commerce de détail ont continué de décrire un

marché légèrement polarisé pour lequel la demande de clients aisés pour les produits les plus chers a continué d'afficher une solide croissance, tandis que d'autres consommateurs continuaient « d'opter pour des produits moins onéreux » et cherchaient à économiser. Dans le secteur du commerce de détail de produits alimentaires, cette situation a continué de bénéficier aux magasins « *discount* » par rapport aux magasins ordinaires et aux marques propres par rapport aux marques traditionnelles. L'appétit des consommateurs plus jeunes pour les offres en ligne est de plus en plus satisfait par les plateformes de vente au détail en ligne de pays non-membres de l'UE, qui proposent des produits à des prix extrêmement bas. Parmi les autres signes indiquant que les consommateurs continuent d'ajuster leurs budgets figurent la baisse des volumes d'achats et la vigueur des ventes dans « l'économie circulaire ». Ce type de réutilisation des produits permet non seulement de prolonger leur durée de vie et de réduire les déchets, mais les rend également les plus abordables. En revanche, plusieurs contacts ont fait état d'une hausse des dépenses en biens de consommation, ce qu'elles ont attribué à une modération de l'inflation et au redressement des revenus réels. Si cette hausse des dépenses concerne principalement les achats de biens de consommation non durables, il a également été rapporté que les dépenses de détail pour les gros appareils de cuisine commençaient à se redresser par rapport à leur point bas post-pandémique, même si la demande globale pour ces appareils est demeurée atone en raison de la faiblesse persistante de la construction résidentielle. La croissance des dépenses de consommation dans les services a continué à dépasser celle des dépenses en biens. Cela s'est reflété par une forte activité liée au tourisme au cours des mois d'été et par des tendances encore plus fermes jusqu'à présent s'agissant des réservations d'hôtels pour les saisons d'automne et d'hiver. Cela étant, il existe également des signes croissants que la demande des consommateurs pour les services de tourisme est de plus en plus sensible aux prix élevés, comme le reflète, par exemple, la croissance plus soutenue de la demande de réservations d'hôtel en basse saison par rapport à celle de la haute saison.

La demande dans le secteur automobile s'est affaiblie ces derniers mois, avec des répercussions dans d'autres compartiments de l'industrie manufacturière.

Cela reflète à la fois une insuffisance générale de la demande des consommateurs et des entreprises et une demande toujours fragile ou en baisse pour les véhicules électriques à batterie. La faiblesse renouvelée dans le secteur automobile a constitué la cause la plus largement citée du recul de l'activité observé dans de nombreuses parties des secteurs des biens d'équipement et des biens intermédiaires. De plus, l'affaiblissement de la demande en véhicules électriques à batterie est toujours vu comme soulevant des questions concernant la transition de ce secteur important dans le contexte plus large de la réalisation des objectifs climatiques, contribuant à – et symptomatique de – cette incertitude plus générale relative à l'industrie manufacturière.

L'appréhension s'est accrue dans l'ensemble du secteur industriel, qui est confronté à des coûts élevés et à l'incertitude politique, ce qui a poussé les entreprises à réduire leurs investissements et à se concentrer sur la réduction des coûts. Les contacts ont cité les prix élevés et volatils de l'énergie, la hausse des coûts de réglementation et la forte croissance des salaires, qui érodent la

compétitivité de nombreuses entreprises européennes sur les marchés mondiaux. Nombre d'entre eux ont fait part de préoccupations croissantes concernant une approche de réduction des émissions de carbone fondée sur des réglementations et des exigences de déclaration complexes, qui augmenterait *in fine* les coûts pour les entreprises. Cela vient s'ajouter à l'incertitude liée à un manque de stabilité dans le processus décisionnel politique entourant les réglementations et subventions concernées. En outre, les contacts ont fait état d'une détérioration de l'environnement économique et politique mondial, y compris, plus particulièrement, le ralentissement de l'économie chinoise, de plus en plus autosuffisante, qui pèse sur la demande d'exportations et intensifie la concurrence des importations. De plus en plus, ces facteurs combinés entraînent un ajournement des investissements liés aux capacités et au climat. Cela s'est traduit par une diminution des commandes dans une grande partie du secteur des biens d'équipement, ainsi que par une demande toujours faible, voire en baisse, de biens intermédiaires, tels que l'acier et les produits chimiques, qui sont également confrontés à une surcapacité et à une baisse continue de la demande de la part d'un secteur de la construction en contraction. Le gel des plans d'investissement et l'accent mis sur la réduction des coûts ont été observés, dans une certaine mesure, dans le cadre d'une réduction de la demande de services de conseil, mais ont toutefois stimulé la demande de certains actifs incorporels tels que les logiciels d'amélioration de l'efficacité. Les sociétés contactées exerçant dans le génie civil ou la fabrication d'équipements pour les industries aérospatiale et ferroviaire ont fait état d'une hausse des niveaux de production. Toutefois, ces niveaux reflètent les commandes passées avec des délais de livraison s'étendant sur plusieurs années ; et les mêmes contacts indiquent également des niveaux relativement faibles de nouvelles commandes, en partie en raison de la paralysie politique et des contraintes pesant sur la politique budgétaire.

Les contacts n'anticipent pas de changement significatif de la dynamique de croissance globalement modérée à court terme. Cela contraste légèrement avec l'optimisme croissant observé lors des précédentes campagnes d'enquête de cette année. De nombreux contacts continuent de penser qu'une inflation plus faible, une baisse des taux d'intérêt et une hausse des revenus finiront par stimuler davantage les dépenses de consommation. Les contacts ont toutefois eu tendance à repousser leurs anticipations d'une telle reprise jusqu'en 2025. De nombreux contacts ont également souligné l'importance des risques structurels à la baisse pesant sur le secteur industriel en l'absence d'un environnement réglementaire plus stable et moins onéreux.

Les perspectives en matière d'emploi ont été moroses, reflétant l'accent mis par de nombreuses entreprises sur l'amélioration de l'efficacité et de la productivité. Dans certaines parties du secteur manufacturier (automobile, produits chimiques, acier), cela a signifié non seulement adopter une approche prudente en matière de recrutement, mais également procéder à des restructurations en réponse à la faiblesse de la demande et/ou à la hausse des coûts salariaux. L'effet de cette situation sur l'emploi agrégé devrait toutefois être modéré, compte tenu du fait que l'emploi continue de croître dans une grande partie du secteur des services et que, même dans le secteur manufacturier, de nombreuses entreprises demeurent confrontées à des pénuries de main-d'œuvre et ont des postes à pourvoir.

Les mesures de réduction des coûts prises par certaines d'entre elles ont donc offert des possibilités de recrutement à d'autres sur des marchés du travail qui étaient encore structurellement tendus.

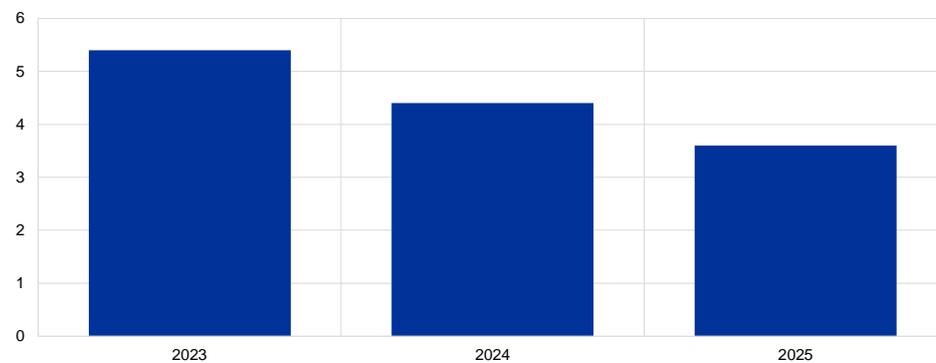
Les contacts ont indiqué une nouvelle modération de la croissance des prix dans l'ensemble (graphique A et graphique B, partie b). Les détaillants ont continué de faire état d'un environnement concurrentiel dans lequel les clients restent sensibles aux prix, et cela s'est reflété dans une certaine stabilité des prix. Même si les sociétés contactées dans le secteur du commerce de détail de produits alimentaires ont continué d'observer une légère hausse des prix, en moyenne, aux troisième et quatrième trimestres, les détaillants en biens de consommation non-alimentaires ont principalement fait état de prix stables ou en baisse. Dans l'ensemble, les prix dans le secteur manufacturier ont été relativement stables. Si, en moyenne, il a été indiqué que les prix augmentaient dans les secteurs des biens d'équipement et des biens de consommation, cette hausse a été contrebalancée par une baisse des prix dans certaines parties du secteur des biens intermédiaires, tout particulièrement pour l'acier. L'environnement général de stabilité des prix dans le secteur industriel résulte de la situation économique difficile, de la forte concurrence et de prix de l'énergie et des matières premières largement inchangés, qui reflètent les conditions générales de la demande et de l'offre sur les marchés mondiaux. Plusieurs sociétés contactées ont continué d'évoquer une hausse des coûts de transport maritime compte tenu des augmentations significatives des coûts observées plus tôt dans l'année résultant du déroutement des cargos entre l'Asie et l'Europe pour contourner la pointe sud de l'Afrique. Toutefois, les taux de fret maritime ont de nouveau baissé, la forte croissance de la capacité de transport maritime dépassant actuellement la demande, qui avait été légèrement concentrée en début d'année en raison de la crise de la mer Rouge mentionnée précédemment. La plupart des sociétés contactées dans les secteurs des services aux entreprises et aux consommateurs ont continué de faire état d'une hausse des prix. Cela reflète la nécessité de répercuter l'augmentation des coûts de la main-d'œuvre et la croissance continue de la demande. Toutefois, la dynamique globale semble s'être modérée ces derniers mois. Outre les salaires, le moteur de la croissance des coûts le plus souvent cité est la réglementation.

Les sociétés contactées ont continué d'anticiper une modération progressive de la croissance des salaires l'année prochaine (graphique C). Sur la base d'une simple moyenne des indications quantitatives fournies, les sociétés contactées ont estimé que la croissance des salaires se ralentirait, revenant de 5,4 % en 2023 à 4,4 % en 2024, et anticipent une nouvelle baisse, à 3,6 %, en 2025. Malgré la rotation du panel de contacts, ces anticipations sont restées pratiquement inchangées par rapport à la précédente campagne d'enquête. Plusieurs sociétés contactées ont néanmoins signalé des exigences salariales très élevées formulées récemment par les syndicats. De leur point de vue, ces exigences ne reflètent pas l'environnement économique difficile actuel et accroissent l'incertitude concernant les perspectives salariales et d'emploi.

Graphique C

Évaluation quantitative de la croissance des salaires

(en pourcentages)



Source : BCE.

Notes : Moyennes des perceptions des sociétés contactées concernant la croissance des salaires dans leur secteur en 2023 et 2024 et leurs anticipations pour 2025. Les moyennes pour 2023, 2024 et 2025 se fondent sur les indications fournies par 75, 81 et 73 participants, respectivement.

5 Le principal déterminant de l'inflation récente selon les consommateurs : évolution des perceptions dans le temps

Pedro Baptista, Colm Bates, Omiros Kouvavas, Pedro Neves et Katia Werkmeister

Comprendre comment les consommateurs perçoivent les déterminants de l'inflation est essentiel pour interpréter les variations de leurs anticipations d'inflation, qui peuvent fortement influencer les décisions relatives à l'économie réelle.

Les narratifs construits par les consommateurs pour expliquer l'inflation jouent un rôle essentiel dans la formation de leurs anticipations, avec différents déterminants – comme les salaires ou les bénéfices – impliquant différents degrés de persistance de l'inflation ¹. Pour approfondir cette question, en juin 2023 et mars 2024, l'enquête de la BCE sur les anticipations des consommateurs (*Consumer Expectations Survey*, CES) a demandé aux consommateurs de choisir ce qui, selon eux, avait été le principal déterminant de la forte hausse des prix en 2022 et 2023, parmi trois réponses possibles : les bénéfices des entreprises, les coûts salariaux ou les autres coûts des consommations intermédiaires. Si les perceptions des consommateurs ont évolué, notamment au cours de la période qui a précédé début 2024, elles se sont depuis stabilisées, les données de l'enquête de mars 2024 indiquant des tendances plus larges. Analyser cette évolution des perceptions contribue à expliquer les ajustements des anticipations d'inflation et la manière dont les variations des narratifs macroéconomiques affectent la dynamique d'inflation future.

En mars 2024, la plupart des consommateurs de la zone euro ont principalement attribué la forte hausse des prix observée en 2022-2023 à (d'autres) coûts des consommations intermédiaires, puis aux bénéfices et aux salaires.

La partie a) du graphique A présente les pourcentages de participants choisissant chaque réponse pour chaque pays. Les autres coûts des consommations intermédiaires (par exemple l'énergie, les matières premières ou les autres coûts des entreprises) ont été choisis comme principal déterminant par 66 % des participants de la zone euro, suivis des bénéfices des entreprises (20 %) et des salaires (14 %). Bien que ce classement des déterminants de l'inflation soit commun à tous les pays, la fréquence de chaque réponse a considérablement varié. L'ordre de classement des pays est établi en fonction du pourcentage de participants déclarant les salaires comme principal déterminant. Les Pays-Bas (27 %) et la Belgique (22 %) sont en tête, suivis de près par l'Autriche (19 %) et l'Allemagne (17 %), la France (9 %), la Finlande (8 %) et la Grèce (8 %) se situant en bas du classement. En Grèce, un pourcentage notable de consommateurs (43 %) pensent que les bénéfices des entreprises ont été le principal déterminant de l'inflation.

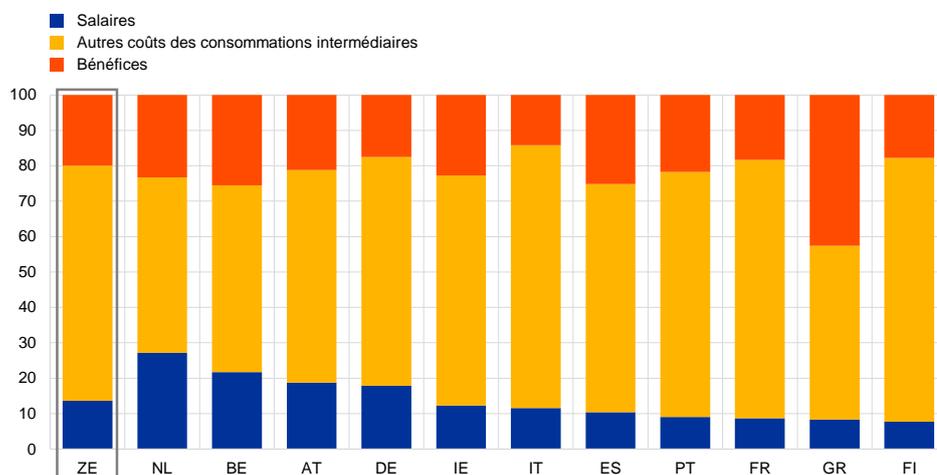
¹ Pour des données empiriques, cf. Andre (P.) *et al.*, « *Narratives about the Macroeconomy* » *Discussion Paper*, n° 17305, Centre for Economic Policy Research (CEPR), mai 2022.

Graphique A

Principal déterminant perçu de l'inflation

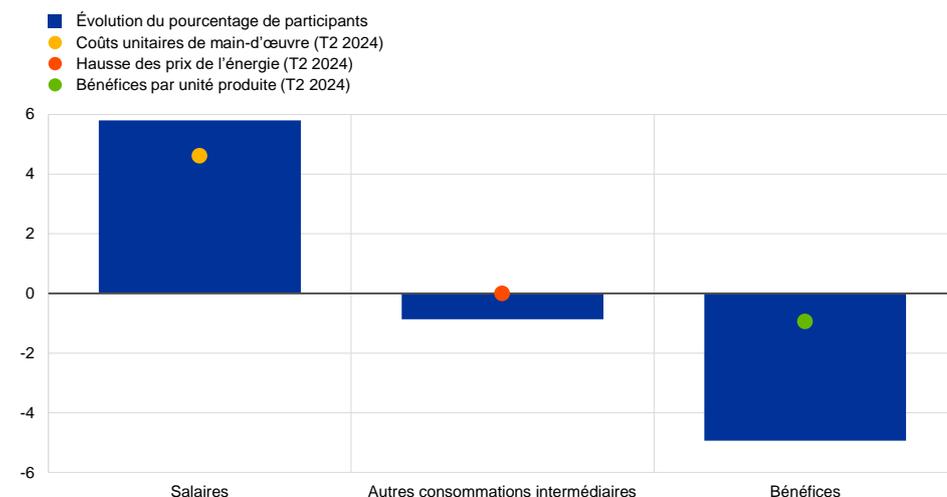
a) Par pays

(en pourcentages de participants)



b) Évolution entre juin 2023 et mars 2024

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



Sources : Enquête sur les anticipations des consommateurs de la BCE, Eurostat et calculs de la BCE.

Notes : Partie a) : Estimations pondérées. Pourcentages de participants choisissant chaque réponse par pays en mars 2024. La question posée dans l'enquête CES est la suivante : « À votre avis, quel est le principal déterminant à l'origine de l'évolution du niveau général des prix des biens et services dans votre pays au cours des 12 derniers mois ? Les réponses possibles sont : « 1. Les bénéfices des entreprises sont le principal déterminant » ; 2. Les coûts salariaux pour les entreprises sont le principal déterminant ; 3. Les autres coûts des consommations intermédiaires pour les entreprises (par exemple l'énergie, les matières premières et les autres coûts pour les entreprises) sont le principal déterminant ». Partie b) : Les barres se rapportent aux estimations pondérées de la variation des pourcentages de participants ayant choisi chaque réponse entre juin 2023 et mars 2024. Les points de couleur se rapportent aux variations annuelles en pourcentage au deuxième trimestre 2024 pour les coûts unitaires de main-d'œuvre, la hausse des prix de l'énergie et les bénéfices unitaires, tels que calculés à partir de données officielles.

Par rapport à juin 2023, la perception par les consommateurs des principaux déterminants de l'inflation s'est déplacée vers les salaires, même si les autres coûts des consommations intermédiaires restent dans l'ensemble considérés comme le principal déterminant. La question sur le principal déterminant perçu de l'inflation a été posée pour la première fois dans l'enquête CES de juin 2023 et

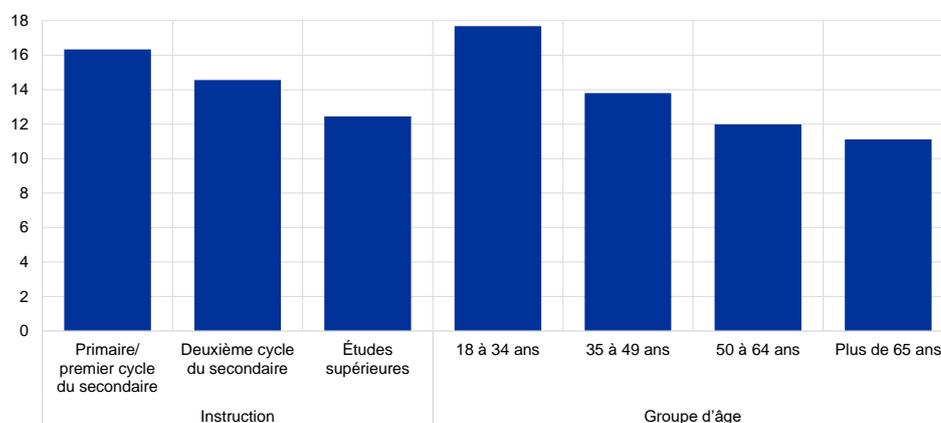
reprise dans l'enquête CES de mars 2024 ². La partie b) du graphique A montre l'évolution des pourcentages de participants ayant choisi chaque réponse entre juin 2023 et mars 2024 pour l'ensemble de la zone euro. Le pourcentage de consommateurs choisissant les bénéfices des entreprises a diminué de 5 points de pourcentage, tandis que le pourcentage choisissant les coûts salariaux a augmenté de 6 points de pourcentage. Cette évolution correspond à celles de la croissance des salaires et des bénéfices unitaires sur la même période. Le pourcentage de participants choisissant les autres coûts des consommations intermédiaires est resté globalement constant, ne changeant que de moins de 1 point de pourcentage.

Graphique B

Les salaires comme principal déterminant de l'inflation

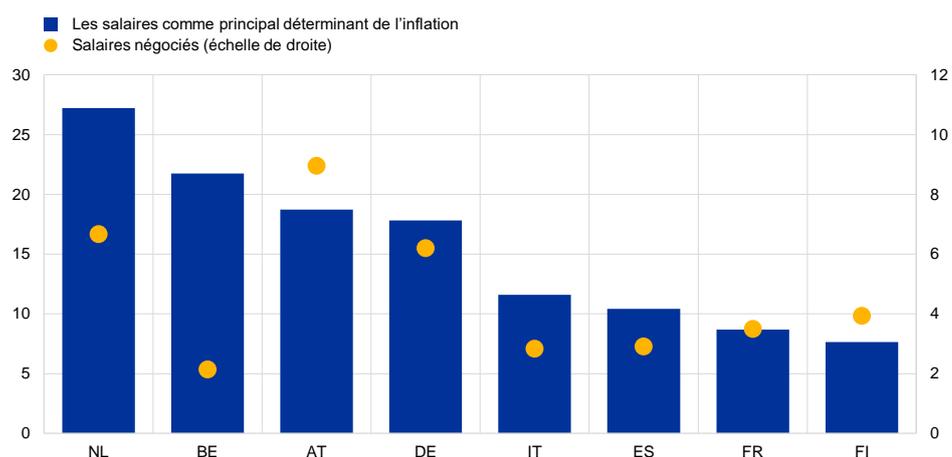
a) Par niveau d'éducation et âge des participants

(en pourcentages de participants)



b) Par pays et par niveau de croissance des salaires

(en pourcentages ; variations annuelles en pourcentage)



Source : Enquête de la BCE sur les anticipations des consommateurs.

Notes : Estimations pondérées. Pourcentage de participants ayant choisi les salaires comme principal déterminant de l'inflation par pays en mars 2024. Les salaires négociés se rapportent au taux de croissance annuel, y compris les paiements ponctuels, pour le premier trimestre 2024.

² Les conclusions de l'enquête CES de juin 2023 sont présentées et analysées dans l'encadré intitulé « Quel est le principal déterminant de l'inflation récente selon les consommateurs ? », *Bulletin économique*, n° 6, BCE, 2023.

Les consommateurs qui choisissent les salaires comme principal déterminant de l'inflation sont généralement plus jeunes, sans diplôme universitaire, et vivent dans des pays où la croissance des salaires a été relativement forte l'année dernière. La partie a) du graphique B montre que les salaires constituent le principal déterminant de l'inflation en fonction du niveau d'éducation et de l'âge. Une explication possible de ce résultat est que la croissance récente des salaires a été particulièrement forte chez les personnes rémunérées au salaire minimum, qui ont généralement un niveau d'éducation plus faible et appartiennent à la tranche d'âge la plus jeune. En outre, dans les pays où la croissance des salaires a été élevée par le passé, une plus grande proportion des participants a tendance à choisir les salaires comme principal déterminant de l'inflation (graphique B, partie b).

Les variations de la perception par les consommateurs des principaux déterminants de l'inflation suivent les évolutions récentes. Les salaires ont pris plus d'importance dans leurs perceptions, tandis que la part des bénéfices s'est réduite, en ligne avec les évolutions récentes des salaires et des bénéfices unitaires. De tels changements montrent comment les narratifs relatifs à l'inflation se reflètent dans les perceptions par les consommateurs des principaux déterminants de l'inflation, ce qui, à son tour, peut affecter la manière dont ils forment leurs anticipations d'inflation. Cela souligne l'importance de suivre les variations des scénarios relatifs à l'inflation.

La performance des projections des services de l'Eurosystème/de la BCE relatives à la croissance économique depuis la pandémie de COVID-19

Adrian Page

Au cours de la période post-pandémique, les projections de croissance établies par les services de l'Eurosystème/de la BCE ont affiché des performances satisfaisantes sur les horizons à court terme, malgré les chocs importants survenus. Si la performance des projections d'inflation depuis le début de la pandémie a été largement documentée dans de précédents numéros du *Bulletin économique*, le présent encadré examine comment les projections relatives à la croissance du PIB en volume établies par les services de l'Eurosystème/de la BCE se sont comportées durant cette période de turbulences ¹. Il était impossible de prévoir les fluctuations de la croissance observées en 2020 en lien avec les phases initiales de la pandémie, ce qui a entraîné des erreurs de prévision historiquement élevées ². Le présent encadré se concentre donc sur les performances des projections établies après le début de la pandémie. Au cours de cette période, les prévisions de croissance à court terme ont été remarquablement précises (graphique A, partie a). Mis à part quelques rares exceptions en 2021, au moment où la croissance continuait d'être affectée par la trajectoire d'évolution imprévisible de la pandémie et les mesures d'endiguement associées, les erreurs dans les projections relatives à la croissance du PIB en volume pour le trimestre suivant ont été encore plus faibles que d'habitude en dépit de chocs importants, notamment ceux causés par les perturbations des chaînes d'approvisionnement et la guerre menée par la Russie en Ukraine.

Toutefois, sur les horizons à un an, les projections ont surestimé la croissance à partir de mi-2022. Sur un horizon plus long, les projections à un an relatives à la croissance annuelle du PIB ont été moins exactes et, à plusieurs reprises – en 2022 et au premier semestre 2023, en particulier – les erreurs de projection absolues ont été plus importantes que les erreurs historiques absolues moyennes sur cet horizon (graphique A, partie b) ³. Les projections établies entre mi-2022 et mi-2023 ont surestimé la croissance, mais sous-estimé l'inflation. Cela est cohérent avec le fait que les chocs les plus importants intervenus durant cette période étaient liés aux goulets d'étranglement au niveau des chaînes d'approvisionnement et aux chocs sur

¹ Cf. « [Une actualisation de l'exactitude des projections récentes relatives à l'inflation à court terme établies par les services de l'Eurosystème/de la BCE](#) », *Bulletin économique*, n° 2, BCE, 2024 ; « [Les récentes erreurs dans les projections relatives à l'inflation établies par les services de l'Eurosystème et de la BCE : quelles explications ?](#) », *Bulletin économique*, n° 3, BCE, 2022. Cf. également « [La performance empirique des projections d'inflation établies par les services de la BCE et de l'Eurosystème depuis 2000](#) », *Bulletin économique*, n° 5, BCE, 2024.

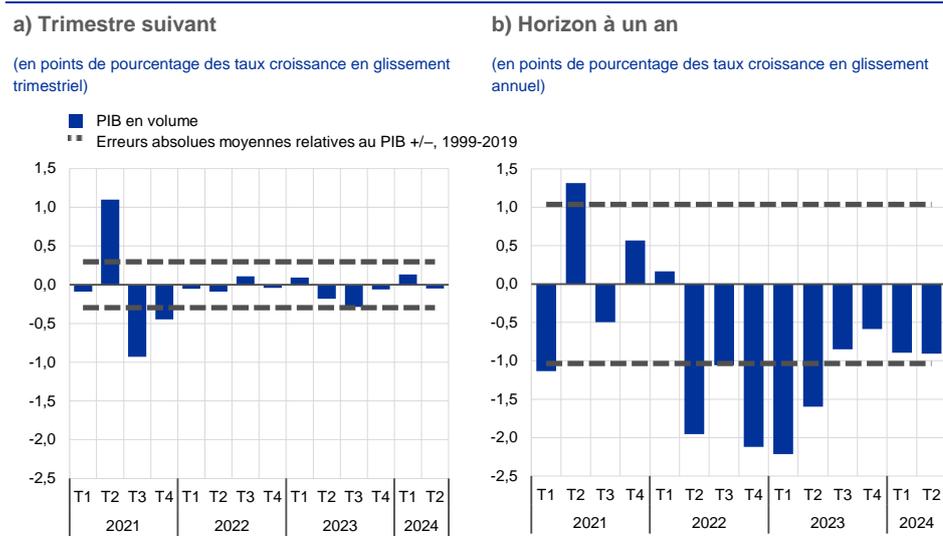
² La projection pour le deuxième trimestre 2020 établie dans les projections macroéconomiques de mars 2020 des services de la BCE a donné lieu à l'erreur la plus importante jamais constatée pour cet horizon, les mesures de confinement généralisées liées à la COVID-19 ayant entraîné une contraction de la croissance de 11,1 %, pour une valeur prévue de 0,1 %.

³ Les erreurs de projection sur les horizons plus longs, par exemple à deux ans, ne sont pas présentées par souci de concision, mais suivent une trajectoire très similaire à celles présentées dans la partie b du graphique A, avec des surestimations systématiques à partir de mi-2022.

l'offre d'énergie résultant des perturbations provoquées par la guerre menée par la Russie en Ukraine. Ces chocs d'offre ont poussé l'inflation à la hausse tout en freinant la croissance. Même si l'ampleur des erreurs de projection relatives à la croissance a diminué au cours de l'année dernière, elles sont néanmoins restées négatives à l'horizon d'un an, impliquant une surestimation persistante de la vigueur de la reprise.

Graphique A

Erreurs de projection pour la croissance du PIB en volume depuis 2021



Sources : Projections des services de l'Eurosystème/de la BCE et calculs des services de la BCE.

Notes : L'erreur correspond à la valeur effective (telle que publiée par Eurostat le 6 septembre 2024) moins la projection.

Le « trimestre suivant » correspond à la projection relative au taux de variation trimestriel pour le trimestre qui suit celui au cours duquel la projection concernée a été publiée (par exemple, l'erreur pour le deuxième trimestre 2024 dans les projections macroéconomiques de mars 2024 établies par les services de la BCE). L'« horizon à un an » se rapporte à la projection relative au taux de variation annuel pour le même trimestre de l'année qui suit la publication correspondante (par exemple, l'erreur pour le deuxième trimestre 2024 dans les projections macroéconomiques de juin 2023 établies par les services de l'Eurosystème).

Les erreurs absolues moyennes pour le PIB en volume se rapportent à la période 1999-2019 et excluent les valeurs aberrantes observées durant la crise financière mondiale.

La consommation privée et l'investissement ont été les principaux facteurs à l'origine des erreurs de projection à un an sur la majeure partie de cette période, les exportations nettes et les stocks jouant également un rôle plus récemment.

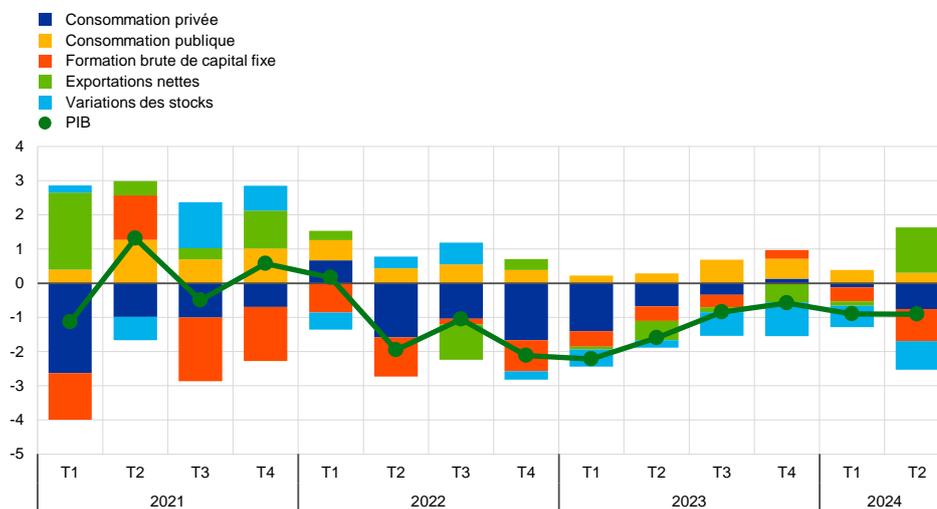
Une décomposition des erreurs de projection entre les différentes composantes de la demande du PIB contribue à expliquer la source des erreurs (graphique B). En 2021, les projections établies au cours de l'année précédente (c'est-à-dire durant la phase initiale de la pandémie) étaient entourées d'une incertitude considérable, ce qui a entraîné des erreurs importantes, mais qui se compensaient partiellement entre les différentes composantes. Des modifications significatives des profils de consommation en faveur des biens au cours des premières phases de la pandémie et le retour vers les services par la suite ont entraîné des perturbations des relations économiques historiques, réduisant ainsi la prévisibilité de la consommation, de l'investissement et des échanges commerciaux. Alors que l'impact économique de la pandémie commençait à s'atténuer, des perturbations des chaînes d'approvisionnement mondiales sont apparues en 2021, suivies par l'invasion de l'Ukraine par la Russie début 2022, qui a perturbé l'approvisionnement en énergie de l'Europe. Ces chocs ont poussé l'inflation à la hausse, entraînant une diminution inattendue des revenus réels et des surprises à la

baisse s'agissant de la consommation privée jusqu'à mi-2023. Depuis lors, les erreurs relatives à la consommation privée ont été faibles, les surprises à la hausse s'agissant du revenu disponible ayant entraîné une augmentation de l'épargne plutôt qu'une hausse de la consommation. La croissance de l'investissement a également systématiquement surpris à la baisse tout au long de la période post-pandémique. Cela peut s'expliquer en partie par les niveaux d'incertitude élevés, qui étaient supposés se dissiper, mais qui ont au contraire persisté face à la série de chocs défavorables cités. La politique monétaire de la BCE, qui a été considérablement resserrée face à la forte hausse de l'inflation, et ce de manière plus importante qu'attendu par les marchés, a été un autre facteur affectant le PIB en volume et plusieurs composantes de la demande. La contribution des exportations nettes à la croissance a également eu tendance à surprendre à la baisse en raison d'une reprise plus faible que prévu du commerce mondial, mais aussi de pertes de compétitivité, les chocs sur les prix de l'énergie ayant été plus importants dans la zone euro que pour les autres principaux partenaires commerciaux. Au cours des derniers trimestres, le processus de déstockage a pesé de manière inattendue sur la croissance, comme le reflètent les contributions négatives des variations des stocks. La consommation publique est la seule composante qui a systématiquement surpris à la hausse au cours de cette période ⁴.

Graphique B

Décomposition des erreurs de projection à un an relatives au PIB en volume entre les contributions des composantes de la demande

(en points de pourcentage dans le taux de variation en glissement annuel)



Sources : Projections des services de l'Eurosystème/de la BCE et calculs des services de la BCE.

Notes : Cf. les notes du graphique A. Au deuxième trimestre 2024, les erreurs importantes et se compensant partiellement observées pour les composantes « exportations nettes » et « investissement » sont en partie liées à des évolutions volatiles et imprévisibles des droits de propriété intellectuelle en Irlande.

Sur la majeure partie de la période post-pandémique, les erreurs relatives aux hypothèses conditionnelles expliquent une grande part des erreurs de projection. Une autre manière d'analyser les sources des erreurs de projection

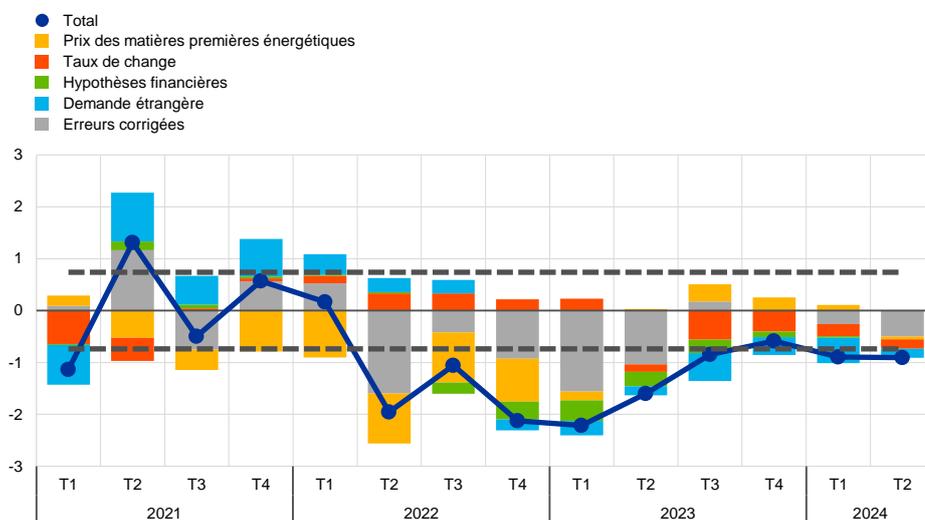
⁴ Cela reflète le fait qu'au cours de la période d'échantillonnage, la politique budgétaire s'est assouplie au-delà des anticipations initiales, les gouvernements ayant progressivement adopté et élargi l'éventail des mesures de relance et repoussé l'assainissement dans le futur.

consiste à examiner le rôle des hypothèses techniques et des projections relatives à la demande étrangère adressée à la zone euro, deux données essentielles dans les modèles de projection des services de l'Eurosystème/de la BCE ⁵. Le graphique C décompose les erreurs relatives au PIB à un an entre l'impact des erreurs figurant dans ces hypothèses et un résidu inexplicé lié à d'autres facteurs. Cet impact peut être estimé en utilisant les élasticités tirées des modèles de projection des services de l'Eurosystème. Les hausses prononcées et inattendues des prix du pétrole et en particulier du gaz à partir du second semestre 2021 ont joué un rôle important pour expliquer les surprises à la baisse concernant la croissance jusqu'à fin 2022. À partir de mi-2022, les hypothèses financières ont également joué un rôle, en particulier les hausses plus prononcées que prévu des taux d'intérêt mentionnées ci-dessus. Les erreurs portant sur les hypothèses relatives au taux de change ont eu un faible effet compensateur positif en 2022, les signes s'inversant pour contribuer négativement aux erreurs relatives à la croissance à partir de mi-2023. Enfin, la demande étrangère a surpris principalement à la hausse par rapport aux anticipations des services de l'Eurosystème/de la BCE durant la première moitié de la période postérieure à la pandémie, avant de contribuer aux surestimations de la croissance à partir de fin 2022.

Graphique C

Décomposition des erreurs de projection à un an relatives au PIB en volume : le rôle des hypothèses conditionnelles

(en points de pourcentage dans le taux de variation en glissement annuel)



Sources : Projections des services de l'Eurosystème/de la BCE et calculs des services de la BCE.

Notes : Cf. les notes du graphique A. Les contributions des erreurs dans les hypothèses conditionnelles aux erreurs relatives à la croissance du PIB en volume sont fondées sur les élasticités calculées à partir des modèles macroéconomiques des services de l'Eurosystème. Les prix des matières premières énergétiques se rapportent aux hypothèses relatives aux prix du pétrole et du gaz. Le taux de change correspond au taux de change effectif nominal de l'euro. Les hypothèses financières se rapportent aux hypothèses relatives aux taux d'intérêt à court et à long terme et aux cours des marchés boursiers. Les « erreurs corrigées » se rapportent à toutes les autres sources d'erreur au-delà des erreurs dans les hypothèses conditionnelles déjà mentionnées. Les lignes en pointillés indiquent les erreurs absolues moyennes dans la composante « erreurs corrigées » sur la période allant de 2003 (première date pour laquelle la décomposition est disponible) jusqu'en 2019, en excluant les valeurs aberrantes observées durant la crise financière mondiale.

⁵ Les hypothèses techniques se rapportent à des variables clés, telles que les prix des matières premières énergétiques et les taux d'intérêt de marché, qui sont fondés sur les prix des contrats à terme et le taux de change, qui est supposé se maintenir à ses niveaux récents au moment où les projections sont réalisées.

La correction des erreurs dans les hypothèses conditionnelles a pour résultat des erreurs moins importantes, qui peuvent être liées à l'incertitude persistante et à un impact potentiellement plus fort que prévu du resserrement de la politique monétaire.

Les hypothèses conditionnelles sont principalement fondées sur la valorisation des marchés et traitées comme étant exogènes aux projections pour la zone euro établies par les services de l'Eurosystème/de la BCE. La correction des erreurs dans ces hypothèses permet d'isoler la partie restante de l'erreur de projection globale (représentée par les barres grises dans le graphique C), qui peut être attribuée aux modèles utilisés pour élaborer les projections et le jugement des services de l'Eurosystème/de la BCE ⁶. Ces erreurs corrigées ont été nettement plus faibles sur la majeure partie de la période d'échantillonnage, en particulier depuis mi-2023. Les lignes en pointillés dans le graphique C représentent la moyenne historique des valeurs absolues de ces erreurs corrigées durant les périodes hors crise. Les erreurs corrigées (barres grises) sont plus importantes que ces moyennes en termes absolus sur seulement quatre trimestres, malgré une incertitude élevée durant cette période. Mais quels sont les facteurs pouvant être à l'origine de ces erreurs ? Comme indiqué plus haut, les sous-évaluations importantes de la forte hausse de l'inflation (qui sont allées au-delà de ce qui pouvait être expliqué par les hypothèses techniques) et l'impact associé sur le revenu disponible ont constitué un facteur exceptionnel. Le choc sur les prix de l'énergie a également entraîné des pertes de compétitivité persistantes et inattendues, au-delà de ce qui était pris en compte par les hypothèses relatives au taux de change. Les tensions géopolitiques, en particulier en Ukraine et, plus récemment, au Moyen-Orient, ont eu un impact significatif sur l'incertitude et la confiance. Un autre facteur peut être lié à l'impact de la politique monétaire. Si les barres vertes du graphique C rendent compte de l'impact des erreurs dans les hypothèses financières sur la base des modèles de projection des services de l'Eurosystème, d'autres modèles suggèrent des impacts plus importants ⁷. En outre, les non-linéarités dans la transmission liées à la rapidité et à l'intensité exceptionnelles du resserrement de la politique monétaire ou au passage d'un environnement de taux d'intérêt « durablement bas » à un environnement de taux d'intérêt élevés ont pu avoir un impact plus fort sur l'économie que ne le suggèrent les modèles de projection habituels.

En conclusion, malgré la série de chocs importants qui ont frappé l'économie de la zone euro ces dernières années, les erreurs dans les projections relatives à la croissance établies par les services de l'Eurosystème/de la BCE ont été comparables aux moyennes observées avant la pandémie. Toutefois, les perspectives demeurent assombries par une incertitude considérable.

Les services de l'Eurosystème/de la BCE étudient en permanence les moyens d'améliorer leurs modèles de prévision et procèdent à des ajustements de leurs jugements lorsque les modèles donnent systématiquement une prévision erronée. Certains résultats de ces efforts peuvent être observés dans les erreurs de projection relatives à la croissance à court terme ; celles-ci ont été plus faibles que la

⁶ Cf. « *Why we need models to make projections* », *The ECB Blog*, 5 juillet 2023.

⁷ Cf. l'encadré intitulé « *Une évaluation fondée sur des modèles de l'impact macroéconomique du resserrement de la politique monétaire de la BCE depuis décembre 2021* », *Bulletin économique*, n° 3, BCE, 2023.

moyenne historique malgré les chocs très importants que nous avons connus. Même si les erreurs de projection sur l'horizon à un an ont été constamment négatives, une grande partie de cette situation peut s'expliquer par des erreurs dans les hypothèses conditionnelles. Les erreurs restantes reflètent probablement les changements significatifs et persistants observés ces dernières années dans les principales relations économiques. Il convient de noter que les erreurs présentées dans cet encadré se rapportent aux projections publiées jusqu'en juin 2023. Les services de l'Eurosystème/de la BCE ont déjà pris en compte le flux d'informations négatives enregistré depuis lors : par exemple, les perspectives de croissance ont été révisées à la baisse, de 1,5 % dans les projections macroéconomiques de juin 2023 des services de l'Eurosystème à 0,8 % pour 2024, les informations récentes suggérant une reprise plus faible que prévu. Toutefois, les projections économiques demeurent affectées d'une incertitude considérable. Afin d'illustrer l'incidence potentielle des sources d'incertitude les plus pertinentes sur les projections, celles établies par les services de l'Eurosystème/de la BCE sont généralement accompagnées de scénarios alternatifs mettant en évidence les principaux risques ainsi que de fourchettes d'incertitude plus génériques ⁸.

⁸ Cf. les fourchettes d'incertitude entourant les projections relatives à la croissance du PIB en volume présentées dans le graphique 1 et l'encadré intitulé « [Scénarios alternatifs concernant la confiance des consommateurs et les implications pour l'économie](#) », *Projections macroéconomiques pour la zone euro établies par les services de la BCE*, septembre 2024.

Décoder les révisions des anticipations relatives aux taux directeurs : informations tirées de l'enquête auprès des analystes monétaires

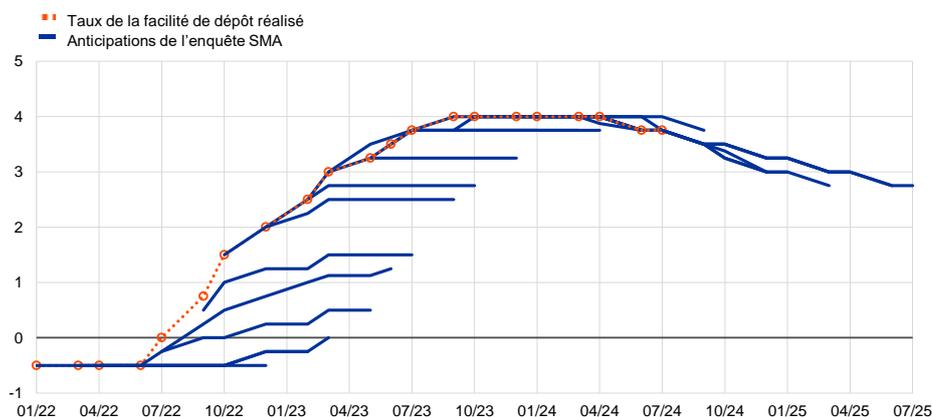
Yıldız Akkaya et Boryana Ilieva

Au cours du cycle de relèvement des taux en 2022 et 2023, les intervenants et les analystes des marchés financiers ont procédé à des ajustements fréquents et importants de leurs anticipations relatives aux niveaux des taux directeurs de la BCE. Entre juillet 2022 et septembre 2023, les participants à l'enquête auprès des analystes monétaires (SMA) ont continuellement révisé la trajectoire de leurs anticipations relatives aux taux d'intérêt, le pic attendu pour le taux de la facilité de dépôt ayant augmenté de 350 points de base pour s'élever de 0,5 % à 4 % (graphique A).

Graphique A

Révisions de l'enquête SMA concernant la trajectoire des anticipations relatives au taux de la facilité de dépôt (jusqu'à dans un an) et taux de la facilité de dépôt réalisé

(en points de pourcentage)



Sources : Enquête auprès des analystes monétaires (SMA) et calculs de la BCE.

Notes : Le graphique montre l'évolution des anticipations médianes de l'enquête SMA (en bleu) et du taux de la facilité de dépôt (en rouge). La dernière observation se rapporte à septembre 2024.

Comprendre pourquoi les participants à l'enquête SMA révisent leurs anticipations est important pour la prise des décisions de politique monétaire, car cela fournit des indications sur la manière dont les changements des opinions économiques, des projections d'inflation, du sentiment de marché et des mesures de politique monétaire affectent la trajectoire attendue des taux directeurs. En utilisant les réponses individuelles des participants à l'enquête SMA, les révisions de la trajectoire attendue du taux de la facilité de dépôt peuvent être décomposées en plusieurs facteurs contributifs à l'aide d'une analyse par régression ¹. Ces facteurs incluent des modifications du propre point de vue des

¹ La régression est estimée à partir de données de l'enquête SMA au niveau individuel, et tient compte de l'hétéroscédasticité dans l'estimation des erreurs types. Pour une analyse similaire mais utilisant des données d'enquêtes agrégées, cf. Bernardini (M.) et Lin (A.), « *Out of the ELB: Expected ECB policy rates and the Taylor Rule* », *Economics Letters*, vol. 235, février 2024.

analystes concernant l'état de l'économie – en particulier pour l'inflation mesurée par l'IPCH dans un an et les anticipations de croissance du PIB – ainsi que le taux de la facilité de dépôt à long terme. Un autre facteur concerne les modifications de la courbe des taux à terme qui ne sont pas déterminées par l'inflation et les anticipations de croissance, mais associées à la communication relative à la politique monétaire et au sentiment sur les marchés financiers, comme reflété par les mouvements de la courbe à terme « *meeting-to-meeting* » (BBG M2M) de Bloomberg. Les valeurs de la courbe BBG M2M sont orthogonalisées par rapport aux anticipations des participants relatives à l'inflation et à la croissance du PIB, afin de prendre en compte les mouvements au-delà de ces anticipations. Un ensemble final de facteurs inclut les différences des anticipations des analystes par rapport aux dernières projections d'inflation des services de la BCE/de l'Eurosystème, ainsi que les évolutions inattendues des taux directeurs ². Ensemble, ces facteurs expliquent 50 % de la variation des révisions des participants à l'enquête SMA pour la trajectoire attendue du taux de la facilité de dépôt ³.

Les anticipations individuelles des participants à l'enquête SMA pour l'inflation et la croissance du PIB expliquent une part importante des révisions apportées à la trajectoire attendue des taux directeurs (graphique B).

En analysant l'ampleur des contributions des différents facteurs aux révisions du taux de la facilité de dépôt depuis janvier 2022, les révisions des anticipations de l'inflation mesurée par l'IPCH et de la croissance du PIB ressortent comme les principaux déterminants de la flambée de l'inflation. L'importance des changements des facteurs macroéconomiques pour les révisions de la trajectoire du taux de la facilité de dépôt sur cette période suggère que les analystes ont perçu une fonction de réaction de politique monétaire cohérente, en particulier en temps de variabilité macroéconomique accrue. Dans les cas où les mouvements des taux directeurs n'étaient pas anticipés, ce changement inattendu constitue naturellement un déterminant essentiel des révisions des anticipations.

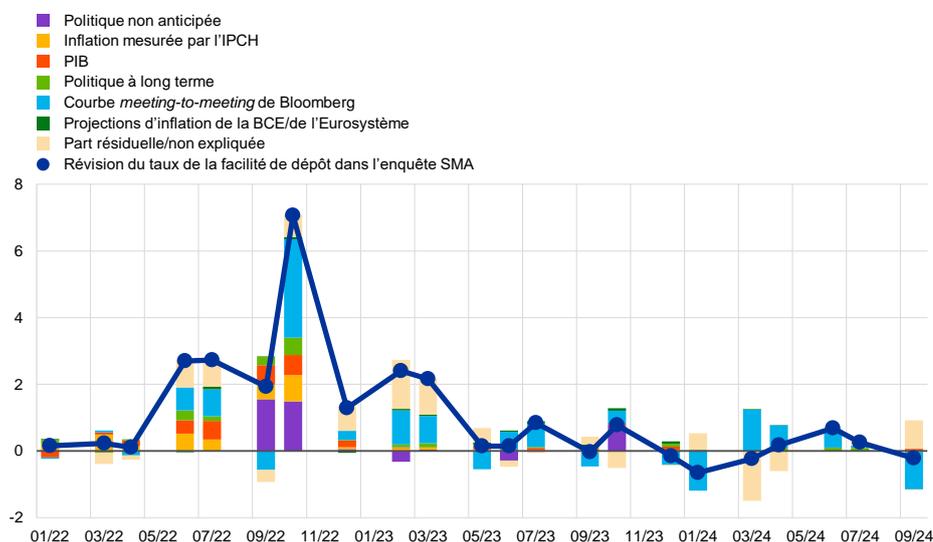
² L'indicateur prospectif précis des marchés financiers inclus dans les régressions correspond à la moyenne hebdomadaire du taux de la facilité de dépôt attendu, tel que reflété par les taux à terme *meeting-to-meeting* de Bloomberg relevés lors de la semaine précédant la diffusion de l'enquête SMA. Les taux à terme sont orthogonalisés par rapport aux anticipations des participants relatives à l'inflation mesurée par l'IPCH et à la croissance du PIB en volume. En effet, les variations des taux à terme *meeting-to-meeting* de Bloomberg sont liées aux composantes de la courbe de marché, telles que l'incidence de la communication de la BCE, le sentiment de marché et d'autres facteurs qui ne sont pas liés aux évolutions macroéconomiques. Les projections des services de la BCE/de l'Eurosystème sont utilisées comme l'écart entre la dernière projection disponible des services de la BCE/de l'Eurosystème pour l'inflation mesurée par l'IPCH dans un an et les anticipations d'inflation de chaque membre du panel sur le même horizon.

³ Une précédente analyse présentée dans l'encadré intitulé « [Erreurs d'anticipations relatives à la politique monétaire au cours du cycle de resserrement récent – indications tirées de l'enquête de la BCE auprès des analystes monétaires](#) », *Bulletin économique*, n° 1, BCE, 2024, a montré que les erreurs d'anticipations des participants à l'enquête SMA s'expliquent principalement par des révisions de leurs anticipations macroéconomiques, ce qui a suggéré que les analystes perçoivent la fonction de réaction de la politique monétaire comme cohérente. L'analyse actuelle rejoint ces conclusions tout en intégrant des variables de contrôle supplémentaires comme les projections d'inflation des services de la BCE/de l'Eurosystème et les taux à terme *meeting-to-meeting* de Bloomberg, dont on a constaté l'impact important sur les anticipations relatives aux taux directeurs.

Graphique B

Décomposition des révisions cumulées des enquêtes SMA pour les anticipations de la trajectoire du taux de la facilité de dépôt (jusqu'à dans un an)

(en points de pourcentage)



Sources : Enquête auprès des analystes monétaires (SMA) et calculs de la BCE.

Notes : Le graphique montre les révisions des anticipations relatives à la trajectoire du taux de la facilité de dépôt et leur décomposition depuis janvier 2022. Les tailles des effets sont fondées sur les coefficients de régression sur données de panel et sur la moyenne des facteurs contributifs individuels pour chaque campagne d'enquête. Les variables de régression sont les composantes inattendues des facteurs discutés dans le texte. L'enquête SMA étant réalisée avant chaque réunion du Conseil des gouverneurs, les entrées sont en décalage par rapport aux dates de ces réunions. Par exemple, la barre pour septembre 2024 reflète les différences avant et après la réunion du Conseil des gouverneurs de juillet 2024. La dernière observation se rapporte à septembre 2024.

L'incidence des anticipations des marchés financiers sur les anticipations relatives au taux de la facilité de dépôt des participants à l'enquête SMA joue un rôle essentiel, parallèlement aux mises à jour de leurs prévisions macroéconomiques.

Une part importante des révisions est systématiquement expliquée par les variations de la courbe des taux à terme *meeting-to-meeting* de Bloomberg. Les taux à terme, en retour, ne réagissent pas uniquement aux anticipations relatives à l'IPCH et à la croissance du PIB, mais aussi aux mouvements d'un plus large ensemble d'indicateurs macroéconomiques et à la communication de la BCE. L'alignement des révisions de la trajectoire du taux de la facilité de dépôt et des taux à terme indique que les participants à l'enquête considèrent un large éventail de données lorsqu'ils formulent leurs anticipations. Cela souligne l'importance de recourir à des indicateurs différents et plus nuancés de l'orientation de politique monétaire, en particulier en l'absence d'indications prospectives (*forward guidance*) sur les taux directeurs.

L'évolution de l'influence des informations sur les marchés financiers souligne l'importance de comprendre et de gérer les anticipations des marchés.

Si l'importance des données des marchés financiers relatives aux anticipations macroéconomiques était moindre pendant la poussée de l'inflation, la contribution des données macroéconomiques à la formation des anticipations pour le taux de la facilité de dépôt est devenue moins prononcée à partir de 2023. Ce changement s'est produit lorsque l'ampleur des chocs s'est fortement réduite et que les anticipations se sont alignées plus étroitement sur les informations macroéconomiques récentes, en particulier concernant l'inflation totale. Au contraire,

les informations de marché ont commencé à jouer un rôle dominant à partir de 2023, et également lors de la hausse de septembre 2023. Cela suggère que les analystes ont adapté leurs anticipations à celles des marchés financiers, lesquelles ont pu être influencées par un ensemble de facteurs. Tandis que les marchés financiers réagissent à une plus large gamme de données macroéconomiques que celles prises en compte par l'enquête SMA, il est également important de noter que la communication de la BCE, parallèlement aux nouvelles informations macroéconomiques, influence effectivement les taux à terme. Dans l'ensemble, ces éléments illustrent le rôle crucial que jouent les informations de marché dans la formation des anticipations d'enquête, en particulier lorsque les participants à l'enquête SMA font face à un environnement économique complexe et volatile.

Cristina Checherita-Westphal, Sebastian Hauptmeier, Nadine Leiner-Killinger et Philip Muggenthaler

Après des années de soutien budgétaire visant à atténuer l'impact de la pandémie de COVID-19 et de la récente crise énergétique, des plans ont été élaborés pour améliorer davantage les situations budgétaires des pays de la zone euro en 2024. La clause générale de sauvegarde figurant dans le pacte de stabilité et de croissance de l'UE a été activée en 2020-2023 pour garantir que les politiques budgétaires puissent apporter le soutien nécessaire aux économies de l'UE afin de faire face à l'impact négatif de la pandémie et de la crise énergétique. Pour 2024, le Conseil européen a adopté en juin 2023 des recommandations par pays en matière de politique budgétaire ¹. Ces recommandations appelaient à une normalisation de la politique budgétaire à mesure que la crise énergétique s'estompait progressivement. Dans le même temps, l'orientation budgétaire reflétait le fait que 2024 serait une année de transition vers un cadre budgétaire réformé de l'UE. Le nouveau cadre est entré en vigueur le 30 avril 2024 et devrait devenir opérationnel à partir de 2025 ². Dans ce contexte, le présent encadré fournit une vue d'ensemble des évolutions budgétaires de la zone euro en 2024, telles qu'elles ressortent des révisions des situations budgétaires dans différents exercices de projections macroéconomiques établies par les services de l'Eurosystème et de la BCE pour la zone euro.

En effet, selon les projections, la situation budgétaire corrigée du cycle de l'ensemble de la zone euro devrait continuer de s'améliorer en 2024, mais elle devrait rester nettement moins bonne qu'avant la pandémie (graphique A).

Les projections macroéconomiques de septembre 2024 établies par les services de la BCE tablent sur une amélioration du solde primaire corrigé du cycle de la zone euro – le solde budgétaire net des évolutions conjoncturelles et des dépenses au titre des intérêts – qui reviendrait de $-1,9\%$ en 2023 à $-1,4\%$ du PIB en 2024. Après une légère augmentation en 2023, cette amélioration plus substantielle reflète en grande partie la suppression de la plupart des mesures de soutien mises en œuvre par les gouvernements de la zone euro en réponse à la crise de l'énergie et à l'inflation élevée ³. Malgré cette amélioration, en 2024, le solde primaire de la zone euro corrigé du cycle devrait rester inférieur de plus de 2 points de pourcentage à son niveau pré-pandémique (2019). Sur l'ensemble de la période 2019-2024, le groupe de pays très endettés tend à présenter une situation primaire corrigée du

¹ Ces recommandations comprenaient des orientations budgétaires par pays pour 2023 et 2024, mettant l'accent sur la réduction progressive des mesures de soutien face à la crise énergétique et sur l'utilisation de l'épargne ainsi réalisée pour réduire les déficits publics, le plus rapidement possible en 2023 et 2024. Cf. « [Semestre européen 2023 : recommandations par pays pour 2024](#) », communiqué de presse, Conseil de l'UE, 16 juin 2023.

² Cf. Haroutunian, S. *et al.* « [The path to the reformed EU fiscal framework: a monetary policy perspective](#) », *Occasional Paper Series*, n° 349, BCE, 2024.

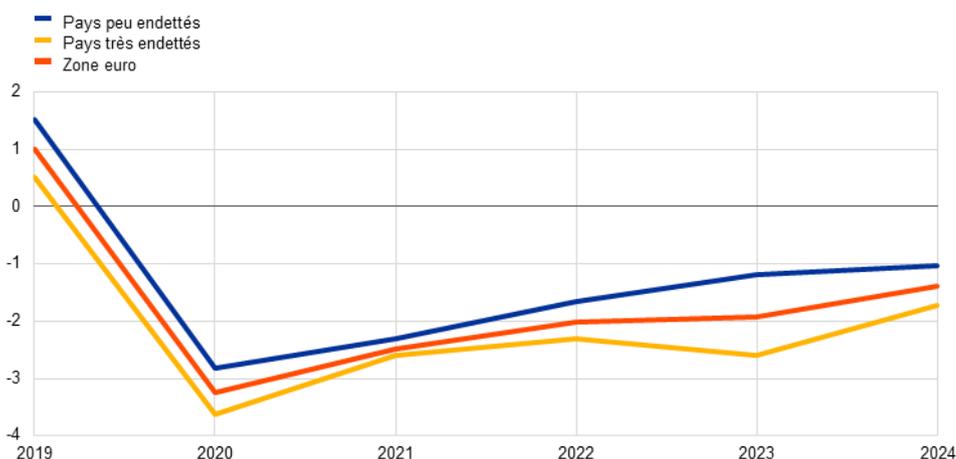
³ Pour de plus amples informations, cf. la section intitulée « [Évolutions budgétaires](#) », *Bulletin économique*, n° 6, BCE, 2024.

cycle plus faible que celle du groupe de pays peu endettés, même si l'amélioration projetée en 2024 est plus importante ⁴.

Graphique A

Évolution du solde primaire corrigé du cycle : zone euro et pays peu endettés par rapport aux pays très endettés

(en pourcentage du PIB)



Source : Projections macroéconomiques pour la zone euro établies par les services de l'Eurosystème, septembre 2024.

Notes : Le graphique montre les moyennes du solde primaire corrigé du cycle pondérées du PIB pour l'agrégat zone euro et les deux groupes de pays en fonction de leur niveau d'endettement. Le groupe des « pays très endettés » comprend les pays de la zone euro dont le ratio dette publique/PIB était supérieur à 90 % en 2023 (Belgique, Grèce, Espagne, France, Italie et Portugal). Les autres figurent dans le groupe des « pays peu endettés ».

En considérant les exercices de projection, la situation budgétaire de la zone euro corrigée du cycle pour 2024 n'a pas cessé d'être révisée à la baisse depuis les projections de septembre 2023. Cette récente révision progressive à la baisse de la moyenne du solde primaire 2024 corrigé du cycle pondérée du PIB projetée a été observée à la fois dans le groupe des pays très endettés et dans celui des pays peu endettés, bien que plus significativement dans le premier groupe (graphique B, partie a) ⁵. Le groupe des pays très endettés affiche également un déficit budgétaire nettement plus important (graphique B, partie b), qui s'explique en partie par les paiements d'intérêts. Ils sont beaucoup plus élevés que dans le groupe des pays peu endettés et ont été révisés à la hausse plus significativement depuis les premiers exercices de projection (graphique B, partie c).

Une certaine incertitude et des signaux contrastés continuent d'entourer les résultats de 2024. D'une part, les situations budgétaires en 2024 pourraient s'avérer légèrement meilleures que celles qui ressortent des projections macroéconomiques de septembre 2024 établies par les services de la BCE, en raison des révisions à la hausse du PIB attendues pour plusieurs pays dans le

⁴ Définis comme les pays de la zone euro dont la dette publique dépasse 90 % du PIB en 2023, les indicateurs pour le groupe étant présentés comme une moyenne pondérée du PIB.

⁵ Il convient de noter que pour certaines économies plus petites incluses dans le groupe des pays très endettés (avec une pondération du PIB plus faible), en particulier le Portugal, les projections du solde primaire corrigé du cycle ont été révisées à la hausse entre les projections de septembre 2023 et celles de septembre 2024.

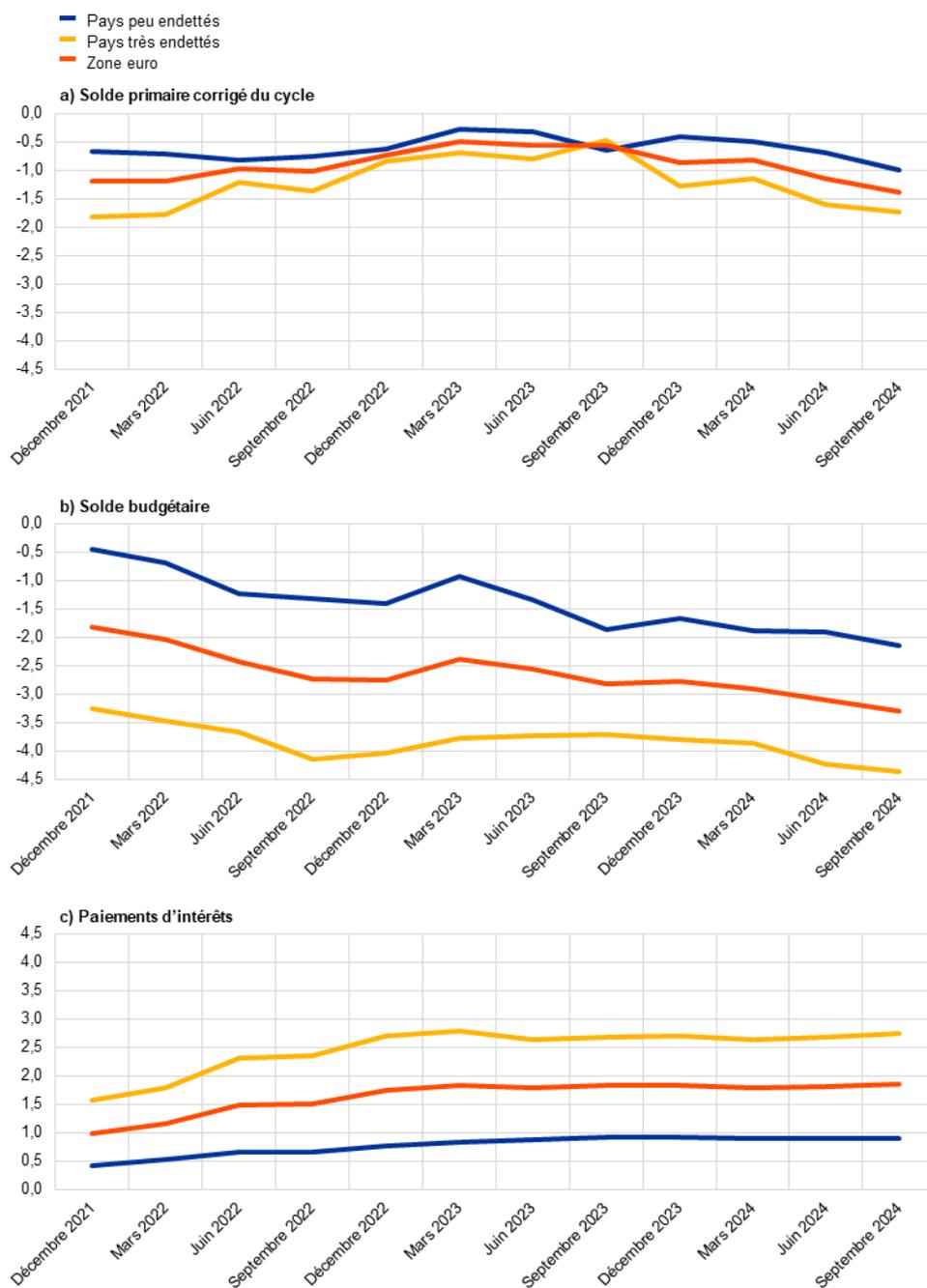
cadre des révisions statistiques des comptes nationaux de référence de 2024 ⁶. En outre, certains gouvernements (en Italie parmi les grandes économies, par exemple) font état de meilleurs résultats pour 2024 dans leurs projets de plans budgétaires pour 2025. D'autre part, la dernière estimation officielle du déficit de la France pour 2024 s'établit à plus de 6 % du PIB en l'absence de mesures d'assainissement supplémentaires, ce qui est plus élevé que les estimations précédentes.

⁶ Pour des travaux préparatoires relatifs aux révisions des statistiques de référence, cf. « [2024 benchmark revision of national accounts and balance of payments: Overview on motivation, main changes and implementation aspects](#) », communiqué de presse, Eurostat, 29 février 2024. Pour un nombre limité de pays, les situations budgétaires dans les projections de septembre 2024 reflètent, au moins en partie, les révisions des comptes nationaux de référence.

Graphique B

Différents indicateurs budgétaires pour 2024 selon les exercices de projection

(en pourcentage du PIB)



Source : Projections macroéconomiques pour la zone euro établies par les services de la BCE en septembre 2024 et précédents exercices de projection, commençant par les projections macroéconomiques pour la zone euro établies par les services de l'Eurosystème en décembre 2021 (premier exercice incluant les projections pour 2024).

Notes : Cf. les notes du graphique A pour la méthode de calcul des agrégats. Le solde budgétaire peut être décomposé en solde primaire corrigé du cycle, en paiements d'intérêts (dépenses au titre des intérêts sur la dette publique) et en composante cyclique (qui dépend de l'écart de production et des élasticités budgétaires ; cette composante du solde budgétaire n'est pas indiquée dans le graphique). Le solde primaire corrigé du cycle est également affecté par des effets de composition, qui apparaissent si les assiettes fiscales macroéconomiques ne changent pas dans la même mesure que les estimations de l'écart de production.

À partir de 2025, les pays seront soumis aux exigences budgétaires prévues par le cadre de gouvernance révisé de l'UE. La plupart des pays de la zone euro avaient publié leurs projets de plans budgétaires pour 2025 au 15 octobre 2024.

Entre autres, ces projets définissent la manière dont les gouvernements prévoient de se conformer au nouveau cadre budgétaire à compter de 2025. Les plans disponibles à la date d'arrêté du présent Bulletin économique indiquent une amélioration des soldes primaires corrigés du cycle pour la moitié environ des pays, notamment l'Allemagne, l'Italie, Malte et la Slovaquie ^{7,8}. Dans le groupe des pays très endettés, le solde primaire corrigé du cycle reste pratiquement inchangé pour la Grèce et le Portugal par rapport à 2024, car ces pays envisagent d'afficher des excédents pour 2025.

La Commission européenne devrait évaluer les plans budgétaires des États membres de l'UE dans son paquet d'automne. La Commission européenne adopte généralement des avis sur les projets de plans budgétaires pour l'année suivante à la fin du mois de novembre. Elle devrait également fournir une évaluation indiquant si elle recommande au Conseil européen d'approuver les plans structurels budgétaires à moyen terme que les pays doivent présenter pour la première fois dans le cadre budgétaire réformé, couvrant la période 2025-2028 ⁹. Ces plans définiront une trajectoire de croissance de dépenses nettes qui permettrait à un pays, le cas échéant, de placer son ratio d'endettement sur une trajectoire de baisse plausible à moyen terme ¹⁰. Cette trajectoire de croissance des dépenses nettes devra s'appuyer sur le niveau de l'agrégat des dépenses correspondant tel qu'observé en 2024. Par conséquent, toute différence entre les prévisions actuelles des situations budgétaires pour cette année et les résultats finaux deviendra pertinente par la suite lorsqu'il s'agira d'évaluer si les pays ont suffisamment tenu leurs plans structurels budgétaires à moyen terme.

⁷ En raison de méthodes différentes de calcul de l'ajustement cyclique, les estimations figurant dans les projets de plans budgétaires ne sont pas entièrement comparables à la méthodologie de la BCE utilisée dans les projections macroéconomiques de septembre 2024 établies par les services de la BCE.

⁸ À la date d'arrêté du présent *Bulletin économique* (16 octobre 2024), les projets de plans budgétaires de la Belgique, de l'Espagne, de la France, de la Croatie, de la Lituanie et de l'Autriche n'étaient pas publiés sur la [page internet](#) dédiée de la Commission.

⁹ Le paquet de la Commission inclura également des recommandations au titre de l'article 126, paragraphe 7, du Traité sur le fonctionnement de l'Union européenne (TFUE) en vue de corriger les déficits excessifs de sept États membres de l'UE (Belgique, France, Italie, Hongrie, Malte, Pologne et Slovaquie).

¹⁰ Les « dépenses nettes » se rapportent aux dépenses publiques, après déduction des charges d'intérêts, des mesures discrétionnaires en matière de recettes, des dépenses relatives aux programmes de l'Union entièrement compensées par des recettes provenant des fonds de l'Union, des dépenses nationales de cofinancement des programmes financés par l'Union, des éléments conjoncturels des dépenses au titre des indemnités de chômage, ainsi que des mesures ponctuelles et autres mesures temporaires (cf. le [règlement \(UE\) 2024/1263, article 2, \(2\)](#)).

Articles

1 L'obligation de la BCE de rendre compte devant le Parlement européen 2019-2024 : un engagement en période instable

Ferdinand Dreher, Nils Hernborg, Sarah Mochhoury, Timothy Mulder et Hanni Schölermann

1 Introduction

L'indépendance de la BCE, en particulier dans ses décisions de politique monétaire, garantit qu'elle puisse maintenir efficacement la stabilité des prix.

Dans le même temps, cette indépendance est contrebalancée par l'obligation de rendre compte afin de garantir que la BCE demeure responsable vis-à-vis du public et de ses représentants, donnant ainsi une légitimité démocratique à ses actions. L'obligation de rendre compte de la BCE est mise en application principalement par le biais d'un *reporting* régulier au Parlement européen. Cela recouvre la publication du *Rapport annuel* de la BCE, des auditions régulières de la présidente de la BCE devant le Parlement européen et les réponses aux questions écrites posées par des membres du Parlement européen (MPE). Le dialogue avec le Parlement européen permet à la BCE de répondre aux questions et aux inquiétudes des représentants élus, d'expliquer en détail ses actions et ses politiques, de clarifier ses objectifs et de montrer comment elle remplit son mandat. Cela permet aux citoyens de l'UE et à leurs représentants de mieux comprendre les politiques de la BCE et de juger de ses résultats s'agissant du respect de son mandat, assurant ainsi la transparence et le maintien de la confiance du public ¹.

La BCE s'acquitte de ses obligations de rendre compte à la fois dans le domaine des activités de banque centrale et dans celui de la surveillance prudentielle, garantissant la transparence et la responsabilité dans le cadre de ses deux rôles. S'agissant des activités de banque centrale, la BCE rend compte de ses décisions de politique monétaire et des missions connexes de l'Eurosystème. En ce qui concerne le volet prudentiel, le rôle de la BCE au sein du Mécanisme de surveillance unique (MSU) implique la supervision directe des banques importantes dans l'Union bancaire, et elle doit rendre compte de la même manière au Parlement européen, avec des obligations et des canaux distincts, comme expliqué dans l'encadré 2. Cette double responsabilité garantit que la BCE exerce à la fois ses fonctions de politique monétaire et de surveillance prudentielle avec un niveau élevé de responsabilité et de transparence.

¹ Pour une analyse plus détaillée de l'obligation de rendre compte de la BCE et de sa pertinence, cf. la section 2 dans Fraccaroli (N.), Giovannini (A.) et Jamet (J-F.), « [L'évolution, au cours de la crise, des pratiques de la BCE en matière d'obligation de rendre compte](#) », *Bulletin économique*, n° 5, BCE, 2018.

Durant la neuvième législature du Parlement européen (2019-2024), la BCE a pris des mesures décisives afin de garantir la stabilité des prix dans la zone euro. Les retombées économiques de la pandémie et la forte hausse de l'inflation qui a suivi, accentuée par la guerre injustifiée menée par la Russie contre l'Ukraine, ont constitué des défis tant pour la stabilité des prix que pour la stabilité financière. La BCE a réagi à ces évolutions de manière décisive afin de garantir un retour de l'inflation à sa cible de 2 % à moyen terme. En mars 2020, la BCE a lancé des achats d'actifs de grande ampleur dans le cadre du programme d'achats d'urgence face à la pandémie (*pandemic emergency purchase programme*, PEPP) afin de garantir la transmission sans heurt de la politique monétaire et de soutenir la reprise économique dans la zone euro après la pandémie. À la suite de la forte hausse de l'inflation qui a suivi l'invasion de l'Ukraine par la Russie en février 2022, la BCE a pris des mesures successives pour porter ses taux d'intérêt directeurs à leurs niveaux les plus élevés à ce jour afin de garantir le retour rapide de l'inflation dans la zone euro au niveau de sa cible et d'éviter que les tensions sur les prix ne s'enracinent.

En juillet 2021, la BCE a achevé l'évaluation de sa stratégie de politique monétaire et entamé des travaux sur un euro numérique. Dans le cadre de son évaluation de la stratégie 2020-2021, la BCE a procédé à un examen de la conduite de sa politique monétaire dans le contexte d'un paysage économique changeant. La BCE a précisé que viser une cible d'inflation symétrique de 2 % à moyen terme est le meilleur moyen de maintenir la stabilité des prix. Dans le cadre des résultats de cette évaluation, le Conseil des gouverneurs a lancé un plan d'action pour le climat, intégrant les risques liés au changement climatique dans son cadre de politique monétaire ². La BCE a également pris des mesures visant à moderniser sa communication relative à la politique monétaire afin de la rendre plus accessible au grand public. Au cours de cette même période, l'Eurosystème a lancé son projet d'euro numérique, dans le but de garantir que les citoyens continueront d'avoir accès à la monnaie de banque centrale à l'ère numérique. Après une première analyse de l'éventuelle émission d'un euro numérique publiée en octobre 2020, le Conseil des gouverneurs a officiellement lancé le projet d'euro numérique en juillet 2021 ³. Compte tenu de l'importance du projet pour l'Eurosystème, l'économie européenne et ses citoyens, la BCE a dialogué largement avec l'ensemble des parties prenantes et, depuis octobre 2020, elle a organisé des échanges de vues publics spécifiques avec le Parlement européen sur le sujet d'un euro numérique afin d'expliquer ses travaux sur ce projet (cf. encadré 1).

Les réponses de la BCE aux changements économiques et structurels survenus au cours de la neuvième législature soulignent l'importance de l'obligation de rendre compte pour légitimer ses actions. L'obligation de rendre compte des banques centrales implique une combinaison de transparence, d'explication et de justification vis-à-vis des représentants élus, et elle est essentielle afin de donner une légitimité aux décisions prises par une banque centrale

² Cf. « [ECB's Governing Council approves its new monetary policy strategy](#) », communiqué de presse, BCE, 8 juillet 2021.

³ Cf. « [Report on a digital euro](#) », BCE, octobre 2020.

indépendante ⁴. En tant qu'organe élu représentant les citoyens de l'UE, le Parlement européen se trouve au cœur des efforts de la BCE pour expliquer ses décisions et ses politiques. Cela a été réaffirmé non seulement au travers d'un Échange de lettres (*Exchange of Letters*) formellement signé par les présidentes de la BCE et du Parlement européen en juin 2023, mais également par de nouvelles innovations introduites par le Parlement européen dans ses interactions avec la BCE au cours de la législature 2019-2024.

Dans ce contexte, le présent article examine les interactions de la BCE dans le cadre de l'obligation de rendre compte durant la neuvième législature du Parlement européen. Premièrement, il rappelle les éléments clés du cadre de responsabilité de la BCE et examine les innovations dans ses pratiques en matière d'obligation de rendre compte ainsi que les nouveaux domaines d'engagement avec le Parlement européen qui se sont présentés au cours de la législature. Deuxièmement, il analyse le contenu et la forme des interactions en matière d'obligation de rendre compte au cours de la neuvième législature et les compare avec les législatures précédentes. Il présente une vue d'ensemble des sujets abordés dans les questions posées par les membres du Parlement européen lors des auditions trimestrielles avec la BCE et de la manière dont ceux-ci sont liés à l'environnement économique changeant et aux mesures prises par la BCE. L'article se concentre essentiellement sur l'obligation de rendre compte de la BCE dans le domaine des activités de banque centrale, l'encadré 2 présentant une analyse comparative des interactions de la Supervision bancaire de la BCE dans le cadre de cette obligation.

2 Le cadre de responsabilité de la BCE – innovations et nouveaux domaines d'engagement

Les obligations de rendre compte de la BCE sont définies dans le droit primaire de l'UE. Le traité sur le fonctionnement de l'Union européenne (TFUE) confie au Parlement européen la responsabilité première de l'obligation faite à la BCE de rendre compte ⁵. Conformément aux dispositions du Traité, la BCE est tenue d'adresser et de présenter un rapport annuel sur ses activités, notamment au Parlement européen. De plus, le Traité prévoit également que le président de la BCE ou un membre du directoire peuvent, à la demande du Parlement européen ou de leur propre initiative, être entendus par la commission compétente du Parlement européen ⁶.

Au fil du temps, la BCE a travaillé conjointement avec le Parlement européen pour renforcer son obligation de rendre compte, au-delà même des exigences

⁴ Cf. Blinder (A.S.), *Central Banking in Theory and Practice*, MIT Press, 1998.

⁵ Même si la BCE a également des obligations statutaires de rendre compte vis-à-vis du Conseil, de la Commission et du Conseil européen, le principal organe auprès duquel la BCE doit s'acquitter de cette obligation est le Parlement européen, dont les membres sont les représentants élus par les citoyens européens. Cf. l'article 284, paragraphe 3, du TFUE et l'article 15.3 des statuts du Système européen de banques centrales et de la Banque centrale européenne.

⁶ Conformément à l'article 283 du TFUE, le Parlement européen est également consulté sur la nomination des membres du directoire de la BCE, qui sont invités à des auditions informelles devant la Commission ECON du Parlement européen avant leur nomination par le Conseil européen.

du Traité. Outre ses obligations liées au *Rapport annuel*, la BCE doit également rendre compte via plusieurs canaux non précisés dans le Traité. Ceux-ci incluent notamment des auditions trimestrielles devant la Commission des affaires économiques et monétaires (ECON), des questions écrites et des visites annuelles à la BCE (cf. tableau 1 pour une vue d'ensemble des principaux canaux d'exercice de l'obligation de rendre compte)⁷. Ces pratiques ont évolué au fil des ans en coopération avec le Parlement européen. Par exemple, en 2016, en réponse à une demande du Parlement européen, la BCE a commencé à publier ses commentaires écrits sur la résolution du Parlement européen concernant le *Rapport annuel* de la BCE⁸. Cette pratique a permis d'améliorer encore le dialogue et montre que la BCE a modifié ses modalités de *reporting* en réponse aux préoccupations soulevées par le Parlement européen⁹.

La BCE publie également un large éventail d'autres documents exposant les considérations qui sous-tendent ses évaluations économiques et ses décisions de politique monétaire, que les représentants élus peuvent utiliser pour examiner la BCE. Cela recouvre en premier lieu la déclaration de politique monétaire et la conférence de presse tenue à l'issue de chaque réunion du Conseil des gouverneurs au cours de laquelle la politique monétaire est débattue, ainsi que les comptes rendus ultérieurs de ces réunions. Les nouvelles projections macroéconomiques établies par les services de la BCE/de l'Eurosystème sont décrites dans un rapport détaillé présentant ces projections et les évaluations correspondantes. En outre, de manière régulière, les membres du directoire prononcent des discours et accordent des interviews traitant de la politique monétaire et des évaluations des évolutions économiques. La BCE publie également régulièrement son *Bulletin économique* après chaque réunion du Conseil des gouverneurs, en mettant l'accent sur son évaluation des évolutions économiques et sur des sujets d'actualité. Toutes ces publications présentent des évaluations et des considérations qui contribuent aux décisions de politique monétaire et qui peuvent être utilisées par le Parlement européen pour demander à la BCE de rendre compte dans le cadre des interactions régulières. S'agissant de la stabilité financière, la BCE publie son *Bulletin macroprudentiel* et la *Financial Stability Review*, qui est semestrielle. L'évaluation de la stratégie de la BCE a également conduit à une vaste refonte de ses pratiques en matière de communication. La publication de comptes rendus plus détaillés des réunions de politique monétaire a constitué une décision

⁷ Les instances préparatoires du Parlement européen apportent leur soutien aux membres de la Commission ECON en leur fournissant l'expertise nécessaire, notamment par des réunions d'information sur les politiques de la BCE, et avec un panel d'experts externes qui préparent des articles et organisent des réunions préparatoires sur les questions d'actualité sélectionnées pour les auditions. Pour plus d'informations sur les sujets abordés au cours de la neuvième législature, cf. « *Monetary Dialogues during the 9th statutory term* », *Briefing*, Unité Contrôle de la gouvernance économique et de l'UEM (*Economic Governance and EMU Scrutiny Unit*, EGOV), juin 2024. Pour les articles récents rédigés par des experts externes et les réunions préparatoires, cf. la page intitulée « *Monetary dialogue* » sur le site internet du Parlement européen.

⁸ Cf. également Fraccaroli (N.), Giovannini (A.) et Jamet (J-F.), *op. cit.*

⁹ Un exemple récent est constitué par le *Rapport annuel* 2023 de la BCE, qui comprend un encadré intitulé « L'objectif secondaire de la politique monétaire de la BCE » et qui, en réponse à une demande formulée dans la [Résolution du Parlement européen du 16 février 2023 sur le Rapport annuel 2022 de la Banque centrale européenne](#) apporte tout au long du rapport des précisions sur le lien entre l'objectif principal de la BCE et son objectif secondaire, lorsque cela est pertinent.

importante, permettant d'améliorer la transparence du processus de décision de la BCE et de se conformer à des demandes antérieures du Parlement européen.

Tableau 1

Les principaux canaux d'exercice de l'obligation de rendre compte

Canal	Description
Rapport annuel de la BCE	Chaque année, la BCE soumet un rapport annuel sur ses tâches, les activités du Système européen de banques centrales et la politique monétaire de l'Eurosystème au Parlement européen, au Conseil de l'UE, à la Commission européenne et au Conseil européen. Le rapport est présenté au Parlement européen par le vice-président de la BCE lors d'une séance spéciale de la Commission ECON. Le Parlement européen prépare ensuite une résolution sur le <i>Rapport annuel</i> de la BCE, qui est débattue en séance plénière en présence de la présidente de la BCE et adoptée par la suite. La BCE fournit des commentaires détaillés sur la résolution dans un document publié en même temps que le <i>Rapport annuel</i> de l'année suivante.
Auditions devant le Parlement européen	La présidente de la BCE prend part à des auditions trimestrielles devant la Commission ECON du Parlement européen. D'autres membres du directoire participent aussi à des auditions devant cette Commission pour expliquer les motivations et les décisions de la BCE sur des sujets particuliers.
Questions écrites	Les membres du Parlement européen peuvent adresser des questions écrites à la présidente de la BCE. Les lettres de réponse sont publiées par la BCE et le Parlement européen sur leurs sites internet respectifs.
Interactions ad hoc avec les membres du Directoire de la BCE	À la demande du Parlement européen ou de leur propre initiative, la présidente de la BCE ou d'autres membres du Directoire peuvent participer à des échanges de vues <i>ad hoc</i> devant la Commission ECON, un groupe de représentants de cette Commission, un sous-groupe de cette Commission ou la Commission ECON plus d'autres commissions parlementaires, au cours desquels les députés européens peuvent poser des questions et débattre de sujets relevant des domaines de compétence de la BCE.
Visites à la BCE	Chaque année, les membres du directoire de la BCE accueillent une délégation de la commission ECON pour des discussions informelles sur des questions relevant des domaines de compétence de la BCE.

Au cours de la neuvième législature, la BCE et le Parlement européen ont pris des mesures afin de formaliser leur relation en matière d'obligation de rendre compte sous la forme d'un Échange de lettres. En juin 2023, les présidentes de la BCE et du Parlement européen ont signé un Échange de lettres (*Exchange of Letters*) qui précise davantage les canaux d'exercice de l'obligation de rendre compte mentionnés ci-dessus et établit une compréhension commune des pratiques en matière d'obligation de rendre compte mises en place depuis 1998 dans le domaine des activités de banque centrale. Par exemple, cet Échange de lettres détaille les engagements de la BCE et du Parlement européen concernant la publication des questions et réponses écrites, ainsi que les modalités des auditions. Cette étape majeure, qui fournit désormais une structure transparente et formalisée aux dispositions en matière d'obligation de rendre compte, témoigne de l'engagement conjoint des deux institutions à poursuivre leur dialogue efficace. Elle souligne les efforts de collaboration de la BCE et du Parlement européen pour façonner efficacement cette relation en matière d'obligation de rendre compte. Avant sa signature, l'Échange de lettres a bénéficié d'un large soutien de la Commission ECON, de la Commission des affaires constitutionnelles et de la Conférence des présidents d'une part, et du Conseil des gouverneurs de la BCE, d'autre part, ce qui démontre l'importance institutionnelle plus large attachée à cette étape importante.

Dans le même temps, la BCE et le Parlement européen ont également intensifié leurs interactions afin de tenir compte des nouveaux axes de travail et des nouvelles activités au sein de la BCE. Le domaine de développement le plus notable est le projet en cours d'un euro numérique. La BCE a dialogué largement avec la Commission ECON pour expliquer les aspects techniques et répondre aux questions posées par des membres du Parlement européen dans le cadre d'échanges de vues publics et d'échanges écrits. Cela inclut les échanges de

vues publics réguliers au sein de la Commission ECON, avec dix échanges de ce type organisés entre octobre 2020 et la fin de la neuvième législature en juillet 2024. L'encadré 1 fournit de plus amples détails sur les interactions liées au projet d'euro numérique. En outre, la BCE et le Parlement européen ont également interagi étroitement dans le cadre de l'évaluation de la stratégie de la BCE et de son plan d'action pour le climat, y compris en ce qui concerne la mise en œuvre de ce dernier. Des réunions spécifiques ont été organisées pour débattre de l'évaluation de la stratégie, tant pendant son déroulement qu'après sa conclusion ¹⁰. La BCE a également tenu le Parlement européen continuellement informé de la mise en œuvre du plan d'action pour le climat et a répondu à de nombreuses questions dans le cadre d'auditions et de lettres et au cours de visites à la BCE ¹¹. Au cours de la neuvième législature, un certain nombre d'auditions *ad hoc* sur des questions économiques spécifiques ont également eu lieu. Par exemple, de telles auditions ont été organisées en mars et juin 2022 sur l'impact macroéconomique des sanctions prises par l'UE à l'encontre de la Russie et sur le *Rapport sur la convergence* de la BCE avant l'adoption de l'euro par la Croatie ¹².

La BCE et le Parlement européen ont également poursuivi l'amélioration de leur communication et du format de leurs interactions. Le Conseil des gouverneurs entend rendre la communication sur les décisions de politique monétaire plus accessible au grand public, notamment en donnant à la déclaration de politique monétaire un narratif clair et en la rendant plus compréhensible, ainsi qu'en la complétant par une version plus simple, plus concise et visuelle destinée à un public plus général. Des améliorations similaires en matière de communication ont également été introduites pour les déclarations introductives de la présidente de la BCE lors des auditions trimestrielles devant la Commission ECON, qui, à compter de 2021, ont également été complétées par un nouveau document de deux pages qui présente une sélection de graphiques illustrant les principaux points de la déclaration ¹³. La politique de communication remaniée de la BCE a été accueillie favorablement par le Parlement européen, qui a salué à plusieurs reprises les efforts déployés par la BCE pour rendre plus accessibles ses communications expliquant

¹⁰ Outre les débats lors de plusieurs auditions régulières devant la Commission ECON, l'évaluation de la stratégie a également été discutée lors d'une visite virtuelle spéciale de la BCE en mai 2021. De plus, à la suite de la conclusion de l'évaluation en juillet 2021, une audition à huis clos avec la Commission ECON a été organisée en vue de présenter les résultats de l'évaluation et de répondre aux questions relatives à la nouvelle stratégie de politique monétaire.

¹¹ Cf., par exemple, la lettre de la présidente de la BCE à Irene Tinagli, présidente de la Commission ECON, sur les progrès du plan d'action relatif au climat (« *Letter from the ECB President to Irene Tinagli, ECON Chair, on progress on climate-related action plan* »), du 4 juillet 2022 ; et la lettre de la présidente de la BCE à Irene Tinagli, présidente de la Commission ECON concernant le plan sur le climat et la nature 2024-2025 (« *Letter from the ECB President to Ms Irene Tinagli, ECON Chair, on the climate and nature plan 2024-2025* »), du 30 janvier 2024.

¹² Cf. Panetta (F.), « *Rapport sur la convergence 2022 de la BCE* », déclaration introductive lors de la réunion du groupe de travail sur les pays candidats à l'adhésion à l'euro de la Commission ECON du Parlement européen, 1^{er} juin 2022.

¹³ Cf., par exemple, le document intitulé « *Introductory statement in charts* » préparé pour l'audition devant la Commission ECON avec la présidente de la BCE le 15 février 2024.

les décisions de politique monétaire aux citoyens ^{14,15}. De plus, le Parlement européen a également adapté le format des auditions, les rendant plus interactives et davantage axées sur l'obligation de rendre compte. À partir de juin 2022, les députés européens ont eu la possibilité de poser une question de suivi portant sur les réponses données par la présidente la BCE lors du premier tour de la séance de questions-réponses. Ensemble, ces changements ont contribué à rendre les audiences plus efficaces, plus informatives et plus inclusives.

Encadré 1

L'euro numérique : une étude de cas de l'intensification de la communication et du dialogue avec le Parlement

Nele Nomm et Hanni Schölermann

Cet encadré illustre comment la BCE a étendu son dialogue avec le Parlement européen afin d'expliquer ses travaux sur l'euro numérique et de fournir une expertise technique sur les évolutions qui y sont liées, y compris en ce qui concerne la législation de l'UE. Un euro numérique rendrait la vie des citoyens plus facile en fournissant une forme numérique d'espèces : un moyen de paiement numérique universellement accepté dans toute la zone euro, émis par la banque centrale. Étant donné la nouveauté du sujet, la mise en œuvre d'une communication transparente et d'un dialogue actif par l'Eurosystème sont essentiels, notamment pour répondre aux différentes questions et préoccupations ¹⁶. L'euro numérique est un projet européen commun accompagné d'un paquet législatif ¹⁷. Par conséquent, entretenir un dialogue avec les parties prenantes concernées au cours du processus est fondamental en vue de fournir les explications et l'apport technique nécessaires pour faire avancer les discussions ¹⁸.

Le lancement d'échanges de vues consacrés à l'euro numérique avec le membre du directoire de la BCE responsable devant la Commission ECON du Parlement européen a constitué une innovation majeure pendant la neuvième législature. Même si les membres du directoire ont déjà participé à des échanges *ad hoc* devant la Commission ECON pour expliquer le raisonnement et les décisions de la BCE concernant des sujets spécifiques, avec les échanges consacrés à l'euro numérique, c'est la première fois qu'un dialogue plus structuré et régulier est mis en place sur un

¹⁴ Dans ses résolutions sur les *Rapports annuels* de la BCE pour 2022 et 2023, le Parlement européen s'est félicité de « la nouvelle politique de communication de la BCE, qui comprend des moyens plus accessibles d'expliquer et de présenter les décisions de politique monétaire de la BCE aux citoyens et aux parties prenantes ». Dans sa résolution sur le *Rapport annuel 2021* de la BCE, le Parlement européen reconnaît « les efforts continus déployés par la BCE pour améliorer sa communication avec le Parlement » et convient, par ailleurs, avec la présidente Lagarde que « la BCE doit moderniser sa communication avec les citoyens sur ses politiques et leur incidence ».

¹⁵ Pour une analyse de la communication de la BCE lors des auditions devant le Parlement et des conférences de presse tenues à l'issue des réunions de politique monétaire du Conseil des gouverneurs, cf. Fraccaroli (N.), Giovannini (A.), Jamet (J-F.) et Persson (E.), « *Does the European Central Bank speak differently when in parliament?* », *The Journal of Legislative Studies*, vol. 28(3), août 2022, p. 421-447, qui montrent que la BCE utilise les audiences devant le Parlement essentiellement pour expliquer plus en détail les décisions de politique monétaire présentées initialement lors des conférences de presse, mais également pour les replacer dans un contexte plus large. L'étude souligne également une diminution de la complexité du langage et une plus grande clarté à la fois lors des conférences de presse et lors des auditions devant le Parlement au moment de la mise en œuvre de l'évaluation de la stratégie de la BCE.

¹⁶ Pour plus d'informations sur le projet d'euro numérique, cf. le [site internet de la BCE](#).

¹⁷ En juin 2023 la Commission européenne a présenté deux propositions législatives : une [Proposition de règlement du Parlement européen et du Conseil relatif au cours légal des billets de banque et des pièces en euros \(COM\(2023\) 364 final\)](#) ; et une [Proposition de règlement du Parlement européen et du Conseil établissant l'euro numérique \(COM\(2023\) 369 final\)](#).

¹⁸ Pour plus d'informations sur l'implication des parties prenantes, cf. le [site internet de la BCE](#).

thème spécifique. Le premier échange de vues public sur l'euro numérique a eu lieu en octobre 2020, et il y a eu dix échanges de ce type durant la neuvième législature, qui ont permis de maintenir les députés européens régulièrement informés de l'avancée du projet d'euro numérique ¹⁹. Cette approche est également unique en ce qu'elle suppose explicitement d'examiner la conception et les aspects opérationnels de l'euro numérique avec le Parlement européen avant qu'ils ne soient approuvés par le Conseil des gouverneurs de la BCE.

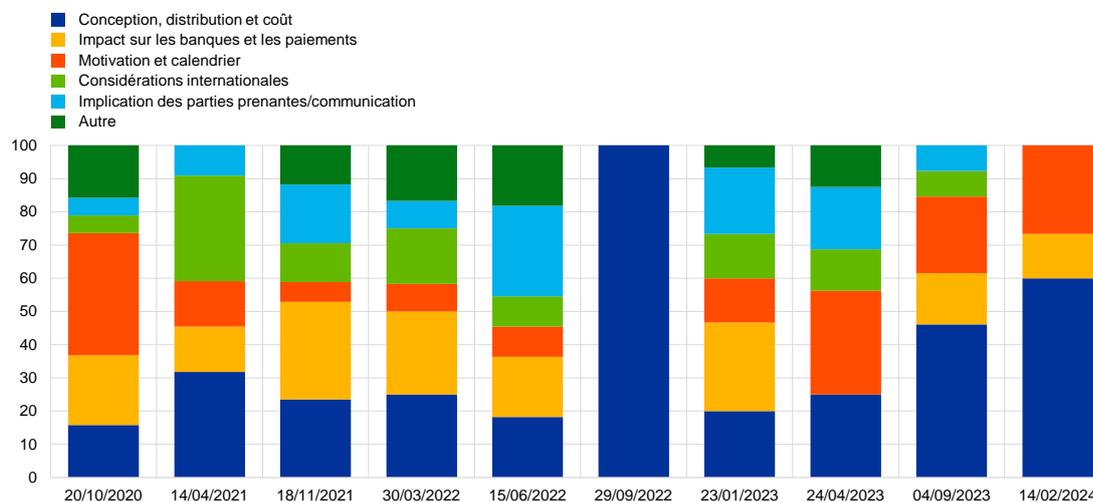
Au cours de ces échanges, les députés européens ont montré un vif intérêt pour différents sujets liés à l'euro numérique. Tout au long de la neuvième législature, ils se sont activement intéressés aux motivations à l'origine du projet d'euro numérique et au calendrier prévu par la BCE (graphique A). Initialement, davantage de questions étaient liées à l'impact qu'un euro numérique serait susceptible d'avoir sur les banques et les paiements. Avec le temps, à mesure qu'ont avancé les travaux de la BCE sur le projet et avec la proposition, par la Commission européenne, d'un projet de législation, les députés européens ont de plus en plus utilisé les échanges de vues pour demander des informations sur d'autres aspects de la conception, de la distribution et du coût d'un euro numérique. Les échanges réguliers, spécifiques avec le Parlement européen ont donc non seulement fourni aux députés européens une vue d'ensemble du projet d'euro numérique, mais aussi permis de favoriser la compréhension et le dialogue sur des aspects plus détaillés de l'euro numérique, comme le démontre également le fait que les questions portent de plus en plus spécifiquement sur un euro numérique au fil du temps (graphique B).

¹⁹ Ces échanges peuvent être consultés sur le site [internet de la BCE](#).

Graphique A

Questions posées lors des échanges de vues sur l'euro numérique devant la Commission ECON, par sujet, 2020-2024

(répartition des questions posées par les députés européens, en pourcentages)



Source : Calculs de la BCE sur la base de la classification manuelle des sujets abordés à l'occasion des échanges de vues au Parlement européen.

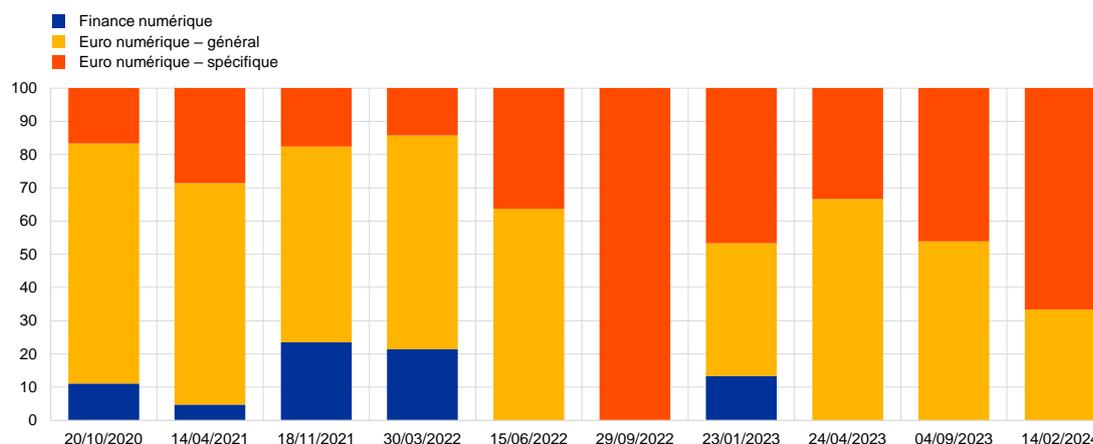
Notes : « Conception, distribution et coût » se rapporte aux questions liées aux aspects de la conception de l'euro numérique (par exemple, la protection de la vie privée ou la technologie), aux aspects liés à la distribution (par exemple, les applications mobiles pour l'euro numérique) et aux coûts (par exemple, le modèle d'indemnisation) ; « Impact sur les banques et les paiements » se rapporte aux questions qui mettent l'accent sur la manière dont l'euro numérique influera sur les modèles économiques actuels des banques (par exemple, rôle des plafonds de détention) et la manière dont un euro numérique coexistera avec les moyens de paiement numériques existants (par exemple, les systèmes de paiement par carte internationaux) ou les espèces ; « Motivation et calendrier » se rapporte aux questions liées à la motivation du projet (par exemple, pourquoi a-t-on besoin d'un euro numérique) et au calendrier du projet ; « Considérations internationales » se rapporte aux questions liées à l'utilisation potentielle d'un euro numérique en dehors de la zone euro, mais aussi au développement d'autres monnaies numériques de banque centrale (MNBC) dans le monde ; « Implication des parties prenantes/communication » se rapporte aux questions liées aux pratiques de la BCE en matière de dialogue avec l'ensemble des parties prenantes et de communication à destination du public ; « Autre » recouvre les questions qui ne rentrent dans aucune des catégories mentionnées ci-dessus.

L'échange de vues public du 29 septembre 2022 n'a eu lieu que quelques semaines après la publication de la sélection d'entreprises qui participeraient à l'exercice de prototypage de l'euro numérique ; cf. « *ECB selects external companies for joint prototyping of user interfaces for a digital euro* », MIP News, BCE, 16 septembre 2022. L'inclusion d'Amazon dans cette sélection a incité les députés européens à concentrer l'ensemble de leurs questions sur ce thème.

Graphique B

Questions des députés européens au fil du temps, 2020-2024

(part des sujets abordés par les députés européens au cours des échanges de vues sur l'euro numérique, en pourcentages)



Sources : Calculs manuels de la BCE sur la base des questions posées dans le cadre des échanges de vues publics avec le Parlement européen.

Notes : « Finance numérique » fait référence aux questions ciblant la finance numérique et les paiements numériques en général sans faire spécifiquement référence à un euro numérique. « Euro numérique – général » se rapporte aux questions générales sur l'euro numérique qui requièrent une compréhension élémentaire du projet. « Euro numérique – spécifique » fait référence aux questions détaillées sur l'euro numérique qui requièrent une connaissance approfondie du projet ou ciblent de nouveaux aspects abordés dans la déclaration introductive par le membre du Directoire de la BCE ou dans les publications récentes de la BCE.

L'échange de vues public du 29 septembre 2022 n'a eu lieu que quelques semaines après la publication de la sélection d'entreprises qui participeraient à l'exercice de prototypage de l'euro numérique ; cf. « *ECB selects external companies for joint prototyping of user interfaces for a digital euro* », MIP News, BCE, 16 septembre 2022. L'inclusion d'Amazon dans cette sélection a incité les députés européens à concentrer l'ensemble de leurs questions sur ce thème.

Outre les échanges réguliers avec la Commission ECON, la BCE a continué de renforcer son interaction avec le Parlement européen en lançant des formes supplémentaires de communication sur l'euro numérique. Des rapports d'étape réguliers sur l'euro numérique ont été communiqués à la Commission ECON lors de leur publication, et la présidente de la Commission ECON ainsi que la Commission dans son ensemble ont été tenues informées de tous les faits nouveaux majeurs via des notifications spécifiques²⁰. La BCE a également organisé de multiples séminaires techniques avec les services du Parlement européen afin de fournir des informations techniques supplémentaires sur le projet. De plus, comme pour d'autres propositions législatives, la BCE a publié deux avis sur le paquet « monnaie unique » et a entamé le dialogue avec les députés européens qui travaillent sur le sujet dans le cadre des délibérations législatives²¹.

L'engagement de la BCE pour un euro numérique s'étend également au-delà du Parlement européen à d'autres institutions de l'UE et acteurs du marché. La BCE a organisé des échanges réguliers avec les ministres des Finances de la zone euro et coopéré étroitement avec la Commission européenne pour examiner un large éventail de questions de politique économique et de questions juridiques et techniques soulevées par la possible introduction d'un euro numérique. De plus, étant donné l'implication des intermédiaires financiers, des commerçants et des consommateurs dans, respectivement, la distribution, l'acceptation et l'utilisation d'un éventuel euro numérique, la BCE dialogue de façon approfondie avec toutes les parties prenantes du marché via le Conseil des paiements de détail en euros (*Euro Retail Payments Board*, ERPB)²².

Les efforts en matière d'implication des parties prenantes dans l'euro numérique sont adaptés aux besoins de la phase en cours du projet d'euro numérique. La BCE est désormais dans la phase de préparation et les colégislateurs examinent la proposition législative. Cette proposition établit des obligations déclaratives détaillées après l'adoption du règlement, posant des jalons en matière de responsabilité et de transparence si un euro numérique était adopté. L'euro numérique est un projet européen commun et la BCE s'engage à dialoguer activement avec l'ensemble des parties prenantes tout au long du processus. Le Conseil des gouverneurs de la BCE ne prendra une décision sur l'émission d'un euro numérique qu'une fois l'acte législatif adopté par le Parlement européen et le Conseil.

3 Obligation de rendre compte et interactions avec le Parlement européen sur la période 2019-2024

La BCE a interagi régulièrement avec le Parlement européen au cours de sa neuvième législature, plus fréquemment encore que lors des précédentes législatures. Le nombre total d'échanges a augmenté au cours de la neuvième législature parlementaire, notamment en raison de l'engagement pour un euro

²⁰ Cf. « [Technical documents and research](#) » pour l'ensemble des travaux d'expérimentation, d'investigation et de préparation, les documents de recherche et les documents techniques liés aux travaux en cours sur l'euro numérique. Cf. « [All news & publications](#) » pour les lettres adressées publiquement aux députés européens.

²¹ Cf. l'[Avis de la Banque centrale européenne du 31 octobre 2023 relatif à l'euro numérique \(CON/2023/34\)](#) ; et l'[Avis de la Banque centrale européenne du 13 octobre 2023 sur une proposition de règlement relatif au cours légal des billets de banque et des pièces en euros \(CON/2023/31\)](#).

²² L'ERPB est composé de représentants de haut niveau des organisations professionnelles et représente un large éventail de parties prenantes. Cf. [Composition de l'ERPB](#).

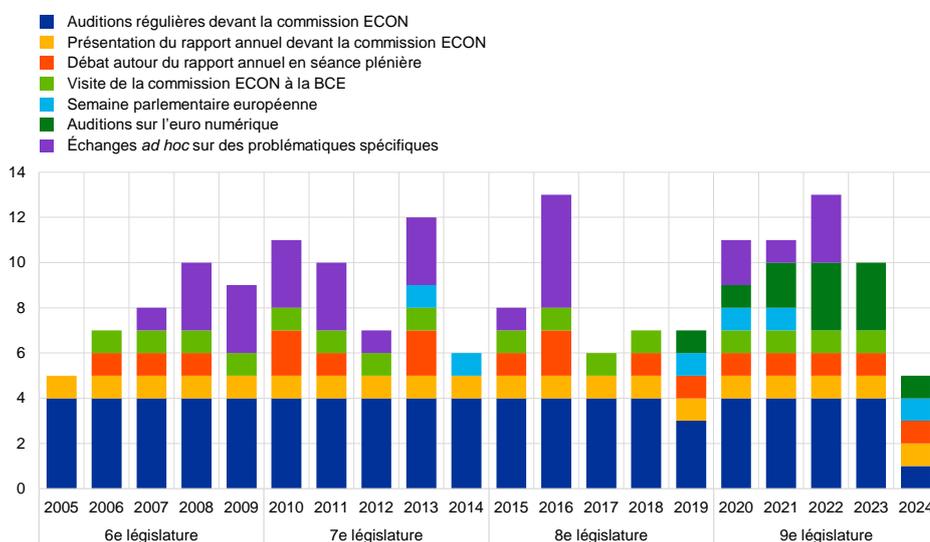
numérique et des autres échanges *ad hoc* (graphique 1, partie a). Dans le même temps, 175 réponses ont été apportées à des questions écrites. Ce nombre est inférieur à celui de la précédente législature, qui avait été marquée par une hausse exceptionnelle des questions, en particulier en 2015 et 2016, liée à la situation en Grèce et à l'instauration des mesures d'assouplissement quantitatif (graphique 1, partie b). Néanmoins, les députés européens ont largement utilisé ce canal pendant la première année de la pandémie, pour demander des informations sur les modalités du PEPP par exemple.

Graphique 1

Nombre d'échanges et de réponses aux questions écrites des députés européens

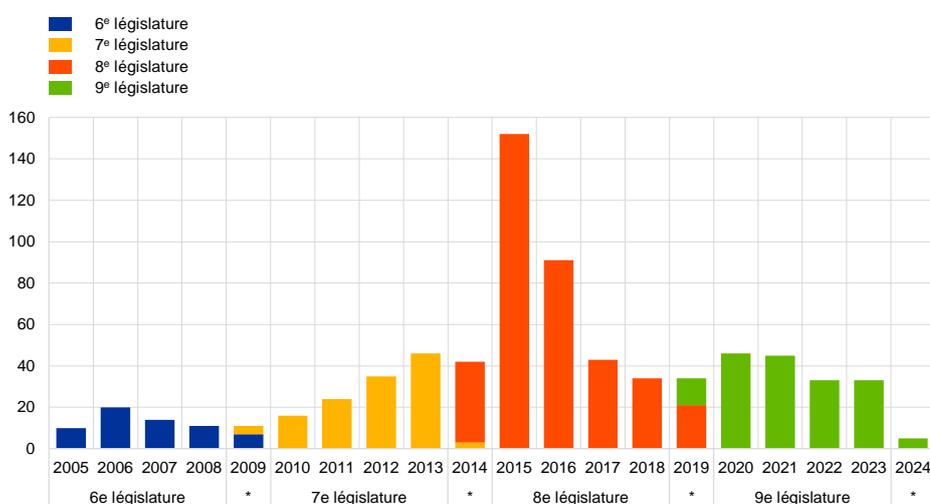
a) Échanges avec le Parlement européen

(en nombre par an)



b) Réponses aux questions écrites des députés européens

(en nombre par an)



Source : BCE.

Notes : Les astérisques désignent les années au cours desquelles se sont tenues des élections européennes. En 2024, seuls sont inclus les échanges et les questions écrites de la neuvième législature, les travaux du Parlement européen ayant été suspendus à partir de fin avril 2024 en raison des élections puis de la pause estivale de fin juillet à début septembre 2024. Chaque année depuis 2012, le Parlement européen organise la Semaine parlementaire européenne, qui rassemble des membres des parlements nationaux et du Parlement européen pour renforcer la coopération entre les parlements nationaux et le Parlement européen et contribuer à assurer la légitimité de la gouvernance économique et de la politique budgétaire dans l'UE, en particulier dans l'Union économique et monétaire (UEM).

Pour comprendre sur quels points les interactions des députés européens avec la BCE ont principalement porté, nous nous sommes intéressés aux sujets de leurs interventions lors des auditions trimestrielles devant la commission ECON. Évaluer la nature des interactions de la BCE avec le Parlement européen en matière d'obligation de rendre compte nécessite d'aller au-delà de la fréquence d'utilisation de ces canaux. Pour comprendre ce qui motive et différencie ces interactions, nous avons examiné les sujets que les députés européens

abordent lorsqu'ils interagissent avec la BCE dans le cadre de l'obligation de rendre compte.

Comme les députés européens adressent souvent de multiples questions de diverse nature à la BCE lors des auditions trimestrielles, nous avons employé un grand modèle de langage pour distinguer et classer leurs interventions.

Notre analyse est fondée sur un échantillon total de 100 transcriptions du Parlement européen issues des auditions régulières devant la commission ECON entre 1999 et 2024²³. Sur la plage de temps qui leur est impartie, les députés européens peuvent poser une ou plusieurs questions à la présidente de la BCE, y compris d'éventuelles questions de suivi. Nous avons d'abord utilisé le grand modèle de langage afin d'extraire les questions distinctes posées lors de chaque intervention d'un député européen²⁴. Nous avons ensuite utilisé le même modèle pour classer les sujets abordés dans chaque question²⁵. Nous avons autorisé le classement des questions dans plusieurs catégories de sujets, en raison de la possibilité de recoupements entre des sujets liés. Les interventions comportant plus d'une question et/ou abordant plus d'un sujet à la fois ont été pondérées de sorte que chaque intervention soit affectée du même poids global.

Les députés européens utilisent les échanges avec la BCE pour soulever un large ensemble de questions concernant plusieurs problématiques. La gamme de sujets abordés par les députés européens au cours des auditions trimestrielles devant la commission ECON est généralement large (graphique 2). Lors de la plupart des législatures parlementaires, les sujets les plus fréquemment abordés étaient la politique monétaire, la situation économique et ses perspectives, et la gouvernance économique. D'autres questions concernaient la gouvernance de la BCE ou des problématiques spécifiques aux différents États membres, ainsi que des sujets périodiques ou émergents liés à des événements ou à des changements relatifs aux politiques de l'UE ou de la BCE²⁶. Parmi ces derniers sujets figurent notamment la supervision bancaire et la stabilité financière, l'adoption de l'euro,

²³ Nous avons fusionné les ensembles de données de Ferrara *et al.* et de Massoc, et prolongé l'échantillon jusqu'en 2024. Nous avons exclu les présentations du rapport annuel devant la commission ECON et les auditions *ad hoc*, ainsi que les auditions portant sur l'euro numérique, en raison du manque de transcriptions fournies, de telle sorte que l'échantillon est constitué uniquement des auditions trimestrielles devant la commission ECON. Cf. Ferrara (F.M.), Masciandaro (D.), Moschella (M.) et Romelli (D.), « *Political voice on monetary policy: Evidence from the parliamentary hearings of the European Central Bank* », *European Journal of Political Economy*, vol. 74, septembre 2022 ; et Massoc (E.), « *How MEPs hold the ECB accountable* », Inter-university Consortium for Political and Social Research, juin 2022.

²⁴ Les questions distinctes sont celles qui portent sur différentes problématiques spécifiques ou examinent des angles différents. Les questions de suivi dans le cadre desquelles les députés européens posent une question supplémentaire, plutôt que de clarifier une question précédente, sont traitées comme des interventions séparées. Les instructions de classification précisent en outre que les questions doivent être tirées mot pour mot de l'intervention et que les questions reformulées ayant la même signification (autrement dit, des doublons) émises par le même député ne doivent être comptées qu'une seule fois. Nous fournissons au modèle (GPT-4o mini de OpenAI) les interventions complètes de chaque député, avec pour instruction de considérer comme du contexte également les parties de l'intervention qui ne constituent pas la question afin de déterminer le découpage de la question et le sujet. Nous avons également précisé que les interventions incluent généralement une à trois questions, même si ce chiffre peut être plus élevé dans de rares cas, et que, exceptionnellement, une intervention peut ne comprendre aucune question. Le nombre moyen de questions au cours d'une intervention est de 2,12, avec plus de 90 % des interventions incluant une à trois questions.

²⁵ Nous avons fourni un ensemble de 11 catégories de sujets.

²⁶ Les problématiques propres aux États membres incluent des sujets tels que les programmes d'aide financière, les évolutions économiques ou financières des pays et le processus de Brexit.

les taux de change, le changement climatique, les monnaies numériques de banque centrale et les crypto-actifs/stablecoins.

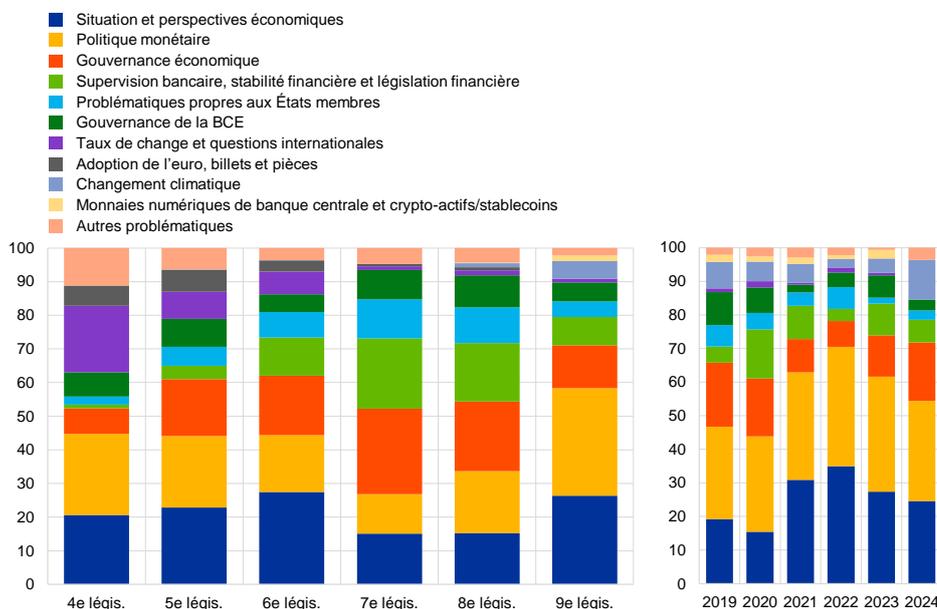
L'importance relative des différents sujets varie dans le temps ; la politique monétaire, la situation et les perspectives économiques ont été au centre des préoccupations au cours de la neuvième législature parlementaire.

La répartition des sujets a fortement fluctué au fil du temps. La politique monétaire comme la situation et les perspectives économiques étaient de loin les sujets les plus discutés au cours de la dernière législature. La gouvernance économique, notamment les problématiques liées au cadre budgétaire de l'UE, est également demeurée un sujet de discussion relativement populaire, bien que moins souvent abordé qu'au cours des précédentes législatures. Ces trois sujets ont représenté près de 70 % des questions posées lors de la neuvième législature, soit une plus grande concentration qu'au cours des précédentes législatures. En revanche, les députés européens ont posé moins de questions sur la supervision bancaire, la stabilité financière et les problématiques propres aux États membres lors de la neuvième législature. Dans le même temps, le nombre de questions sur le changement climatique a augmenté, ce sujet gagnant de l'importance dans l'agenda politique de l'UE et en raison des mesures prises par la BCE pour intégrer le changement climatique à ses propres politiques.

Graphique 2

Sujets abordés lors des auditions trimestrielles devant la commission ECON, par législature parlementaire et par année au cours de la neuvième législature

(en part de questions posées par les membres du Parlement européen, en pourcentages)



Source : Calculs de la BCE.

Notes : Sur la base de 100 auditions devant la commission ECON entre 1999 et 2024. Au cours de la classification, le modèle produit un petit nombre de valeurs aberrantes qui ne sont automatiquement placées dans aucune des catégories de sujets prédéfinies. Elles représentent moins de 1 % des questions des députés européens au total et ont été placées manuellement dans les catégories correspondantes.

Lors des auditions qui se sont déroulées au cours de la neuvième législature, les questions sur la politique monétaire et plus particulièrement sur la

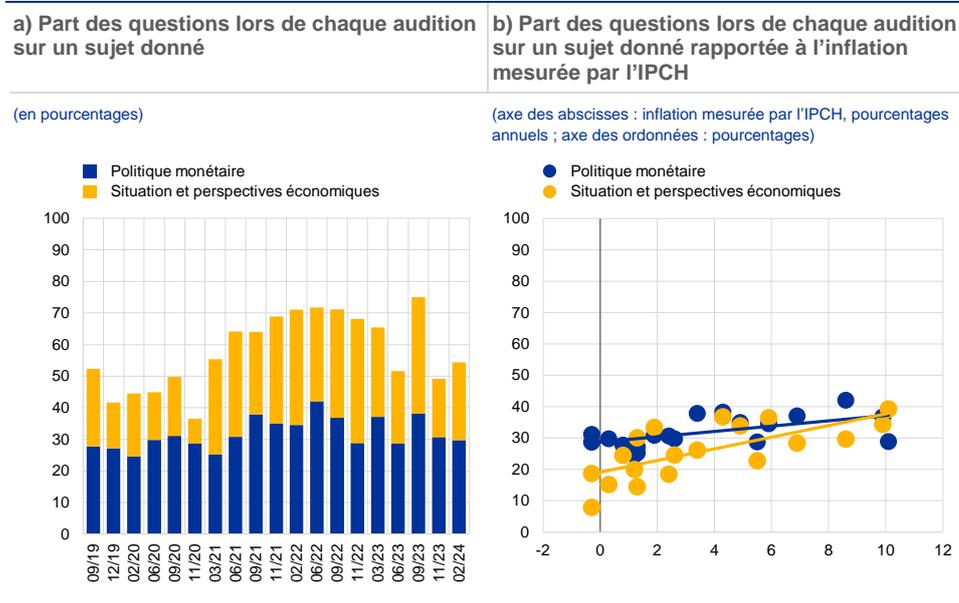
situation économique sont devenues plus fréquentes à mesure que l'inflation augmentait dans la zone euro. Le début de la pandémie et le lancement du PEPP en mars 2020 ont été suivis d'une légère augmentation des questions sur la politique monétaire (graphique 3, partie a). Une autre petite hausse a été observée lors de l'audition de septembre 2021, la première après l'annonce relative à l'évaluation de la stratégie en juillet 2021. Ensuite, quand l'inflation de la zone euro a commencé à s'établir à des niveaux historiques à la suite de la pandémie et de l'invasion de l'Ukraine par la Russie, la part de questions sur la politique monétaire s'est de nouveau accrue, atteignant un pic à près de 40 % en juin 2022 lorsque le Conseil des gouverneurs a indiqué son intention de relever les taux. À partir de 2021, les députés européens ont également posé plus souvent des questions relatives à la situation et aux perspectives économiques, en particulier à la suite de la hausse importante de l'inflation. Les auditions qui se sont tenues en période de forte inflation ont donné lieu à un plus grand nombre de questions sur la situation économique et, bien que dans une moindre mesure, sur la politique monétaire (graphique 3, partie b) ^{27, 28}.

²⁷ Ce lien se vérifie également largement sur l'ensemble de l'échantillon d'auditions des 25 dernières années. La corrélation entre la part de questions sur la politique monétaire et la hausse des prix mesurée par l'IPCH sur l'ensemble de l'échantillon d'auditions entre 1999 et 2024 est de 0,42. Cette corrélation monte à 0,58 au cours de la neuvième législature parlementaire. La corrélation avec la part de questions sur l'économie est de 0,50 pour l'échantillon complet et de 0,71 pour la neuvième législature parlementaire. La différence entre la part de questions sur la politique monétaire et celle des questions sur la situation et les perspectives économiques au cours de la neuvième législature est statistiquement significative au niveau de confiance de 90 %.

²⁸ Ces conclusions rejoignent celles de la littérature, selon lesquelles les auditions parlementaires de la BCE, du Système fédéral de réserve et de la Banque d'Angleterre se concentrent généralement sur l'objectif statutaire de la banque centrale, et que ce phénomène s'accroît lorsque l'inflation s'écarte de la cible de la banque centrale. Le sentiment est également plus négatif lorsque l'écart entre l'inflation et la cible d'inflation de la banque centrale s'élargit, davantage lorsque ces écarts sont inflationnistes que quand ils sont déflationnistes par rapport à la cible. Cf. Fraccaroli (N.), Giovannini (A.), Jamet (J-F), et Persson (E.), « *Central Banks in Parliaments: A Text Analysis of the Parliamentary Hearings of the Bank of England, the European Central Bank, and the Federal Reserve* », *International Journal of Central Banking*, vol. 19(2), juin 2023, p. 543-600.

Graphique 3

Part des questions des députés européens portant sur la politique monétaire et la situation économique lors d'auditions individuelles et rapportée à l'inflation mesurée par l'IPCH (2019-2024)



Source : Calculs de la BCE.

Notes : Sur la base des auditions devant la commission ECON au cours de la neuvième législature parlementaire. Les lignes continues dans la partie b sont des lignes de tendance linéaire ajustées aux données.

Les questions ont souvent porté sur la politique monétaire et la situation économique.

La politique monétaire, comme d'autres sujets, a été plus souvent mentionnée en combinaison avec un autre sujet qu'évoquée séparément. Au cours de la neuvième législature parlementaire, près de 80 % des questions des députés européens portaient sur deux sujets, et environ 20 % ne portaient que sur un seul sujet²⁹. Si nous examinons plus particulièrement ces questions à sujets multiples, nous observons que celles qui portent à la fois sur la politique monétaire et la situation économique constituent la combinaison la plus fréquente au cours de la neuvième législature (33 % du total des questions ; graphique 4). Toutefois, plusieurs autres regroupements de sujets apparaissent, reflétant le riche dialogue sur l'obligation de rendre compte et l'interconnexion des domaines d'action. Les questions touchant à la fois la politique monétaire et la gouvernance économique (9 %) ou la politique monétaire et le changement climatique (4 %) étaient également relativement fréquentes, soulignant cette interconnexion. Par rapport à la huitième législature, la part des questions sur la politique monétaire et la situation économique a fortement augmenté (elle était de 14 % lors de la huitième législature, et il s'agissait alors également de la combinaison de sujet la plus fréquente), reflétant les chocs économiques au cours de la neuvième législature et leurs implications pour la politique monétaire³⁰.

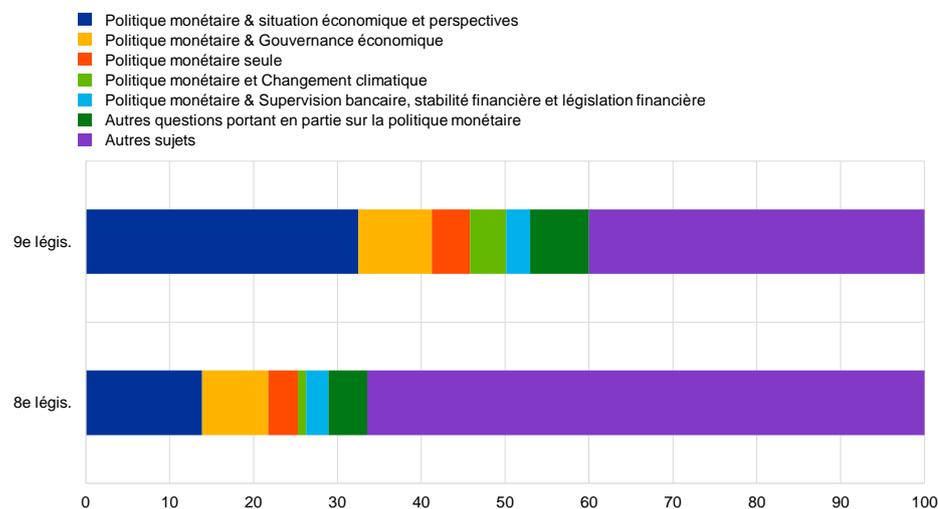
²⁹ Au cours des législatures parlementaires, la part des questions portant sur deux sujets a constamment augmenté, tandis que les questions portant sur plus de deux sujets sont restées très rares.

³⁰ Au cours de la huitième législature, 11 % des questions portaient sur la gouvernance économique et des problématiques propres aux États membres, tandis que 8 % des questions portaient sur la gouvernance économique et la politique monétaire.

Graphique 4

Part des questions liées à la politique monétaire lors des auditions trimestrielles devant la commission ECON au cours des huitième et neuvième législatures parlementaires

(en pourcentages)



Sources : Calculs de la BCE.

Notes : Sur la base de 100 auditions trimestrielles devant la commission ECON entre 1999 et 2024. Les combinaisons de sujets qui incluent à la fois la politique monétaire et un autre sujet, mais qui représentent moins de 2,5 % des questions en moyenne au cours des huitième et neuvième législatures, sont regroupées dans la catégorie « Autres questions portant en partie sur la politique monétaire ».

Encadré 2

Obligation de rendre compte de la BCE en matière de supervision bancaire

Laudine Goumet et Lise Handal

La mise en place du mécanisme de surveillance unique (MSU) et, par la suite, de la supervision bancaire de la BCE en 2014 se sont accompagnées de l'introduction d'un cadre spécifique régissant l'obligation de rendre compte³¹. Le règlement MSU³² dispose que la supervision bancaire de la BCE est responsable devant le Parlement européen et le Conseil de l'UE. Ces dispositions sont précisées encore dans l'accord interinstitutionnel entre le Parlement européen et la BCE et dans le protocole d'accord avec le Conseil de l'UE. Leur application pratique est expliquée plus en détail dans le rapport annuel de la BCE sur ses activités prudentielles³³.

Le présent encadré fournit une vue d'ensemble des obligations de rendre compte de la supervision bancaire de la BCE devant le Parlement européen, qui font l'objet de dispositions spécifiques et sont distinctes des obligations de rendre compte de la BCE en tant que banque centrale, et il met en évidence les tendances des interactions liées à l'obligation de rendre compte en matière prudentielle au cours de la neuvième législature. Dans la pratique, l'obligation de rendre compte de la supervision bancaire de la BCE devant le Parlement européen est assurée par des canaux formels et informels (cf. tableau A). Il s'agit d'une obligation distincte en raison du mandat unique de

³¹ Cf. l'article 127(6) du TFUE.

³² Règlement (UE) n° 1024/2013 du Conseil du 15 octobre 2013 confiant à la Banque centrale européenne des missions spécifiques ayant trait aux politiques en matière de surveillance prudentielle des établissements de crédit (JO L 287, 29.10.2013, p. 63).

³³ Cf. le rapport annuel de la BCE sur ses activités prudentielles en 2023, en particulier le chapitre 5 sur la structure organisationnelle de la supervision bancaire de la BCE.

la supervision bancaire de la BCE et de la structure de l'union bancaire, dans laquelle les autorités nationales compétentes supervisent les banques moins importantes. Parmi d'autres considérations, la diversité des outils de supervision, l'absence d'un objectif de supervision quantifiable unique et la confidentialité des données bancaires posent des défis distincts en matière de surveillance. Par conséquent, les obligations de rendre compte de la supervision bancaire de la BCE incluent des échanges plus informels et à huis clos avec le Parlement européen que ce n'est le cas dans le cadre de l'activité de banque centrale, ainsi que des droits supplémentaires pour les parlementaires nationaux ³⁴.

Tableau A

Canaux d'exercice de l'obligation de rendre compte entre la supervision bancaire de la BCE et le Parlement européen (formels et informels)

Catégorie	Canaux d'exercice de l'obligation de rendre compte
Exigences prévues par l'accord interinstitutionnel	
Section I.1	La BCE soumet au Parlement européen, au Conseil de l'UE, à la Commission et à l'Eurogroupe un rapport annuel sur ses activités prudentielles et le présente sous la forme d'une audition publique devant la commission ECON.
Section I.2	La BCE participe aux auditions publiques ordinaires semestrielles devant la commission ECON.
Section I.2	La BCE peut être invitée à des échanges <i>ad hoc</i> et à des réunions confidentielles avec la commission ECON.
Section I.3	La BCE répond aux questions écrites des membres du Parlement européen.
Section I.4	La BCE transmet également au Parlement européen un compte rendu pertinent des débats du conseil de surveillance prudentielle, y compris une liste annotée des décisions.
Pratiques informelles	
Depuis 2015	Invitation annuelle des membres de la commission ECON à la BCE avec une session consacrée à la supervision bancaire.
Depuis 2017	Réponse de la supervision bancaire de BCE à la résolution du Parlement européen relative au rapport annuel sur l'union bancaire.
Depuis 2020	Transmission d'une liste trimestrielle actualisée des établissements importants et des informations sur les consultations publiques de la supervision bancaire de la BCE.
Régulièrement	Réunions bilatérales avec des membres du Parlement européen.

Sources: Accord interinstitutionnel et analyse des services de la BCE.

Notes : Les pratiques informelles sont les canaux informels d'exercice de l'obligation de rendre compte entre le Parlement européen et la BCE, établis et maintenus sur la base du volontariat sans mandat juridique.

Au cours de la neuvième législature, la présidente du conseil de surveillance prudentielle a reçu 51 lettres de députés européens et a participé à 15 auditions publiques, y compris des auditions régulières et des échanges *ad hoc* ³⁵. La présidente a également participé à 12 réunions à huis clos avec des membres du groupe de travail sur l'union bancaire. Ces réunions à huis clos ne sont pas publiques et sont exclues de la présente évaluation.

Le nombre et les sujets des questions posées par les membres du Parlement européen dans les lettres et les auditions publiques ont varié au fil du temps et ont été largement déterminés par les événements, reflétant les grands enjeux politique et relatifs au secteur bancaire. Si le nombre de questions posées lors des auditions publiques est resté stable en raison de la régularité du calendrier, celui des questions écrites a diminué au cours de la neuvième législature, une tendance

³⁴ Ces séances à huis clos (également appelées *in-camera meetings*) sont généralement organisées avec les membres du Groupe de travail sur l'union bancaire, un sous-groupe spécialisé de la commission ECON qui se concentre sur les questions liées à l'union bancaire. Cela inclut la surveillance et la réglementation des banques au sein de la zone euro, avec une attention particulière portée au MSU et au mécanisme de résolution unique (MRU).

³⁵ La présidente est généralement invitée à participer à trois auditions par an, mais seulement deux ont eu lieu en 2020 en raison de la pandémie, tandis qu'une audition *ad hoc* a été organisée en mars 2023 conjointement avec le président de l'Autorité bancaire européenne pour discuter des faillites de la *Silicon Valley Bank* et du *Credit suisse*.

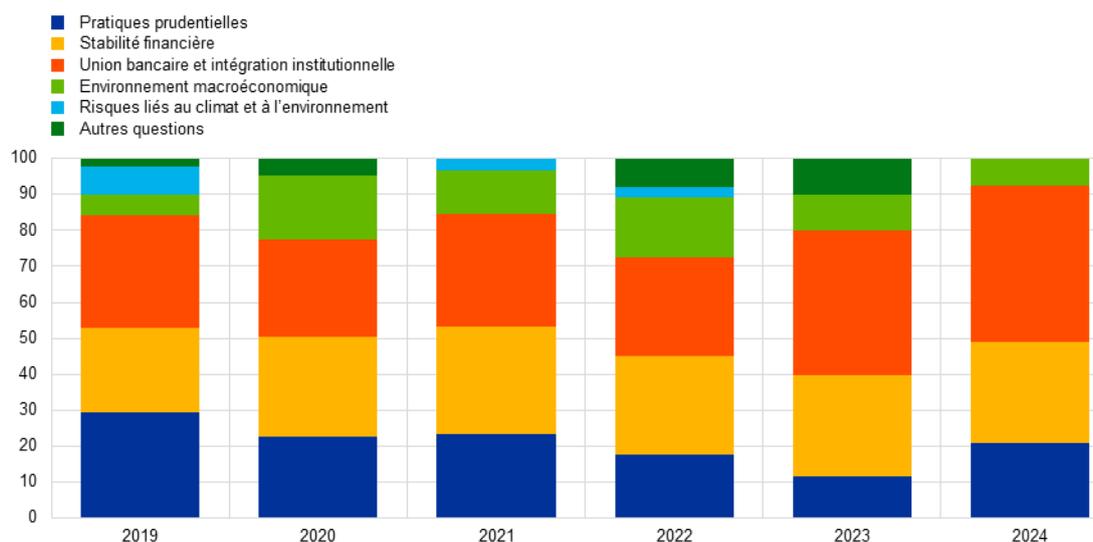
également observée sur les fonctions de banque centrale de la BCE (graphique A)³⁶. Comme le montre le graphique A, sur la base d'une classification fondée sur un grand modèle de langage, les membres du Parlement semblent préférer le caractère immédiat et la nature publique des auditions pour les discussions sur la politique de l'UE et les domaines clés de l'union bancaire (représentant 33 % de toutes les questions lors des auditions), les risques pesant sur la stabilité financière (28 %) et les pratiques prudentielles (21 %). Les questions étaient notamment liées à la pandémie, à la guerre menée par la Russie en Ukraine et aux perturbations sur les marchés en 2023. En revanche, les lettres des membres du Parlement européen concernaient des sujets plus spécifiques et moins immédiats, tels que des questions sur les décisions prudentielles *ex post* (représentant 43 % de toutes les questions posées par lettre), les risques pesant sur le secteur financier et l'approche prudentielle correspondante (24 %), ainsi que des questions sur des cas spécifiques concernant des banques individuelles (17 %).

Graphique A

Part des questions posées lors des auditions publiques et nombre total de questions des députés européens posées par lettre à la présidente du conseil de surveillance prudentielle chaque année au cours de la neuvième législature du Parlement européen

a) Sujets des questions posées lors des auditions publiques devant la commission ECON

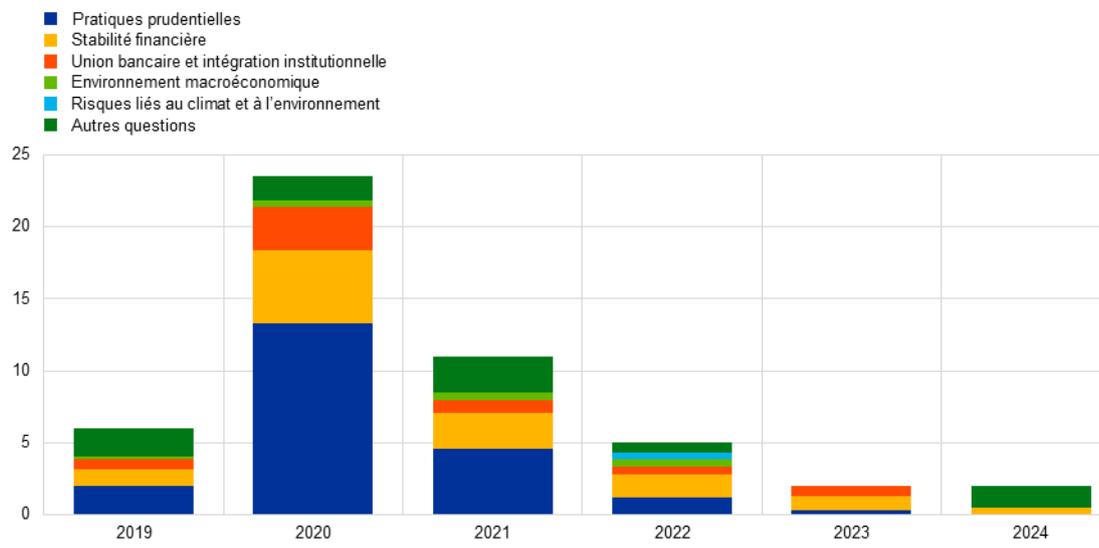
(en pourcentages)



³⁶ Il convient de noter que seule la période allant de juillet (le début de la neuvième législature) à décembre a été prise en compte pour l'année 2019.

b) Sujets des questions écrites posées par députés européens

(nombre de lettres)



Source : Calculs de la BCE.

Notes : La partie a) montre les pourcentages pondérés des questions posées lors des auditions publiques ordinaires et *ad hoc* auxquelles la présidente du conseil de surveillance prudentielle a été invitée : trois auditions en 2019, deux en 2020, trois en 2021, trois en 2022, quatre en 2023 et une en 2024. La partie b) montre le nombre total de questions écrites envoyées par les membres du Parlement européen au cours de la neuvième législature, la part des sujets dans ce nombre reflétant une pondération fondée sur le nombre de questions et de sujets dans chaque lettre. La catégorie « Autres questions » inclut des questions portant sur la protection des consommateurs et les banques individuelles.

4 Conclusion

L'intensification des interactions entre la BCE et le Parlement européen au cours de la neuvième législature parlementaire souligne l'engagement de la BCE à rendre compte de ses mesures.

Ces interactions ont dépassé le simple respect des exigences procédurales entre la BCE et le Parlement européen, renforçant la qualité et la profondeur des engagements des deux institutions. La signature de l'échange de lettres entre les présidentes de la BCE et du Parlement européen en juin 2023 a constitué un tournant dans la codification des dispositions vis-à-vis du Parlement européen en matière d'obligation de rendre compte, et témoigne de leur engagement mutuel pour renforcer la responsabilité de la BCE. En outre, en traitant des problématiques spécifiques par le biais de formats flexibles et d'auditions dédiées au cours de la législature parlementaire, la BCE est restée attentive à l'évolution des défis et aux demandes en matière de surveillance. À cet égard, l'une des innovations principales au cours de la neuvième législature a été l'introduction d'échanges publics réguliers sur un euro numérique, mais le nombre d'autres échanges de vues *ad hoc* a également augmenté. De la même manière, la BCE et le Parlement européen ont cherché à rendre les auditions régulières de la présidente de la BCE plus interactives. Ensemble, ces innovations ont contribué à accroître la transparence des mesures prises par la BCE et à améliorer la sensibilisation des citoyens et de leurs représentants.

Un dialogue actif et flexible avec le Parlement européen concernant l'obligation de rendre compte demeure crucial, alors que la BCE fait face à l'incertitude économique et aux transformations structurelles de la zone euro

et de l'économie mondiale. Les dispositions en matière d'obligation de rendre compte convenus dans l'échange de lettres, ainsi que le précédent établi par les interactions et innovations intensives dans les échanges avec le Parlement européen au cours de la neuvième législature parlementaire posent également des bases solides pour un dialogue robuste sur l'obligation de rendre compte, alors que la BCE réagit et s'adapte aux défis futurs, qu'ils soient conjoncturels ou structurels. Conjointement avec le Parlement européen, la BCE veille à ce que ses pratiques en matière d'obligation de rendre compte continuent de répondre aux demandes de surveillance, pour garantir la légitimité démocratique de ses actions.

2 Enquête sur l'accès des entreprises au financement : politique monétaire, conditions économiques et de financement et anticipations d'inflation

Annalisa Ferrando, Sara Lamboglia, Judit Rariga, Nicola Benatti et Ioannis Gkrintzalis

1 Introduction

L'enquête sur l'accès des entreprises au financement (SAFE) fournit une vue d'ensemble complète des conditions économiques et de financement des entreprises dans la zone euro¹. L'enquête SAFE, lancée en 2009, est une

enquête menée dans la zone euro conjointement par la Banque centrale européenne (BCE) et la Commission européenne. Elle fournit des informations cruciales sur les conditions de financement des entreprises, leurs performances économiques et, plus récemment, leurs anticipations s'agissant des prix de vente, des salaires, du nombre de salariés et de la hausse globale des prix à la consommation dans la zone euro. L'enquête fournit à la BCE des données très instructives qui alimentent directement le processus décisionnel de la politique monétaire.

L'enquête donne un aperçu complet et utile des entreprises de la zone euro, en mettant particulièrement l'accent sur les petites et moyennes entreprises (PME). Malgré le rôle important joué par les PME dans la croissance économique et l'emploi, les données relatives aux décisions de financement des PME ont eu tendance à être plutôt rares. Les PME dépendant principalement du financement bancaire, cette enquête fournit des informations importantes sur la transmission de la politique monétaire par le canal bancaire.

Les analyses fondées sur les données SAFE ont constamment démontré que la politique monétaire affecte les perceptions par les entreprises des conditions de financement actuelles, ainsi que leurs anticipations concernant l'accès futur au financement externe. Ces perceptions et ces anticipations sont essentielles dans la mesure où elles influencent les performances économiques réelles des entreprises, comme le reflètent leurs décisions en matière d'investissement et d'emploi, ainsi que la croissance globale du PIB dans la zone euro.

De nouvelles questions quantitatives sur les anticipations des entreprises relatives aux prix et aux coûts fournissent désormais des informations supplémentaires, ce qui renforce l'importance de l'enquête dans l'élaboration de la politique monétaire. Par conséquent, cette enquête enrichit les enquêtes existantes de la BCE sur les anticipations d'inflation des ménages, des économistes

¹ Cet article couvre les résultats depuis la troisième campagne d'enquête, d'avril à septembre 2010, et jusqu'à la 31^e campagne, d'avril à juin 2024.

et des intervenants de marché avec ses données sur les anticipations de hausse des prix à la consommation des entreprises, ainsi qu'avec ses questions sur les prix de vente et les salaires attendus par les entreprises ².

En 2024, la fréquence des campagnes d'enquête est passée de semestrielle à trimestrielle afin de répondre au besoin de disposer de données plus actuelles. Cela a permis de collecter des données plus récentes, ce qui est particulièrement important durant les périodes de turbulences économiques et de changements rapides de politique, ainsi que d'inclure des questions *ad hoc* sur des sujets très pertinents, tels que l'impact du changement climatique ou les facteurs influençant les variations du nombre moyen d'heures travaillées ³.

Le présent article est structuré comme suit. La section 2 illustre comment la politique monétaire affecte l'accès des entreprises au financement ; elle est suivie d'un encadré examinant les co-mouvements entre les indicateurs fondés sur l'enquête SAFE et les indices des marchés financiers. La section 3 s'attache plus particulièrement à l'impact des crises économiques sur les performances des entreprises, tandis que la section 4 examine les évolutions futures du PIB. Enfin, la section 5 présente les nouveaux modules sur les anticipations des entreprises relatives aux prix de vente, aux salaires et à l'inflation.

2 Éléments indiquant la transmission de la politique monétaire à l'accès des entreprises au financement

Les indicateurs de financement fondés sur les prix et sur les quantités, tirés des données d'enquêtes, permettent de mesurer les effets de la politique monétaire sur les conditions de financement des entreprises. Ces indicateurs précisent les changements perçus par les entreprises dans la tarification et les modalités et conditions de financement, qui comprennent les taux d'intérêt des banques et les autres coûts du financement bancaire tels que les charges, frais et commissions. Les entreprises font également état des changements perçus en termes d'offre et de demande de prêts bancaires, ainsi que d'écart de financement entre l'offre et la demande ⁴. Les anticipations des entreprises concernant les évolutions futures de la disponibilité des prêts bancaires au cours des six prochains mois, ainsi que la disponibilité d'autres sources de financement externe, sont également incluses dans le questionnaire de l'enquête.

Les indicateurs tirés d'enquêtes relatifs aux conditions de financement au niveau des entreprises fournissent des indications sur les étapes « en aval »

² La BCE collecte des informations sur les anticipations d'inflation des ménages dans le cadre de l'enquête sur les anticipations des consommateurs ; des économistes professionnels dans le cadre de l'enquête des prévisionnistes professionnels et des intervenants de marché dans le cadre de l'enquête auprès des analystes monétaires.

³ Cf. l'encadré intitulé « Le changement climatique, l'investissement vert et le financement des entreprises de la zone euro – résultats de l'enquête SAFE », *Bulletin économique*, n° 6, BCE, 2023, et le rapport SAFE pour le deuxième trimestre 2024.

⁴ Pour plus de détails sur l'indicateur de l'écart de financement introduit en 2013, cf. Ferrando (A.) *et al.*, « *Measuring the opinion of firms on the supply and demand of external financing in the euro area* », *IFC Bulletin*, n° 36, Banque des règlements internationaux, 2013, et l'encadré 1 du présent article.

de la transmission de la politique monétaire. Aux premières étapes « en amont » de ce mécanisme, on observe la transmission des taux d'intérêt directeurs de la BCE aux taux d'intérêt sans risque et aux rendements souverains. Les variations des coûts du financement de marché ⁵ influencent, directement ou indirectement (par exemple via les banques), les coûts et les volumes de financement « en aval » des entreprises, notamment les écarts de financement. L'encadré 1 montre que les variables des marchés financiers présentent un fort co-mouvement avec l'écart de financement et contribuent à sa dynamique au fil du temps.

De 2010 à ce jour, les données d'enquêtes montrent que les perceptions par les entreprises de leurs conditions de financement peuvent être décomposées en quatre phases principales (graphiques 1 et 2). Ces phases reflètent globalement les décisions de politique monétaire de la BCE au cours de cette période ⁶. La première phase, du lancement de l'enquête au premier trimestre 2014, a consisté en l'introduction de plusieurs mesures non conventionnelles de politique monétaire et l'annonce du programme d'opérations monétaires sur titres (*Outright Monetary Transactions, OMT*). Durant la deuxième phase, allant du deuxième trimestre 2014 jusqu'à peu avant l'apparition de la pandémie de COVID-19, la BCE a élargi sa panoplie d'instruments afin d'assouplir les conditions de financement. La troisième phase a commencé avec le début de la pandémie et s'est achevée avant le premier relèvement des taux directeurs de la BCE en juillet 2022. La dernière phase a été marquée par de multiples hausses des taux d'intérêt de la BCE en réponse à une brusque augmentation de l'inflation et aux anticipations d'inflation durablement élevées.

Durant la première phase, un pourcentage net élevé, mais en baisse, d'entreprises ont fait état d'une augmentation des taux d'intérêt (graphique 1) et d'écarts de financement positifs (graphique 2). La crise de la dette souveraine a principalement affecté négativement la disponibilité des prêts bancaires, les banques ayant eu des difficultés à obtenir de la liquidité sur le marché interbancaire, ce qui a entraîné des conditions d'octroi de prêts divergentes entre les pays de la zone euro. Pour remédier à ces difficultés, la BCE a introduit plusieurs mesures non conventionnelles de politique monétaire et a réduit ses taux d'intérêt. Le discours de fin juillet 2012 de l'ancien président, Mario Draghi, sur le « [quoi qu'il en coûte](#) », et l'annonce du programme d'OMT qui a suivi ont marqué un tournant pour la zone euro, entraînant une contraction immédiate des écarts de rendement des obligations souveraines à des niveaux plus soutenables. Cette baisse a atténué les problèmes de financement du secteur bancaire, rétabli la dynamique du crédit bancaire et amélioré les conditions de financement globales. À la fin de cette phase, les entreprises ont fait état, en termes nets, d'une baisse des taux d'intérêt et d'écarts de financement positifs, mais plus faibles, indiquant une meilleure disponibilité des prêts bancaires (c'est-à-dire que l'offre de prêts a dépassé la demande de prêts).

⁵ Les entreprises supportent ces coûts de financement de marché lorsqu'elles lèvent des capitaux sur les marchés financiers, par exemple en émettant des obligations ou des actions.

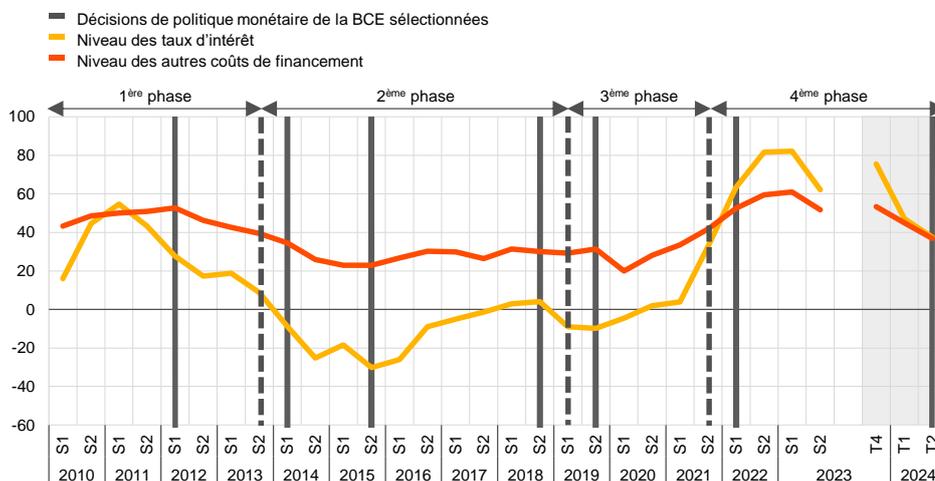
⁶ Pour une analyse détaillée des décisions de politique monétaire prises par la BCE durant ces périodes, cf. Lane (P.R.), « [The 2021-2022 inflation surges and monetary policy in the euro area](#) », *The ECB blog*, 11 mars 2024, et Rostagno (M.), Altavilla (C.), Carboni (G.), Lemke (W.), Motto (R.), Saint Guilhem (A.) et Yiangou (J.), « [Monetary Policy in Times of Crisis : A Tale of Two Decades of the European Central Bank](#) », *Oxford University Press*, 2021.

Graphique 1

Modifications de la tarification et des modalités et conditions des prêts bancaires

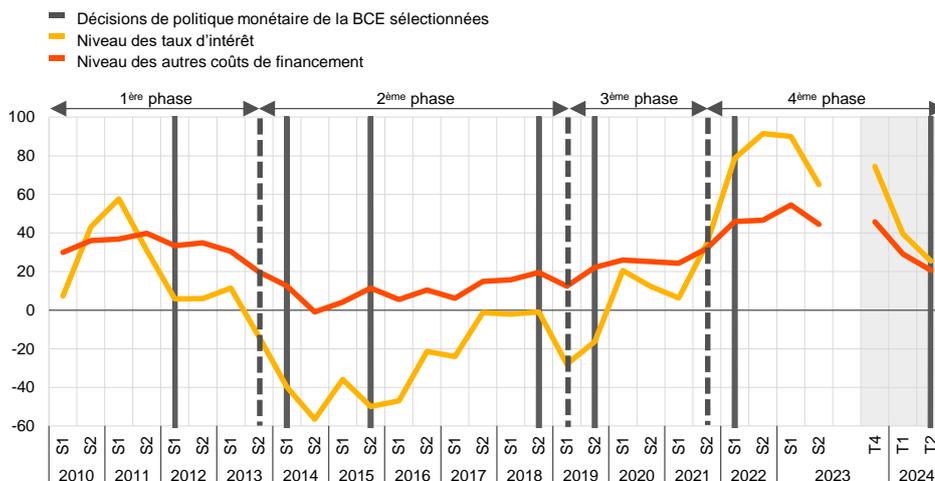
a) Petites et moyennes entreprises

(pourcentages nets)



b) Grandes entreprises

(pourcentages nets)



Source : Enquête sur l'accès des entreprises au financement.

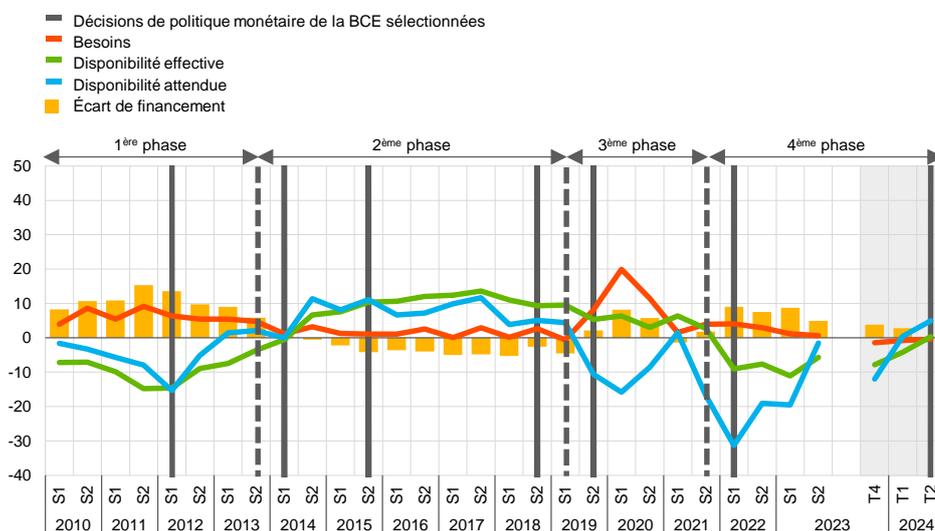
Notes : Les données se fondent sur les entreprises ayant fait une demande de prêt bancaire (y compris les prêts bancaires subventionnés), de ligne de crédit, ou de découvert bancaire ou de carte de crédit. Les participants qui ont répondu « non applicable » ou « ne sait pas » ont été exclus. Les pourcentages nets correspondent à la différence entre le pourcentage des entreprises déclarant qu'un facteur donné a augmenté et le pourcentage de celles faisant état d'une diminution. Sur l'axe des abscisses, S1 correspond à la période de référence allant du deuxième trimestre au troisième trimestre, tandis que S2 se rapporte à la période de référence allant du quatrième trimestre au premier trimestre de l'année suivante. Les segments grisés du graphique reflètent les réponses à la même question, mais sur une base trimestrielle. Les lignes verticales en pointillés indiquent les différentes phases des conditions de financement. La première phase débute avec le lancement de l'enquête et se termine au premier trimestre 2014 ; la deuxième phase s'étend du deuxième trimestre 2014 jusqu'à peu avant l'apparition de la pandémie de COVID-19 ; la troisième phase commence avec l'apparition de la pandémie et se termine au premier trimestre 2022 et la dernière phase débute au deuxième trimestre 2022. S'agissant des lignes verticales grises, la première représente l'annonce du programme d'opérations monétaires sur titres en septembre 2012 ; la deuxième représente le début de la première série d'opérations de refinancement à plus long terme ciblées (TLTRO I) et la politique de taux d'intérêt négatifs ; la troisième représente le début des TLTRO II et du programme d'achats de titres du secteur des entreprises ; la quatrième représente l'annonce des TLTRO III ; la cinquième représente le début du programme d'achats d'urgence face à la pandémie (*pandemic emergency purchase programme*, PEPP) en mars 2020 ; la sixième représente le relèvement de 50 points des trois taux d'intérêt directeurs de la BCE et l'approbation de l'instrument de protection de la transmission (*Transmission Protection Instrument*, TPI) ; la dernière représente la réduction de 25 points de base des trois taux d'intérêt directeurs en juin 2024. Les dernières observations se rapportent à la période allant d'octobre 2023 à mars 2024 pour les séries semestrielles et au deuxième trimestre 2024 pour les séries trimestrielles.

Graphique 2

Évolutions des besoins, de la disponibilité effective et attendue des prêts bancaires et de l'écart de financement

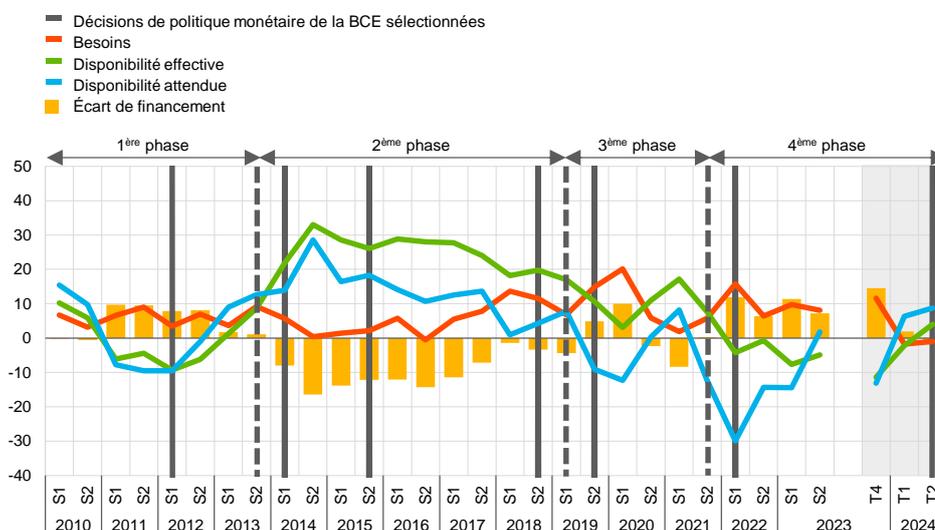
a) Petites et moyennes entreprises

(pourcentages nets)



b) Grandes entreprises

(pourcentages nets)



Source : Enquête sur l'accès des entreprises au financement.
Note : Cf. les notes du graphique 1.

Durant la deuxième phase, d'avril 2014 jusqu'à peu avant le début de la pandémie de COVID-19, les conditions de financement ont été favorables, même si celles des PME ne se sont pas améliorées autant que pour les grandes entreprises. Au cours de cette période, la BCE a étendu sa panoplie d'instruments de politique monétaire afin d'assouplir les conditions de financement et d'améliorer la transmission de son orientation de politique monétaire

accommodante ⁷. En dépit de l'assouplissement global des conditions de financement, qui se reflète dans les écarts de financement négatifs, les PME ont été moins nombreuses que les grandes entreprises à faire état d'une baisse des taux d'intérêt. Cela met en évidence les différentes évaluations des risques que les banques ont appliquées aux diverses classes de taille d'entreprise.

La troisième phase, du début de la pandémie jusqu'en mars 2022, a été marquée par une forte incertitude économique et géopolitique, les entreprises indiquant une demande plus forte de financement externe. Au plus fort de la pandémie, les entreprises ont fait état d'une hausse notable de la demande de prêts bancaires. Bien que la BCE et les gouvernements de la zone euro soient intervenus rapidement, il a fallu un certain délai avant que leur action prenne effet et contribue finalement à atténuer les contraintes de liquidité auxquelles les entreprises étaient confrontées en raison des mesures de confinement ⁸. Les entreprises ont indiqué que l'accès aux prêts bancaires s'était accru, mais cela n'a pas empêché une augmentation des écarts de financement. Après le début de la pandémie, les PME ont fait état d'une baisse des taux d'intérêt, tandis que les grandes entreprises ont relativement rapidement commencé à faire état de signes de hausses. Cette disparité reflète probablement le fait que la plupart des dispositifs d'intervention des pouvoirs publics annoncés au cours des premières phases de la pandémie ciblaient les PME. Dans l'ensemble, à la fin du troisième trimestre 2021 (S1 2021 dans les graphiques 1 et 2), les conditions de financement avaient commencé à s'améliorer. Toutefois, cette phase s'est terminée par un ralentissement de l'activité économique, dans un contexte d'incertitude géopolitique accrue liée à la guerre en Ukraine, et par une réévaluation généralisée de la perception des risques par les banques. Ces facteurs ont entraîné un durcissement des conditions du crédit en termes de taux d'intérêt et une baisse de l'offre de crédit dès début 2022, avant le premier relèvement des taux directeurs par la BCE en juillet 2022.

La quatrième phase, qui a débuté en avril 2022, est marquée par des écarts de financement élevés et par la part nette d'entreprises ayant fait état de hausses des taux d'intérêt la plus élevée depuis le début de l'enquête. Dès le premier trimestre 2022, et par conséquent avant la première augmentation des taux d'intérêt de la BCE en juillet 2022, 6 % des banques de la zone euro ont durci leurs critères d'octroi, comme l'indique [l'enquête de la BCE sur la distribution du crédit bancaire dans la zone euro](#) concernant les prêts aux sociétés non financières. Ce pourcentage a encore augmenté dans l'attente de la première étape du cycle de resserrement de la BCE, qui s'est déroulée au troisième trimestre. Fin 2022, le pourcentage de banques ayant durci leurs critères d'octroi avait atteint 27 % et il

⁷ Cette phase comprend l'introduction de taux d'intérêt négatifs en juin 2014, le démarrage des opérations de refinancement à plus long terme ciblées (TLTRO I) en septembre 2014, le lancement de TLTRO II et TLTRO III, conjointement avec le programme d'achats de titres du secteur des entreprises.

⁸ Au pic de la pandémie, la BCE a annoncé des mesures de grande ampleur pour soutenir le fonctionnement des marchés du crédit, telles qu'un recalibrage des conditions attachées aux opérations TLTRO III en faveur de conditions très accommodantes pour les banques, l'expansion du programme d'achats d'actifs et le début du programme d'achats d'urgence face à la pandémie (*pandemic emergency purchase programme*). Les gouvernements européens ont réagi à l'émergence de la pandémie en déployant d'importantes mesures budgétaires. Pour plus de détails sur ces mesures, cf. « [L'impact des mesures de soutien budgétaire sur les besoins de liquidité des entreprises pendant la pandémie](#) », *Bulletin économique*, n° 4, BCE, 2021.

est resté à ce niveau au premier trimestre 2023⁹. Dans le même temps, la plupart des entreprises, quelle que soit leur taille, ont déclaré dans l'enquête SAFE des hausses des taux d'intérêt, avec le pourcentage net d'entreprises le plus élevé jamais enregistré depuis le début de l'enquête. L'écart de financement déclaré s'est creusé et a principalement résulté d'une moindre disponibilité du financement externe, reflétant la transmission généralisée du resserrement de la politique monétaire.

Les nouvelles données d'enquêtes trimestrielles indiquent que depuis le dernier trimestre 2023, les entreprises ont fait état de légères améliorations des conditions de financement, même si ces conditions demeurent restrictives

¹⁰. Cette période correspond à la fin du resserrement de l'orientation de la politique monétaire et à l'apparition progressive d'anticipations d'un assouplissement. Entre le dernier trimestre 2023 et le deuxième trimestre 2024, le pourcentage net d'entreprises ayant fait état de hausses des taux d'intérêt a pratiquement diminué de moitié. Dans le même temps, l'écart de financement s'est réduit, revenant à zéro pour les PME et passant de positif à légèrement négatif pour les grandes entreprises. Cela s'explique principalement par l'augmentation de la disponibilité des prêts bancaires dans toutes les classes de taille d'entreprises, qui a été plus prononcée pour les grandes entreprises.

Les anticipations des entreprises concernant l'accès futur au crédit jouent un rôle important dans le « canal du crédit bancaire » de la politique monétaire

¹¹. Les entreprises sont également interrogées sur leurs anticipations concernant l'accès au crédit au cours des six prochains mois. Comme l'illustre le graphique 2, les évolutions de la disponibilité attendue des prêts bancaires constituent un indicateur fiable des changements dans l'accès effectif au financement externe au cours des périodes suivantes.

Les décisions de politique monétaire influencent fortement les anticipations concernant l'offre future de crédit et les écarts de financement.

Un resserrement de la politique monétaire fait baisser les anticipations des entreprises concernant la disponibilité future des prêts bancaires, ce qui affecte leurs décisions réelles, avant même qu'un changement effectif des conditions du crédit ne se produise¹². De plus, cela devrait creuser les écarts de financement des entreprises et réduire leurs anticipations concernant la disponibilité future des prêts

⁹ Cf. l'enquête sur la distribution du crédit bancaire dans la zone euro et l'article intitulé « Joyeux anniversaire, BLS – 20 ans d'enquête sur la distribution du crédit bancaire dans la zone euro », *Bulletin économique*, n° 7, BCE, 2023. Cf. également Ferrando (A.), Holton (S.) et Parle (C.), « *The transmission of bank credit conditions to firms – evidence from linked surveys* », *Working Paper Series*, n° 2975, BCE, 2024, pour un aperçu de l'impact des critères d'octroi des banques sur l'accès des entreprises au financement.

¹⁰ La vague d'enquête la plus récente disponible pour cet article couvre le deuxième trimestre 2024 et a été réalisée entre le 28 mai et le 20 juin. Par conséquent, l'impact de la variation des taux d'intérêt en juin 2024 ne peut pas être pleinement évalué.

¹¹ Pour les articles fondamentaux sur le canal du crédit bancaire, cf. Bernanke (B.) et Blinder (A.), « *Credit, Money and Aggregate Demand* », *The American Economic Review*, vol. 78, n° 2, *American Economic Association*, mai 1988, p. 435-439, et Kashyap (A.K.) et Stein (J.C.), « *The impact of monetary policy on bank balance sheets* », *Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy*, vol. 42, Elsevier, juin 1995 p. 151-195.

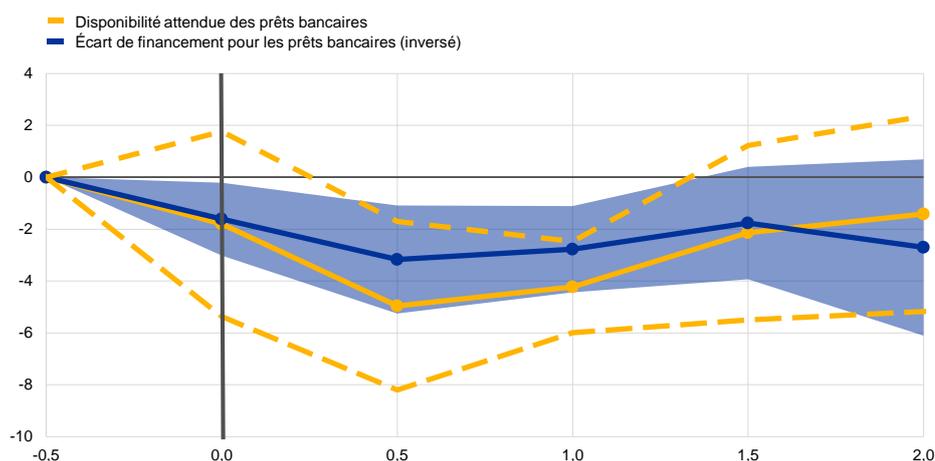
¹² Cf. Ferrando (A.), Popov (A.) et Udell (G.), « *Unconventional monetary policy, funding expectations, and firm decisions* », *European Economic Review*, vol. 149, Elsevier, octobre 2022, p. 1-24.

bancaires (graphique 3)¹³. Ces effets peuvent persister jusqu'à deux ans après un choc, démontrant l'impact significatif de la politique monétaire sur les conditions de financement des entreprises via le canal de l'offre de crédit. En outre, d'autres analyses empiriques montrent que les entreprises suivent de près la politique monétaire de la BCE lorsque des annonces de politique monétaire sont faites, mais qu'elles y réagissent différemment en fonction de leur contenu en informations¹⁴. Lorsque celui-ci est modéré ou perçu comme positif pour la disponibilité des prêts bancaires, les entreprises réagissent moins rapidement et sont moins préoccupées. En revanche, lorsque les annonces impliquent des chocs importants et communiquent des informations négatives concernant la disponibilité du crédit, les entreprises réagissent rapidement en ajustant leurs anticipations concernant les prêts bancaires.

Graphique 3

Réaction des écarts de financement et des anticipations concernant la disponibilité future des prêts bancaires à un choc de politique monétaire

(axe des abscisses : années après le choc, axe des ordonnées : variations en points de pourcentage par rapport à la période précédant le choc)



Source : Encadré intitulé « Accès des entreprises au financement et cycle d'activité : analyse des données tirées de l'enquête SAFE », *Bulletin économique*, n° 8, BCE, 2022.

Notes : Réaction des écarts de financement des entreprises et pourcentage net d'entreprises faisant état d'une augmentation attendue de la disponibilité des prêts bancaires au cours des six mois après un choc de politique monétaire d'un écart-type. Le choc utilisé dans l'analyse par régression est le facteur cible tiré d'Altavilla (C.) et al., « *Measuring euro area monetary policy* », *Journal of Monetary Economics*, vol. 108, Elsevier, 2019, p. 162-179. Le choc capture les surprises de politique monétaire sur la partie à très court terme de la courbe des taux des swaps au jour le jour (OIS) au moment et autour des annonces de politique monétaire de la BCE. L'effet des chocs de politique monétaire sur les variables de l'enquête SAFE est estimé à l'aide de méthodes de projections locales. La zone ombrée et les lignes en pointillés représentent les intervalles de confiance à 95 %. Les dernières observations se rapportent à la période d'avril à septembre 2021.

¹³ Cf. l'encadré intitulé « Accès des entreprises au financement et cycle d'activité : analyse des données tirées de l'enquête SAFE », *Bulletin économique*, n° 8, BCE, 2022.

¹⁴ Cf. Ferrando (A.) et Forti-Grazzini (C.), « *Monetary policy shocks and firms' bank loan expectations* », *Working Paper Series*, n° 2838, BCE, 2023.

Encadré 1

Établir un lien entre les données des marchés financiers et les indicateurs relatifs aux écarts de financement des entreprises tirés de l'enquête SAFE

Sara Lamboglia

Le présent encadré examine comment certaines variables clés des marchés financiers contribuent à la dynamique des écarts de financement au fil du temps.

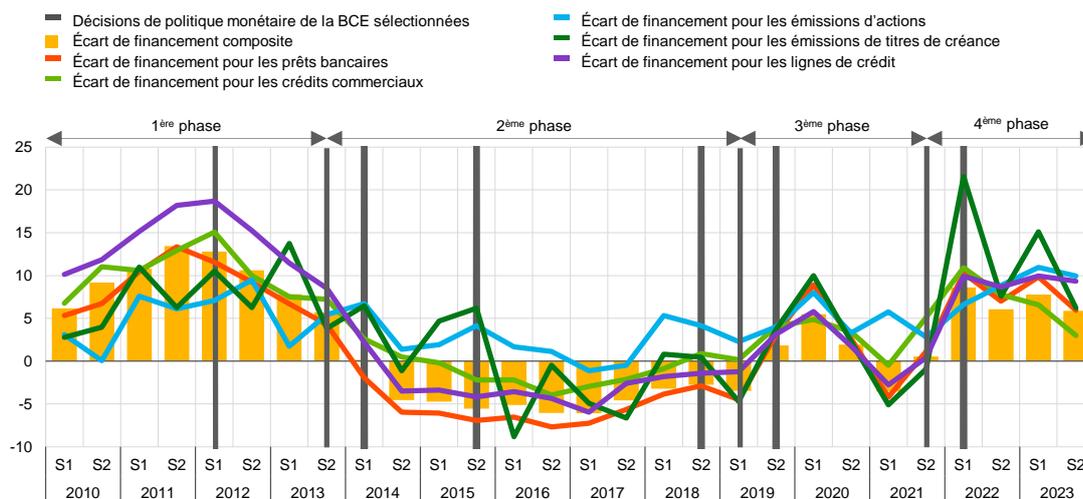
L'enquête fournit des informations sur les variations des écarts de financement des entreprises pour les différentes sources de financement externe, telles que les prêts bancaires, les lignes de crédit, les crédits commerciaux, ainsi que les émissions d'actions et de titres de créance.

L'indicateur composite de l'écart de financement est construit comme une moyenne pondérée des écarts de financement pour chaque instrument. Même si l'écart de financement composite semble étroitement corrélé avec l'écart de financement pour les prêts bancaires (graphique A), la différence entre les deux mesures suggère que les entreprises ont probablement recours à diverses sources de financement externe pour soutenir leurs activités ¹⁵.

Graphique A

Écart de financement composite des entreprises et ses composantes

(pourcentages nets)



Source : Enquête sur l'accès des entreprises au financement (SAFE).

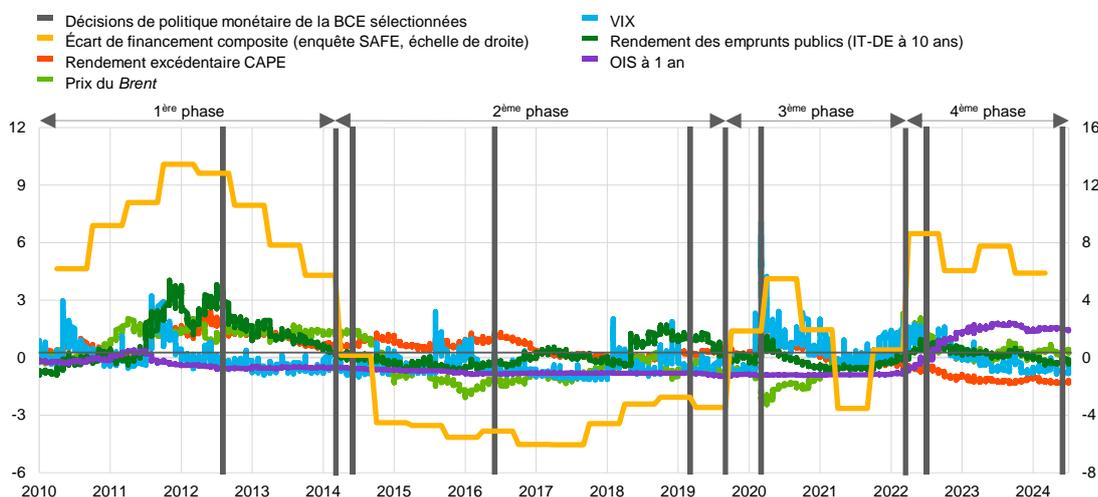
Notes : Les indicateurs de l'écart de financement combinent les besoins de financement et la disponibilité des prêts bancaires, des crédits commerciaux, des actions, des titres et des lignes de crédit au niveau des entreprises. Pour chacun des cinq instruments de financement, l'indicateur de l'évolution perçue de l'écart de financement prend une valeur égale à 1 (-1) si le besoin augmente (diminue) tandis que la disponibilité diminue (augmente). Si les entreprises ne perçoivent qu'une hausse (baisse) unilatérale de l'écart de financement, on assigne à la variable une valeur de 0,5 (-0,5). L'écart de financement composite est calculé au niveau de l'entreprise en additionnant les écarts de financement pour chaque source de financement concernée et en divisant ensuite ce total par le nombre de ces sources. Une valeur positive de l'indicateur signale une hausse de l'écart de financement. Les valeurs sont multipliées par 100 pour obtenir des soldes nets pondérés en pourcentages. Cf. également les notes du graphique 1. Les dernières observations se rapportent à la période allant d'octobre 2023 à mars 2024.

¹⁵ Cf., par exemple, l'encadré intitulé « La substitution entre émissions de titres de créance et prêts bancaires : éléments tirés de l'enquête SAFE », *Bulletin économique*, n° 1, BCE, 2023.

Graphique B

L'écart de financement composite des entreprises et une sélection de variables des marchés financiers

(échelle de gauche : écart type ; échelle de droite : pourcentages nets)



Sources : Enquête sur l'accès des entreprises au financement (enquête SAFE), Refinitiv Datastream, Bloomberg, iBoxx, calculs de la BCE.

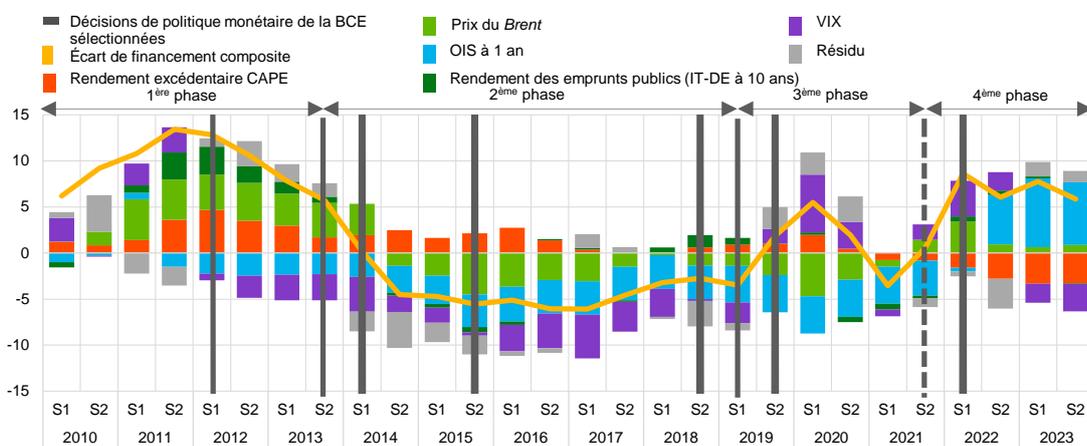
Notes : Le rendement excédentaire du ratio cours/bénéfices corrigé du cycle (*cyclically adjusted price-to-earnings ratio*, CAPE) correspond au rendement excédentaire réel des actions européennes par rapport aux obligations d'État, l'OIS à un an correspond au taux des *swaps* au jour le jour (OIS) à un an, le prix du Brent correspond au coût du baril de pétrole Brent, l'indice de volatilité (VIX) est l'indice qui mesure les anticipations des marchés concernant la volatilité future en se fondant sur le prix des options sur l'indice S&P 500, et l'écart de rendement des obligations d'État (IT-DE à 10 ans) correspond à la différence entre les rendements des obligations italiennes et allemandes à 10 ans. Les variables des marchés financiers ont des fréquences quotidiennes et sont représentées en termes d'écart par rapport à leurs moyennes de long terme. Les valeurs de l'écart de financement composite sont tirées des séries semestrielles. Pour l'écart de financement, cf. les notes du graphique A, pour les pourcentages nets et les différentes décisions de politique monétaire de la BCE, cf. les notes du graphique 1. Les dernières observations se rapportent à la période allant d'octobre 2023 à mars 2024 pour l'enquête et au 22 juillet 2024 pour les données financières.

Afin d'évaluer la relation entre les variables quotidiennes des marchés financiers présentées dans le graphique B et l'écart de financement composite ressortant de l'enquête SAFE, un modèle linéaire est appliqué aux données semestrielles tirées de cette enquête. Une analyse des contributions estimées de ces variables au fil du temps fournit des informations sur les facteurs susceptibles d'influencer les variations de l'écart de financement composite (graphique C). L'examen des quatre phases principales des conditions de financement perçues décrites dans la section 2 montre que l'accentuation de l'écart de financement composite au cours de la première phase est corrélée avec la hausse des prix du pétrole et l'augmentation des primes de risque. Durant la deuxième phase, le recul de l'incertitude, la baisse des prix du pétrole et les taux sans risque négatifs ont été principalement associés à une réduction de l'écart de financement. Au cours de la troisième phase, l'écart de financement a fortement augmenté au début de la pandémie. Le modèle attribue cette évolution à la contribution positive de l'incertitude accrue. Durant la quatrième phase, l'écart de financement composite a atteint son plus haut niveau en pourcentage net depuis la crise de la dette souveraine. Le modèle attribue la hausse observée au cours de l'été 2022 (S1 2022 dans le graphique C) principalement à l'augmentation des prix du pétrole et à l'incertitude accrue (approximée par l'indice de volatilité – VIX). Par la suite, les taux sans risque élevés ont été le principal facteur à l'origine des évolutions de l'écart de financement, ce qui montre que la transmission en cours du resserrement de la politique monétaire avait atteint ses étapes « en aval ».

Graphique C

Contribution des variables des marchés financiers aux variations de l'écart de financement composite

(pourcentages nets)



Sources : Refinitiv Datastream, Bloomberg, iBoxx, Enquête sur l'accès des entreprises au financement (enquête SAFE), calculs de la BCE.

Notes : « CAPE » désigne le ratio cours/bénéfice corrigé du cycle, « OIS à un an » correspond au taux des *swaps* au jour le jour à un an et « VIX » à l'indice de volatilité. Le graphique retrace la contribution de chaque variable des marchés financiers à l'écart de financement composite à chaque moment considéré. Les contributions sont calculées en utilisant le coefficient de régression de l'écart de financement composite sur les variables des marchés financiers décrites dans le graphique B. La constante est omise. Le résidu correspond à la différence entre la valeur effective de l'écart de financement composite et la valeur prévue par le modèle. Pour une description des variables des marchés financiers, cf. les notes du graphique B. Les dernières observations se rapportent à la période allant d'octobre 2023 à mars 2024. Les variables des marchés financiers sont agrégées sur une fréquence semestrielle à l'aide des moyennes établies sur les mêmes périodes de six mois que celles de l'échantillon SAFE.

3 Impact des crises économiques et financières sur les performances des entreprises

Pour élaborer des réponses de politique monétaire efficaces, il est important de comprendre les effets hétérogènes des crises économiques et financières sur les entreprises de différentes tailles. L'impact des crises économiques et financières peut varier considérablement entre les PME et les grandes entreprises, influant sur leur capacité à maintenir leurs activités, à gérer les coûts et à se redresser. L'enquête SAFE fournit des données précieuses pour une évaluation granulaire et rapide de ces effets différenciés.

Une baisse significative du chiffre d'affaires et des bénéfices des entreprises a été observée durant la crise de la dette souveraine, tandis que les coûts de main-d'œuvre et hors main-d'œuvre sont demeurés stables (graphique 4).

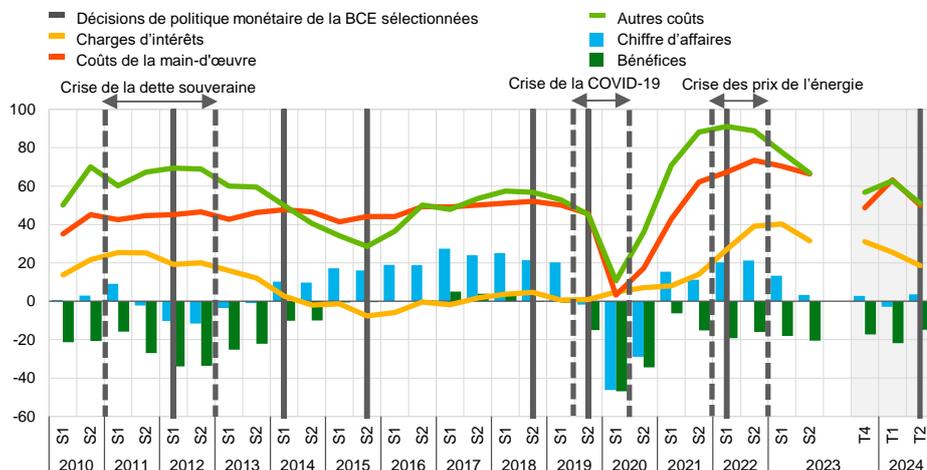
Au cours de cette période – du troisième trimestre 2011 au premier trimestre 2013 – la crise a très fortement perturbé les marchés financiers et l'activité économique réelle dans la zone euro. Les PME ont enregistré une contraction rapide de leur chiffre d'affaires dès le début de la crise (graphique 4), tandis que pour les grandes entreprises, les répercussions économiques ont été moins sévères. Tout au long de la crise, la part des entreprises faisant état d'une hausse des coûts de la main-d'œuvre, des matériaux et de l'énergie est demeurée relativement stable pour les deux classes de taille. Les bénéfices ont fortement diminué, les PME étant les plus affectées par l'environnement économique défavorable.

Graphique 4

Évolutions de la situation économique des entreprises de la zone euro

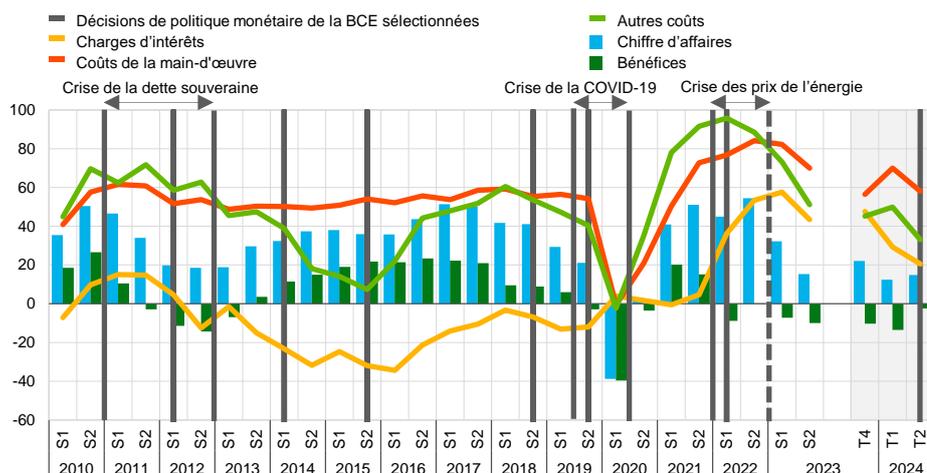
a) Petites et moyennes entreprises

(pourcentages nets)



b) Grandes entreprises

(pourcentages nets)



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

Notes : Cf. les notes du graphique 1. Les dernières observations se rapportent à la période allant d'octobre 2023 à mars 2024 pour les séries semestrielles et au deuxième trimestre 2024 pour les séries trimestrielles.

L'apparition de la pandémie et la récession économique qui a suivi ont eu un impact négatif similaire sur les PME et les grandes entreprises de la zone euro, mais les secondes se sont redressées plus rapidement (graphique 4).

Malgré des mesures d'aide publiques généralisées, les entreprises ont enregistré de fortes baisses de leur chiffre d'affaires et de leurs bénéfices¹⁶. Au premier semestre 2020 (S1 2020 dans le graphique 4), le pourcentage net d'entreprises faisant état d'une hausse des coûts de main-d'œuvre, des matières premières et de l'énergie a également chuté pour les PME comme pour les grandes entreprises, reflétant largement une baisse des activités liées à la production. Grâce à diverses

¹⁶ Cf. l'article intitulé « Évaluer les vulnérabilités des entreprises dans la zone euro », *Bulletin économique*, n° 2, BCE, 2022.

garanties publiques pour les prêts bancaires, seulement 5 % environ des entreprises ont fait état d'une hausse des charges d'intérêts, un pourcentage similaire quelle que soit la taille de l'entreprise. Toutefois, tandis que l'activité économique des grandes entreprises s'est stabilisée entre le quatrième trimestre 2020 et le premier trimestre 2021 (S2 2020 dans le graphique 4), les PME ont accusé un retard, continuant de déclarer une baisse significative de leur chiffre d'affaires.

Contrairement à la crise liée à la pandémie, celle liée aux prix de l'énergie a entraîné des hausses sans précédent des coûts de main-d'œuvre et hors main-d'œuvre, au moment même où les entreprises commençaient à se redresser (graphique 4). À partir du deuxième trimestre 2021, le chiffre d'affaires a globalement augmenté en lien avec le rebond de l'économie. Toutefois, il a été difficile pour les entreprises de la zone euro de répercuter au même rythme la hausse des coûts des intrants. Les coûts des matériaux et de l'énergie ont flambé, la quasi-totalité des entreprises faisant état de hausses entre le deuxième et le troisième trimestre 2022 (S1 2022 dans le graphique 4). Les coûts de main-d'œuvre ont également considérablement augmenté, comme indiqué par 73 % des PME et 84 % des grandes entreprises, soit des niveaux record.

Même si un pourcentage net plus élevé de grandes entreprises ont fait état d'augmentations des coûts des intrants par rapport aux PME, la hausse significative du chiffre d'affaires mi-2022 leur a permis de contrebalancer légèrement la pression croissante sur leurs marges bénéficiaires. En revanche, les PME ont fait état de quatre semestres consécutifs de baisses nettes des bénéficiaires, la part la plus élevée d'entreprises déclarant des baisses nettes étant observée entre le deuxième et le troisième trimestre 2022 (S1 2022 dans le graphique 4).

Immédiatement après la crise liée aux prix de l'énergie, les entreprises ont été confrontées à la hausse des charges d'intérêts la plus prononcée jamais enregistrée dans le cadre de cette enquête. Après la hausse de l'inflation et le resserrement de la politique monétaire qui a suivi, les réponses à l'enquête ont indiqué qu'un pourcentage record de 58 % des grandes entreprises et de 40 % des PME avaient subi une hausse des charges d'intérêts.

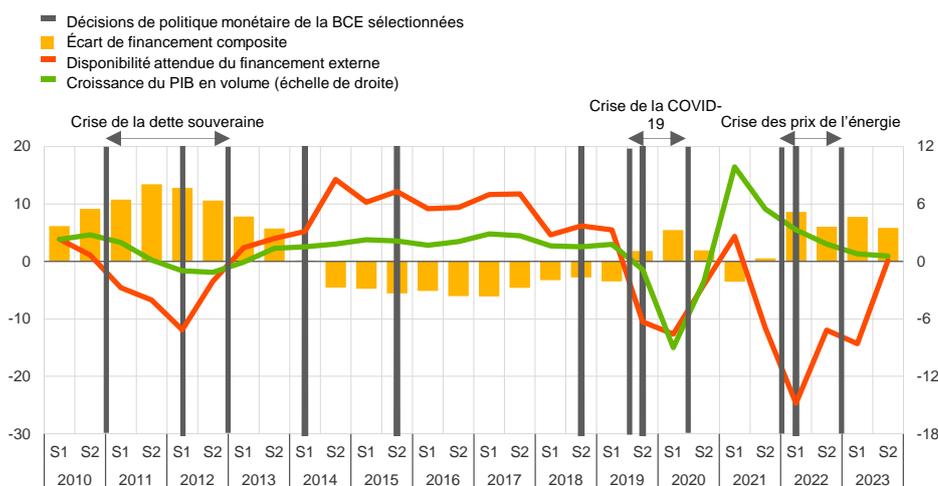
4 Propriétés d'indicateur avancé pour l'activité dans la zone euro

L'écart de financement composite et les anticipations relatives à la disponibilité du financement externe sont corrélés à la croissance actuelle et future du PIB en volume dans la zone euro (graphique 5). Une augmentation de l'activité dans la zone euro (c'est-à-dire une croissance positive du PIB en volume) a généralement évolué parallèlement à une réduction des écarts de financement composites et à un plus grand optimisme quant à la disponibilité future du financement externe. Comme dans de précédentes études, il est possible d'estimer les évolutions moyennes de la croissance du PIB en volume dans la zone euro à l'aide des variations de l'écart de financement composite et de la disponibilité

attendue du financement externe ¹⁷. Si ces estimations n'établissent pas d'effets de causalité, elles fournissent une indication des évolutions futures moyennes de la croissance du PIB en volume à la suite d'une évolution des indicateurs SAFE pour les variables nommées ci-dessus.

Graphique 5 Écart de financement composite des entreprises, disponibilité attendue du financement externe et croissance du PIB en volume de la zone euro

(évolution en pourcentage net de l'écart de financement composite et de la disponibilité attendue du financement externe ; variations en pourcentage annualisées de la croissance du PIB)



Sources : Enquête sur l'accès des entreprises au financement et Eurostat.

Notes : Pour l'écart de financement composite, cf. les notes du graphique A dans l'encadré 1. L'indicateur de la disponibilité attendue du financement externe est calculé comme la somme pondérée de la disponibilité de chacun des cinq instruments de financement pris en compte dans l'écart de financement composite. Pour les pourcentages nets et les différentes décisions de politique monétaire de la BCE, cf. les notes du graphique 1. Les dernières observations se rapportent à la période allant d'octobre 2023 à mars 2024 pour l'enquête et à mars 2024 pour la croissance du PIB en volume.

Après une hausse de 1 point de pourcentage de l'écart de financement composite, le PIB en volume de la zone euro baisse en moyenne de 0,3 % au cours de l'année suivante (graphique 6). Cette baisse est constante au cours

des 18 mois suivants, mais elle devient moins importante après deux ans.

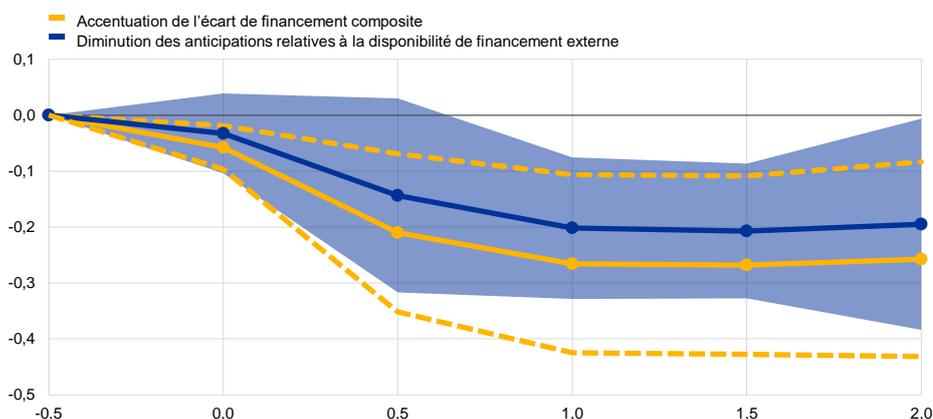
Inversement, après une baisse de 1 point de pourcentage de la disponibilité attendue du financement externe, le PIB en volume de la zone euro diminue en moyenne de 0,2 % environ au cours de l'année suivante. Ces estimations dépendent de la croissance décalée du PIB en volume, ce qui permet d'utiliser les informations de l'enquête au-delà des évolutions observables passées du cycle d'activité.

¹⁷ Cf. l'encadré intitulé « Accès des entreprises au financement et cycle d'activité : analyse des données tirées de l'enquête SAFE », *Bulletin économique*, n° 8, BCE, 2022.

Graphique 6

Évolution moyenne de la croissance du PIB en volume de la zone euro à la suite d'une dégradation des conditions de financement par rapport à une absence de dégradation

(axe des abscisses : années après le choc ; axe des ordonnées : croissance cumulée en pourcentage par rapport à la période précédant le choc)



Sources : Enquête sur l'accès des entreprises au financement et calculs de la BCE.

Notes : Évolution moyenne de la croissance du PIB en volume de la zone euro en termes cumulés après des variations de l'écart de financement des entreprises et du pourcentage net d'entreprises faisant état d'une augmentation attendue de la disponibilité du financement externe (prêts bancaires, lignes de crédit, crédits commerciaux, actions et titres de créance). L'analyse par régression utilise des projections locales et intègre la croissance actuelle et passée du PIB comme variables de contrôle. La zone grisée et les lignes pointillées représentent les intervalles de confiance à 95 %. Les dernières observations se rapportent à la période allant d'octobre 2023 à mars 2024 pour l'enquête et à mars 2024 pour la croissance du PIB en volume.

5 Prix et anticipations d'inflation

Depuis le deuxième trimestre 2023, l'enquête SAFE a été complétée par des données sur les anticipations d'inflation des entreprises de la zone euro, remédiant ainsi à une lacune importante. Les anticipations d'inflation des entreprises de la zone euro n'étaient jusqu'alors pas mesurées de manière harmonisée entre les pays. L'évaluation de la stratégie de la BCE menée en 2020/2021 a révélé cette lacune¹⁸. À partir du premier trimestre 2024, les anticipations d'inflation de la zone euro aux horizons de un, trois et cinq ans, ainsi que l'incertitude perçue par les entreprises concernant leurs anticipations d'inflation à cinq ans, sont publiées chaque trimestre¹⁹.

Les anticipations d'inflation médianes des entreprises sont en baisse constante depuis le deuxième trimestre 2023 sur l'horizon à un an.

Les anticipations d'inflation médianes à un an des entreprises de la zone euro sont revenues à 3 % en juin 2024, après un pic à 5 % en juin 2023, en ligne avec les évolutions désinflationnistes (graphique 7, partie a). Les anticipations d'inflation des PME sont nettement plus élevées que celles des grandes entreprises, et c'est également le cas pour les entreprises dans le secteur des services. L'ancienneté et

¹⁸ Cf. Baumann (U.) *et al.*, « *Inflation expectations and their role in Eurosystem forecasting* », *Occasional Paper Series*, n° 264, BCE, septembre 2021.

¹⁹ Cf. Baumann (U.), Ferrando (A.), Georgarakos (D.), Gorodnichenko (Y.) et Reinelt (T.), « *SAFE to update inflation expectations? New survey evidence on euro area firms* », *Working Paper Series*, n° 2949, BCE, 2024, pour une analyse des propriétés et des effets de causalité des anticipations d'inflation des entreprises de la zone euro.

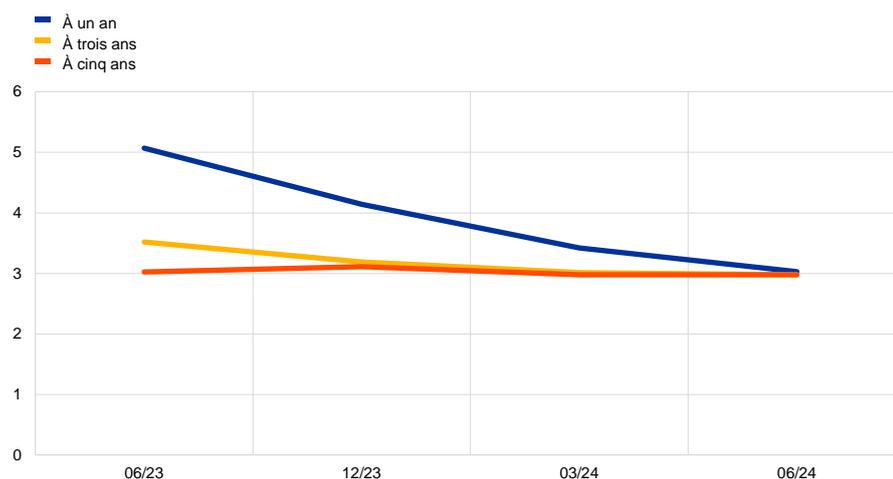
la propriété des entreprises expliquent l'hétérogénéité des anticipations d'inflation (graphique 7, partie b).

Graphique 7

Anticipations d'inflation à différents horizons et lien entre les caractéristiques des entreprises et leurs anticipations d'inflation

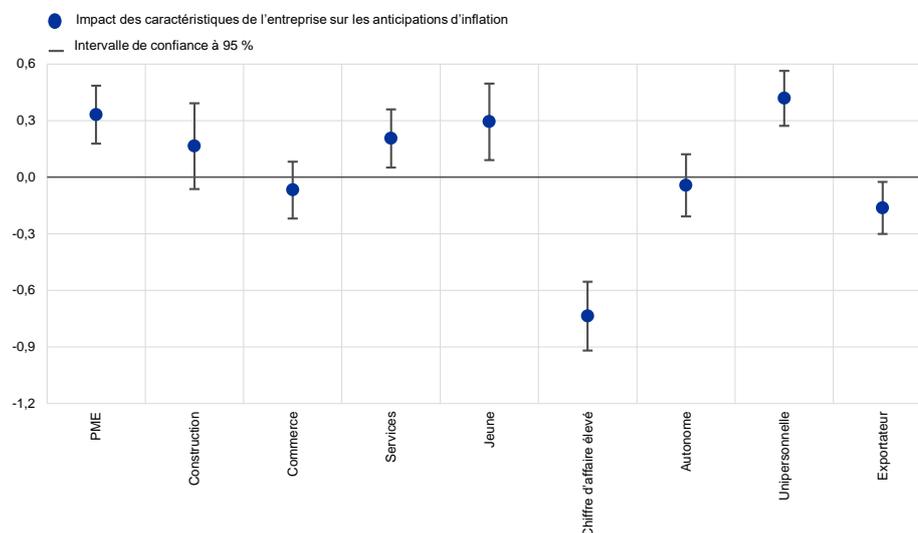
a) Anticipations d'inflation

(en pourcentages annuels)



b) Caractéristiques des entreprises et anticipations d'inflation

(en points de pourcentage)



Sources : Enquête sur l'accès des entreprises au financement.

Notes : La partie a montre les anticipations médianes des entreprises, pondérées par les poids de sondage, pour l'inflation dans la zone euro à un, trois et cinq ans. La partie b représente le lien entre les caractéristiques des entreprises et les anticipations d'inflation à un an. On utilise des erreurs type robustes pour estimer les intervalles de confiance à 95 %.

Depuis début 2023, l'enquête SAFE interroge également les entreprises sur leurs anticipations à un an relatives aux prix de vente, aux salaires, aux coûts des consommations intermédiaires et au nombre de salariés. Dans l'enquête, il est demandé aux entreprises d'indiquer l'évolution attendue au cours des douze prochains mois en ce qui concerne a) le prix de vente moyen de leurs produits ou services sur leurs principaux marchés ; b) le prix moyen des intrants de production

(hors main-d'œuvre, soit les matériaux et l'énergie par exemple) ; c) le salaire moyen des effectifs actuels ; et d) le nombre de salariés.

Les taux de croissance des anticipations en matière de prix de vente, de coûts salariaux et de coûts des consommations intermédiaires hors main-d'œuvre ont largement baissé récemment (graphique 8, partie a). En mars 2023, les entreprises s'attendaient à une hausse de leurs prix de vente de 6,1 % en moyenne au cours des 12 mois suivants, mais ce pourcentage est redescendu à 3 % en juin 2024. Les anticipations en matière de croissance des salaires sont revenues de 5,4 % à 3,3 % sur la même période. Sur l'intégralité de la période, les PME ont continuellement anticipé des hausses plus importantes des prix de vente et des coûts des consommations intermédiaires hors main-d'œuvre par rapport aux grandes entreprises.

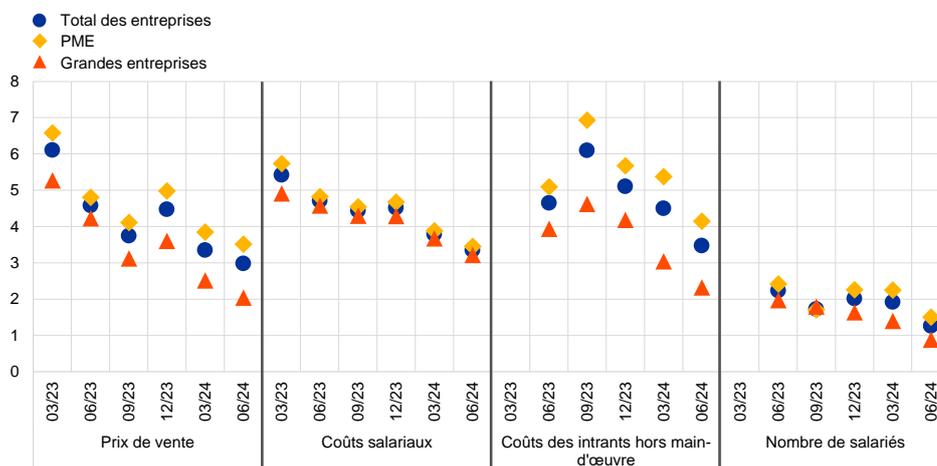
Des coûts salariaux attendus plus élevés sont généralement corrélés à des prix de vente attendus plus élevés, bien que ce lien se soit quelque peu affaibli en dernière année' (graphique 8, partie b). Une régression qui analyse les anticipations des entreprises concernant les coûts des consommations intermédiaires hors main-d'œuvre suggère qu'une hausse de 1 point de pourcentage des salaires attendus est associée, en moyenne, à un prix de vente attendu plus élevé de 0,18 point de pourcentage en juin 2024. Ce lien s'est légèrement affaibli au cours des quatre derniers trimestres. Les résultats suggèrent que des baisses futures des anticipations moyennes en matière de coûts salariaux pourraient se traduire par des baisses des prix de vente attendus par les entreprises, bien que moins rapidement.

Graphique 8

Anticipations à un an des entreprises concernant les prix de vente, les salaires, les coûts des consommations intermédiaires et le nombre de salariés

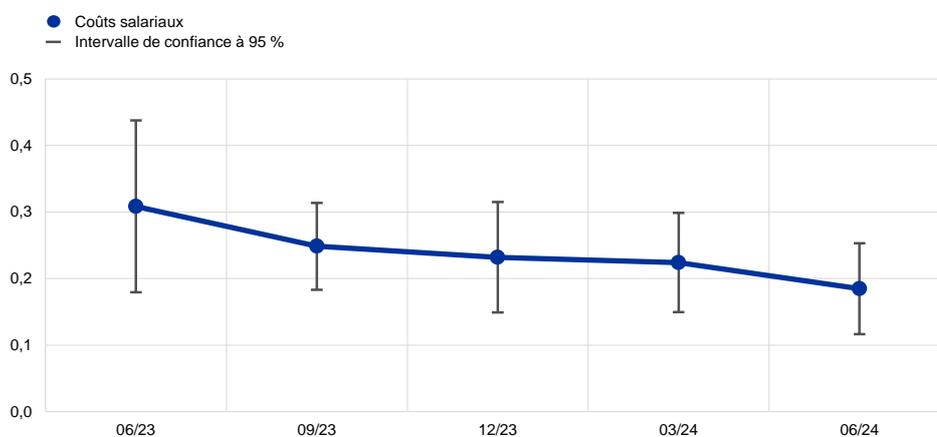
a) Anticipations des entreprises par taille

(évolutions en pourcentages au cours des 12 prochains mois)



b) Incidence des évolutions des coûts salariaux sur les prix de vente

(évolution en points de pourcentage du prix de vente attendu associée à une variation attendue de 1 point de pourcentage des coûts salariaux)



Source : Enquête sur l'accès des entreprises au financement.

Notes : « PME » signifie « petites et moyennes entreprises ». La partie a montre les anticipations moyennes, pondérées par les poids de sondage, des entreprises de la zone euro concernant les variations des prix de vente, les salaires des personnes actuellement employées, les coûts des consommations intermédiaires hors main-d'œuvre et le nombre de salariés pour les 12 prochains mois, pour toutes les classes de taille d'entreprise. Les statistiques sont calculées après avoir tronqué les données aux 1^{er} et 99^e percentiles spécifiques à chaque pays. La partie b montre les coefficients estimés des anticipations concernant les coûts salariaux à partir de régressions, calculées séparément pour chaque période, des variations des prix attendues par rapport aux évolutions attendues des salaires, en contrôlant par les variations attendues des autres coûts des consommations intermédiaires. Les erreurs type sont regroupées en fonction de la taille, du secteur et du pays de l'entreprise.

6 Conclusions

Depuis quinze ans, l'enquête SAFE constitue une source de données importante pour évaluer l'accès des entreprises au financement dans la zone euro. L'enquête a joué un rôle important dans la compréhension des mécanismes de transmission de la politique monétaire aux conditions de financement des

entreprises. En outre, elle a montré comment les évolutions des conditions de financement affectent la performance économique des entreprises et leurs cycles d'activité.

L'augmentation récente de la fréquence de l'enquête et l'introduction de questions sur les anticipations d'inflation des entreprises pour la zone euro l'ont rendue d'autant plus précieuse pour évaluer la transmission de la politique monétaire de la BCE. Avec l'introduction de questions sur les anticipations en matière de prix de vente et de coûts des consommations intermédiaires, l'enquête a remédié au manque de disponibilité de ces données pour les entreprises de la zone euro.

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	6,1	8,6	2,7	8,4	6,2	4,0	3,0	4,7	2,6	-0,2	0,9	2,6
2022	3,2	2,5	4,8	1,2	3,0	3,3	9,5	6,8	8,0	9,1	2,5	2,0	8,4
2023	3,2	2,9	0,3	1,7	5,2	0,4	6,9	7,0	4,1	7,4	3,2	0,2	5,4
2023 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	0,5	0,7	.	0,2	5,8	6,1	3,2	2,1	2,7	0,3	2,5
Q3	.	.	.	.	.	.	.	.	2,6	2,0	.	.	2,2
2024 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.	-	-	-	-	-	-	4,7	5,2	2,5	2,2	3,0	0,6	2,2
Sep.	-	-	-	-	-	-	.	.	2,4	1,7	.	0,4	1,7

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	-	-	-	-	-	-	-	-	-	11,0	9,3	12,8
2022	-	-	-	-	-	-	-	-	-	3,2	4,6	1,8
2023	52,0	51,2	51,2	51,8	52,5	49,7	49,8	52,3	47,6	-0,5	-3,9	2,8
2023 Q4	51,1	50,8	50,5	50,0	51,4	47,2	49,4	50,9	47,9	0,6	0,7	0,6
2024 Q1	52,6	52,2	52,9	51,3	52,6	49,2	51,1	52,4	49,2	-0,2	0,5	-0,7
Q2	53,2	53,5	53,1	51,5	53,2	51,6	52,1	53,3	50,1	1,5	2,0	1,0
Q3	52,9	54,3	53,1	52,5	50,9	50,3	49,9	53,4	48,4	.	.	.
2024 Apr.	52,5	51,3	54,1	52,3	52,8	51,7	51,4	52,7	50,4	1,8	2,0	1,7
May	54,0	54,5	53,0	52,6	54,1	52,2	52,7	54,0	50,4	1,2	1,4	1,1
June	53,2	54,8	52,3	49,7	52,8	50,9	52,3	53,1	49,3	1,5	2,0	1,0
July	53,0	54,3	52,8	52,5	51,2	50,2	50,2	53,3	49,3	0,6	1,3	-0,1
Aug.	53,2	54,6	53,8	52,9	51,2	51,0	50,0	53,8	48,4	.	.	.
Sep.	52,5	54,0	52,6	52,0	50,3	49,6	49,4	52,9	47,5	.	.	.

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	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
<i>as percentage of GDP</i>												
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)												
<i>quarter-on-quarter percentage changes</i>												
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
<i>annual percentage changes</i>												
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
<i>contributions to quarter-on-quarter percentage changes in GDP; percentage points</i>												
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	-	-
<i>contributions to annual percentage changes in GDP; percentage points</i>												
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
<i>as percentage of value added</i>												
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)												
<i>quarter-on-quarter percentage changes</i>												
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
<i>annual percentage changes</i>												
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
<i>contributions to quarter-on-quarter percentage changes in value added; percentage points</i>												
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	-
<i>contributions to annual percentage changes in value added; percentage points</i>												
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									
		Employees	Self-employed	Agriculture, forestry and fishing	Manufacturing, energy and utilities	Construction	Trade, transport, accommodation and food services	Information and communication	Finance and insurance	Real estate	Professional business and support services	Public administration, education, health and social work	Arts, entertainment and other services
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
Persons employed													
<i>as a percentage of total persons employed</i>													
2021	100,0	86,2	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
<i>annual percentage changes</i>													
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													
<i>as a percentage of total hours worked</i>													
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
<i>annual percentage changes</i>													
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													
<i>annual percentage changes</i>													
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 ²⁾
			Total		Long-term unemployment, % of labour force ²⁾	By age				By gender				
			Millions	% of labour force		Adult		Youth		Male		Female		
						Millions	% of labour force	Millions	% of labour force	Millions	% of labour force	Millions	% of labour force	
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
% of total in 2020			100,0			80,1		19,9		51,3		48,7		
2021	165,064	3,4	12,823	7,8	3,2	10,343	6,9	2,480	16,9	6,547	7,4	6,276	8,2	2,5
2022	167,948	3,1	11,401	6,8	2,7	9,147	6,0	2,254	14,6	5,732	6,4	5,670	7,2	3,2
2023	170,273	2,9	11,183	6,6	2,4	8,886	5,8	2,297	14,5	5,649	6,2	5,535	6,9	3,0
2023 Q3	170,358	2,9	11,238	6,6	2,3	8,899	5,8	2,339	14,7	5,689	6,3	5,550	7,0	3,0
Q4	171,064	2,9	11,161	6,5	2,3	8,794	5,7	2,367	14,8	5,650	6,2	5,511	6,9	2,9
2024 Q1	171,606	2,9	11,195	6,5	2,3	8,870	5,7	2,325	14,5	5,660	6,2	5,535	6,9	2,9
Q2	171,896	2,8	11,115	6,5	2,1	8,787	5,6	2,329	14,6	5,629	6,2	5,487	6,8	2,6
2024 Mar.	-	-	11,127	6,5	-	8,812	5,7	2,314	14,5	5,629	6,2	5,498	6,8	-
Apr.	-	-	11,079	6,4	-	8,762	5,6	2,317	14,5	5,623	6,2	5,455	6,8	-
May	-	-	11,117	6,5	-	8,786	5,6	2,331	14,6	5,661	6,2	5,455	6,8	-
June	-	-	11,108	6,5	-	8,818	5,6	2,290	14,4	5,684	6,2	5,423	6,7	-
July	-	-	11,019	6,4	-	8,756	5,6	2,262	14,2	5,701	6,2	5,318	6,6	-
Aug.	-	-	10,925	6,4	-	8,694	5,6	2,231	14,1	5,630	6,1	5,295	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	8,0	-2,9
2022	2,3	3,0	-1,5	5,1	6,3	-2,9	3,2	1,1	-2,7	3,4	4,5	10,0	-4,3
2023	-2,2	-1,7	-5,6	2,4	-1,7	-5,5	1,5	-1,9	-2,6	-0,9	-1,7	2,8	13,9
2023 Q3	-4,8	-4,3	-5,5	-2,5	-3,1	-7,4	1,7	-2,2	-1,8	-1,6	-3,8	2,0	13,3
Q4	-3,9	-4,3	-4,7	-2,5	-6,5	-0,6	1,2	-0,7	-0,5	0,1	-4,0	1,8	4,1
2024 Q1	-4,7	-4,9	-2,9	-6,0	-5,6	-1,8	-0,2	-0,2	-0,5	0,1	-0,6	3,2	4,5
Q2	-3,6	-3,9	-2,3	-7,2	0,5	-0,1	-1,6	0,3	-0,2	0,8	0,5	2,8	4,1
2024 Mar.	-1,3	-1,0	-2,8	1,6	-7,4	-2,5	-0,4	0,6	0,9	0,7	-1,0	2,2	2,0
Apr.	-3,2	-3,2	-2,2	-5,4	-0,1	-2,3	-1,3	0,8	-0,2	1,3	1,6	4,6	4,3
May	-3,5	-3,9	-3,3	-7,7	1,5	0,2	-2,4	0,5	0,5	0,8	0,3	2,6	-3,7
June	-4,2	-4,6	-1,5	-8,4	0,2	2,0	-1,3	-0,3	-0,9	0,2	-0,3	1,3	11,8
July	-2,1	-2,3	-2,9	-4,5	1,5	1,1	-2,2	-0,1	-0,8	0,3	-0,7	2,6	-8,4
Aug.	0,1	-0,4	-2,7	0,2	1,3	2,6	.	0,8	-0,2	1,4	2,5	.	-12,8
month-on-month percentage changes (s.a.)													
2024 Mar.	0,7	0,9	-0,2	0,5	-1,9	-0,1	-0,3	0,6	1,1	-0,1	0,6	-0,3	-2,0
Apr.	-0,5	-0,5	-0,3	0,2	3,3	-0,2	-0,9	0,0	-0,9	0,7	-0,4	1,0	0,3
May	-0,8	-0,8	-0,9	-2,7	1,2	0,7	-0,8	0,1	1,0	-0,2	0,1	-0,1	-6,8
June	0,3	-0,1	0,6	1,1	-1,2	1,6	0,6	-0,4	-0,7	-0,1	-0,4	-0,8	15,2
July	-0,5	-1,0	-1,3	-1,3	1,2	-0,2	0,0	0,0	0,1	-0,1	-0,6	1,0	-12,3
Aug.	1,8	1,5	-0,3	3,7	0,3	0,4	.	0,2	0,2	0,3	1,1	.	-4,4

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 confidence indicator	Service industries		Purchasing Managers' Index (PMI) for manufacturing	Manufacturing output	Business activity for services	Composite output
		Industrial confidence indicator	Capacity utilisation (%)				Services confidence indicator	Capacity utilisation (%)				
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
1999-20	99,5	-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	-9,0	79,9	-16,7	-4,3	-6,6	6,1	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	-14,3	-6,3	-7,2	6,5	90,0	46,2	47,6	53,1	51,6
Q3	96,2	-10,4	78,3	-13,1	-6,1	-8,5	6,1	90,3	45,5	45,4	52,1	50,3
2024 Apr.	95,6	-10,4	79,0	-14,7	-5,9	-6,9	6,1	90,0	45,7	47,3	53,3	51,7
May	96,2	-9,9	.	-14,3	-6,1	-6,8	6,8	.	47,3	49,3	53,2	52,2
June	96,0	-10,2	.	-14,0	-6,9	-7,8	6,5	.	45,8	46,1	52,8	50,9
July	96,0	-10,5	78,3	-13,0	-6,3	-9,1	5,1	90,3	45,8	45,6	51,9	50,2
Aug.	96,5	-9,9	.	-13,4	-6,3	-7,9	6,4	.	45,8	45,8	52,9	51,0
Sep.	96,2	-10,9	.	-12,9	-5,8	-8,5	6,7	.	45,0	44,9	51,4	49,6

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	17,2	94,1	2,3	3,6	17,8	7,8	7,5	36,8	7,7	76,8	5,7	10,2	3,5
2022	13,6	90,9	0,4	2,3	12,8	2,5	8,2	37,7	5,4	71,9	4,3	9,9	2,8
2023	14,1	85,0	1,3	1,9	3,1	1,8	-1,5	35,9	5,4	67,5	1,8	1,8	0,8
2023 Q3	13,9	86,1	0,6	1,9	1,6	1,6	-0,6	36,6	5,6	68,3	2,2	-10,9	1,0
Q4	14,1	85,0	1,7	1,9	2,2	1,8	-1,5	35,9	5,4	67,5	1,8	0,2	0,8
2024 Q1	14,5	83,7	2,9	1,9	-3,2	2,1	-0,7	35,0	4,7	67,2	1,9	-5,8	0,8
Q2	14,9	83,1	2,2	2,1	-1,7	2,8	0,9	34,4	4,1	66,7	2,2	-7,0	1,0

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	1 426,3	1 362,7	63,6	705,6	625,1	346,5	312,7	330,6	335,2	43,6	89,8	29,7	18,2
Q4	1 409,5	1 329,4	80,0	694,0	620,0	346,3	314,8	320,1	302,0	49,2	92,6	62,4	41,1
2024 Q1	1 429,2	1 324,9	104,3	704,9	600,5	368,5	336,4	309,7	308,5	46,1	79,5	18,9	31,6
Q2	1 489,5	1 357,8	131,6	716,8	613,9	390,7	339,7	335,3	313,9	46,6	90,3	25,4	22,1
2024 Feb.	480,8	448,3	32,5	234,0	202,4	126,4	113,9	105,0	106,3	15,4	25,7	4,2	8,7
Mar.	476,4	445,4	30,9	236,0	206,5	121,5	111,7	103,2	99,7	15,6	27,5	10,5	9,7
Apr.	498,0	454,9	43,1	240,3	205,8	128,9	112,8	112,6	106,6	16,3	29,6	6,9	8,7
May	493,6	458,7	34,9	237,7	205,0	129,5	110,4	112,5	113,9	13,9	29,3	8,2	7,6
June	497,8	444,3	53,5	238,8	203,1	132,4	116,5	110,2	93,3	16,4	31,4	10,3	5,8
July	493,8	454,2	39,6	238,5	203,4	126,5	107,8	113,5	114,2	15,3	28,8	6,4	6,7
<i>12-month cumulated transactions</i>													
2024 July	5 775,3	5 378,5	396,8	2 825,9	2 451,7	1 463,6	1 308,6	1 299,6	1 266,8	186,2	351,4	133,8	112,1
<i>12-month cumulated transactions as a percentage of GDP</i>													
2024 July	39,1	36,4	2,7	19,1	16,6	9,9	8,9	8,8	8,6	1,3	2,4	0,9	0,8

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		Manu- facturing	Total	Intermediate goods	Capital goods	Consumption goods	Manu- facturing	Oil
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	
<i>Values (EUR billions; annual percentage changes for columns 1 and 2)</i>													
2023 Q3	-5,2	-22,1	703,9	331,4	141,9	215,0	586,3	678,5	390,5	111,5	158,9	489,7	82,2
Q4	-4,8	-16,6	708,4	333,3	144,2	214,7	588,7	669,4	383,3	107,7	157,8	477,2	81,1
2024 Q1	-3,0	-12,0	713,7	336,7	142,5	218,9	590,3	654,7	371,4	105,4	158,4	463,4	75,8
Q2	1,7	-4,3	717,8	337,6	136,2	223,6	592,1	670,4	383,0	108,6	161,3	475,4	78,9
2024 Feb.	0,3	-7,9	237,6	111,1	47,6	73,0	197,1	221,4	124,6	35,8	52,7	154,7	24,8
Mar.	-9,2	-11,5	237,9	112,5	46,7	74,1	195,9	221,5	125,6	35,8	54,5	158,3	25,8
Apr.	13,8	1,9	244,1	114,3	46,5	76,4	199,7	225,3	130,0	36,2	54,7	159,0	28,0
May	-0,7	-6,3	236,6	112,7	44,6	73,6	197,0	225,0	128,4	36,4	53,2	158,9	27,2
June	-6,3	-8,4	237,1	110,6	45,2	73,6	195,4	220,1	124,6	35,9	53,4	157,5	23,7
July	10,2	4,0	239,0	.	.	.	196,9	223,5	.	.	.	157,7	.
<i>Volume indices (2000 = 100; annual percentage changes for columns 1 and 2)</i>													
2023 Q3	-4,2	-10,1	96,3	93,9	96,0	102,4	96,0	106,7	104,7	111,4	109,5	108,6	171,7
Q4	-3,6	-8,7	96,3	93,1	96,1	103,0	95,5	104,5	101,9	104,8	108,3	105,6	164,4
2024 Q1	-4,0	-7,1	96,7	94,0	93,4	104,2	95,6	103,5	100,9	101,5	107,7	103,0	164,3
Q2	-0,9	-4,4	95,6	93,0	88,6	105,4	94,5	103,7	101,0	104,2	107,6	104,1	168,8
2024 Jan.	0,7	-9,6	97,7	96,0	95,4	102,4	96,7	101,5	99,8	97,3	104,7	100,7	161,0
Feb.	-0,8	-3,4	96,4	92,6	92,3	105,0	95,0	103,7	101,2	103,2	107,2	103,1	166,6
Mar.	-10,6	-8,0	96,0	93,4	92,4	105,2	95,0	105,2	101,7	104,1	111,1	105,1	165,4
Apr.	11,3	3,0	97,1	94,2	90,6	107,3	95,9	105,0	102,6	104,1	108,9	105,5	172,7
May	-3,5	-6,9	95,0	93,0	87,3	104,4	93,9	103,1	100,9	104,3	106,5	103,2	172,2
June	-8,7	-8,8	94,7	91,7	88,0	104,5	93,6	103,0	99,4	104,2	107,5	103,7	161,6

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											6	7	8	9	10	11	12	13
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 Q4	124,1	2,7	3,7	1,7	4,2	0,3	0,6	0,8	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	0,1	0,2	0,2	1,1	2,7	2,3
Q2	126,3	2,5	2,8	1,3	4,0	0,5	0,5	-0,5	0,0	-0,5	1,2	2,5	2,8
Q3	126,6	2,2	2,8	0,6	4,0	0,5	0,8	0,7	0,3	-1,4	1,0	1,9	4,0
2024 Apr.	126,0	2,4	2,7	1,3	3,7	0,1	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	0,1	0,1	0,0	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	0,2	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.	126,7	2,2	2,8	0,5	4,1	0,1	0,3	0,1	0,0	-1,1	0,4	1,9	4,0
Sep.	126,6	1,7	2,7	0,0	3,9	0,0	0,3	0,6	0,0	-1,7	0,1	1,5	3,9

	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 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	
Q3	2,3	2,7	1,2	-0,3	0,5	-2,7	3,3	3,0	4,5	-0,9	4,8	4,0	
2024 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.	2,3	2,7	1,1	-0,5	0,4	-3,0	3,3	2,9	5,0	-0,6	4,8	4,0	
Sep.	2,4	2,6	1,6	-1,4	0,4	-6,1	3,3	3,0	4,3	-1,7	4,7	4,0	

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 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	Manufacturing	Total	Intermediate goods	Capital goods	Consumer goods						
							Total	Food, beverages and tobacco	Non-food				
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	
% of total in 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	-1,2	-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	3,6	-0,3	.
Q2	122,9	-4,4	-0,2	-0,6	-3,1	1,6	1,1	-0,4	1,0	-12,2	2,4	1,3	.
2024 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	1,1	-11,8	-	-	-
June	123,3	-3,3	0,1	-0,2	-2,3	1,6	1,2	0,2	0,9	-9,8	-	-	-
July	124,2	-2,2	0,3	0,3	-1,1	1,4	1,3	0,1	0,9	-7,3	-	-	-
Aug.	124,9	-2,3	-0,8	0,3	-0,8	1,4	1,4	0,4	0,8	-7,7	-	-	-

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

1) Domestic sales only.

2) Input prices for residential buildings.

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

3.3 Commodity prices and GDP deflators

(annual percentage changes, unless otherwise indicated)

	GDP deflators								Oil prices (EUR per barrel)	Non-energy commodity prices (EUR)					
	Total (s.a.; index: 2020 = 100)	Total	Domestic demand				Exports ¹⁾	Imports ¹⁾		Import-weighted ²⁾			Use-weighted ²⁾		
			Total	Private consumption	Government consumption	Gross fixed capital formation				Total	Food	Non-food	Total	Food	Non-food
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	
% of total									100,0	45,5	54,6	100,0	50,4	49,6	
2021	102,1	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	107,3	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	113,5	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 Q4	115,2	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	116,0	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	116,5	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
Q3	.	.	.	.	.	.	.	.	.	9,6	10,9	8,2	10,7	12,0	9,1
2024 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	-	-	-	-	-	-	-	-	.	12,0	14,0	10,0	12,2	13,4	10,8
Aug.	-	-	-	-	-	-	-	-	.	9,8	10,3	9,2	11,2	12,1	10,1
Sep.	-	-	-	-	-	-	-	-	.	7,0	8,4	5,6	8,7	10,5	6,5

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 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
Q3	6,4	12,5	12,3	1,9	50,1	52,0	57,9	50,1	53,0
2024 Apr.	5,6	14,1	13,9	2,4	58,3	49,0	61,7	47,9	55,9
May	6,5	13,8	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	14,4	12,3	1,9	53,0	53,6	60,0	49,9	52,9
Aug.	6,2	12,4	12,4	1,6	50,6	53,4	57,8	51,1	53,7
Sep.	6,2	10,7	12,2	2,3	46,8	49,1	56,0	49,2	52,4

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	101,1	1,1	1,2	0,8	1,0	1,2	1,4
2022	105,8	4,7	3,9	7,2	5,0	4,0	2,9
2023	110,7	4,6	4,5	4,8	4,9	3,7	4,5
2023 Q3	107,2	4,9	5,0	4,6	5,4	3,9	4,7
Q4	118,4	3,7	3,6	4,0	4,2	2,7	4,5
2024 Q1	108,2	5,0	5,2	4,6	4,8	5,7	4,8
Q2	119,4	4,7	4,5	5,2	4,6	4,9	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: 2020 =100)	By economic activity										
		Total	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, entert- ainment and other services
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
Unit labor costs												
2021	99,6	-0,4	0,8	-3,2	5,0	-2,2	0,4	-1,3	5,3	-0,9	1,2	-0,4
2022	103,0	3,5	4,6	4,7	9,0	0,8	3,2	5,5	5,8	3,5	2,7	-5,9
2023	109,6	6,4	4,0	8,0	5,1	7,7	3,9	6,1	4,6	6,0	4,9	1,9
2023 Q3	110,1	6,7	5,0	8,9	4,3	8,5	4,3	5,3	3,5	6,1	5,4	2,9
Q4	111,7	6,0	5,0	8,6	4,4	6,7	2,7	6,8	4,7	4,2	4,5	3,2
2024 Q1	113,0	5,2	3,1	6,7	5,8	4,1	3,2	4,9	3,3	3,6	5,4	4,8
Q2	113,5	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	104,3	4,3	2,6	4,8	5,2	5,4	5,8	3,6	6,7	4,7	2,5	3,3
2022	109,1	4,6	4,5	3,8	4,1	6,1	2,7	3,5	4,3	5,5	3,8	7,4
2023	114,8	5,3	5,6	5,4	4,8	5,9	5,1	5,2	3,9	6,1	4,5	5,4
2023 Q3	115,5	5,3	5,5	5,7	4,8	5,3	5,4	4,8	3,3	6,2	4,7	5,6
Q4	117,0	5,0	4,9	5,5	4,8	5,4	5,0	5,5	4,9	5,3	4,1	5,3
2024 Q1	118,4	4,8	3,4	4,7	4,4	3,9	4,6	4,9	4,5	5,0	5,3	6,4
Q2	118,9	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	104,7	4,7	1,8	8,3	0,2	7,7	5,4	5,0	1,4	5,6	1,3	3,7
2022	105,8	1,1	-0,1	-0,8	-4,5	5,3	-0,4	-1,8	-1,4	2,0	1,1	14,1
2023	104,8	-1,0	1,6	-2,4	-0,3	-1,7	1,2	-0,8	-0,6	0,1	-0,4	3,4
2023 Q3	104,8	-1,3	0,5	-2,9	0,4	-3,0	1,0	-0,4	-0,2	0,1	-0,7	2,7
Q4	104,7	-1,0	-0,1	-2,9	0,5	-1,2	2,3	-1,1	0,2	1,0	-0,3	2,0
2024 Q1	104,7	-0,4	0,3	-1,9	-1,3	-0,2	1,3	-0,1	1,1	1,4	-0,2	1,5
Q2	104,7	-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	100,3	0,3	0,2	0,2	-0,4	-0,7	2,9	1,7	2,1	0,2	1,0	-1,3
2022	103,8	3,5	5,6	4,2	4,3	1,6	3,3	3,8	3,1	4,3	4,9	4,0
2023	109,3	5,3	5,4	5,7	5,0	5,9	5,4	5,8	4,5	6,1	4,4	4,6
2023 Q3	109,4	5,0	5,1	5,8	4,7	5,3	5,5	5,1	4,4	6,0	4,1	4,2
Q4	110,9	4,7	4,9	5,4	4,7	5,1	4,5	5,8	4,2	4,8	3,8	5,1
2024 Q1	112,2	5,0	3,8	5,1	4,6	4,1	4,9	5,8	4,7	4,8	5,6	6,5
Q2	112,4	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	100,3	0,3	0,6	3,2	-5,7	1,3	2,3	2,7	-4,0	0,3	-0,5	-1,8
2022	100,2	0,0	0,4	-0,5	-4,6	1,2	-0,1	-1,6	-3,2	1,1	2,1	9,6
2023	99,4	-0,8	2,1	-2,1	0,1	-1,5	1,6	-0,3	-0,2	0,2	-0,4	2,9
2023 Q3	99,1	-1,5	1,0	-2,8	0,3	-2,9	1,4	-0,3	-0,4	-0,1	-1,2	1,8
Q4	98,9	-1,0	0,4	-2,9	0,8	-1,3	2,0	-0,7	0,6	0,7	-0,6	2,2
2024 Q1	99,0	-0,2	1,6	-1,4	-1,0	-0,1	1,6	0,9	1,7	1,1	0,1	1,5
Q2	98,9	-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 deposits (EURIBOR)	Secured overnight financing rate (SOFR)	Tokyo overnight average rate (TONAR)
	1	2	3	4	5	6	7
2021	-0,57	-0,56	-0,55	-0,52	-0,49	0,04	-0,02
2022	-0,01	0,09	0,35	0,68	1,10	1,63	-0,03
2023	3,21	3,25	3,43	3,69	3,86	5,00	-0,04
2024 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
Sep.	3,56	3,44	3,43	3,26	2,94	5,15	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 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
Sep.	3,12	2,43	2,03	1,93	2,24	-0,20	-0,23	-0,39	1,81	1,58	2,19	2,78

Source: ECB calculations.

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

2) ECB calculations based on underlying data provided by Euro MTS Ltd and ratings provided by Fitch Ratings.

4.3 Stock market indices

(index levels in points; period averages)

	Dow Jones EURO STOXX Indices												United States	Japan
	Benchmark		Main industry indices										Standard & Poor's 500	Nikkei 225
	Broad index	50	Basic materials	Consumer services	Consumer goods	Oil and gas	Financials	Industrials	Technology	Utilities	Telecoms	Health care		
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
2021	448,3	4 023,6	962,9	289,8	183,0	95,4	164,4	819,0	874,3	377,7	279,6	886,3	4 277,6	28 836,5
2022	414,6	3 757,0	937,3	253,4	171,3	110,0	160,6	731,7	748,4	353,4	283,2	825,8	4 098,5	27 257,8
2023	452,0	4 272,0	968,5	292,7	169,2	119,2	186,7	809,8	861,5	367,8	283,1	803,6	4 285,6	30 716,6
2024 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
Sep.	505,0	4 877,0	987,6	281,9	165,0	121,6	241,8	950,5	1 029,0	402,8	320,1	843,4	5 621,3	37 307,4

Source: LSEG.

4 Financial market developments

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

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

	Deposits				Revolving loans and overdrafts	Extended credit card credit	Loans for consumption			Loans to sole proprietors and unincorporated partnerships	Loans for house purchase					Composite cost-of-borrowing indicator
	Over-night	Redeemable at notice of up to 3 months	With an agreed maturity of:				By initial period of rate fixation		APRC ³⁾		By initial period of rate fixation				APRC ³⁾	
			Up to 2 years	Over 2 years			Floating rate and up to 1 year	Over 1 year			Floating rate and up to 1 year	Over 1 and up to 5 years	Over 5 and up to 10 years	Over 10 years		
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	
2023 Sep.	0,33	1,54	3,08	3,13	7,78	16,55	8,52	7,83	8,56	5,40	4,77	4,25	3,86	3,58	4,25	3,90
Oct.	0,35	1,60	3,27	3,31	7,98	16,55	8,26	7,87	8,54	5,58	4,85	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	4,93	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	4,91	4,24	3,81	3,63	4,33	3,98
2024 Jan.	0,39	1,69	3,20	3,15	8,14	16,93	7,99	8,02	8,73	5,38	4,88	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	4,86	4,01	3,64	3,49	4,11	3,85
Mar.	0,39	1,72	3,18	2,91	8,19	16,99	8,08	7,79	8,54	5,15	4,82	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	4,84	3,99	3,59	3,42	4,04	3,81
May	0,39	1,73	3,10	2,81	8,20	17,07	7,63	7,95	8,69	5,26	4,81	3,97	3,62	3,42	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	3,78
July	0,38	1,74	3,01	2,77	8,16	17,03	7,60	7,79	8,49	5,03	4,76	3,93	3,64	3,38	4,00	3,75
Aug.	0,38	1,75	2,97	2,69	8,17	17,02	7,91	7,75	8,55	5,01	4,70	3,87	3,61	3,36	3,99	3,72

Source: ECB.

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

2) Including non-profit institutions serving households.

3) Annual percentage rate of charge (APRC).

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

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

	Deposits			Revolving loans and overdrafts	Other loans by size and initial period of rate fixation									Composite cost-of-borrowing indicator
	Over-night	With an agreed maturity of:			Up to EUR 0.25 million			over EUR 0.25 and up to 1 million			over EUR 1 million			
		Up to 2 years	Over 2 years		Floating rate and up to 3 months	Over 3 months and up to 1 year	Over 1 year	Floating rate and up to 3 months	Over 3 months and up to 1 year	Over 1 year	Floating rate and up to 3 months	Over 3 months and up to 1 year	Over 1 year	
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
2023 Sep.	0,75	3,59	3,79	5,20	5,66	5,75	5,64	5,41	5,23	4,40	5,04	5,00	4,21	5,10
Oct.	0,80	3,70	3,80	5,31	5,73	5,89	5,73	5,51	5,29	4,52	5,23	5,08	4,53	5,28
Nov.	0,83	3,71	3,92	5,33	5,77	5,93	5,79	5,51	5,30	4,55	5,12	5,18	4,40	5,25
Dec.	0,84	3,71	4,08	5,38	5,56	5,74	5,68	5,43	5,11	4,52	5,26	5,09	4,37	5,24
2024 Jan.	0,89	3,69	3,37	5,38	5,38	5,71	5,65	5,46	5,24	4,43	5,15	5,00	4,21	5,19
Feb.	0,89	3,63	3,50	5,37	5,52	5,75	5,60	5,48	5,14	4,38	5,10	4,84	4,00	5,16
Mar.	0,91	3,68	3,60	5,37	5,47	5,72	5,53	5,43	5,18	4,34	5,18	5,17	4,16	5,20
Apr.	0,91	3,66	3,34	5,37	5,30	5,63	5,63	5,36	5,10	4,31	5,19	5,00	4,15	5,19
May	0,91	3,64	3,61	5,33	5,37	5,77	5,68	5,39	5,08	4,29	4,99	4,95	4,18	5,12
June	0,87	3,54	3,54	5,25	5,33	5,70	5,67	5,24	4,99	4,23	5,02	5,05	4,14	5,08
July	0,87	3,48	3,28	5,20	5,13	5,45	5,51	5,27	4,93	4,18	5,08	5,00	4,13	5,07
Aug.	0,87	3,42	3,04	5,18	5,13	5,40	5,47	5,17	4,84	4,10	5,03	4,77	4,06	5,01

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	1 413,7	431,0	128,4	52,5	89,6	764,7	674,9	386,6	137,9	79,0	26,4	32,1	137,6	104,8
2022	1 382,2	477,9	142,8	52,0	94,5	667,0	621,7	480,4	182,5	115,9	48,3	48,1	133,9	97,1
2023	1 553,8	613,2	152,6	63,8	86,2	701,8	659,1	502,7	212,8	113,6	39,4	48,8	127,5	103,8
2024 Apr.	1 541,9	581,8	170,3	63,0	91,8	697,9	648,1	455,7	171,0	101,5	38,7	49,1	134,0	106,2
May	1 514,3	559,9	166,5	57,3	94,0	693,9	639,8	451,0	171,8	104,5	39,6	41,7	132,9	101,9
June	1 530,2	565,7	163,0	57,0	89,7	711,8	658,2	425,9	161,6	93,8	40,0	39,8	130,7	94,2
July	1 544,2	562,9	175,7	58,3	95,2	710,4	651,1	493,2	181,2	120,6	45,6	49,1	142,3	114,7
Aug.	1 553,8	561,5	174,5	54,1	95,1	722,6	659,5	446,0	190,9	101,6	40,5	30,6	123,0	101,3
Sep.	1 532,3	586,6	164,1	51,9	77,8	703,9	643,8	455,8	195,0	87,1	37,5	31,6	142,1	114,5
Long-term														
2021	19 913,8	4 166,9	3 365,9	1 377,3	1 617,3	10 763,7	9 942,7	316,8	68,6	83,4	34,1	23,2	141,5	128,0
2022	17 865,4	3 953,8	3 227,2	1 372,6	1 413,9	9 270,6	8 558,6	296,2	77,6	71,3	29,8	16,9	130,4	120,9
2023	19 513,9	4 493,2	3 394,8	1 380,6	1 524,9	10 100,9	9 361,2	326,5	94,7	72,5	28,3	21,2	138,2	129,7
2024 Apr.	19 778,2	4 651,0	3 489,9	1 376,3	1 532,6	10 104,7	9 355,0	347,1	100,4	69,3	13,0	33,8	143,5	137,7
May	19 823,6	4 664,4	3 522,4	1 375,1	1 545,6	10 091,2	9 341,0	400,9	76,8	107,6	21,3	35,1	181,5	163,3
June	19 955,2	4 664,8	3 549,2	1 387,5	1 560,8	10 180,2	9 425,6	319,3	70,8	80,4	28,6	28,8	139,2	130,8
July	20 195,9	4 709,4	3 571,4	1 374,3	1 563,3	10 351,8	9 588,2	318,0	84,0	96,8	17,8	16,0	121,2	116,9
Aug.	20 291,3	4 727,6	3 572,6	1 367,0	1 565,9	10 425,1	9 657,4	214,4	48,0	53,6	12,3	11,0	101,7	97,0
Sep.	20 610,1	4 798,4	3 612,3	1 370,8	1 599,4	10 599,9	9 824,0	382,6	100,3	90,5	24,7	39,3	152,4	145,2

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	21 327,5	4 597,9	3 494,4	1 429,8	1 706,9	11 528,4	10 617,5	10 357,6	600,3	1 484,9	8 271,4
2022	19 247,6	4 431,7	3 370,0	1 424,6	1 508,4	9 937,6	9 180,3	8 701,9	525,2	1 286,3	6 889,8
2023	21 067,6	5 106,3	3 547,4	1 444,4	1 611,2	10 802,7	10 020,3	9 675,2	621,8	1 411,3	7 641,6
2024 Apr.	21 320,1	5 232,9	3 660,2	1 439,3	1 624,4	10 802,6	10 003,1	10 232,1	729,5	1 532,7	7 969,5
May	21 337,8	5 224,3	3 688,9	1 432,4	1 639,6	10 785,1	9 980,9	10 365,6	750,6	1 560,1	8 054,5
June	21 485,3	5 230,5	3 712,3	1 444,5	1 650,5	10 892,0	10 083,7	10 057,0	697,9	1 506,2	7 852,4
July	21 740,1	5 272,3	3 747,1	1 432,6	1 658,5	11 062,2	10 239,4	10 112,7	734,9	1 524,8	7 852,5
Aug.	21 845,0	5 289,1	3 747,1	1 421,1	1 661,1	11 147,7	10 316,9	10 247,1	734,9	1 548,6	7 963,1
Sep.	22 142,3	5 385,0	3 776,4	1 422,7	1 677,2	11 303,8	10 467,8	10 413,8	748,7	1 562,9	8 101,8
Growth rate¹⁾											
2024 Feb.	5,8	10,6	4,7	2,6	2,1	4,5	4,9	-1,5	-3,0	0,6	-1,7
Mar.	5,9	11,4	4,9	2,9	2,4	4,3	4,6	-1,4	-3,0	0,9	-1,6
Apr.	5,7	10,2	4,5	1,1	2,9	4,4	4,6	-1,4	-3,1	0,5	-1,6
May	5,4	8,7	3,8	-2,1	2,9	4,8	4,8	-1,2	-3,2	0,4	-1,3
June	4,7	7,2	3,5	-2,7	3,2	4,2	4,2	-0,6	-3,3	-1,1	-0,3
July	4,3	5,4	3,9	-3,5	2,3	4,2	4,2	-0,4	-3,5	-0,8	0,0
Aug.	4,5	5,2	4,1	-3,5	2,9	4,5	4,4	-0,3	-3,4	-0,8	0,0
Sep.	4,5	6,3	4,0	-3,5	2,5	4,2	4,1	-0,2	-2,1	-0,6	0,1

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	89,0	68,1	87,6	120,5	94,3
2022	95,3	90,8	93,6	84,3	63,2	83,0	116,1	90,9
2023	98,1	94,0	98,1	88,6	65,1	86,7	121,8	94,7
2023 Q4	98,3	94,2	98,4	89,3	65,2	87,5	123,0	95,1
2024 Q1	98,4	94,4	98,4	89,6	65,8	87,8	123,7	95,2
Q2	98,7	94,6	98,5	89,4	65,3	87,7	124,1	95,2
Q3	99,0	95,0	98,9	.	.	.	125,1	95,6
2024 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	95,0	99,0	-	-	-	125,2	95,7
Sep.	98,8	94,8	99,0	-	-	-	125,2	95,6
<i>Percentage change versus previous month</i>								
2024 Sep.	-0,2	-0,3	0,0	-	-	-	0,0	-0,1
<i>Percentage change versus previous year</i>								
2024 Sep.	0,3	0,1	0,1	-	-	-	1,8	0,1

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 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
Q3	7,870	.	25,195	7,461	394,101	163,952	4,283	0,845	4,9746	11,451	0,952	1,098
2024 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
Sep.	7,861	.	25,099	7,460	394,863	159,081	4,276	0,840	4,9744	11,358	0,941	1,111
<i>Percentage change versus previous month</i>												
2024 Sep.	-0,2	0,0	-0,3	0,0	0,0	-1,2	-0,4	-1,3	0,0	-0,9	-0,4	0,9
<i>Percentage change versus previous year</i>												
2024 Sep.	0,8	.	2,9	0,0	2,2	0,8	-7,0	-2,5	0,2	-4,1	-1,9	4,0

Source: ECB.

4 Financial market developments

4.10 Euro area balance of payments, financial account

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

	Total ¹⁾			Direct investment		Portfolio investment		Net financial derivatives	Other investment		Reserve assets	Memo: Gross external debt
	Assets	Liabilities	Net	Assets	Liabilities	Assets	Liabilities		Assets	Liabilities		
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
<i>Outstanding amounts (international investment position)</i>												
2023 Q3	32 466,9	31 989,4	477,6	12 501,5	10 279,5	12 034,1	13 942,1	-21,3	6 839,1	7 767,8	1 113,6	16 437,1
Q4	32 517,9	31 962,8	555,1	12 169,4	9 931,2	12 483,1	14 515,4	-9,1	6 726,6	7 516,1	1 147,8	16 156,2
2024 Q1	33 809,1	33 053,6	755,4	12 421,8	10 017,0	13 153,5	15 254,1	-6,1	7 024,8	7 782,6	1 215,1	16 598,4
Q2	34 349,2	33 170,4	1 178,8	12 409,6	9 894,1	13 582,5	15 549,1	-3,2	7 092,6	7 727,1	1 267,6	16 520,4
<i>Outstanding amounts as percentage of GDP</i>												
2024 Q2	232,5	224,5	8,0	84,0	67,0	91,9	105,3	0,0	48,0	52,3	8,6	111,8
<i>Transactions</i>												
2023 Q3	149,3	63,6	85,7	6,2	21,8	121,2	138,8	-0,7	24,7	-96,9	-2,1	-
Q4	-324,6	-441,7	117,1	-324,1	-301,1	46,9	90,6	21,9	-75,8	-231,2	6,4	-
2024 Q1	579,4	465,8	113,6	142,9	52,2	169,2	189,3	13,0	253,1	224,4	1,2	-
Q2	166,7	32,9	133,8	-49,3	-116,2	182,1	261,3	12,2	17,9	-112,1	3,7	-
2024 Feb.	209,0	187,9	21,1	52,6	-3,2	53,3	69,2	11,6	90,6	121,9	0,9	-
Mar.	182,8	107,2	75,6	81,0	42,7	48,6	31,5	-12,0	65,7	33,0	-0,5	-
Apr.	71,5	49,9	21,5	-2,9	-29,0	28,5	42,6	12,7	32,2	36,3	0,8	-
May	101,2	80,3	20,9	-31,2	-39,4	77,1	75,2	-1,5	55,3	44,6	1,6	-
June	-6,0	-97,3	91,3	-15,2	-47,8	76,4	143,5	1,0	-69,6	-193,0	1,3	-
July	120,8	66,2	54,6	19,6	-1,0	54,5	32,6	-2,7	52,6	34,6	-3,2	-
<i>12-month cumulated transactions</i>												
2024 July	552,6	81,4	471,2	-194,1	-370,8	513,9	706,7	51,5	175,8	-254,5	5,5	-
<i>12-month cumulated transactions as percentage of GDP</i>												
2024 July	3,7	0,6	3,2	-1,3	-2,5	3,5	4,8	0,3	1,2	-1,7	0,0	-

Source: ECB.

1) Net financial derivatives are included in total assets.

5 Financing conditions and credit developments

5.1 Monetary aggregates ¹⁾

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

	M3											
	M2						M3-M2				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					8		9	10	11
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	815,8	58,4	1 080,9	16 382,3
2024 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	73,1	1 075,4	16 221,4
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	67,1	1 063,3	16 254,8
June	1 533,6	8 809,0	10 342,6	2 530,1	2 428,7	4 958,8	15 301,3	206,7	815,8	58,4	1 080,9	16 382,3
July	1 536,7	8 748,4	10 285,1	2 528,8	2 423,8	4 952,6	15 237,7	225,1	823,2	60,0	1 108,3	16 346,0
Aug. ^(a)	1 538,9	8 800,2	10 339,0	2 542,5	2 429,4	4 971,9	15 310,9	240,6	833,3	50,3	1 124,2	16 435,2
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	158,0	24,1
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	25,7	-13,8	25,5	164,7
2024 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	1,6	23,7	29,2
May	-2,8	6,4	3,6	35,8	-0,6	35,2	38,8	0,3	-7,6	-5,1	-12,4	26,4
June	4,5	80,8	85,4	11,7	-2,2	9,5	94,9	1,1	23,5	-10,3	14,2	109,1
July	3,1	-58,6	-55,5	-0,6	-4,9	-5,6	-61,1	18,6	6,0	0,9	25,5	-35,5
Aug. ^(a)	2,2	25,1	27,4	16,6	5,7	22,3	49,6	16,3	8,9	-8,6	16,6	66,2
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	18,1	-16,9	20,7	0,9
Q2 ^(a)	-0,1	-4,0	-3,4	34,8	-3,5	12,8	1,3	62,1	16,9	-28,8	18,8	2,3
2024 Mar.	-1,2	-7,5	-6,6	49,8	-4,6	16,7	-0,2	68,6	18,1	-16,9	20,7	0,9
Apr.	-0,3	-6,8	-5,9	45,4	-4,2	15,6	0,1	78,5	17,8	-9,9	22,7	1,3
May	-0,5	-5,8	-5,0	41,3	-3,8	14,7	0,6	64,6	14,4	-20,8	17,6	1,5
June	-0,1	-4,0	-3,4	34,8	-3,5	12,8	1,3	62,1	16,9	-28,8	18,8	2,3
July	0,2	-3,6	-3,1	30,6	-3,3	11,4	1,2	65,6	18,0	-22,8	21,4	2,3
Aug. ^(a)	0,4	-2,5	-2,1	26,5	-2,2	10,6	1,7	77,6	18,4	-37,5	22,0	2,9

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 ³⁾	Insurance corporations and pension funds ⁴⁾	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 ⁴⁾	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 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	1 262,2	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	3 365,2	2 399,8	828,6	127,0	9,9	8 542,8	5 056,8	1 222,0	2 263,1	0,9	1 269,1	211,0	538,0
Aug. ⁴⁾	3 368,3	2 399,9	831,3	126,4	10,7	8 579,6	5 086,4	1 223,2	2 269,1	1,0	1 306,8	214,9	543,0
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	3,2	-8,0	1,3
Q2 ⁴⁾	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 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	-28,3	-20,8	-7,8	-0,6	0,9	13,2	-6,7	23,8	-3,6	-0,3	-16,0	-14,9	0,4
Aug. ⁴⁾	6,8	2,3	4,1	-0,6	0,9	6,1	-1,8	1,7	6,1	0,1	41,5	4,3	5,0
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 ⁴⁾	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 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	1,7	-2,7	17,9	-3,0	2,2	2,1	-4,1	62,3	-3,2	10,2	5,1	-2,9	-5,0
Aug. ⁴⁾	1,8	-1,9	15,4	-3,8	11,3	2,3	-3,4	51,8	-2,0	16,4	10,7	-1,2	-3,4

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								Debt securities	Equity and non-money market fund investment fund shares
	Total	Loans	Debt securities	Total	Loans					Debt securities			
					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^{4)}
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	15 572,7	13 101,9	13 341,0	5 128,6	6 644,0	1 199,1	130,1	1 554,1	916,7	
2024 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	15 572,7	13 101,9	13 341,0	5 128,6	6 644,0	1 199,1	130,1	1 554,1	916,7	
July	6 216,8	972,1	5 219,0	15 600,3	13 129,2	13 361,6	5 123,9	6 643,1	1 230,4	131,8	1 546,1	924,9	
Aug.	6 234,9	977,3	5 231,9	15 619,0	13 138,1	13 370,6	5 129,4	6 654,1	1 221,5	133,1	1 556,9	923,9	
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	18,6	40,9	52,1	15,2	2,5	33,0	-9,8	-16,3	-6,1	
2024 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	34,9	25,2	32,9	12,7	4,6	7,8	0,1	11,6	-2,0	
July	-12,9	-6,5	-6,2	26,9	32,4	25,8	-2,0	-0,1	32,7	1,7	-10,2	4,8	
Aug.	14,3	5,2	9,2	25,8	16,3	16,4	9,5	12,1	-6,6	1,3	12,2	-2,7	
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 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	-1,1	0,9	1,0	1,3	0,2	0,4	9,4	-2,5	-2,1	4,3	
Aug.	-1,1	-0,6	-1,2	1,2	1,4	1,6	0,4	0,5	10,8	1,5	-1,4	4,0	

Source: ECB.

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

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

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

4) Including non-profit institutions serving households.

5 Financing conditions and credit developments

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

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

	Non-financial corporations ²⁾					Households ³⁾				
	Total		Up to 1 year	Over 1 and up to 5 years	Over 5 years	Total		Loans for consumption	Loans for house purchase	Other loans
	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 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	5 123,9	5 140,1	899,9	1 086,0	3 138,0	6 643,1	6 882,8	741,3	5 228,6	673,3
Aug.	5 129,4	5 132,9	901,5	1 085,3	3 142,6	6 654,1	6 891,0	744,1	5 238,0	672,0
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 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	-1,4	-0,6
June	12,7	19,1	14,0	1,2	-2,5	4,6	4,0	-0,6	4,0	1,2
July	-2,0	-3,9	-0,6	-1,2	-0,3	-0,1	3,8	1,8	2,0	-3,9
Aug.	9,5	-3,7	3,3	0,4	5,7	12,1	9,0	3,2	9,7	-0,9
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 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
Aug.	0,4	0,8	0,0	0,1	0,7	0,5	0,6	2,9	0,6	-2,5

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	332,3	182,6	176,5
2024 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	2 174,0	231,0	163,6	177,4
May	445,1	7 490,7	1 824,7	109,0	2 520,9	3 036,1	2 233,6	248,5	159,1	165,0
June	413,7	7 534,2	1 830,7	109,8	2 528,9	3 064,9	2 230,8	332,3	182,6	176,5
July	394,0	7 578,6	1 821,7	111,0	2 526,7	3 119,3	2 339,6	161,9	166,9	154,9
Aug. ^(a)	426,3	7 604,8	1 820,9	111,0	2 535,9	3 136,9	2 392,4	220,0	193,2	170,7
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	459,2	-201,8	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	54,9	2,1	4,6	27,2	21,0	142,9	76,0	4,6	2,3
2024 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	102,1	-24,0	-14,4	3,2
May	6,8	11,4	-1,1	1,2	3,2	8,1	61,6	21,1	-4,5	-12,4
June	-31,5	26,8	5,2	0,8	1,6	19,2	-20,8	78,9	23,5	11,4
July	-19,7	0,9	-8,3	1,2	5,3	2,7	74,9	-143,4	-15,7	-21,6
Aug. ^(a)	32,3	21,8	0,5	0,0	20,7	0,6	44,4	35,8	26,4	15,8
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 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	-14,9	4,2	0,2	72,1	9,3	1,1	-	-	11,3	1,0
Aug. ^(a)	-2,8	4,1	0,2	63,2	9,5	0,8	-	-	19,5	7,6

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	13,9	12,6	4,2	1,2	0,3	7,9	1,6	1,1	-0,4	1,9	1,9	-0,1	0,5
2022	12,9	11,7	4,1	1,2	0,3	8,0	1,6	1,2	0,4	1,9	2,0	1,1	0,5
2023	13,0	11,6	4,2	1,4	0,3	8,1	2,0	1,2	1,9	2,0	1,6	3,6	1,9
2023 Q3	12,9	11,6	3,5	1,3	0,3	8,1	1,9	1,1	1,8	2,0	1,7	3,3	1,5
Q4	13,0	11,6	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	13,1	11,7	3,6	1,4	0,4	8,3	2,1	1,3	2,1	2,1	1,6	3,7	2,7
2024 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	3,2	1,4	0,4	8,3	2,1	1,3	2,1	2,1	1,4	3,7	2,6
June	13,1	11,7	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	1,4	2,1	2,1	1,6	3,7	2,8
Aug.	13,1	11,7	4,1	1,4	0,4	8,2	2,1	1,3	2,2	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 1	Germany 2	Estonia 3	Ireland 4	Greece 5	Spain 6	France 7	Croatia 8	Italy 9	Cyprus 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 11	Lithuania 12	Luxembourg 13	Malta 14	Netherlands 15	Austria 16	Portugal 17	Slovenia 18	Slovakia 19	Finland 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).

La date d'arrêt des statistiques figurant dans cette publication est le 16 octobre 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-24-007-FR-N (PDF)

Directeur de la publication : Claude Piot

Secrétaire général