

## Bulletin économique

Numéro 8 / 2024

# Sommaire

<b>Évolutions économiques, financières et monétaires</b>	<b>3</b>
Vue d'ensemble	3
1    Environnement extérieur	10
2    Activité économique	16
3    Prix et coûts	24
4    Évolutions sur les marchés financiers	32
5    Conditions de financement et évolutions du crédit	38
6    Évolutions budgétaires	45
<b>Encadrés</b>	<b>49</b>
1    La résilience des prix des actions américaines s'explique-t-elle par la structure du marché, les anticipations de bénéfices ou les primes de risque sur actions ?	49
2    Les effets à court terme du système d'échange de quotas d'émission sur l'investissement européen	56
3    Quels sont les signaux économiques tirés des mesures de l'incertitude ?	61
4    Comment expliquer le taux élevé d'épargne des ménages dans la zone euro ?	66
5    Transmission de la politique monétaire à la hausse des prix des biens et services : une perspective granulaire	72
6    Conditions de la liquidité et opérations de politique monétaire du 24 juillet au 22 octobre 2024	77
7    L'arrêt progressif des TLTRO III et les conditions d'octroi de prêts bancaires	84
<b>Articles</b>	<b>90</b>
1    Chocs énergétiques, investissement des entreprises et implications potentielles pour la compétitivité future de l'UE	90
2    Comprendre la résilience du marché du travail de la zone euro entre 2022 et 2024	103
<b>Encadré 1    Évolutions du marché du travail dans la zone euro par rapport à d'autres économies avancées</b>	<b>107</b>

3	Quatre ans après le lancement du programme <i>Next Generation EU</i> : une évaluation préliminaire actualisée de son impact économique	125
<b>Statistiques</b>		<b>147</b>

# Évolutions économiques, financières et monétaires

## Vue d'ensemble

Lors de sa réunion du 12 décembre 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 processus de désinflation est en bonne voie. Selon les projections macroéconomiques de décembre 2024 établies par les services de l'Eurosystème pour la zone euro, l'inflation totale devrait s'élever, en moyenne, à 2,4 % en 2024, 2,1 % en 2025, 1,9 % en 2026 et 2,1 % en 2027, année de l'entrée en vigueur du système élargi d'échange de quotas d'émission de l'Union européenne (UE).

S'agissant de l'évolution des prix hors énergie et produits alimentaires, les services de l'Eurosystème tablent sur une hausse moyenne de 2,9 % en 2024, 2,3 % en 2025 et 1,9 % en 2026 et 2027.

La plupart des mesures de l'inflation sous-jacente laissent entrevoir une inflation se stabilisant durablement autour de la cible du Conseil des gouverneurs de 2 % à moyen terme. L'inflation intérieure s'est légèrement ralentie, mais reste élevée, principalement du fait de la poursuite de l'ajustement, avec un important décalage, des salaires et des prix dans certains secteurs à la poussée inflationniste passée.

Les conditions de financement s'assouplissent sous l'effet de la diminution progressive du coût des nouveaux emprunts pour les entreprises et les ménages à la suite des récentes baisses des taux d'intérêt par le Conseil des gouverneurs. Mais elles demeurent strictes, car la politique monétaire est toujours restrictive alors que la transmission des hausses passées des taux d'intérêt à l'encours de crédits se poursuit.

Dans les projections de décembre 2024, les services de l'Eurosystème tablent désormais sur une reprise économique plus lente que ce qui était prévu dans les projections macroéconomiques de septembre 2024 établies par les services de la BCE pour la zone euro. Malgré un rebond de la croissance au troisième trimestre, les indicateurs tirés d'enquêtes signalent un ralentissement pour le quatrième trimestre. Selon les services de l'Eurosystème, l'économie devrait croître de 0,7 % en 2024, 1,1 % en 2025, 1,4 % en 2026 et 1,3 % en 2027. La reprise anticipée s'appuierait essentiellement sur la hausse des salaires réels, qui devrait permettre aux ménages d'accroître leur consommation, et sur l'augmentation des investissements des entreprises. Avec le temps, l'atténuation progressive des effets de la politique monétaire restrictive devrait favoriser un redressement de la demande intérieure.

Le Conseil des gouverneurs est résolu à assurer une stabilisation durable de l'inflation au niveau de sa cible de 2 % à moyen terme. Il suivra une approche s'appuyant sur les données pour déterminer, réunion par réunion, l'orientation appropriée de la politique monétaire. Plus particulièrement, les décisions du Conseil des gouverneurs relatives aux taux d'intérêt seront fondées sur son évaluation des perspectives d'inflation compte tenu des données économiques et financières, de la dynamique de l'inflation sous-jacente et de la force de la transmission de la politique monétaire. Le Conseil des gouverneurs ne s'engage pas à l'avance sur une trajectoire de taux particulière.

## Activité économique

L'économie a crû de 0,4 % au troisième trimestre, soit un rythme supérieur aux anticipations. La croissance a principalement résulté de la hausse de la consommation, reflétant en partie des facteurs ponctuels ayant stimulé le tourisme pendant l'été, et de la constitution de stocks par les entreprises. Mais les dernières informations disponibles indiquent un ralentissement. Il ressort des enquêtes que l'activité manufacturière continue de se contracter et que la croissance des services s'affaiblit. Confrontées à une demande atone et à des perspectives très incertaines, les entreprises restreignent leurs dépenses d'investissement. Les exportations européennes sont également en berne et la compétitivité de certains secteurs d'activité vacille.

Le marché du travail reste solide. L'emploi a augmenté de 0,2 % au troisième trimestre 2024, un rythme là encore plus élevé qu'attendu. Le taux de chômage est resté à son niveau historiquement bas de 6,3 % en octobre. Cela étant, la demande de main-d'œuvre continue de s'affaiblir. Le taux de vacance d'emploi est revenu à 2,5 % au troisième trimestre, un niveau inférieur de 0,8 point de pourcentage à son point haut, et les enquêtes font également état d'un recul des créations d'emplois au quatrième trimestre.

L'économie de la zone euro devrait continuer de se redresser progressivement au cours des prochaines années, dans un contexte de fortes incertitudes géopolitiques et économiques. La progression des salaires réels et de l'emploi, sur fond de marchés du travail robustes, devrait notamment soutenir la reprise, dont la consommation reste l'un des principaux moteurs. La demande intérieure devrait également être stimulée par un assouplissement des conditions de financement, conformément aux anticipations des marchés relatives à l'évolution future des taux d'intérêt. Quoiqu'entourées d'une grande incertitude, les politiques budgétaires seraient globalement en voie d'assainissement. Cela étant, les fonds alloués dans le cadre du programme *Next Generation EU* devraient continuer d'alimenter la croissance jusqu'à son expiration en 2027. Dans l'hypothèse de référence de politiques commerciales inchangées des principaux partenaires de l'Europe, la demande extérieure devrait se renforcer et soutenir les exportations de la zone euro. En conséquence, les exportations nettes apporteraient une contribution globalement neutre à la croissance du PIB, malgré les défis actuels en matière de compétitivité. Le taux de chômage devrait continuer de se replier, pour se situer à des niveaux

historiquement bas. Même si les difficultés structurelles persistent, la productivité, qui a récemment baissé sous l'effet de certains facteurs conjoncturels, devrait se redresser sur l'horizon de projection. Globalement, selon les projections de décembre 2024, la croissance annuelle moyenne du PIB en volume devrait s'établir à 0,7 % en 2024, 1,1 % en 2025 et 1,4 % en 2026, avant de se modérer à 1,3 % en 2027. Par rapport aux projections macroéconomiques de septembre 2024, les perspectives de croissance du PIB ont été revues à la baisse, principalement en raison des révisions des données relatives à l'investissement au premier semestre 2024, des anticipations d'un ralentissement de la croissance des exportations en 2025 et d'une légère révision à la baisse de l'expansion attendue de la demande intérieure en 2026.

Les politiques budgétaires et structurelles devraient améliorer la productivité, la compétitivité et la capacité de résistance de l'économie. 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. Le Conseil des gouverneurs accueille favorablement l'évaluation, par la Commission européenne, des plans budgétaires et structurels à moyen terme présentés par les gouvernements dans le cadre de la gouvernance économique révisé de l'UE. Il leur appartient à présent de mettre en œuvre intégralement et sans délai leurs engagements au titre de ce cadre. Cela aidera à réduire les déficits budgétaires et les taux d'endettement de manière durable, tout en donnant la priorité aux réformes favorables à la croissance et à l'investissement.

## Inflation

Selon l'estimation rapide d'Eurostat, l'inflation annuelle a atteint 2,3 % en novembre, après 2,0 % en octobre. Cette accélération avait été anticipée et résulte essentiellement d'un effet de base haussier lié à l'énergie. La hausse des prix des produits alimentaires et des services s'est quelque peu ralentie, à respectivement 2,8 % et 3,9 %. L'augmentation des prix des biens s'est quant à elle renforcée, à 0,7 %.

L'inflation intérieure, qui suit de près la hausse des prix des services, s'est de nouveau atténuée légèrement en octobre. Elle demeure toutefois élevée, à 4,2 %, sous l'effet d'importantes tensions sur les salaires et de la poursuite de l'ajustement, avec un décalage, du prix de certains services à la poussée inflationniste passée. Cela étant, l'évolution de l'inflation sous-jacente est globalement conforme à un retour durable de l'inflation vers la cible.

La plupart des mesures des anticipations d'inflation à long terme s'établissent à environ 2 %, et les indicateurs de la compensation de l'inflation à moyen et long terme extraits des instruments de marché ont sensiblement diminué depuis la réunion du Conseil des gouverneurs le 17 octobre 2024.

La croissance de la rémunération par tête s'est modérée à 4,4 % au troisième trimestre, contre 4,7 % au deuxième trimestre, et a contribué ainsi, compte tenu de

la stabilité de la productivité, à un ralentissement de la croissance des coûts unitaires de main-d'œuvre.

L'atténuation des tensions sur les coûts de main-d'œuvre et la poursuite des effets du resserrement passé de la politique monétaire du Conseil des gouverneurs sur les prix à la consommation devraient contribuer à stabiliser durablement l'inflation autour de la cible de 2 % à moyen terme, dans la mesure où les fortes diminutions récentes des prix de l'énergie continuent de sortir du calcul des taux annuels.

Dans les projections de décembre 2024, la hausse de l'IPCH total devrait s'accélérer fin 2024, avant de s'estomper et de fluctuer autour de la cible d'inflation de 2 % de la BCE à partir du deuxième trimestre 2025. Les effets de base de la composante énergie devraient être le principal facteur à l'origine de l'augmentation temporaire de l'inflation au début de l'horizon de projection. Sur la base d'hypothèses de recul des prix du pétrole et du gaz, les prix de l'énergie devraient continuer de diminuer jusqu'au second semestre 2025 et évoluer modérément par la suite, à l'exception d'une accélération en 2027 due à l'introduction de nouvelles mesures d'atténuation du changement climatique. La hausse des prix des produits alimentaires devrait s'accentuer jusque mi-2025, principalement sous l'effet d'un rebond des prix des produits alimentaires non transformés, avant de retomber à une moyenne de 2,2 % d'ici 2027. L'augmentation de l'IPCH hors énergie et produits alimentaires (IPCHX) devrait ralentir début 2025 en raison de la dissipation des effets indirects des chocs antérieurs sur les prix de l'énergie, de la modération des tensions sur les coûts de main-d'œuvre et de la transmission continue, avec un décalage, du resserrement passé de la politique monétaire sur les prix à la consommation. Ce ralentissement serait principalement dû à une plus faible hausse des prix des services, relativement persistante jusqu'à présent. De manière générale, l'inflation mesurée par l'IPCHX devrait revenir de 2,9 % en 2024 à 1,9 % en 2027. La croissance des salaires demeurera élevée dans un premier temps, avant de ralentir progressivement avec l'allégement des mesures de compensation prises face à l'inflation. La décélération de la croissance de la rémunération par tête, conjuguée à une reprise de la croissance de la productivité, devrait entraîner une progression beaucoup plus lente des coûts unitaires de main-d'œuvre. En conséquence, les tensions d'origine interne sur les prix devraient s'atténuer, les marges bénéficiaires amortissant dans un premier temps les tensions toujours fortes sur les coûts de main-d'œuvre, mais se rétablissant sur l'horizon de projection. Les tensions sur les prix d'origine externe devraient rester globalement modérées. Par rapport aux projections de septembre 2024, les perspectives de hausse de l'IPCH total ont été légèrement révisées à la baisse pour 2024 et 2025, principalement en raison de la détérioration inattendue de certaines données et des hypothèses de recul des prix du pétrole et de l'électricité.

## Évaluation des risques

Les risques pesant sur la croissance économique restent orientés à la baisse. Le risque d'accentuation des frictions commerciales à l'échelle internationale pourrait peser sur la croissance de la zone euro en limitant les exportations et en

affaiblissant l'économie mondiale. La détérioration de la confiance pourrait empêcher la consommation et l'investissement de se redresser aussi rapidement qu'attendu. Les risques géopolitiques, tenant notamment à la guerre injustifiée menée par la Russie contre l'Ukraine et au conflit tragique au Moyen-Orient, pourraient amplifier ces dynamiques et perturber les approvisionnements en énergie et le commerce mondial. La croissance pourrait aussi être plus faible si les effets décalés du resserrement de la politique monétaire durent plus longtemps qu'anticipé. Elle pourrait être plus forte si l'assouplissement des conditions de financement et le recul de l'inflation permettent une reprise plus rapide de la consommation et de l'investissement intérieurs.

L'inflation pourrait être plus élevée si les salaires ou les bénéfices progressent plus qu'attendu. Les risques à la hausse pour l'inflation proviennent également des tensions géopolitiques accrues, qui pourraient entraîner à court terme un renchérissement de l'énergie et un accroissement des coûts du fret, et perturber les échanges mondiaux. En outre, des phénomènes météorologiques extrêmes et, plus généralement, l'évolution de la crise climatique pourraient conduire à une hausse des prix des produits alimentaires plus importante qu'anticipé. L'inflation pourrait en revanche surprendre à la baisse si la faible confiance et les inquiétudes liées aux événements géopolitiques empêchent le redressement aussi rapide qu'attendu de la consommation et de l'investissement, si la politique monétaire freine la demande plus nettement qu'anticipé ou si l'environnement économique dans le reste du monde se détériore soudainement. L'augmentation des frictions dans le commerce mondial pourrait accentuer l'incertitude entourant les perspectives d'inflation dans la zone euro.

## Conditions financières et monétaires

Les taux d'intérêt de marché dans la zone euro ont encore diminué depuis la réunion d'octobre du Conseil des gouverneurs, reflétant la détérioration perçue des perspectives économiques. Si les conditions de financement demeurent restrictives, le coût des emprunts pour les entreprises et les ménages diminue progressivement à la suite des baisses des taux d'intérêt décidées par le Conseil des gouverneurs.

Le taux d'intérêt moyen sur les nouveaux prêts consentis aux entreprises était de 4,7 % en octobre, un niveau inférieur de plus d'un demi-point de pourcentage à son point haut enregistré un an auparavant. Le coût du financement par endettement de marché a reculé de plus d'un point de pourcentage depuis son niveau maximal. Le taux d'intérêt moyen sur les nouveaux prêts hypothécaires, qui s'est établi à 3,6 % en octobre, est inférieur d'environ un demi-point de pourcentage à son plus haut niveau observé en 2023, même si le taux moyen de l'encours de prêts hypothécaires devrait toujours augmenter.

Les prêts bancaires aux entreprises se sont progressivement redressés à partir de niveaux bas, et ont crû de 1,2 % sur un an en octobre par rapport à un an auparavant. Les titres de créance émis par les entreprises ont augmenté de 3,1 % en rythme annuel, soit une hausse comparable à celle des derniers mois.

La progression graduelle des prêts hypothécaires s'est poursuivie en octobre, à un rythme annuel de 0,8 %.

Conformément à sa stratégie de politique monétaire, le Conseil des gouverneurs a procédé à une évaluation approfondie des liens entre politique monétaire et stabilité financière. Les banques de la zone euro ont continué de faire preuve de résilience et peu de signes indiquent des tensions sur les marchés financiers. Les risques pesant sur la stabilité financière demeurent toutefois élevés. La politique macroprudentielle reste la première ligne de défense contre l'accumulation de vulnérabilités financières, en renforçant la capacité de résistance et en préservant la marge de manœuvre macroprudentielle.

## 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, 3,00 %, 3,15 % et 3,40 % à compter du 18 décembre 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.

Au second semestre 2024, l'Eurosystème n'a plus réinvesti 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 a mis un terme aux réinvestissements dans le cadre du PEPP fin 2024.

Les banques ont remboursé, en décembre 2024, les encours résiduels des fonds empruntés dans le cadre des opérations ciblées de refinancement à plus long terme, ce qui a mis fin à cette partie du processus de normalisation du bilan.

## Conclusion

Lors de sa réunion du 12 décembre 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 résolu à assurer une stabilisation durable de l'inflation au niveau de sa cible de 2 % à moyen terme. Il suivra une approche s'appuyant sur les données pour déterminer, réunion par réunion, l'orientation appropriée de la politique monétaire. 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 la stabilisation durable de l'inflation à sa cible de 2 % à moyen terme et pour préserver la bonne transmission de la politique monétaire.

# 1

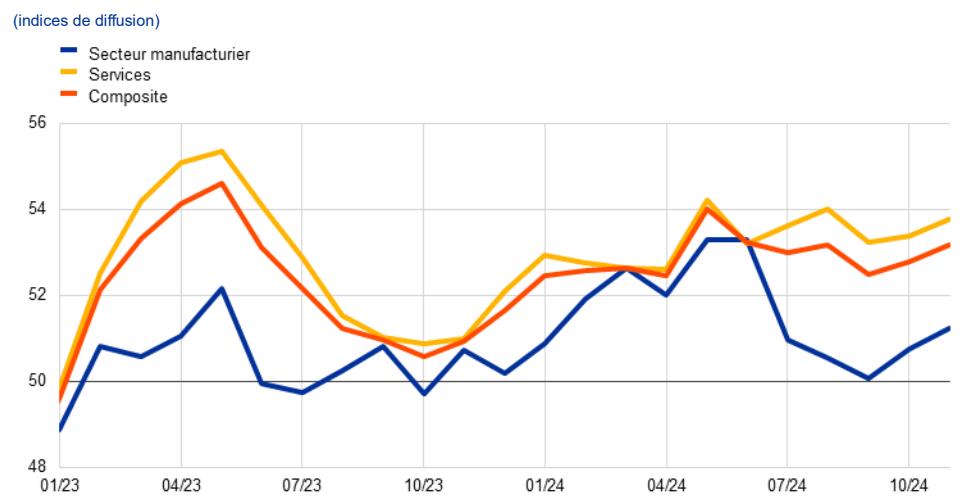
## Environnement extérieur

*Au cours de la période sous revue (du 17 octobre au 11 décembre 2024), la croissance économique mondiale est restée soutenue, malgré une intensification des facteurs défavorables. Les données d'enquête ont fait état d'améliorations généralisées à l'ensemble des secteurs, le secteur des services continuant d'afficher de bonnes performances. Le commerce mondial est resté robuste, reflétant dans une certaine mesure l'anticipation des importations de biens dans un contexte d'incertitude entourant la future politique commerciale des États-Unis. L'inflation a continué de se modérer, mais des tensions à la hausse sur les prix des services ont persisté. Les perspectives relatives à la croissance et à l'inflation mondiales, présentées dans les projections macroéconomiques de décembre 2024 établies par les services de l'Eurosystème pour la zone euro, demeurent globalement inchangées par rapport aux projections macroéconomiques de septembre 2024 établies par les services de la BCE. Toutefois, le résultat des élections présidentielles aux États-Unis a fortement accentué l'incertitude liées aux politiques commerciales internationales. Les mesures du commerce mondial ont été significativement révisées à la hausse pour refléter les données plus favorables aux deuxième et troisième trimestres. À la suite de la reprise observée en 2024, le commerce mondial devrait croître davantage en phase avec l'activité, en dépit de risques à la baisse élevés liés à l'accroissement du protectionnisme et de la fragmentation. Dans les principales économies de marché avancées et émergentes, l'inflation devrait se ralentir progressivement sur l'horizon de projection.*

**L'activité économique mondiale est restée soutenue, même si l'intensification des facteurs défavorables souligne la fragilité des perspectives.** L'indice composite des directeurs d'achat (PMI) pour la production mondiale (hors zone euro) est resté fermement en territoire expansionniste, ressortant à 53,2 en novembre 2024 après 52,8 en octobre (graphique 1). Si l'activité dans le secteur des services a continué de se renforcer, l'activité manufacturière s'est également améliorée, s'établissant de nouveau légèrement au-dessus du seuil de croissance nulle pour atteindre 51,2 en novembre. L'augmentation de l'indice composite des directeurs d'achat pour la production a été tirée en particulier par les États-Unis et la Chine. Dans le cas de la Chine, elle reflète une forte expansion du secteur manufacturier, tandis qu'aux États-Unis, l'activité dans le secteur des services s'est nettement améliorée. Des données récentes suggèrent que la croissance mondiale est demeurée robuste au quatrième trimestre 2024. Cette analyse est soutenue par des données économiques plus favorables aux États-Unis et en Chine, ainsi que par les mesures de soutien budgétaire récemment annoncées en Chine et, dans une moindre mesure, au Royaume-Uni. Les tensions géopolitiques, la faiblesse persistante du secteur de l'immobilier en Chine et les incertitudes relatives aux politiques de la prochaine administration américaine suggèrent également que les perspectives de croissance mondiale restent fragiles.

## 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 novembre 2024.

**Les perspectives relatives à l'activité mondiale devraient demeurer robustes, mais se modérer légèrement sur l'horizon de projection.** Le PIB mondial en volume devrait croître de 3,4 % en 2024 et de 3,5 % en 2025, avant de revenir à 3,3 % en 2026 et 3,2 % en 2027. Le léger ralentissement de la croissance mondiale plus tard sur l'horizon de projection résulte principalement des anticipations relatives à une croissance plus lente en Chine, reflétant des effets démographiques défavorables, et d'une décélération de l'activité aux États-Unis. Au Royaume-Uni, l'assouplissement budgétaire ne devrait stimuler la croissance du PIB en volume que temporairement, les relèvements futurs de l'impôt sur les sociétés étant susceptibles de peser sur l'activité du secteur privé. Le résultat des élections aux États-Unis a suscité une incertitude élevée car il est difficile à ce stade d'évaluer les mesures prises par la nouvelle administration américaine. Les projections de décembre établies par les services de l'Eurosystème intègrent un durcissement de la législation en matière d'immigration et un assouplissement des politiques budgétaires (en particulier l'extension des réductions d'impôt pour les particuliers et les entreprises, mises en place en 2017 et devant expirer en 2025).

#### Après avoir augmenté plus fortement que prévu au troisième trimestre, la croissance du commerce mondial devrait se ralentir à court terme.

Les importations mondiales ont surpris à la hausse au troisième trimestre, sous l'effet d'une nette augmentation des échanges aux États-Unis. Des données ponctuelles suggèrent que les entreprises américaines ont anticipé leurs importations en raison des incertitudes liées aux politiques commerciales futures et en prévision de mouvements de grève dans les ports de la côte Est des États-Unis en octobre. Si le commerce mondial est volatil par nature, les nouvelles données indiquent un ralentissement des importations mondiales au quatrième trimestre. Cette décélération reflète un cycle manufacturier toujours faible et une normalisation des importations de biens à la suite d'une croissance soutenue au cours des trimestres précédents. Elle est accentuée par une composition moins favorable de la

demande mondiale, qui est actuellement influencée par le secteur des services, moins dépendant des échanges commerciaux, et par la consommation du secteur public. En ligne avec le ralentissement de la dynamique du commerce, le PMI mondial (hors zone euro) pour les nouvelles commandes à l'exportation dans le secteur manufacturier continue d'indiquer une contraction, à 49,4, en novembre. Dans ce contexte, les coûts de transport maritime commencent également à se normaliser après les fortes hausses observées au deuxième trimestre 2024, qui reflétaient une augmentation de la demande de transport maritime cohérente avec la concentration des importations anticipées.

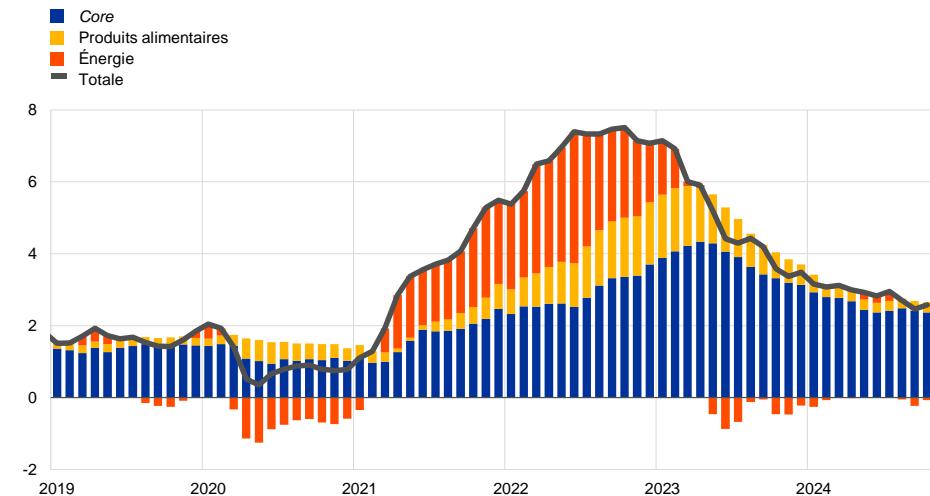
**Le commerce mondial devrait se redresser cette année et croître davantage en phase avec l'activité mondiale sur le reste de l'horizon de projection, en dépit d'importants risques à la baisse liés à l'accroissement du protectionnisme et de la fragmentation.** La croissance du commerce mondial pour 2024 a été révisée à la hausse de 0,9 point de pourcentage par rapport aux projections de septembre 2024, principalement en raison de données plus favorables aux deuxièmes et troisièmes trimestres. Le commerce mondial devrait augmenter de 3,6 % en 2025, avant de se modérer à 3,3 % en 2026 et à 3,2 % en 2027. Les perspectives restent toutefois très incertaines. De nouvelles importations anticipées, en prévision de futures restrictions commerciales, pourraient doper les échanges commerciaux à court terme. À moyen terme, les échanges pourraient de nouveau se contracter en raison de la persistance des tensions géopolitiques, d'un renforcement significatif du protectionnisme et de la fragmentation.

**L'inflation dans les pays membres de l'Organisation de coopération et de développement économiques (OCDE) continue de se modérer, mais les tensions sous-jacentes sur les prix persistent.** En octobre, 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 légèrement augmenté pour s'établir à 2,6 %, après 2,5 % le mois précédent (graphique 2). La légère accélération de l'inflation totale résulte d'un taux de variation moins négatif des prix de l'énergie (– 0,8 % en octobre, après – 2,5 % en septembre), tandis que la hausse des prix des produits alimentaires et l'inflation *core* sont restées stables. L'inflation *core*, qui représentait 90 % de l'inflation totale en octobre, par rapport à une contribution médiane de 64 % avant la pandémie de COVID-19, résulte en particulier de la forte hausse des prix des services dans les économies avancées. La hausse des prix des services étant quant à elle étroitement liée à la croissance des salaires, qui devrait se ralentir en 2025 en raison de la détente des marchés du travail, l'inflation totale dans les économies de l'OCDE devrait continuer de se normaliser.

## Graphique 2

### Inflation mesurée par l'IPC dans les pays de l'OCDE

(variations annuelles en pourcentage)



Sources : Organisation de coopération et de développement économiques (OCDE) et calculs des services de la BCE.

Notes : L'agrégat de l'OCDE exclut la Turquie et est calculé en utilisant les pondérations annuelles de l'indice des prix à la consommation (IPC) pour l'OCDE. Les dernières observations se rapportent à octobre 2024.

**Depuis la réunion d'octobre du Conseil des gouverneurs, les prix du Brent ont baissé de 2,9 %, tandis que les prix du gaz en Europe ont augmenté, de 17,7 %<sup>1</sup>.** Les prix du pétrole ont affiché une volatilité importante au cours de la période sous revue, principalement en raison des tensions géopolitiques au Moyen-Orient. Du côté de la demande, la forte consommation de carburant aux États-Unis a accentué les tensions à la hausse sur les prix, les stocks d'essence américains ayant diminué pour atteindre leur niveau le plus bas depuis novembre 2022. Cela a néanmoins été contrebalancé par l'impact négatif de l'affaiblissement de la demande de pétrole en Chine, qui s'est contracté pour le sixième mois consécutif en septembre. Les prix du gaz en Europe ont augmenté de 17,7 % depuis la réunion d'octobre du Conseil des gouverneurs, sous l'effet de facteurs d'offre et de demande. Du côté de l'offre, la hausse peut être largement attribuée à l'expiration imminente de l'accord de transit du gaz entre l'Ukraine et la Russie fin 2024. En outre, à la suite d'une décision d'arbitrage contre Gazprom en faveur de la société autrichienne OMV, Gazprom a menacé d'interrompre ses livraisons de gaz. Du côté de la demande, la réduction de la production des parcs éoliens en novembre en Europe a entraîné un recours accru à la production d'électricité par des centrales à gaz. Cette situation, conjuguée à une météo froide, a entraîné une baisse significative des niveaux de stockage de gaz en Europe, contribuant encore à la hausse des prix du gaz. Dans le même temps, les prix des métaux ont diminué (-4,5 %), les mesures de relance de la Chine n'ayant pas répondu aux attentes. Les prix des produits alimentaires ont augmenté de 15,9 %, sous l'effet de facteurs d'offre.

**Aux États-Unis, l'activité économique demeure robuste.** Au troisième trimestre 2024, le PIB en volume a continué de croître à un rythme régulier de 0,7 %

<sup>1</sup> La date d'arrêté des données figurant dans le présent Bulletin économique est le 11 décembre 2024.

en glissement trimestriel, soutenu par une forte demande intérieure privée et par une consommation publique importante. En revanche, la contribution de l'investissement privé s'est ralentie, tandis que les stocks du secteur privé et les échanges commerciaux nets ont également contribué négativement à la croissance. Les tensions ont continué de s'atténuer sur le marché du travail américain, le taux de chômage augmentant de 0,1 point de pourcentage pour atteindre 4,2 % en novembre, après 3,7 % début 2024. La croissance annuelle des salaires a augmenté pour s'établir à 4,0 % en octobre – après avoir diminué au cours de l'année – et est restée supérieure à la fourchette de 3 % à 3,5 % que le Système fédéral de réserve considère comme cohérente avec sa cible d'inflation. L'inflation totale mesurée par l'IPC a également augmenté légèrement, pour s'établir à 2,6 % en octobre après 2,4 % en septembre, tandis que l'inflation *core* est demeurée à 3,3 %. Lors de sa réunion de novembre, le Comité fédéral de l'*open market* (FOMC) a décidé de réduire le taux des fonds fédéraux de 25 points de base, ce qui était largement attendu<sup>2</sup>.

**La dynamique de la croissance économique en Chine s'est renforcée, mais les nouvelles mesures budgétaires ne devraient pas considérablement stimuler l'économie.** Les indicateurs mensuels pour le mois d'octobre se sont avérés plus élevés que prévu, avec des améliorations significatives des ventes au détail et de la croissance des exportations. Le redressement des ventes au détail, qui s'est poursuivi jusqu'à début novembre, a largement résulté des subventions à la reprise des échanges, avec un gain notable pour les catégories subventionnées par le gouvernement chinois. Dans le même temps, les nouvelles mesures budgétaires annoncées le 8 novembre, bien que substantielles, ne devraient pas stimuler la croissance de façon significative. Ces mesures, qui visent à remédier au risque pesant sur la stabilité financière lié à l'endettement des administrations locales, consistent principalement en une migration de la dette vers des obligations dont les coûts de service sont moins élevés. Comme le niveau de la dette totale reste inchangé, cela ne produit pas d'impulsion budgétaire directe. Les dépenses supplémentaires potentielles associées à la baisse des coûts de financement devraient être modérées, n'apportant qu'un soutien très limité à la croissance. La hausse des prix à la consommation en Chine s'est encore ralentie en novembre, revenant à 0,2 % en glissement annuel, après 0,3 % en septembre. La hausse des prix à la production est restée négative à – 2,5 % en novembre, accentuant les inquiétudes en matière de déflation.

**L'activité au Royaume-Uni a continué de se ralentir, tandis que l'inflation totale a augmenté en raison de la hausse des prix de l'énergie.** Au troisième trimestre 2024, le PIB du Royaume-Uni n'a que légèrement augmenté, de 0,1 % (en glissement trimestriel). Le nouveau budget d'automne du gouvernement prévoit une augmentation des dépenses publiques de 2 % du PIB, qui, associée à l'assouplissement monétaire en cours, devrait progressivement soutenir la dynamique de croissance en 2025. L'inflation totale a fortement augmenté, s'établissant à 2,3 % en octobre après 1,7 % en septembre. Lors de sa réunion de

<sup>2</sup> Lors de sa réunion du 18 décembre, qui s'est tenue après la période sous revue du 17 octobre au 11 décembre, le FOMC a abaissé le taux objectif des fonds fédéraux de 25 points de base supplémentaires.

novembre, la Banque d'Angleterre a abaissé son taux directeur (*Bank Rate*) de 25 points de base à 4,75 %<sup>3</sup>.

---

<sup>3</sup> Lors de sa réunion du 18 décembre, qui s'est tenue après la période sous revue du 17 octobre au 11 décembre, la Banque d'Angleterre a décidé de maintenir son *Bank rate* inchangé.

## 2

## Activité économique

*L'économie a enregistré une croissance de 0,4 % au troisième trimestre 2024, après 0,2 % au deuxième trimestre, dans un contexte de reprise de la consommation et d'accumulation de stocks, tandis que les exportations nettes se sont contractées. L'emploi a augmenté de 0,2 % au troisième trimestre, ce qui implique un certain redressement de la productivité. L'activité dans tous les secteurs industriels, à l'exclusion des droits de propriété intellectuelle irlandais, a continué de diminuer au troisième trimestre, reflétant une faible demande, des pertes de compétitivité et une incertitude croissante. En revanche, le secteur des services est resté en expansion, stimulé principalement par les services non marchands et les services liés aux entreprises. Les indicateurs tirés d'enquêtes font état d'un ralentissement de l'activité économique au tournant de l'année. Les indices des directeurs d'achat (Purchasing Managers' Indices, PMI) relatifs au secteur manufacturier et aux services ont été inférieurs à leurs niveaux respectifs du troisième trimestre au quatrième trimestre, tandis que les commandes et les anticipations des entreprises ont diminué, ce qui implique un nouvel affaiblissement début 2025. S'agissant de la demande intérieure, la consommation privée devrait se ralentir au quatrième trimestre, après s'être fortement redressée au troisième trimestre, la confiance demeurant faible. De même, les indicateurs relatifs au logement, à l'investissement des entreprises et aux exportations suggèrent une faiblesse persistante à court terme. Pour l'avenir, la reprise prévue des revenus réels, soutenue par la hausse des salaires et un marché du travail robuste, devrait permettre aux ménages de consommer davantage. De plus, la demande étrangère devrait se renforcer et soutenir les exportations de la zone euro.*

*Ces perspectives se reflètent globalement dans les projections macroéconomiques de décembre 2024 établies par les services de l'Eurosystème pour la zone euro, qui tablent sur une croissance annuelle du PIB en volume de 0,7 % en 2024, de 1,1 % en 2025, de 1,4 % en 2026 respectivement, avant de se modérer à 1,3 % en 2027<sup>4</sup>.*

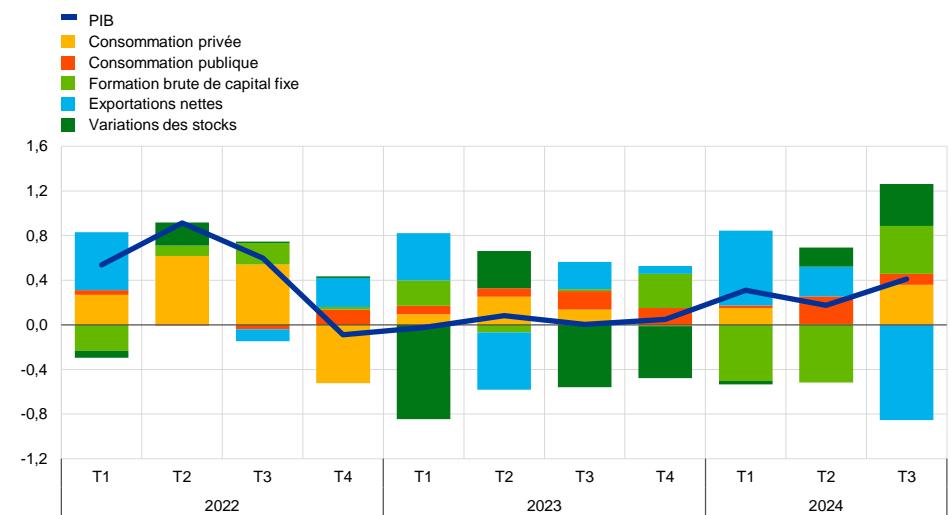
**Selon la dernière estimation d'Eurostat, le PIB en volume a augmenté de 0,4 % en rythme trimestriel au troisième trimestre 2024, après une hausse de 0,2 % au deuxième trimestre (graphique 3).** La demande intérieure et la variation des stocks ont apporté une contribution positive à la croissance au troisième trimestre, tandis que les exportations nettes se sont contractées. Si la croissance de l'investissement total a été positive au troisième trimestre, selon les estimations, en excluant une hausse sans précédent de l'investissement hors construction en Irlande, elle aurait été négative.

<sup>4</sup> Cf. les « [Projections macroéconomiques pour la zone euro établies par les services de l'Eurosystème, décembre 2024](#) », publiées sur le site internet de la BCE le 12 décembre 2024.

### Graphique 3

#### PIB en volume de la zone euro et ses composantes

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



Sources : Eurostat et calculs de la BCE.

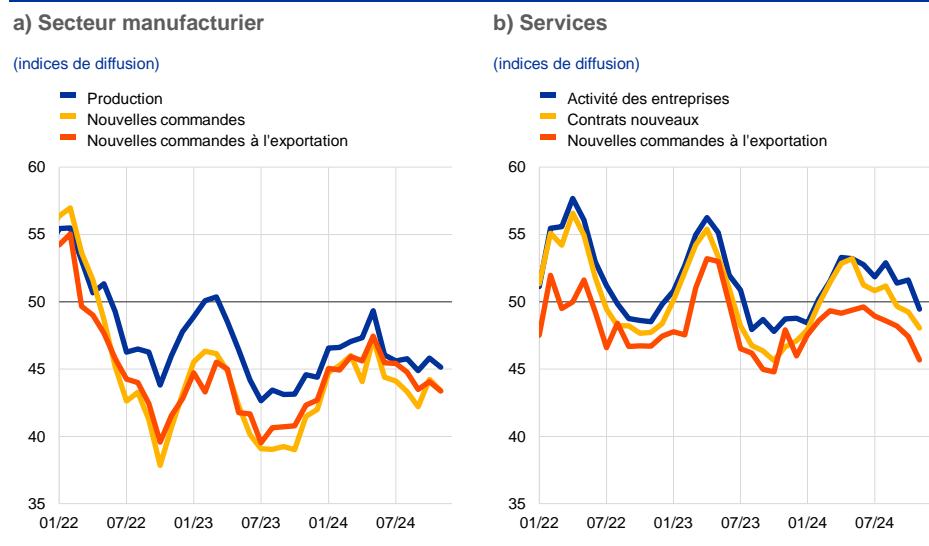
Note : Les dernières observations se rapportent au troisième trimestre 2024.

#### Les données d'enquêtes font état d'un quatrième trimestre 2024 plus faible.

L'indice des directeurs d'achat pour la production est revenu à 49,2 en moyenne en octobre et en novembre (après 50,3 au troisième trimestre), sous l'effet de baisses dans les services et le secteur manufacturier. Dans le secteur manufacturier, l'indice des directeurs d'achat a continué de se contracter au quatrième trimestre, indiquant désormais une contraction sur 20 mois consécutifs (graphique 4). L'indice PMI relatif aux nouvelles commandes demeure également inférieur à 50, indiquant des perspectives à court terme moroses pour l'industrie. Dans le secteur des services, l'indice des directeurs d'achat est passé sous le seuil des 50 en novembre – pour la première fois depuis janvier 2024 – même si la moyenne pour octobre et novembre affiche toujours une croissance modeste, à 50,5. Les indicateurs de la Commission européenne relatifs à la confiance des chefs d'entreprise dressent un tableau analogue. Après un recul en octobre, l'indicateur du climat économique a globalement peu évolué en novembre, suggérant que la persistance de facteurs défavorables freine la reprise. Les résultats de l'enquête de la Commission sur les facteurs limitant la production pour le quatrième trimestre montrent que le secteur manufacturier reste affecté par une insuffisance de la demande et des pénuries de main-d'œuvre, par rapport aux moyennes historiques, tandis que la demande n'est pas considérée comme un facteur limitant dans le secteur des services.

## Graphique 4

### Indices PMI dans les différents secteurs de l'économie



Source : S&P Global Market Intelligence.

Note : Les dernières observations se rapportent à novembre 2024.

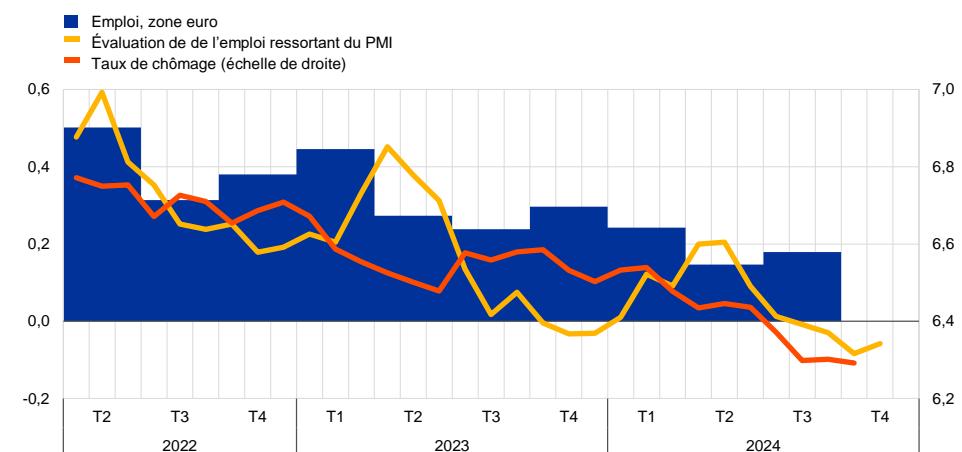
**L'emploi a augmenté de 0,2 % au troisième trimestre 2024.** Son taux a été globalement le même qu'au premier semestre de l'année (graphique 5). La croissance de l'emploi a été plus alignée avec la croissance du PIB au troisième trimestre, permettant un certain redressement de la productivité, qui a augmenté de 0,2 %<sup>5</sup>. Le nombre total d'heures travaillées est demeuré inchangé au troisième trimestre, entraînant une baisse de 0,1 % du nombre moyen d'heures travaillées. Le taux de chômage s'est établi à 6,3 % en octobre, sans changement par rapport à septembre, demeurant à son niveau le plus bas depuis l'introduction de l'euro. La demande de main d'œuvre a légèrement baissé par rapport aux niveaux élevés observés à la suite de la pandémie, le taux de vacance d'emploi revenant à 2,5 % au troisième trimestre, soit 0,1 point de pourcentage de moins qu'au trimestre précédent et à un niveau plus proche de son pic prépandémique.

<sup>5</sup> Pour une vue d'ensemble du marché du travail de la zone euro au cours des deux dernières années, cf. l'article intitulé « [Comprendre la résilience du marché du travail de la zone euro entre 2022 et 2024](#) » du présent *Bulletin économique*.

## 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 10 pour évaluer la croissance de l'emploi en glissement trimestriel. Les dernières observations se rapportent au troisième trimestre 2024 pour l'emploi, à novembre 2024 pour l'évaluation de l'emploi ressortant du PMI et à octobre 2024 pour le taux de chômage dans la zone euro.

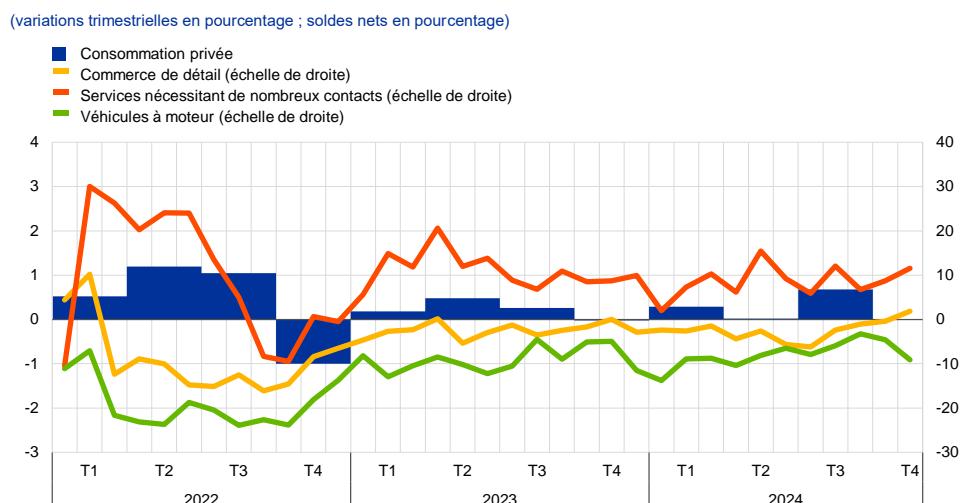
**Les indicateurs à court terme du marché du travail font état d'une stabilité de l'emploi au quatrième trimestre 2024.** L'indice PMI composite mensuel relatif à l'emploi a légèrement augmenté, passant de 49,2 en octobre à 49,4 en novembre, ce qui suggère que l'emploi au quatrième trimestre devrait rester globalement inchangé. L'indice PMI pour les services est passé de 50,3 en octobre à 51,0 en novembre, tandis que les indices PMI pour l'industrie manufacturière et la construction continuent d'indiquer une contraction.

**La consommation privée a fortement augmenté au troisième trimestre mais devrait se modérer au tournant de l'année.** Après une croissance moyenne faible au cours des trimestres précédents, la consommation privée dans la zone euro a augmenté de 0,7 % en rythme trimestriel au troisième trimestre (graphique 6), probablement stimulée par des facteurs temporaires tels que les Jeux olympiques et paralympiques de Paris 2024 – dans une mesure limitée toutefois. La consommation de biens a rebondi et a globalement augmenté en ligne avec la consommation de services au troisième trimestre, comme le suggère également une hausse de 1 % des ventes au détail en glissement trimestriel au troisième trimestre, contre une hausse plus modeste de 0,2 % de la production de services. Cependant, les données disponibles suggèrent que les dépenses des ménages se sont probablement modérées au quatrième trimestre, les ventes au détail ayant diminué en octobre. En novembre, l'indicateur de la Commission européenne relatif à la confiance des consommateurs est également revenu vers son niveau de septembre. Néanmoins, des indicateurs plus prospectifs font état d'un redressement au cours des trimestres à venir, comme cela a été reflété dans les dernières projections

macroéconomiques établies par les services de l'Eurosystème<sup>6</sup>. Les indicateurs de la Commission européenne relatifs aux attentes des entreprises en matière de demande de services nécessitant de nombreux contacts ont continué de s'améliorer en novembre, tandis que la dernière enquête de la BCE sur les anticipations des consommateurs a également montré que les dépenses attendues en matière de vacances demeurent à un niveau élevé, malgré un ralentissement récent. Les anticipations des consommateurs en matière d'achats importants au cours des 12 prochains mois se sont encore améliorées en novembre, dépassant leurs niveaux d'avant la pandémie et indiquant une hausse de la demande des consommateurs en biens. La hausse du pouvoir d'achat et l'augmentation continue du revenu réel du travail devraient soutenir la consommation au cours des trimestres à venir. Dans le même temps, l'incertitude reste élevée et il se peut que les ménages continuent d'être préoccupés par les questions géopolitiques à plus long terme, ce qui pourrait avoir un impact négatif sur leurs décisions de dépenses (cf. encadré 3).

#### Graphique 6

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



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

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

**L'investissement des entreprises s'est fortement contracté au troisième trimestre 2024 et devrait rester modéré à court terme.** Après avoir affiché une croissance modérée au premier semestre de l'année, l'investissement hors construction, en excluant l'investissement incorporel irlandais, a diminué de 1,1 % en rythme trimestriel au troisième trimestre. La croissance de l'investissement au quatrième trimestre devrait avoir continué de se contracter, comme le suggèrent les indicateurs de la production et des commandes tirés de l'indice des directeurs

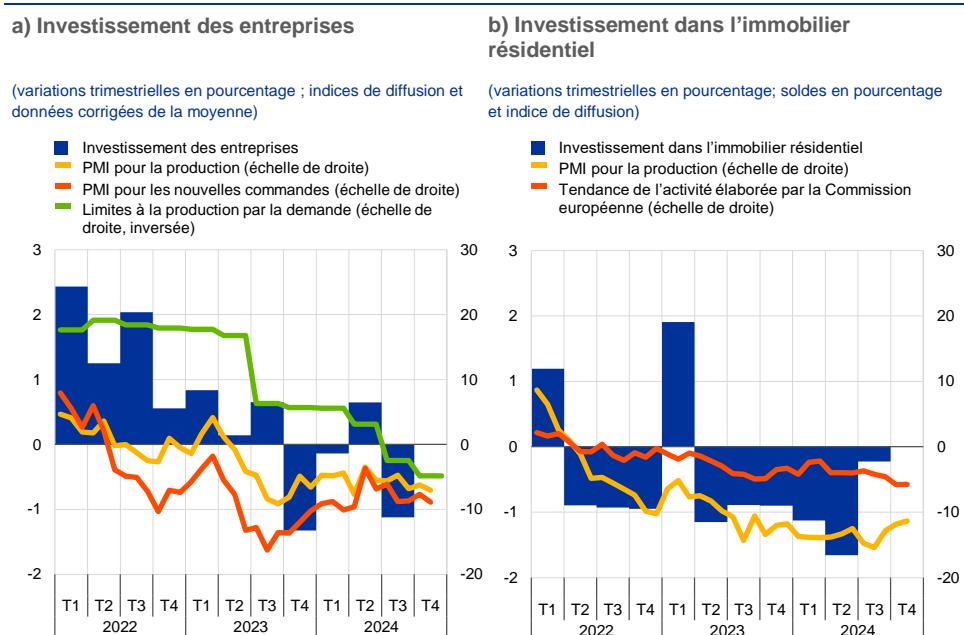
<sup>6</sup> Cf. « [Projections macroéconomiques pour la zone euro établies par les services de l'Eurosystème](#), décembre 2024 », publiées le 12 décembre 2024 sur le site internet de la BCE.

d'achat (PMI) et les enquêtes de la Commission européenne sur la confiance dans le secteur des biens d'équipement jusqu'en novembre (graphique 7, partie a).

La dernière enquête de la Commission sur les facteurs limitant la production dans le secteur des biens d'équipement a révélé une faible demande et un faible besoin de nouveaux investissements en équipements au quatrième trimestre. L'incertitude élevée entourant la situation géopolitique, les droits de douane et la politique économique continue de freiner l'investissement (cf. encadré 3). Dans cet environnement, les faillites ont continué d'augmenter, atteignant un niveau supérieur d'environ 23 % à celui de 2019 au troisième trimestre 2024. À plus long terme, l'investissement devrait augmenter progressivement à mesure que l'impact des conditions de financement restrictives diminuera, que la demande s'améliorera et que les plans d'investissements verts et numériques seront mis en œuvre.

### Graphique 7

#### Dynamique de l'investissement réel et données d'enquêtes



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

Notes : Les lignes indiquent les évolutions mensuelles, tandis que les barres se rapportent aux données trimestrielles (à l'exception des données d'enquêtes pour les facteurs limitant la production qui sont également trimestrielles). Les indices PMI sont exprimés en termes d'écart par rapport à 50. Dans la partie a, l'investissement des entreprises est mesuré par l'investissement hors construction en excluant les actifs incorporels irlandais. Les indicateurs à court terme se rapportent au secteur des biens d'équipement. Les limites à la production par la demande sont exprimées comme la moyenne sur la période allant du premier trimestre 1991 au quatrième trimestre 2019, puis sont inversées. Les dernières observations se rapportent au troisième trimestre 2024 pour l'investissement des entreprises et à novembre 2024 pour toutes les autres rubriques. Dans la partie b, la courbe correspondant à l'indicateur relatif à la tendance de l'activité élaboré par la Commission européenne se rapporte à la moyenne pondérée de l'évaluation de la tendance de l'activité par les secteurs de la construction de bâtiments et de la construction spécialisée par rapport aux trois mois précédents, recalculée pour avoir le même écart type que le PMI. La courbe pour le PMI se rapporte à l'activité dans l'immobilier résidentiel. Les dernières observations se rapportent au troisième trimestre 2024 pour l'investissement dans l'immobilier résidentiel et à novembre 2024 pour le PMI relatif à la production et la tendance de l'activité élaborée par la Commission européenne.

#### L'investissement dans l'immobilier résidentiel a légèrement baissé au troisième trimestre 2024 et devrait encore se ralentir à court terme.

L'investissement dans l'immobilier résidentiel a légèrement diminué de 0,2 % dans la zone euro au troisième trimestre, tandis que la production dans la construction de bâtiments et la construction spécialisée a diminué de 0,6 %. Les indicateurs de l'activité tirés d'enquêtes font état d'un nouveau ralentissement au quatrième trimestre 2024, l'indice PMI pour la production de logements et l'indicateur de la

Commission européenne relatif à l'activité dans la construction de bâtiments et la construction spécialisée au cours des trois derniers mois continuant d'indiquer une contraction jusqu'en novembre (graphique 7, partie b). Toutefois, l'investissement dans l'immobilier résidentiel devrait se stabiliser au cours de 2025. D'après l'enquête de la Commission, l'intention à court terme des ménages en matière d'achat ou de construction d'un logement s'est encore améliorée au quatrième trimestre 2024.

De même, l'enquête de la BCE sur les anticipations des consommateurs montre que la proportion des ménages qui considèrent le logement comme un bon investissement a significativement augmenté dans l'ensemble en 2024, même si elle a légèrement diminué en octobre. Cette amélioration de la confiance est soutenue par la baisse des taux hypothécaires et se reflète dans un redressement progressif des prêts au logement, comme le montre également l'enquête d'octobre sur la distribution du crédit bancaire dans la zone euro.

**La croissance des exportations de la zone euro a continué de se ralentir au troisième trimestre 2024.** Au troisième trimestre, la croissance des exportations totales de la zone euro s'est ralentie de 1,5 % en rythme trimestriel. Cette décélération confirme les difficultés persistantes auxquelles les exportateurs de la zone euro sont confrontés en matière de compétitivité, malgré la reprise de la demande mondiale. Pour l'avenir, les enquêtes suggèrent que les performances des exportations continueront d'être modérées à court terme. Les derniers indices PMI pour les commandes à l'exportation sont demeurés bien inférieurs au seuil de croissance nulle en novembre pour le secteur manufacturier et font état d'une faiblesse croissante dans les services. Dans le même temps, la croissance des importations a enregistré une hausse modérée de 0,2 % au troisième trimestre, sous l'effet d'une légère hausse de la consommation intérieure. Dans l'ensemble, les exportations nettes ont apporté une contribution négative de 0,9 point de pourcentage au PIB au troisième trimestre.

**À l'avenir, l'économie de la zone euro devrait continuer de se redresser progressivement sur l'horizon de projection, malgré un contexte de forte incertitude.** Après une hausse du PIB estimée à 0,7 % en 2024, la croissance de l'activité devrait se renforcer au cours des trois prochaines années. La hausse des salaires réels et de l'emploi, sur fond de marchés du travail robustes – mais qui se ralentissent – devrait notamment soutenir une reprise durable de la consommation. La demande intérieure devrait également être stimulée par un assouplissement des conditions de financement, conformément aux anticipations des marchés relatives à l'évolution future des taux d'intérêt.

**La reprise économique devrait désormais être plus lente qu'anticipé dans les projections de septembre 2024.** Malgré un rebond de la croissance au troisième trimestre de l'année, les indicateurs tirés d'enquêtes signalent un ralentissement pour le trimestre en cours. Selon les projections de décembre 2024, l'économie devrait croître de 0,7 % en 2024, 1,1 % en 2025, 1,4 % en 2026 et 1,3 % en 2027. La reprise anticipée s'appuierait essentiellement sur la hausse des salaires réels, qui devrait permettre aux ménages d'accroître leur consommation, et sur l'augmentation des investissements des entreprises. Avec le temps, l'atténuation progressive des

effets de la politique monétaire restrictive devrait soutenir un redressement de la demande intérieure.

### 3

## Prix et coûts

*L'inflation totale dans la zone euro est montée à 2,3 % en novembre 2024, après 2,0 % en octobre, reflétant principalement une nouvelle accentuation de la hausse des prix de l'énergie<sup>7</sup>. Dans le même temps, l'inflation sous-jacente suit une trajectoire globalement conforme à un retour durable vers l'objectif de 2 % à moyen terme pour l'inflation totale. L'indicateur de l'inflation intérieure s'est légèrement ralenti en octobre mais reste élevé, reflétant une forte croissance des salaires et le fait que le prix de certaines rubriques continue à s'ajuster, avec un important décalage, à la poussée inflationniste passée. Le taux global de croissance des coûts de main-d'œuvre se modère, tandis que la croissance des profits unitaires continue à amortir partiellement l'incidence des tensions encore élevées sur les coûts de main-d'œuvre et ainsi à soutenir le processus actuel de désinflation. Au cours de la période sous revue, la plupart des indicateurs relatifs aux anticipations d'inflation à plus long terme sont restés globalement stables, à environ 2 %, et les mesures extraites des instruments de marché se sont rapprochées de ce niveau. D'après les projections macroéconomiques de décembre 2024 pour la zone euro établies par les services de l'Eurosystème, l'inflation totale devrait s'établir en moyenne à 2,4 % en 2024, 2,1 % en 2025, 1,9 % en 2026 et 2,1 % en 2027, année de l'entrée en vigueur du système élargi d'échange de quotas d'émission de l'Union européenne (UE)<sup>8</sup>.*

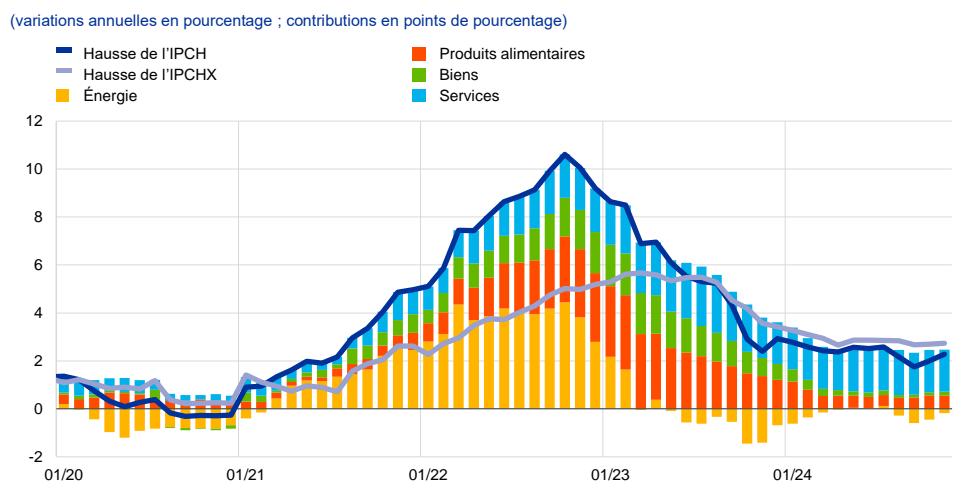
**L'inflation totale dans la zone euro, telle que mesurée par l'indice des prix à la consommation harmonisé (IPCH), a encore augmenté, s'inscrivant à 2,3 % en novembre 2024, après 2,0 % en octobre (graphique 8).** Cela s'explique avant tout par l'accélération attendue de la hausse des prix de l'énergie, qui s'est élevée à – 1,9 % en novembre, après – 4,6 % en octobre, principalement en raison d'un effet de base haussier. La hausse des prix des produits alimentaires s'est légèrement ralentie, ressortant à 2,8 % en novembre, après 2,9 % en octobre, reflétant un ralentissement du rythme annuel de variation des prix des produits alimentaires non transformés, tandis que celui des prix des produits alimentaires transformés a quelque peu augmenté. L'inflation mesurée par l'IPCH hors énergie et produits alimentaires (IPCHX) s'est établie à 2,7 % en novembre, le même taux qu'en octobre et en septembre. Cela s'explique par un léger ralentissement de la hausse des prix des services (3,9 % en novembre, après 4,0 % en octobre), contrebalancé par une accentuation de la hausse des prix des biens industriels non énergétiques (0,7 % en novembre, après 0,5 % en octobre). Le taux annuel de hausse des prix des biens industriels non énergétiques est resté proche de sa moyenne de long terme de 0,6 % avant la pandémie de COVID-19, tandis que la hausse plus persistante des prix des services reflète l'incidence de tensions salariales toujours élevées dans certaines rubriques de services et les effets de réévaluations décalées dans d'autres.

<sup>7</sup> La date d'arrêté des données incluses dans le présent *Bulletin économique* est le 11 décembre 2024. Cette estimation rapide d'Eurostat a été revue à la baisse de 0,1 point de pourcentage, à 2,2 %, dans la publication le 18 décembre 2024 des données de l'inflation mesurée par l'IPCH pour novembre.

<sup>8</sup> Cf. « [Projections macroéconomiques pour la zone euro établies par les services de l'Eurosystème, décembre 2024](#) », publiées sur le site internet de la BCE le 12 décembre 2024.

## Graphique 8

### Inflation totale et ses composantes principales



Sources : Eurostat et calculs de la BCE.

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

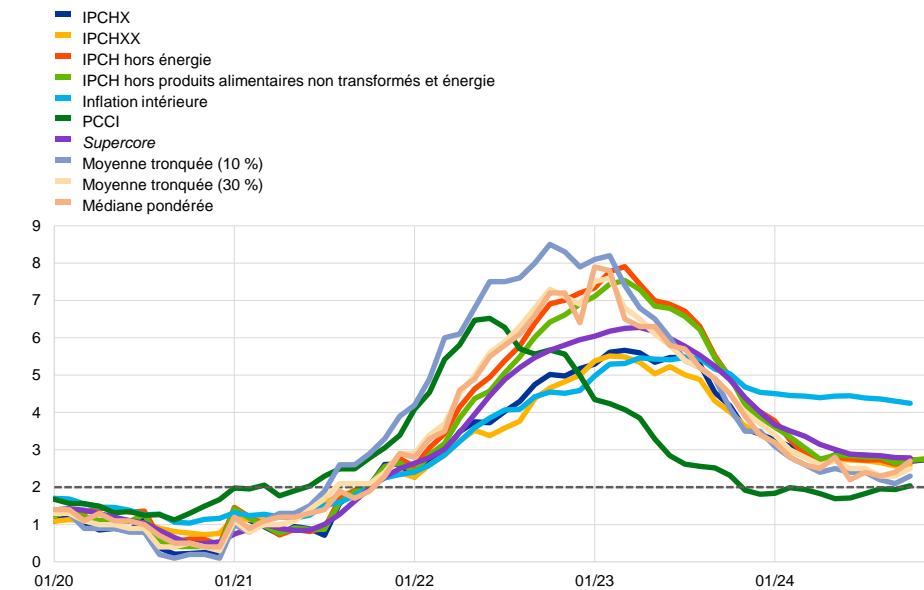
**La plupart des mesures de l'inflation sous-jacente suggèrent que l'inflation s'établira durablement autour de la cible de 2 % à moyen terme, au sein d'une fourchette de valeurs qui s'est rétrécie (graphique 9).** En octobre 2024 (mois le plus récent pour lequel des données sont disponibles), la majorité des valeurs d'indicateurs allaitent de 2,0 % à 2,8 %<sup>9</sup>. La composante persistante et commune de l'inflation (PCCI), qui est généralement le meilleur prédicteur de l'inflation totale future, se situait dans le bas de cette fourchette, tandis que l'indicateur Supercore, qui comprend les rubriques de l'IPCH sensibles au cycle d'activité, est demeuré inchangé, à 2,8 %. L'inflation mesurée par l'IPCHX hors composantes liées aux voyages, à l'habillement et à la chaussure (IPCHXX) est également restée inchangée, à 2,6 %, tandis que les moyennes tronquées à 10 % et à 30 %, qui suppriment respectivement 5 % et 15 % des taux de variation annuels de chaque queue de la distribution des rubriques de l'IPCH, ont légèrement augmenté. S'il est resté à un niveau élevé de manière persistante, l'indicateur relatif à l'inflation intérieure a continué de se replier légèrement, ressortant à 4,2 % après 4,3 % et 4,4 % en septembre et en août, respectivement. Cela reflète le poids important des rubriques de services telles que l'assurance et les loyers, dans lesquelles les réactions aux tensions inflationnistes générales et la modération du caractère restrictif de la politique monétaire se propagent plus lentement.

<sup>9</sup> Pour plus d'informations, cf. Lane (P.R.), « *Underlying inflation: an update* », discours prononcé à l'*Inflation: Drivers and Dynamics Conference 2024* organisée par la Banque fédérale de réserve de Cleveland et la BCE, Cleveland, 24 octobre 2024.

## 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 novembre 2024 (estimation rapide) pour l'IPCHX, l'IPCH hors énergie et l'IPCH hors produits alimentaires non transformés et énergie, et à octobre 2024 pour tous les autres indicateurs.

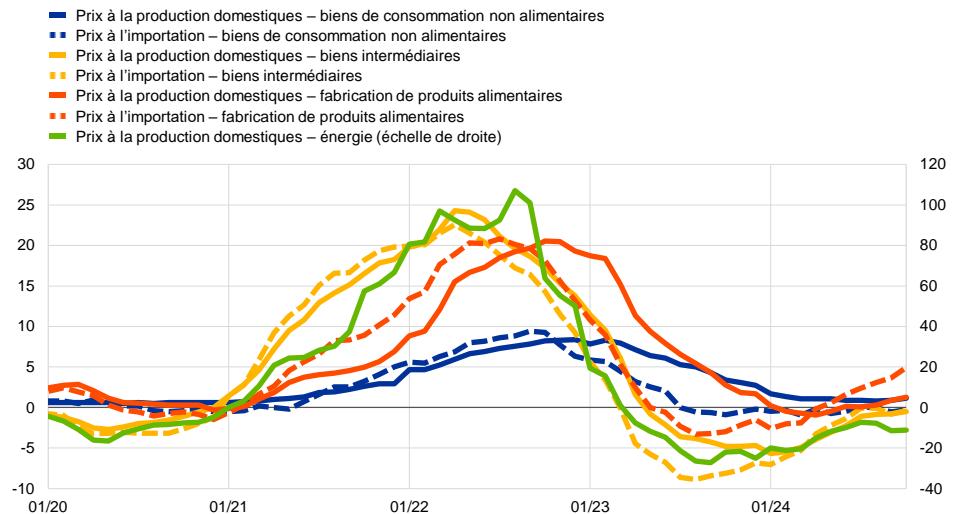
### Les tensions en amont ont augmenté en octobre, bien qu'elles soient restées modérées dans l'ensemble des catégories de l'industrie (graphique 10).

En amont de la chaîne des prix, la contraction des prix à la production de l'énergie, qui s'était amorcée en avril 2023, s'est atténuée, s'établissant à – 11,2 % en octobre 2024, après – 11,5 % en septembre. Le taux de croissance annuel des prix à la production pour les ventes domestiques de biens intermédiaires est également resté négatif, bien que légèrement moins que le mois précédent (– 0,5 % en octobre, contre – 0,8 % en septembre). De même, le taux de croissance annuel correspondant des prix à l'importation des biens intermédiaires s'est établi à – 0,4 % en octobre, après – 0,8 % en septembre. En aval de la chaîne des prix, la hausse des prix à la production domestiques des biens de consommation non alimentaires s'est élevée à 1,1 % en octobre, après 0,9 % en septembre. La hausse des prix à la production domestiques pour la fabrication de produits alimentaires s'est également accentuée, ressortant à 1,3 % en octobre après 0,9 % en septembre, de même que la hausse des prix à l'importation pour la fabrication de produits alimentaires, qui a atteint 4,9 % en octobre, probablement sous l'effet des récents taux de croissance à deux chiffres des prix internationaux des matières premières alimentaires. Dans l'ensemble, les tensions en amont se sont accrues dans toutes les catégories de l'industrie, bien qu'à partir de niveaux toujours modérés, ce qui indique la fin de l'atténuation des tensions en amont qui s'étaient accumulées du fait de chocs de coûts antérieurs.

## 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 octobre 2024.

**Les tensions d'origine interne sur les coûts, mesurées par la croissance du déflateur du PIB, ont continué de diminuer au troisième trimestre 2024, tout en demeurant à un niveau élevé (graphique 11).** Le taux de croissance annuel du déflateur du PIB est revenu à 2,7 % au troisième trimestre 2024, après 2,9 % au trimestre précédent. Cette baisse reflète une plus faible contribution des coûts unitaires de main-d'œuvre, tandis que la contribution des impôts nets unitaires est restée inchangée et que celle des profits unitaires a légèrement augmenté. Malgré cette augmentation, la croissance des profits unitaires est demeurée en terrain négatif, indiquant qu'elle continue d'amortir des tensions sur les coûts de main-d'œuvre encore élevées. La contribution réduite des coûts unitaires de main-d'œuvre a résulté d'un ralentissement de la croissance des salaires, mesurée en termes de rémunération par tête, qui est revenue de 4,7 % au deuxième trimestre 2024 à 4,4 % au troisième trimestre. Une baisse similaire a été observée pour la croissance de la rémunération horaire. En revanche, la croissance des salaires négociés a augmenté pour s'établir à 5,4 % au troisième trimestre 2024, après 3,5 % au deuxième trimestre, mais les données relatives aux derniers accords salariaux figurant dans l'outil prospectif de suivi des salaires de la BCE font état d'une croissance plus modérée au quatrième trimestre 2024<sup>10</sup>. Globalement, les dernières évolutions des salaires indiquent que la compensation du niveau élevé passé de l'inflation et le rattrapage correspondant des salaires réels jouent un rôle décroissant. Les projections macroéconomiques de décembre 2024 établies par les services de l'Eurosystème prévoient que la croissance de la rémunération par tête ressortira à 4,6 % en moyenne pour 2024 et continuera de se modérer pour s'établir à 2,8 % en 2027. Néanmoins, elle devrait rester supérieure aux niveaux de très long

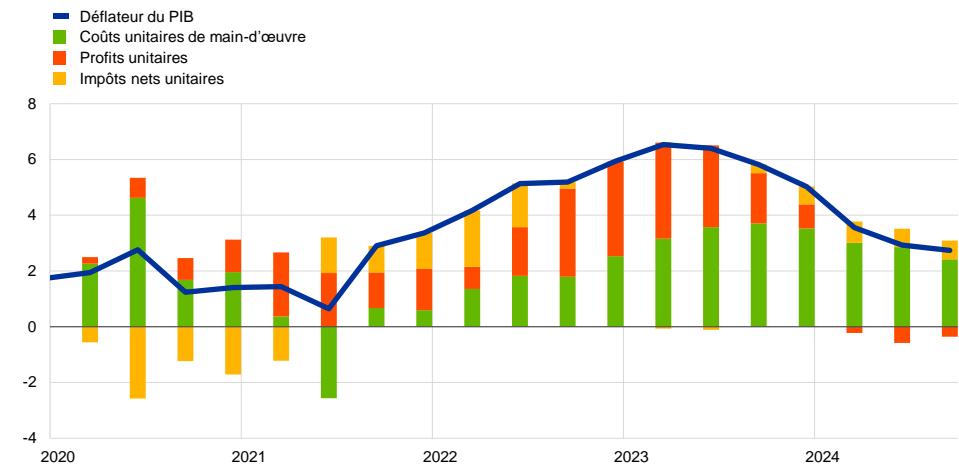
<sup>10</sup> Cf. Górnicka et Koester (éditeurs), « *A forward-looking tracker of negotiated wages in the euro area* », Occasional Paper Series, n° 338, BCE, Francfort-sur-le-Main, février 2024.

terme en raison de tensions persistantes sur les marchés du travail et de la poursuite de la compensation de l'inflation.

### 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 troisième 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.

**La plupart des mesures des anticipations d'inflation à plus long terme tirés d'enquêtes s'élèvent à 2 % environ, et les indicateurs de la compensation de l'inflation à moyen et long termes extraits des instruments de marché ont diminué sensiblement depuis la réunion du Conseil des gouverneurs du 17 octobre 2024 (graphique 12).** Dans l'enquête de la BCE auprès des prévisionnistes professionnels (EPP) pour le quatrième trimestre 2024 et dans l'enquête réalisée en décembre 2024 par la BCE auprès des analystes monétaires (*Survey of Monetary Analysts*), la moyenne et la médiane des anticipations d'inflation à plus long terme sont restées à 2 %. Les anticipations tirées d'enquêtes à court terme pour 2025 se sont également établies autour de 2 %, mais ont affiché de faibles variations en fonction de l'intégration des dernières données disponibles et des variations des prix des matières premières énergétiques. Les mesures de la compensation de l'inflation à court terme extraites des instruments de marché, telles que mesurées par les *inflation fixings* (sur la base de l'IPCH hors tabac), ont augmenté. Cela suggère que les intervenants de marché s'attendent à ce que l'inflation s'établisse légèrement au-dessus de 2 % au tournant de l'année, avant d'atteindre environ 2 % en 2025 et de revenir légèrement au-dessous de 2 % en 2026. Le taux des *swaps* indexés sur l'inflation à un an dans un an est demeuré globalement inchangé, à 1,7 % environ, au cours de la période sous revue. À moyen et long termes, les mesures de la compensation de l'inflation extraites des instruments de marché ont légèrement diminué pour s'établir autour de 2 %. Plus précisément, le taux des *swaps* indexés sur l'inflation à cinq ans dans cinq ans a diminué de 5 points de base au cours de la période sous revue, principalement en raison de primes de risque sur l'inflation plus faibles. Les estimations fondées sur des modèles des véritables anticipations d'inflation, qui excluent les primes de risque sur l'inflation, indiquent également que les intervenants de marché continuent de

s'attendre à ce que l'inflation se situe autour de 2 % à plus long terme. Du côté des consommateurs, les anticipations d'inflation sont restées globalement stables. D'après l'enquête de la BCE sur les anticipations des consommateurs (*Consumer Expectations Survey, CES*) pour octobre 2024, les anticipations médianes pour l'inflation totale au cours des 12 prochains mois ont augmenté légèrement pour atteindre 2,5 %, après 2,4 % en septembre, tandis que les anticipations à trois ans sont restées inchangées à 2,1 %. La perception de l'inflation au cours des 12 derniers mois a continué de reculer pour revenir à 3,2 % en octobre, et a ainsi baissé de plus de 5 points de pourcentage par rapport à son pic de 8,4 % en septembre 2023.

## Graphique 12

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

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

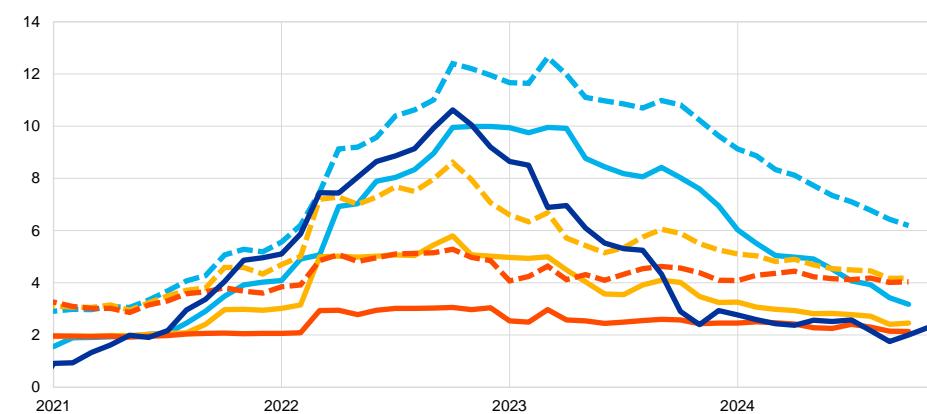
(variations annuelles en pourcentage)



### b) Inflation totale mesurée par l'IPCH et enquête de la BCE sur les anticipations des consommateurs

(variations annuelles en pourcentage)

— IPCH  
— Perception de l'inflation passée, moyenne/médiane  
— Anticipations d'inflation à un an, moyenne/médiane  
— Anticipations d'inflation à trois ans, moyenne/médiane



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

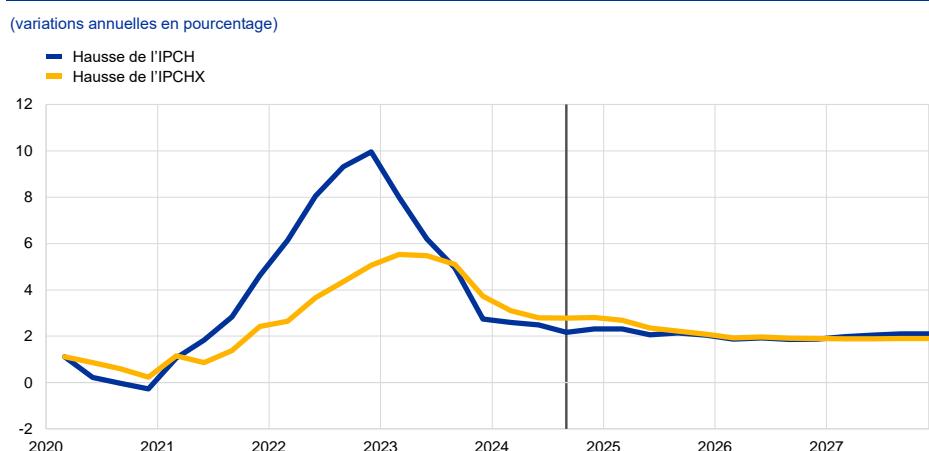
Notes : La partie a présente les taux à terme des swaps indexés sur l'inflation à différents horizons pour la zone euro. La ligne verticale grise indique le début de la période sous revue le 12 septembre 2024. Dans la partie b, les lignes en pointillés montrent le taux moyen et les lignes continues, le taux médian. Les dernières observations se rapportent au 11 décembre 2024 pour les taux à terme, à novembre 2024 (estimation rapide) pour l'IPCH et à octobre 2024 pour toutes les autres mesures.

**Les projections macroéconomiques de décembre 2024 établies par les services de l'Eurosystème prévoient que l'inflation totale devrait s'établir en moyenne à 2,4 % en 2024 et devrait encore diminuer pour revenir à 2,1 % en 2025 et 1,9 % en 2026, avant une remontée à 2,1 % en 2027 lorsque l'extension du système d'échange de quotas d'émission de l'Union européenne sera opérationnelle (graphique 13). L'inflation totale devrait légèrement augmenter au cours du dernier trimestre 2024, en raison principalement d'effets de base relatifs aux prix de l'énergie, avant de repartir de nouveau à la**

baisse. Elle devrait ensuite continuer de diminuer progressivement dans les prochaines années, à mesure que continueront de s'estomper les tensions liées aux mesures de compensation prises face à l'inflation dans un contexte de marché du travail tendu, et que la croissance des salaires se ralentira en conséquence. L'augmentation projetée de l'inflation totale pour 2027 reflète principalement un effet haussier largement temporaire découlant de la mise en œuvre du paquet « Ajustement à l'objectif 55 » de l'UE, en particulier un nouveau système d'échange de quotas d'émission (SEQE-2) pour le chauffage des bâtiments et les carburants destinés aux transports. Par rapport aux projections de septembre 2024, les perspectives de hausse de l'inflation totale ont été légèrement révisées à la baisse de 0,1 point de pourcentage pour 2024 et 2025, principalement en raison de la détérioration inattendue de certaines données et des hypothèses de recul des prix du pétrole et de l'électricité. Dans le même temps, les services de l'Eurosystème continuent de tabler sur un ralentissement rapide de l'inflation *core*, de 2,9 % en 2024 à 2,3 % en 2025 et 1,9 % en 2026 et 2027, résultant principalement d'une décélération de la hausse des prix des services. Par rapport aux projections de septembre 2024, l'inflation mesurée par l'IPCHX a été revue à la baisse de 0,1 point de pourcentage pour 2026.

### Graphique 13

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



Sources : Eurostat et [Projections macroéconomiques pour la zone euro établies par les services de l'Eurosystème, décembre 2024](#).  
 Notes : La ligne verticale grise indique le dernier trimestre avant le début de l'horizon de projection. Les dernières observations se rapportent au troisième trimestre 2024 pour les données et au quatrième trimestre 2027 pour les projections. Les projections macroéconomiques de décembre 2024 établies par les services de l'Eurosystème pour la zone euro ont été finalisées le 27 novembre 2024 et la date d'arrêté des hypothèses techniques est le 20 novembre 2024. Les données historiques et projetées relatives à l'inflation mesurée par l'IPCH et l'IPCHX sont déclarées trimestriellement.

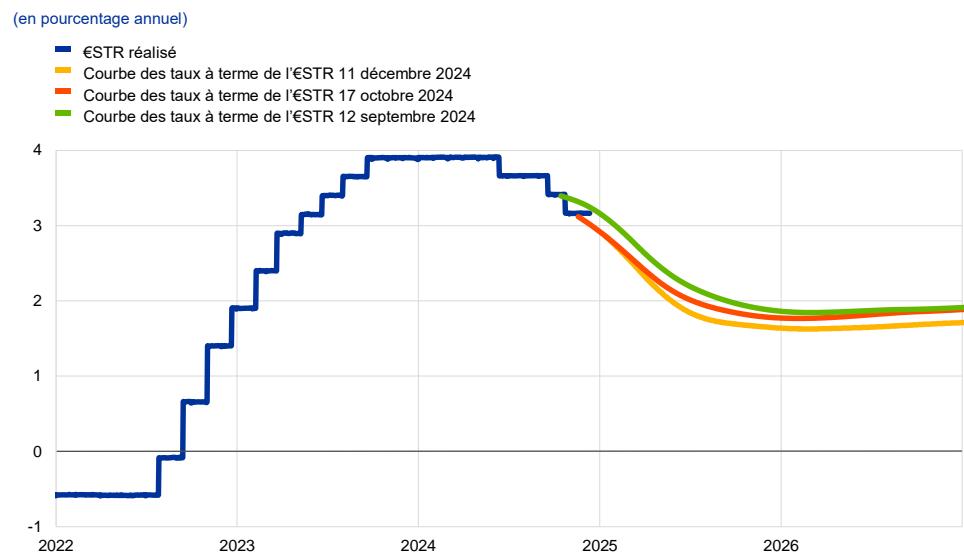
## Évolutions sur les marchés financiers

*Au cours de la période sous revue allant du 12 septembre au 11 décembre 2024, les facteurs importants à l'origine des évolutions sur les marchés financiers ont inclus l'évaluation par le marché des implications des élections présidentielles américaines et des tensions géopolitiques en cours. Les taux d'intérêt sans risque à court terme dans la zone euro se sont déplacés vers le bas, reflétant les anticipations de réductions plus marquées et plus rapides des taux d'intérêt directeurs de la BCE, les marchés ayant constaté des publications de données macroéconomiques plus faibles. Les marchés ont totalement intégré dans leur prix une baisse des taux de 25 points de base à la réunion de décembre du Conseil des gouverneurs. Les taux d'intérêt sans risque à long terme de la zone euro se sont également inscrits en baisse, reflétant principalement une diminution de la composante taux réels. Les rendements des obligations souveraines ont diminué plus faiblement que les taux des swaps sans risque, avec des différences d'un pays à l'autre, dans le contexte de perspectives politiques et budgétaires incertaines dans certains d'entre eux. Les prix des actions de la zone euro ont fluctué au cours de la période et se sont établis à un niveau légèrement plus élevé à la fin de la période. Les écarts de rendement des obligations du secteur des entreprises se sont resserrés au début de la période sous revue, mais se sont inscrits en légère hausse par la suite. Sur les marchés des changes, l'euro s'est déprécié vis-à-vis du dollar américain et un peu moins en termes pondérés des échanges commerciaux.*

**À la suite de la réunion de septembre du Conseil des gouverneurs, la courbe à terme des taux des swaps au jour le jour (OIS) s'est déplacée vers le bas, les intervenants de marché ayant anticipé des baisses cumulées des taux d'intérêt directeurs plus rapides et plus prononcées (graphique 14).** Le taux de référence à court terme de l'euro (€STR) s'est établi en moyenne à 3,3 % sur la période sous revue, après que le Conseil des gouverneurs a abaissé le taux de la facilité de dépôt de 25 points de base lors de ses réunions de septembre et d'octobre. L'excédent de liquidité a diminué de 155 milliards d'euros environ entre le 12 septembre et le 11 décembre, pour s'établir à 2 912 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 courbe à terme des taux OIS fondés sur l'€STR s'est déplacée vers le bas par rapport au moment de la réunion de septembre du Conseil des gouverneurs, suggérant une trajectoire plus basse pour les taux directeurs dans le contexte de publications de données macroéconomiques plus faibles pour la zone euro et du résultat des élections aux États-Unis. Le 11 décembre, les marchés intégraient totalement dans leurs prix une baisse de 25 points de base des taux directeurs lors de la réunion de décembre du Conseil des gouverneurs. À plus long terme, la courbe à terme s'est déplacée vers le bas, les réductions cumulées de taux d'intérêt

sur la période s'achevant en juin 2025 qu'elle intègre étant passées de 123 points de base (au 12 septembre) à 133 points de base (au 11 décembre).

**Graphique 14**  
Taux à terme de l'€STR



Sources : Bloomberg et calculs de la BCE.

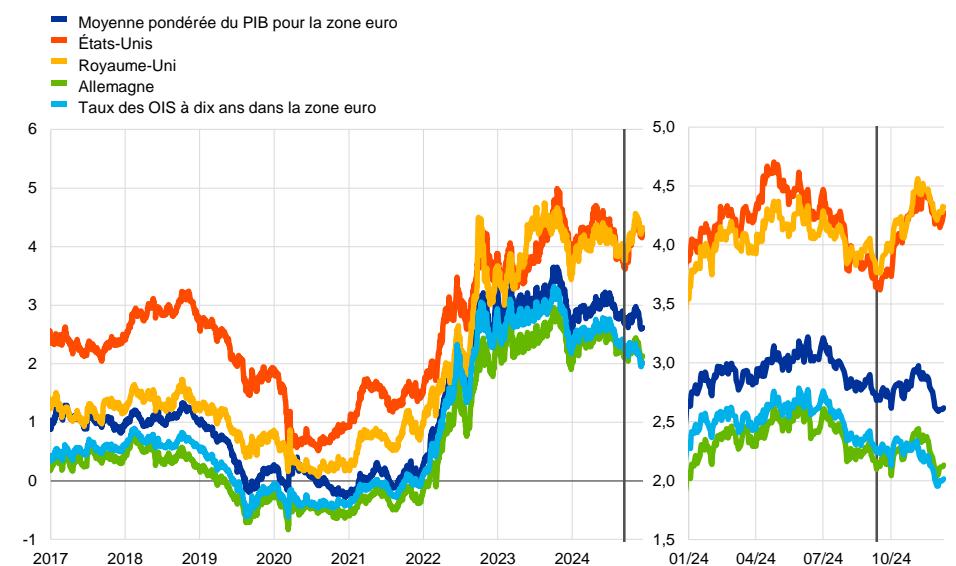
Note : La courbe des taux à terme est estimée à l'aide des taux OIS (€STR) au comptant.

**Les taux sans risque à long terme de la zone euro ont également diminué depuis la réunion du Conseil des gouverneurs de septembre, contrairement aux taux correspondants aux États-Unis (graphique 15).** Le taux des OIS à dix ans dans la zone euro a baissé de 26 points de base au cours de la période sous revue, s'établissant à 2,0 % environ à la fin de la période. Cette baisse des taux sans risque à long terme reflète principalement le recul de la composante taux réels. Les anticipations relatives à la politique monétaire domestique et les publications de données macroéconomiques ont pesé sur les taux sans risque de la zone euro, tandis que les retombées américaines et mondiales ont contrebalancé les effets négatifs pour les échéances plus longues. En revanche, les taux sans risque à long terme des États-Unis ont nettement augmenté au cours de la période sous revue, soutenus par des taux d'intérêt réels plus élevés et une compensation de l'inflation plus importante. En particulier, le rendement des titres du Trésor américain à dix ans a augmenté de 60 points de base environ, ressortant à 4,3 %. En conséquence, le différentiel entre les taux sans risque à dix ans dans la zone euro et aux États-Unis s'est accru d'environ 85 points de base. Le rendement des obligations souveraines à dix ans du Royaume-Uni a également augmenté, de 54 points de base, et s'est établi à 4,3 % environ à la fin de la période sous revue.

## Graphique 15

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 11 décembre 2024.

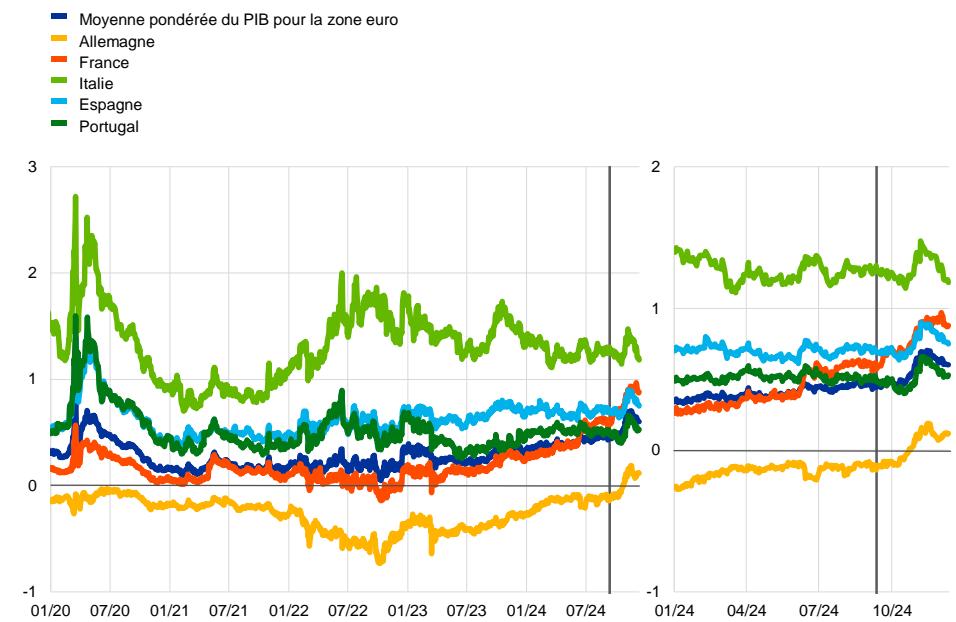
**Les rendements des obligations souveraines de la zone euro ont diminué dans une moindre mesure que les taux sans risque, entraînant une légère augmentation des écarts de rendement (graphique 16).** À la fin de la période sous revue, le rendement pondéré du PIB des obligations souveraines à dix ans de la zone euro s'est établi à un niveau inférieur de 10 points de base, à 2,6 % environ, entraînant une augmentation de 15 points de base de son écart de rendement par rapport au taux OIS. Une grande partie de cette augmentation de l'écart de rendement a eu lieu avant les élections aux États-Unis, poursuivant la tendance observée depuis 2022. Après les élections, l'écart s'est accru plus rapidement, les rendements plus élevés des bons du Trésor américain se répercutant sur les marchés des obligations souveraines de la zone euro. L'écart de rendement des obligations souveraines allemandes à dix ans a lui aussi augmenté, de 23 points de base sur la période sous revue, poursuivant une tendance qui reflète, entre autres, une baisse des détentions d'obligations de l'Eurosystème. Au cours de la période sous revue, l'écart de rendement de l'Allemagne est devenu positif pour la première fois depuis 2016, alors que l'annonce d'élections anticipées en Allemagne n'a pas eu d'effet significatif. Des variations plus notables ont été observées pour le rendement des obligations souveraines à dix ans en France, qui a augmenté d'environ 5 points de base dans un contexte d'incertitude quant aux perspectives budgétaires en France et a accentué de 30 points de base l'écart de rendement par rapport au taux OIS à dix ans. Toutefois, les répercussions sur la Grèce, l'Espagne, l'Italie et le Portugal ont été limitées, étant donné le sentiment plus positif qui entoure les perspectives budgétaires pour certains de ces pays. Globalement, l'écart de rendement des obligations souveraines par rapport au taux OIS a baissé de 9 points

de base pour l'Italie, mais a augmenté de 4 et 6 points de base pour le Portugal et l'Espagne, respectivement.

### Graphique 16

#### 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 le 12 septembre 2024. Les dernières observations se rapportent au 11 décembre 2024.

**Les écarts de rendement des obligations du secteur des entreprises se sont resserrés au début de la période sous revue, puis se sont inscrits en légère hausse, suivant en partie les mouvements des marchés boursiers.** Les écarts de rendement des obligations d'entreprises bien notées (*investment-grade*) se sont resserrés d'environ 10 points de base jusqu'à la mi-octobre, mais se sont légèrement élargis par la suite. Ce resserrement a été plus prononcé pour les obligations émises par les sociétés financières que pour celles émises par les sociétés non financières, les écarts de rendement de ces dernières augmentant modérément dans l'ensemble. Dans le segment à rendement élevé, les écarts de rendement ont fluctué plus fortement, en particulier à partir de la mi-octobre, mais se sont globalement inscrits en légère baisse.

**Les prix des actions de la zone euro ont fluctué au cours de la période sous revue et ont terminé la période à un niveau légèrement plus élevé qu'au moment de la réunion de septembre du Conseil des gouverneurs**

**(graphique 17).** Les prix des actions de la zone euro ont été soutenus par une hausse marquée de l'appétence pour le risque au début de la période sous revue qui a plus que compensé les révisions à la baisse des bénéfices attendus. À partir de la mi-octobre, la détérioration des perspectives de l'économie de la zone euro, comme le reflètent par exemple les valeurs de l'indice des directeurs d'achat pour novembre, a entraîné une nouvelle baisse des bénéfices attendus. Dans la zone euro, les

indices boursiers larges se sont repliés vers les niveaux observés au début de la période sous revue, avant de s'accélérer à nouveau fin novembre, à la faveur également d'une amélioration de l'appétence pour le risque. Globalement, les prix des actions émises par les sociétés non financières (SNF) et par les banques ont augmenté de 2,5 % et 3,7 % respectivement. Aux États-Unis, les prix des actions des SNF et des banques se sont renforcés de 9,8% et 20,6%, respectivement.

### Graphique 17

#### Indices boursiers dans la zone euro et aux États-Unis



Sources : LSEG et calculs de la BCE.

Notes : La ligne verticale grise indique le début de la période sous revue le 12 septembre 2024. Les dernières observations se rapportent au 11 décembre 2024.

### Sur les marchés des changes, l'euro s'est déprécié de 4,6 % vis-à-vis du dollar américain et de 2,0 % en termes pondérés des échanges commerciaux (graphique 18).

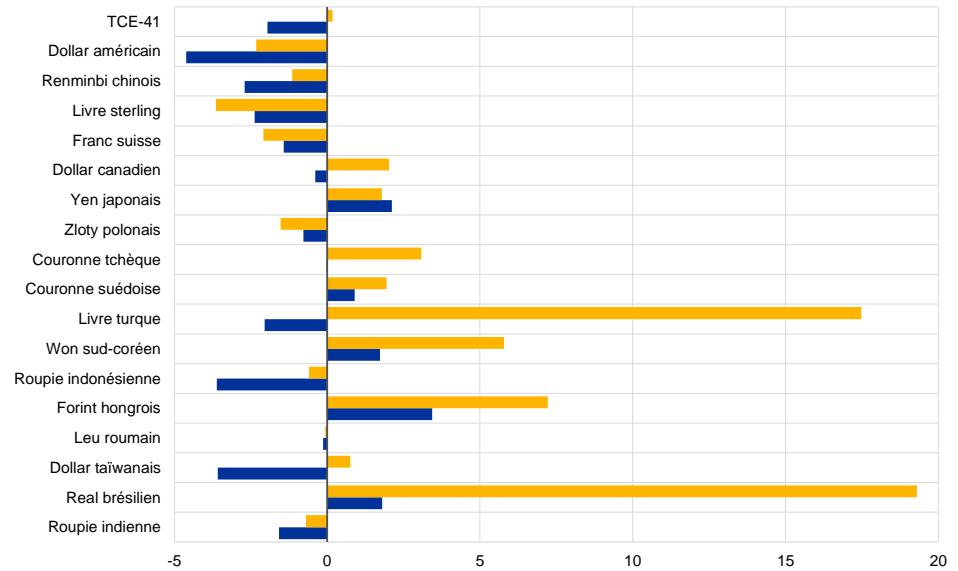
Au cours de la période sous revue, le taux de change effectif nominal de l'euro, mesuré par rapport aux devises des 41 principaux partenaires commerciaux de la zone euro, s'est déprécié de 2,0 %. L'euro s'est également déprécié vis-à-vis du dollar américain (de 4,6 %), en grande partie sous l'effet d'un déplacement vers le haut, début novembre, des anticipations des intervenants de marché concernant la trajectoire du taux directeur du Système fédéral de réserve après les élections présidentielles aux États-Unis, ainsi qu'en raison des anticipations de modifications potentielles des politiques commerciale, réglementaire et budgétaire des États-Unis. L'euro s'est déprécié de 2,4 % par rapport à la livre sterling et de 1,4 % par rapport au franc suisse, ainsi que vis-à-vis de certaines monnaies des marchés émergents, reflétant des évolutions des opinions des intervenants de marché concernant les perspectives de ces différentes économies. L'euro s'est apprécié par rapport au yen japonais (de 2,1 %), ce dernier ayant renoué avec sa dépréciation généralisée dans un contexte de taux directeurs durablement moins élevés au Japon que dans les autres économies avancées.

## Graphique 18

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

(variations en pourcentage)

■ Depuis le 12 septembre 2024  
■ Depuis le 11 décembre 2023



Source : Calculs de la BCE.

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

## 5

## Conditions de financement et évolutions du crédit

*Le coût des emprunts pour les entreprises et les ménages diminue progressivement à la suite des baisses récentes et anticipées des taux directeurs de la BCE.*

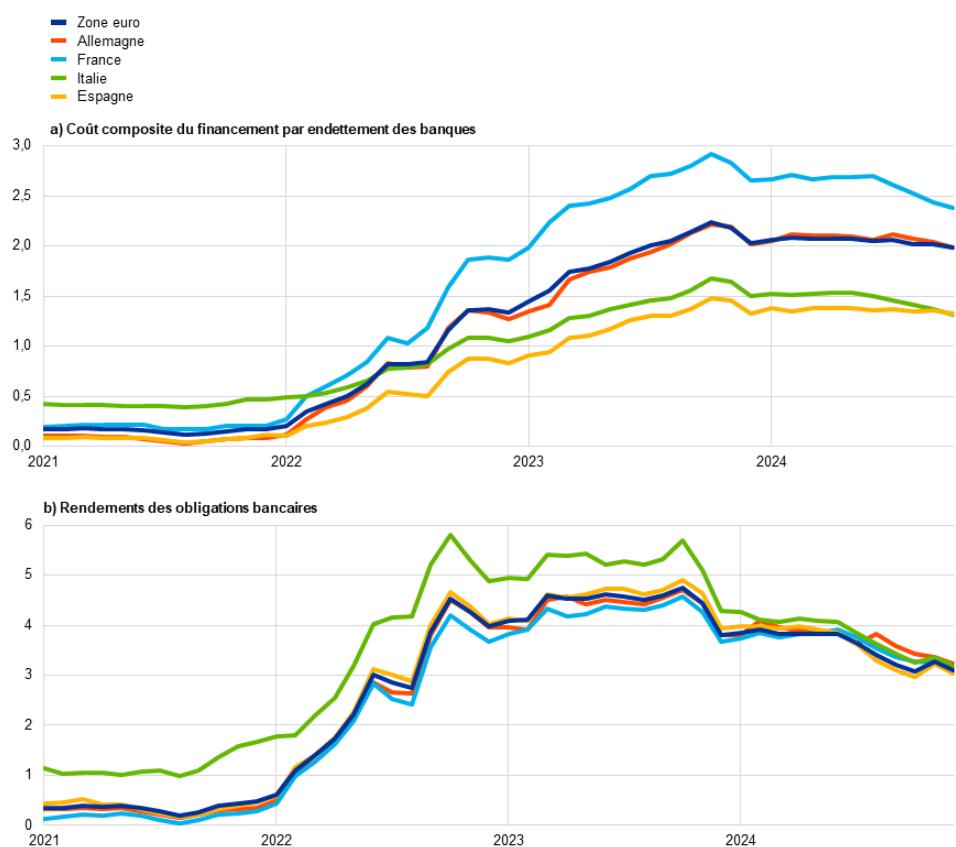
*En octobre 2024, les coûts de financement des banques et les taux débiteurs bancaires ont continué de diminuer par rapport à leurs plus hauts niveaux, bien que les conditions de financement soient restées restrictives. Les taux d'intérêt moyens des nouveaux crédits aux entreprises et des nouveaux prêts hypothécaires ont baissé en octobre, à 4,7 % et 3,6 % respectivement. La croissance des prêts aux entreprises et aux ménages est restée atone, reflétant une croissance économique faible et des critères d'octroi de crédit toujours restrictifs. Sur la période allant du 12 septembre au 11 décembre 2024, le coût pour les entreprises du financement tant par endettement de marché que par émission d'actions a diminué, coïncidant avec une baisse du taux d'intérêt sans risque à long terme et une diminution de la prime de risque sur actions. Dans la dernière enquête sur l'accès des entreprises au financement (SAFE), les entreprises ont déclaré que, dans l'ensemble, la disponibilité des prêts bancaires est restée globalement inchangée au troisième trimestre 2024, peu d'entreprises s'attendant à une amélioration de la disponibilité au quatrième trimestre. Le taux de croissance annuel de l'agréagat 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 ont baissé par rapport à leurs plus hauts niveaux, reflétant les réductions récentes des taux directeurs de la BCE et la trajectoire anticipée des taux d'intérêt.** Le coût composite du financement par endettement des banques de la zone euro a légèrement diminué en octobre 2024, revenant à 2,0 % (graphique 19, partie a). La baisse des coûts de financement des banques résulte principalement d'une diminution des rendements des obligations bancaires (graphique 19, partie b), dans un contexte de baisse des taux sans risque à plus long terme. Les coûts de financement élevés des banques ont toutefois persisté, compte tenu de la poursuite de la modification de la composition du financement au profit de sources plus coûteuses. Les taux de dépôt moyens n'ont que légèrement diminué au troisième trimestre 2024, le taux de dépôt composite s'établissant à 1,3 % en octobre. Les taux d'intérêt appliqués aux dépôts à terme ont baissé plus nettement que ceux appliqués aux dépôts à vue et aux dépôts remboursables avec préavis, qui n'ont enregistré qu'un léger recul au cours de cette période.

## Graphique 19

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

(pourcentages annuels)



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

Notes : Les coûts de financement composites des banques correspondent à une moyenne pondérée du coût composite des dépôts et du financement de marché non sécurisé. Le coût composite des dépôts est calculé comme une moyenne des taux des nouveaux contrats de dépôt à vue, de dépôt à terme et de dépôt remboursable avec préavis, pondérés par les encours respectifs. Les rendements des obligations bancaires correspondent aux moyennes mensuelles des obligations de la tranche senior. Les dernières observations se rapportent à octobre 2024 pour le coût composite du financement par endettement des banques (partie a) et au 11 décembre 2024 pour les rendements des obligations bancaires (partie b).

### Les taux débiteurs bancaires appliqués aux entreprises et aux ménages ont de nouveau diminué, mais les conditions de financement restent restrictives.

Les taux débiteurs appliqués aux entreprises et aux ménages ont diminué au cours des derniers mois, favorisant un redressement progressif du crédit bancaire (graphique 20). En octobre 2024, les taux débiteurs appliqués aux nouveaux prêts consentis aux sociétés non financières (SNF) ont diminué de 22 points de base pour s'établir à 4,68 %, environ 60 points de base au-dessous de leur point haut d'octobre 2023 (graphique 20, partie a), avec toutefois des variations entre les pays de la zone euro et les échéances. L'écart entre les taux d'intérêt appliqués aux prêts de faible montant et aux prêts de montant élevé consentis aux entreprises s'est encore resserré en octobre, revenant à 0,34 %, un niveau proche du point bas atteint durant l'été 2024. Sur les différentes échéances, la baisse la plus prononcée concerne les prêts assortis de périodes de fixation intermédiaires (comprises entre 1 et 5 ans). Les taux débiteurs appliqués aux nouveaux prêts au logement consentis aux ménages se sont établis à 3,55 % en octobre, après 3,64 % en

septembre, et se situent désormais 50 points de base environ au-dessous de leur pic de novembre 2023 (graphique 20, partie b), avec des variations d'un pays à l'autre. La baisse a été généralisée sur l'ensemble des périodes de fixation et en ligne avec les taux de marché, les prêts hypothécaires à taux variable demeurant plus coûteux que ceux accordés à taux fixe.

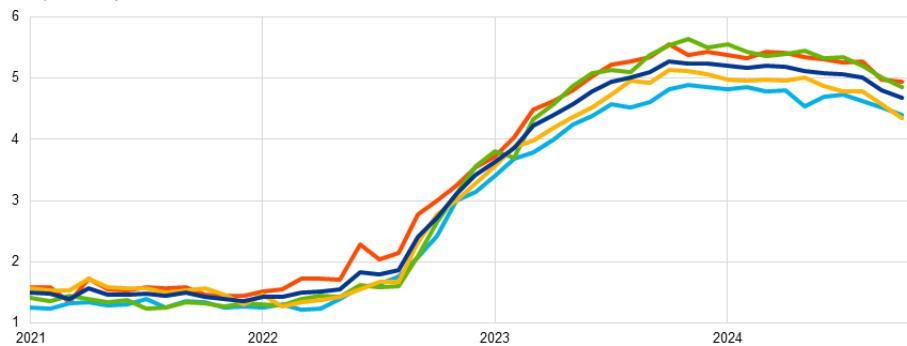
### Graphique 20

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

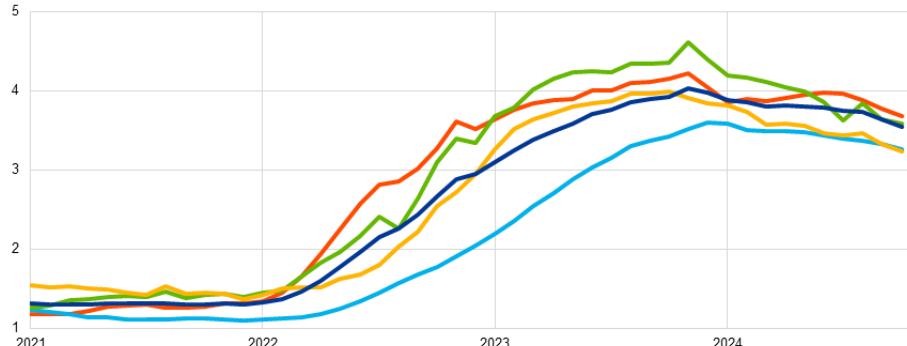
(pourcentages annuels)

- 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.

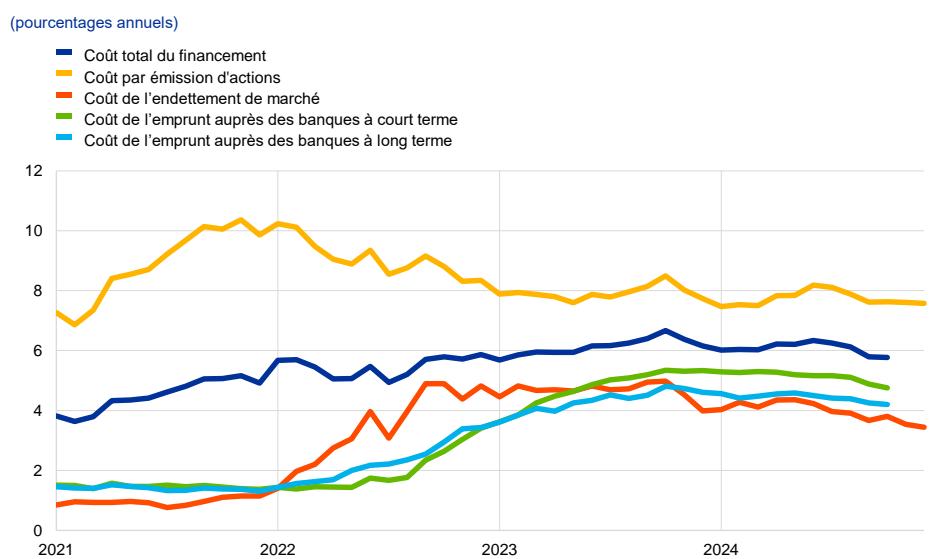
Notes : « SNF » signifie sociétés non financières. Les taux débiteurs bancaires composites sont calculés en agrégant les taux à court et à long terme à l'aide de la moyenne mobile sur 24 mois des volumes de contrats nouveaux. Les dernières observations se rapportent à octobre 2024.

**Sur la période allant du 12 septembre au 11 décembre 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 jusqu'en octobre, 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, est resté inchangé en octobre par rapport au mois précédent et s'est établi à 5,8 %, toujours au-dessous du point haut sur plusieurs années atteint en octobre 2023

(graphique 21)<sup>11</sup>. Si le coût du financement par émission d'actions est resté pratiquement inchangé au cours de ce mois, la légère hausse du coût d'endettement de marché a été intégralement contrebalancée par la baisse du coût de l'emprunt bancaire. Les données quotidiennes couvrant la période du 12 septembre au 11 décembre 2024 montrent que le coût de l'endettement de marché et du financement par émission d'actions a diminué. La détente du coût de l'endettement de marché a résulté de l'important déplacement à la baisse de la courbe des swaps au jour le jour (OIS) pour toutes les échéances inférieures ou égales à quinze ans, malgré une légère hausse des écarts de rendement des obligations émises par les SNF sur le compartiment bien noté (*investment-grade*). La réduction du coût du financement par émission d'actions résulte à la fois d'une diminution de la prime de risque sur actions et d'une baisse du taux sans risque à long terme, approximé par le taux des OIS à dix ans.

### Graphique 21

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



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

**Le taux de croissance des prêts bancaires aux entreprises et aux ménages est resté modéré, reflétant une croissance économique atone et des critères d'octroi toujours restrictifs.** La croissance des prêts bancaires aux entreprises s'est progressivement redressée à partir de niveaux bas, pour ressortir à 1,2 % en octobre 2024, après 1,1 % en septembre (graphique 22, partie a). L'endettement des entreprises est resté inchangé à 1,6 % en octobre, les émissions nettes positives de titres de créance par les entreprises ne compensant pas complètement la faiblesse de l'activité de prêt bancaire. Le taux de croissance annuel des prêts aux ménages a

<sup>11</sup> En raison de décalages dans la disponibilité des données relatives au coût de l'emprunt auprès des banques, les données relatives au coût total du financement des SNF ne sont disponibles que jusqu'à octobre 2024.

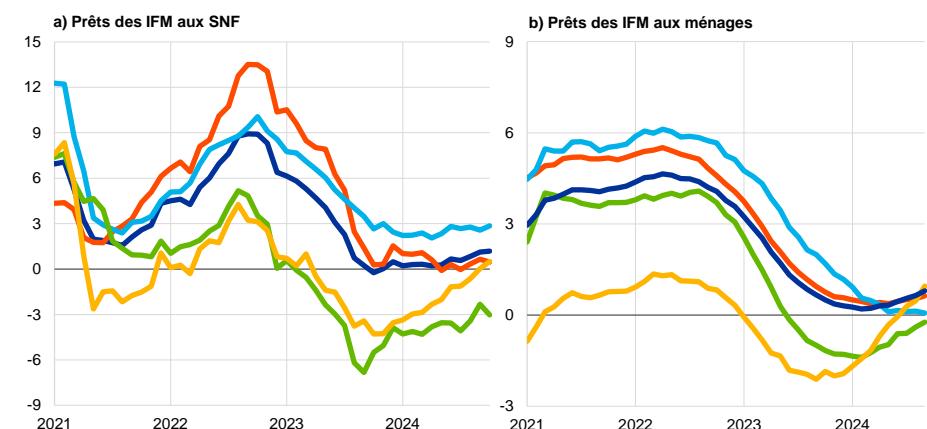
légèrement augmenté, ressortant à 0,8 % en octobre, après 0,7 % en septembre, dans un contexte d'améliorations de la dynamique à court terme (graphique 22, partie b). Les prêts hypothécaires se sont stabilisés par rapport à leurs baisses antérieures et montrent les premiers signes d'une reprise. La croissance du crédit à la consommation s'est également accélérée en octobre, tandis que les autres prêts se contractent toujours, mais à un rythme moins soutenu. D'après l'[enquête de la BCE sur les anticipations des consommateurs](#) réalisée en octobre 2024, la croissance du crédit à la consommation est concentrée sur les ménages à faibles revenus. De plus, le pourcentage de ménages qui perçoivent que l'accès au crédit a été plus difficile est toujours supérieur au pourcentage de ménages qui perçoivent que l'accès au crédit a été plus facile (+14 % en septembre).

### Graphique 22

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

(variations annuelles en pourcentage)

- Zone euro
- Allemagne
- France
- Italie
- Espagne



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 octobre 2024.

**Dans l'enquête sur l'accès des entreprises au financement (SAFE), les entreprises ont déclaré que la disponibilité des prêts bancaires au troisième trimestre 2024 est restée globalement inchangée, peu d'entre elles s'attendant à une variation positive au quatrième trimestre (graphique 23).** Le pourcentage net d'entreprises faisant état d'une amélioration de la disponibilité des prêts bancaires s'est établi à 1 % au troisième trimestre 2024, contre 2 % le trimestre précédent. Cette légère baisse du pourcentage net par rapport au trimestre précédent est imputable aux grandes entreprises, tandis que les petites et moyennes entreprises (PME) n'ont, en moyenne, fait état d'aucun changement. Un pourcentage net de 2 % des entreprises s'attendent à une meilleure disponibilité des prêts bancaires au quatrième trimestre 2024. Si, en pourcentage net, les PME ne s'attendent à aucune variation de la disponibilité des prêts, les grandes entreprises, pour leur part, s'attendent à une amélioration du financement externe/par prêts.

**Les entreprises ont également signalé une légère réduction des besoins de prêts bancaires.** Au troisième trimestre 2024, un pourcentage net de 2 % des entreprises, principalement des PME, ont fait état d'une baisse des besoins de prêts bancaires, tandis qu'une faible part nette des grandes entreprises a indiqué un besoin accru. En conséquence, l'écart de financement des prêts bancaires – la différence estimée entre l'évolution des besoins et celle de la disponibilité – a été négatif pour un pourcentage net de 2 % des entreprises, écart qui est comparable pour les PME comme pour les grandes entreprises. Si les grandes entreprises avaient déjà signalé un écart de financement négatif très modeste au deuxième trimestre 2024, ce n'est pas le cas pour les PME jusqu'au troisième trimestre.

### Graphique 23

Évolutions des besoins, de la disponibilité actuelle et attendue et de l'écart de financement en matière de prêts bancaires pour les entreprises de la zone euro



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

Notes : « PME » signifie « petites et moyennes entreprises ». Les pourcentages nets correspondent à la différence entre le pourcentage d'entreprises faisant état d'une augmentation de la disponibilité des prêts bancaires (besoins et disponibilité attendue, respectivement) et le pourcentage signalant une baisse de la disponibilité au cours des trois derniers mois. L'indicateur de l'écart de financement combine les besoins de financement et la disponibilité des prêts bancaires au niveau de l'entreprise. 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). Une valeur positive de l'indicateur signale un élargissement de l'écart de financement. Les valeurs sont multipliées par 100 pour obtenir des soldes nets pondérés en pourcentages. Les chiffres se rapportent aux campagnes 29 (campagne pilote d'octobre à décembre 2023) à 32 de l'enquête SAFE (juin-septembre 2024).

**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 3,4 % en octobre 2024, après 3,2 % en septembre (graphique 24).

La variation annuelle de l'agrégat monétaire étroit (M1), qui comprend les actifs les plus liquides de M3, est devenue positive pour la première fois depuis décembre 2022, ressortant à 0,2 % en octobre après – 1,3 % en septembre.

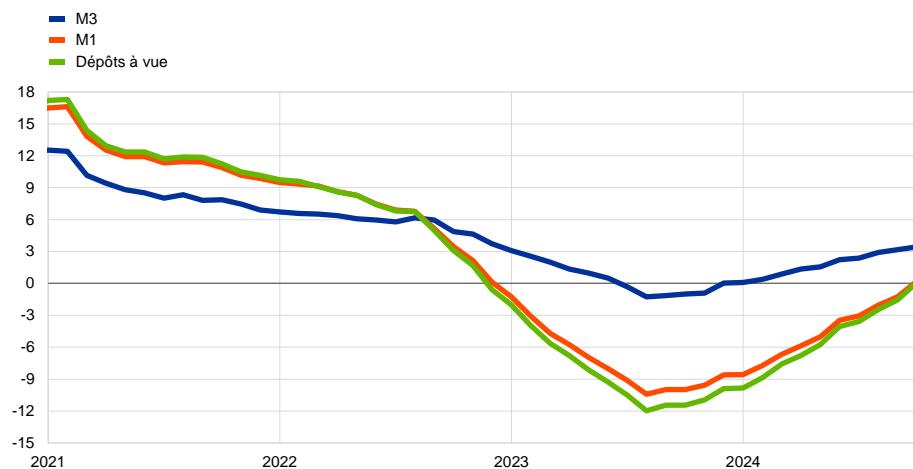
En octobre, le taux de croissance annuel des dépôts à vue – une composante de M1 – a augmenté pour s'établir à 0,1 %, après – 1,6 % en septembre. Les flux entrants étrangers ont continué d'être la principale source de création monétaire, principalement en raison d'un excédent important du compte des transactions courantes de la zone euro. Si la contribution à la croissance monétaire des achats nets de dette publique par les banques a également été importante, celle des prêts

aux ménages et aux entreprises est demeurée faible. La contraction en cours 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 opérations de refinancement à plus long terme ciblées (TLTRO) d'ici fin 2024, ont toutefois apporté une contribution négative à la création monétaire.

#### Graphique 24

#### M3, M1 et dépôts à vue

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



Source : BCE

Note : Les dernières observations se rapportent à octobre 2024.

## Évolutions budgétaires

*D'après les projections macroéconomiques de décembre 2024 établies par les services de l'Eurosystème, le déficit budgétaire des administrations publiques de la zone euro reviendrait de 3,6 % du PIB en 2023 à 3,2 % du PIB en 2024, et poursuivrait très graduellement ce mouvement, pour ressortir à 2,9 % en 2027. Reflétant largement cette trajectoire, l'orientation budgétaire de la zone euro devrait se resserrer sensiblement en 2024, puis encore très légèrement en 2025 et en 2026, avant de se durcir plus fortement en 2027. Cependant, les hypothèses et les projections relatives à la politique budgétaire sont entourées d'un degré d'incertitude inhabituel<sup>12</sup>. L'orientation budgétaire plus restrictive observée en 2024 tient essentiellement au retrait progressif d'une grande partie des mesures de soutien liées à l'énergie et à l'inflation, ainsi qu'à d'importants facteurs non discrétionnaires, en particulier une évolution favorable des recettes. Le resserrement relativement marqué de l'orientation budgétaire en 2027 reflète principalement la baisse des dépenses publiques présumées liée à l'arrêt du financement de subventions dans le cadre du plan Next Generation EU (NGEU). Le ratio dette/PIB de la zone euro, dont le niveau est déjà élevé, devrait lentement progresser et ne se stabiliserait qu'à la fin de l'horizon de projection, à près de 89 %. Sur le plan budgétaire, la Commission européenne a lancé le premier cycle de coordination des politiques au titre du nouveau cadre de gouvernance économique en publiant son paquet d'automne le 26 novembre. Les gouvernements devraient se concentrer à présent sur la mise en œuvre complète et sans délai des engagements qu'ils ont pris au titre de ce cadre. Cela permettrait de réduire durablement les déficits budgétaires et les ratios d'endettement, tout en donnant la priorité aux réformes et aux investissements propices à la croissance.*

**D'après les projections macroéconomiques de décembre 2024 établies par les services de l'Eurosystème, le solde budgétaire des administrations publiques de la zone euro devrait progressivement s'améliorer sur l'horizon de projection (graphique 25)<sup>13</sup>.** Alors que le déficit budgétaire de la zone euro est resté stable à 3,6 % du PIB en 2022 et en 2023, il devrait diminuer en 2024, pour revenir à 3,2 % du PIB, puis se résorber de 0,1 point de pourcentage par an jusqu'en 2027, où il s'établirait à 2,9 %. La trajectoire projetée résulte principalement de l'amélioration graduelle du solde primaire corrigé du cycle, qui resterait toutefois négatif, sur l'horizon de projection. Cette évolution sera cependant partiellement compensée par l'élévation progressive des charges d'intérêts sur l'ensemble de la période, reflétant la lente répercussion des relèvements antérieurs des taux d'intérêt compte tenu des longues échéances résiduelles de l'encours de la dette souveraine.

<sup>12</sup> Les plans budgétaires de certains grands pays de la zone euro ne sont pas encore achevés ou sont déjà obsolètes compte tenu de la situation politique actuelle. En France, par exemple, les hypothèses et les projections de référence relatives à la politique budgétaire reposent sur une évaluation du budget de 2025 et sur les plans budgétaires à moyen terme établis par le gouvernement de l'ancien Premier ministre Michel Barnier. Le 4 décembre, le Parlement français a adopté une motion de censure à l'encontre du gouvernement et de ses projets budgétaires, dont les conséquences pour le budget de 2025 sont incertaines. Dans de nombreux pays, des risques pèsent également sur le scénario de référence en raison d'éventuelles mesures supplémentaires non encore précisées qui seraient requises pour se conformer aux exigences du cadre budgétaire révisé de l'UE.

<sup>13</sup> Cf. les « [Projections macroéconomiques pour la zone euro établies par les services de l'Eurosystème, décembre 2024](#) », publiées sur le site internet de la BCE le 12 décembre 2024.

La composante cyclique resterait très faible et négative jusqu'en 2027, où elle deviendrait légèrement positive. Par rapport aux projections macroéconomiques de septembre 2024 établies par les services de la BCE, le solde budgétaire a été quelque peu revu à la hausse pour 2024 et 2025, mais n'a pas été révisé pour 2026.

### Graphique 25 Solde budgétaire et ses composantes

(en pourcentage du PIB)

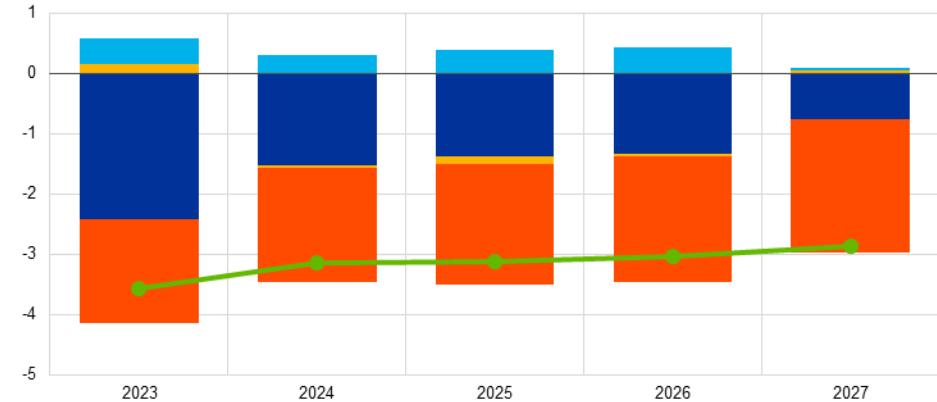
■ Solde primaire corrigé du cycle (corrigé des subventions dans le cadre du NGEU du côté des recettes)

■ Composante cyclique

■ Paiements d'intérêts

■ Solde budgétaire

■ Subventions dans le cadre du NGEU (du côté des recettes)



Sources : Calculs de la BCE et [projctions macroéconomiques pour la zone euro établies par les services de l'Eurosystème, décembre 2024](#).

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

### L'orientation budgétaire de la zone euro devrait se resserrer sensiblement en 2024, de même qu'en 2027 eu égard à l'expiration du programme NGEU<sup>14</sup>.

La variation annuelle du solde primaire corrigé du cycle, déduction faite des subventions accordées aux pays dans le cadre du programme NGEU, laisse entrevoir un durcissement significatif (0,9 point de pourcentage du PIB) des politiques budgétaires dans la zone euro en 2024. Ce constat reflète principalement le retrait progressif d'une grande partie des mesures de soutien liées à l'énergie et à l'inflation mises en place par les gouvernements, ainsi que d'importants facteurs non discrétionnaires traduisant l'évolution très favorable des recettes dans certains pays. L'orientation budgétaire devrait continuer de se resserrer au cours des prochaines années, quoique de manière marginale seulement en 2025 et en 2026. En 2025, l'incidence restrictive des mesures discrétionnaires devrait être compensée par le dynamisme de l'investissement public et des transferts budgétaires, tandis qu'une réduction des mesures discrétionnaires devrait soutenir le resserrement en 2026. À l'expiration du programme NGEU en 2027, l'orientation budgétaire se resserrerait de manière beaucoup plus significative, de 0,6 point de pourcentage du PIB,

<sup>14</sup> L'orientation budgétaire reflète la direction et l'ampleur de la relance économique induite par les politiques budgétaires, au-delà de la réaction automatique des finances publiques au cycle conjoncturel. Elle est mesurée ici comme la variation du ratio du solde primaire corrigé du cycle, déduction faite du soutien des pouvoirs publics au secteur financier. Étant donné que les recettes budgétaires plus élevées liées aux subventions du plan NGEU provenant du budget de l'UE n'ont pas pour effet de comprimer la demande, le solde primaire corrigé du cycle est ajusté afin d'exclure lesdites recettes. Pour plus de détails concernant l'orientation budgétaire de la zone euro, cf. l'article intitulé « [L'orientation budgétaire de la zone euro](#) », *Bulletin économique*, n° 4, BCE, 2016.

principalement sous l'effet du ralentissement présumé de l'investissement public et des transferts budgétaires, précédemment financés par des subventions du plan NGEU. En conséquence, le durcissement cumulé de l'orientation budgétaire sur l'horizon de projection 2024-2027 s'élèverait à 1,7 point de pourcentage du PIB. Dans l'ensemble, cependant, au vu de l'ampleur du soutien budgétaire apporté depuis la pandémie, l'orientation budgétaire cumulée sur la période 2020-2027 reste très accommodante.

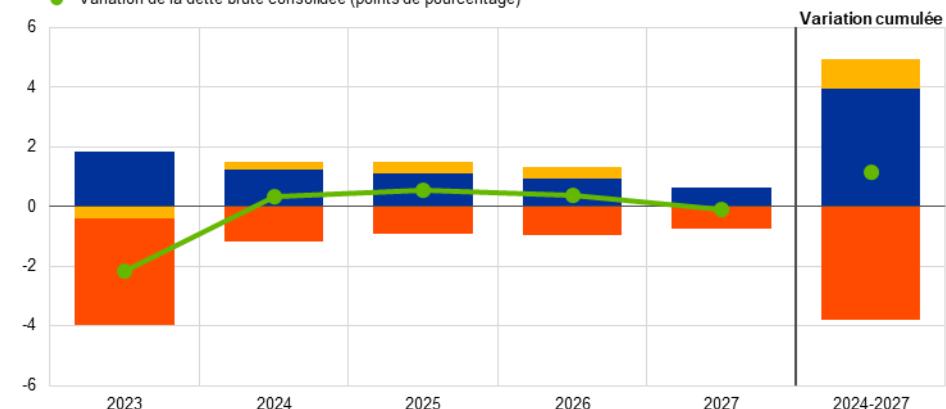
**Le ratio dette/PIB de la zone euro, dont le niveau est déjà élevé, devrait lentement progresser, avant de se stabiliser à la fin de l'horizon de projection (graphique 26).** Le taux d'endettement a significativement enflé pendant la pandémie, s'établissant à quelque 97 % en 2020, avant de refluer progressivement. Selon les projections macroéconomiques de décembre 2024 établies par les services de l'Eurosystème, cette amélioration est en passe de s'interrompre. Les projections tablent désormais sur une lente progression du ratio de la dette, qui passerait de 87,4 % du PIB en 2023 à près de 88,7 % du PIB en 2027. L'augmentation prévue sur l'horizon de projection est due à la persistance des déficits primaires et aux ajustements dette-déficit positifs attendus, qui ne sont que partiellement contrebalancés par des différentiels favorables (négatifs) entre les taux d'intérêt et la croissance.

#### Graphique 26

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

(en pourcentage du PIB, sauf mention contraire)

- Solde primaire (-)
- Ajustement dette-déficit
- Différentiel entre les taux d'intérêt et de croissance
- Variation de la dette brute consolidée (points de pourcentage)



Sources : Calculs de la BCE et Projections macroéconomiques pour la zone euro établies par les services de l'Eurosystème, décembre 2024.

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

**Le 26 novembre, la Commission européenne a lancé le premier cycle de coordination des politiques au titre du nouveau cadre de gouvernance économique en publiant son paquet d'automne.** Ce corpus contient l'évaluation par la Commission des premiers plans budgétaires et structurels à moyen terme soumis par les États membres de l'UE conformément au nouveau cadre de gouvernance entré en vigueur le 30 avril. Il comprend également l'appréciation par la Commission des projets de plans budgétaires des pays de la zone euro pour 2025.

Tous les pays de la zone euro n'ont cependant pas soumis les leurs à la Commission, du fait principalement de leurs cycles électoraux<sup>15</sup>. En outre, compte tenu des évolutions politiques dans certains pays, il se peut que plusieurs plans soient déjà dépassés. Les gouvernements devraient néanmoins se concentrer à présent sur la mise en œuvre complète et sans délai des engagements qu'ils ont pris au titre de ce cadre. Cela permettrait de réduire durablement les déficits budgétaires et les ratios d'endettement, tout en donnant la priorité aux réformes et aux investissements propices à la croissance. Afin de rendre l'économie plus productive, plus compétitive et plus résiliente, 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<sup>16</sup>.

---

<sup>15</sup> La Belgique, l'Allemagne, la Lituanie et l'Autriche n'avaient pas soumis de plan budgétaire et structurel à moyen terme à la Commission. Par ailleurs, la Belgique, l'Espagne et l'Autriche n'avaient pas présenté de projet de plan budgétaire.

<sup>16</sup> Cf. Draghi (M.), « *The future of European competitiveness* », septembre 2024 ; et Letta (E.), « *Much more than a market – Speed, Security, Solidarity. Empowering the Single Market to deliver a sustainable future and prosperity for all EU Citizens* », avril 2024.

## Encadrés

### 1 La résilience des prix des actions américaines s'explique-t-elle par la structure du marché, les anticipations de bénéfices ou les primes de risque sur actions ?

Magdalena Grothe, Ana-Simona Manu et Toma Tomov

**Les hausses des prix des actions américaines depuis début 2023 ont conduit à des valorisations élevées, en particulier pour les sept entreprises appelées les « Sept Magnifiques » (*Magnificent Seven firms*).** Les prix des actions américaines ont augmenté de près de 60 %, malgré le resserrement monétaire opéré par le Système fédéral de réserve et les nombreux chocs géopolitiques. Des rendements annuels supérieurs à 20 % ont été observés pour chaque trimestre de 2024 (graphique A, partie a). Les rendements des actions les plus performantes – celles des grandes entreprises technologiques Alphabet, Amazon, Apple, Meta, Microsoft, Nvidia et Tesla, souvent appelées les « Sept Magnifiques » – ont nettement dépassé les autres, enregistrant une hausse de 75 % environ en 2023 et de 45 % en 2024. En termes de ratio cours/bénéfice, cette évolution a porté leurs valorisations à 30 environ – soit bien au-dessus du niveau médian pour les sociétés de l'indice S&P 500, qui se situe à 20, et au-dessus du niveau médian à long terme qui ressort à 17 (graphique A, partie b) <sup>1</sup>. Même si les rendements récents de la plupart des sociétés du S&P 500 n'ont pas été aussi élevés que ceux enregistrés il y a 25 ans par l'indice Nasdaq, qui est dominé par les entreprises technologiques, il est intéressant d'analyser ces évolutions à la lumière de l'expérience de la période « dot-com ». Comme lors de cette période, qui était portée par un enthousiasme généralisé à l'égard d'Internet, les performances actuelles du marché des sociétés technologiques ont été soutenues par le solide optimisme qui entoure les nouvelles technologies telles que l'intelligence artificielle (IA). Les analystes et les commentateurs des médias ont donc examiné les similitudes et les différences entre les deux épisodes <sup>2</sup>. Dans ce contexte, le présent encadré apporte un éclairage sur les facteurs à l'origine de la résilience du marché boursier américain en analysant le rôle de la structure du marché, des anticipations de bénéfices et des primes de risque sur actions.

**La capitalisation boursière est nettement plus concentrée aujourd'hui que par le passé, y compris en incluant la bulle internet.** Alors que le boom lié à l'internet englobait de nombreuses petites start-ups à fort effet de levier (dont beaucoup ne faisaient pas partie de l'indice S&P 500, mais figuraient plutôt dans l'indice Nasdaq), le boom de l'IA est concentré sur les sociétés les plus performantes et les plus

<sup>1</sup> Le ratio cours/bénéfices est un indicateur de la valorisation des actions, calculé comme le prix de l'action divisé par les bénéfices par action de la société concernée. Il peut être interprété comme le prix payé par un investisseur par unité de bénéfices générés.

<sup>2</sup> À titre d'exemple des publications récentes de certaines institutions internationales, cf. Lombardi (M.J.) et Pinter (G.), « *The valuations of tech stocks: dotcom redux?* », *BRI Quarterly Review*, 16 septembre 2024.

importantes du S&P 500. Aux prix de marché actuels, les actions des « Sept Magnifiques » représentent environ un tiers de la capitalisation boursière totale du S&P 500, contre un cinquième il y a cinq ans. Le rôle important de ces sociétés dans les valorisations actuelles des indices et dans la capitalisation boursière contraste fortement avec le boom lié à l'internet, où les sept premières sociétés ne représentaient que 17 % de la capitalisation boursière du S&P 500 – soit la moitié environ de leur part aujourd'hui. Les grandes entreprises technologiques américaines disposent également de davantage de pouvoir de marché et de marges bénéficiaires plus élevées (20 % environ) que l'entreprise moyenne américaine du secteur des technologies de l'information à la fin des années 1990, qui affichait des marges bénéficiaires comprises entre 5 % et 10 %. En outre, à la différence de nombreuses *start-ups* du secteur de l'internet qui recouraient à l'effet de levier, les « Sept Magnifiques » disposent d'abondantes réserves de trésorerie et d'un accès peu coûteux au financement externe, ce qui leur permet d'investir dans la recherche et le développement et de racheter des entreprises et des concurrents plus petits<sup>3</sup>. Les barrières à l'entrée (par exemple les coûts fixes élevés dans les secteurs de la fabrication de puces électroniques et des services de *cloud* ainsi que l'avantage au précurseur dans le développement de grands modèles de langage et des gros moteurs de recherche) aident ces entreprises à préserver leur part de marché et à capturer de la valeur, éventuellement au détriment d'autres entreprises, plus petites.

---

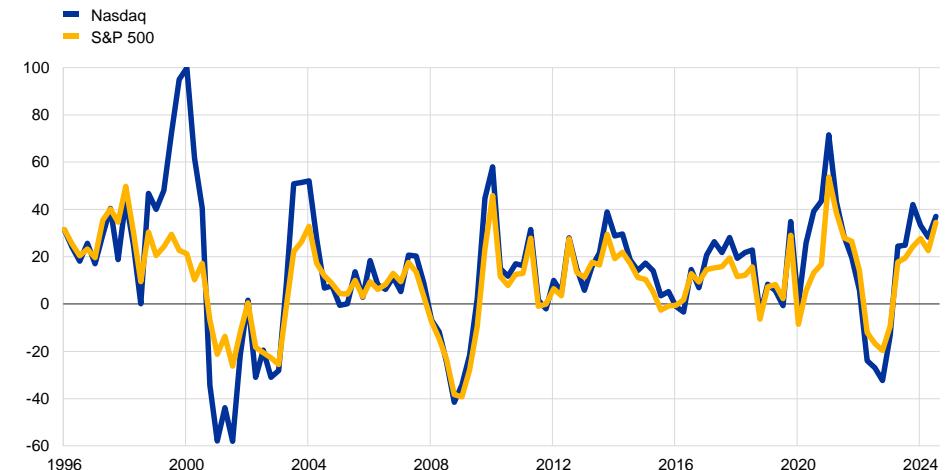
<sup>3</sup> Les données issues des récents documents déclaratifs des « Sept Magnifiques » montrent que l'activité de fusion et acquisition associée à ces entreprises est citée de plus en plus souvent.

## Graphique A

### Rendements des actions américaines et ratios cours/bénéfice

#### a) Rendements des actions

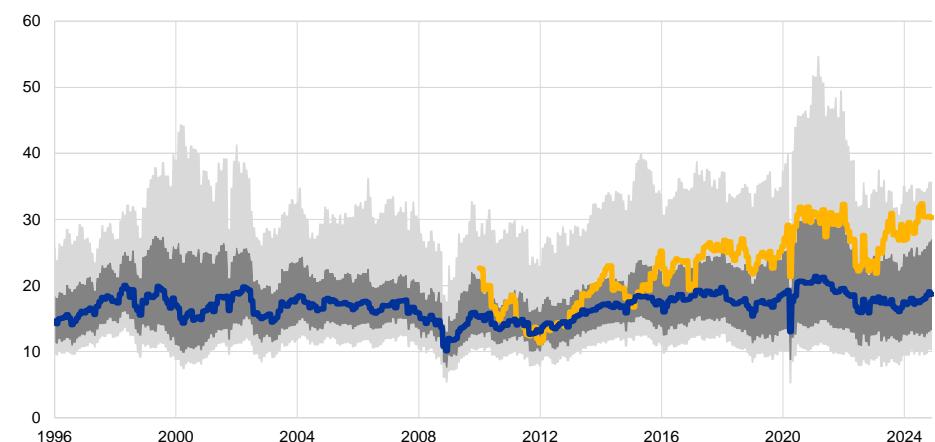
(en pourcentages)



#### b) Ratios cours/bénéfice anticipés

(Ratio cours/bénéfice)

Legend: Médiane du S&P 500 (blue line), Médiane des Sept Magnifiques (yellow line), Du 10<sup>e</sup> au 90<sup>e</sup> percentile (light grey area), Du 25<sup>e</sup> au 75<sup>e</sup> percentile (dark grey area)



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

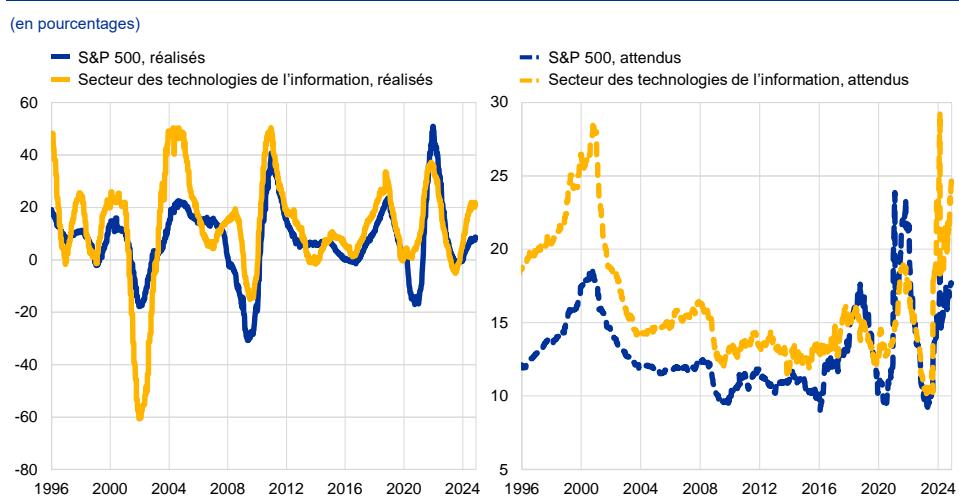
Notes : Dans la partie a), les lignes indiquent les rendements annuels des indices S&P 500 et Nasdaq (données à la fin de chaque trimestre). Dans la partie b), les zones grises représentent les ratios cours/bénéfice anticipés pour les différents centiles des entreprises de l'indice S&P 500. Les lignes bleues et jaunes correspondent, respectivement, à la médiane de l'indice S&P 500 et à la médiane des Sept Magnifiques pour les années les plus récentes. Les dernières observations se rapportent au troisième trimestre 2024 (données trimestrielles pour la partie a) et au 29 novembre 2024 (données hebdomadaires) pour la partie b).

**Les solides bénéfices attendus dans le secteur technologique aux États-Unis, qui reposent sur l'espérance d'importants gains de productivité liés à la révolution de l'IA, expliquent les prix des actions dans ce secteur.** Les actions des « Sept Magnifiques » ont enregistré des bénéfices réalisés très élevés ces dernières années, ce qui a alimenté les anticipations d'une poursuite de la croissance des bénéfices et contribué à ce que les prix de ces actions affichent de meilleures performances que les autres. Les analystes de marché prévoient une croissance à deux chiffres des bénéfices pour l'indice S&P 500 en 2025 et 2026, nettement

supérieure à la moyenne de long terme (graphique B). Les gains de productivité liés à l'IA soutiennent vraisemblablement ces anticipations, l'IA étant de plus en plus mentionnée dans les rapports sur les bénéfices des sociétés composant le S&P 500<sup>4</sup>. Toutefois, si l'on se place dans la perspective historique du marché au sens plus large, une croissance des bénéfices de 18 % environ, comme cela est actuellement anticipé pour le S&P 500 au cours des prochaines années, ne s'est concrétisée que relativement rarement. Par exemple, lors de la bulle Internet en 2000, les prévisions de bénéfices étaient tout aussi élevées, tandis que les résultats réalisés ont été initialement solides, mais ont sensiblement diminué par la suite. De plus, en raison des facteurs structurels mentionnés précédemment, la part des gains liés à l'IA qui reviendra au secteur des entreprises au sens large est incertaine.

### Graphique B

Croissance à long terme des bénéfices par action et bénéfices réalisés pour les entreprises du S&P 500 et le secteur des technologies de l'information



Sources : IBES via LSEG et calculs des services de la BCE.

Notes : La croissance à long terme des bénéfices par action correspond au taux de croissance médian attendu sur une période de trois à cinq ans. La croissance des bénéfices réalisés est présentée sur un an. Les dernières observations se rapportent au 29 novembre 2024 (données hebdomadaires).

**L'analyse de modèle montre également que l'appétence pour le risque joue un rôle important de moteur de la hausse des prix des actions aux États-Unis, les primes de risque sur actions se situant à des niveaux bas qui n'avaient pas été observés depuis plusieurs années.** Les informations tirées du modèle d'actualisation des dividendes pour les actions du S&P 500 et du secteur des technologies de l'information montrent que l'appétence pour le risque des investisseurs a constitué un déterminant important de la hausse des prix des actions. Cette tendance est particulièrement évidente depuis 2022, lorsque les estimations des primes de risque sur actions ont chuté à des niveaux qui n'avaient pas été observés depuis plusieurs années (graphique C, partie a). Plusieurs facteurs peuvent avoir contribué aux bas niveaux des primes de risque sur actions et à la forte appétence pour le risque, tels que les progrès accomplis pour faire baisser

<sup>4</sup> Par exemple, cf. le graphique 19 du document intitulé « [IMF Corporate Earnings Monitor](#) », 17 juin 2024.

l'inflation sans signes de récession, ou la faiblesse de la demande de protection contre les risques extrêmes<sup>5</sup>. Les primes de risque sur actions ont été particulièrement faibles pour le secteur des technologies de l'information, qui inclut certaines des actions des « Sept Magnifiques ». Associées à des anticipations de bénéfices solides, les primes de risque sur actions historiquement faibles ont constitué le facteur à l'origine de la résilience des prix des actions aux États-Unis, même lorsque les taux d'intérêt ont fortement augmenté (graphique C, partie b). À la suite de la déclaration de décembre 2023 du Comité fédéral de l'*open market* (FOMC) de la Réserve fédérale, qui marquait un pivot avec l'abandon de l'orientation restrictive de la politique monétaire, les taux d'intérêt ont moins pesé sur les prix des actions.

---

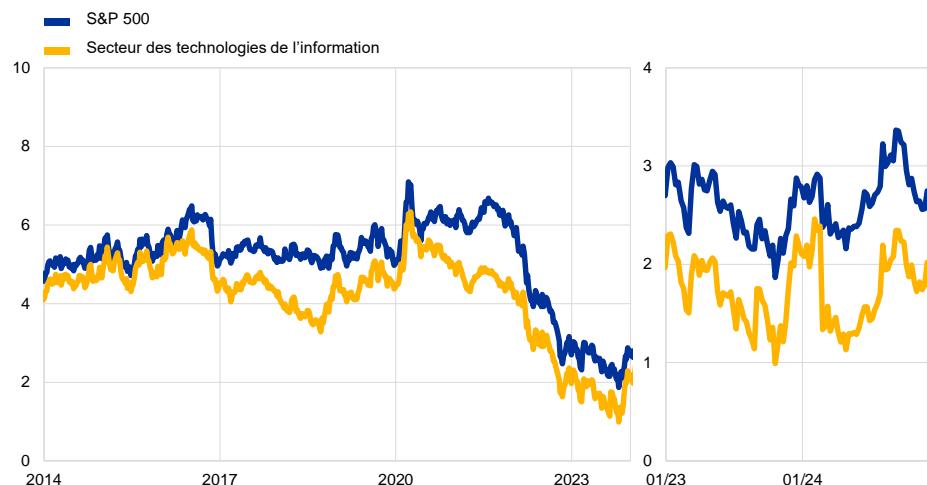
<sup>5</sup> Pour une analyse plus large des risques pesant sur les marchés actions, cf. l'encadré intitulé « *Low implied equity market volatility could underestimate financial stability vulnerabilities* », *Financial Stability Review*, BCE, mai 2024, et le chapitre 2.2 de la *Financial Stability Review*, BCE, novembre 2024.

## Graphique C

### Rôle des primes de risque sur actions dans les valorisations du S&P 500 et du secteur des technologies de l'information

#### a) Primes de risque sur actions pour une sélection de secteurs du S&P 500

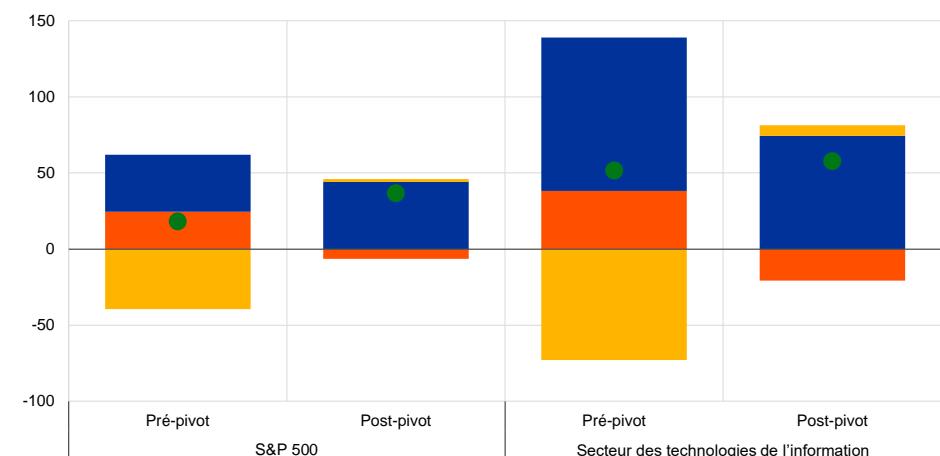
(en pourcentages)



#### b) Décomposition fondée sur un modèle des rendements des actions depuis 2023 pour une sélection de secteurs du S&P 500

(en pourcentages)

- Indice des prix
- Prime de risque sur action
- Anticipations de bénéfices
- Taux d'actualisation



Sources : LSEG et calculs des services de la BCE.

Notes : La prime de risque sur actions est obtenue à l'aide d'un modèle d'actualisation des dividendes, un modèle standard de valorisation des actions utilisé pour le suivi du marché boursier et l'estimation de la prime de risque sur actions. Une augmentation de la prime de risque sur actions signifie une hausse de la compensation du risque lié à la détention d'actions, ce qui peut être interprété comme une plus grande aversion au risque. De même, une baisse de la prime de risque sur actions peut être interprétée comme une diminution de l'aversion au risque. Pour estimer ce modèle pour le secteur des technologies de l'information, notre approche s'appuie également sur la méthodologie développée pour l'indice global dans l'article intitulé « Mesurer et interpréter le coût des fonds propres dans la zone euro », *Bulletin économique*, n° 4, BCE, 2018. Le modèle inclut les rachats d'actions, actualise les flux de trésorerie futurs avec des taux d'intérêt assortis d'une échéance appropriée, et inclut trois horizons de croissance attendue des dividendes. La première période, « Pré-pivot », correspond à la variation entre janvier 2023 et la réunion du FOMC de décembre 2023. La deuxième période, « Post-pivot », se rapporte à la variation entre la réunion du FOMC de décembre 2023 et les dernières observations. Les dernières observations se rapportent au 29 novembre 2024 (données hebdomadaires).

### Compte tenu des valorisations élevées et de la forte concentration du marché boursier, les actions restent exposées à des chocs défavorables.

Dans l'environnement actuel caractérisé par un paysage géopolitique changeant,

un endettement élevé et une incertitude quant aux résultats économiques plus larges et, plus spécifiquement, aux futurs gains de productivité liés à l'IA, la probabilité d'arbitrages soudains pour adopter un positionnement « sans risque » pourrait être plus élevée. Les données fondées sur des modèles indiquent, par exemple, que des révisions à la baisse des perspectives macroéconomiques pourraient exercer un impact plus important sur les cours boursiers durant les périodes de valorisations élevées (graphique D). Compte tenu des valorisations actuellement élevées et de la forte concentration du marché boursier américain, ces risques pourraient devenir de plus en plus importants<sup>6</sup>.

#### Graphique D

#### Réaction des prix des actions américaines aux chocs macroéconomiques négatifs aux États-Unis, selon les indicateurs de valorisation des actions



Sources : SEG et calculs des services de la BCE.

Notes : Réponses impulsionales des prix des actions américaines à des chocs macroéconomiques défavorables aux États-Unis, par indicateur de valorisation. Les réponses sont estimées en appliquant aux données quotidiennes des méthodes de projections locales à seuil, en contrôlant par l'indice de surprise économique de Citi (*Citi Economic Surprise Index*), et sont présentées en données cumulées après une semaine. Les chocs macroéconomiques aux États-Unis sont identifiés à l'aide d'un modèle vectoriel autorégressif bayésien quotidien tel que proposé par Brandt (L.), Saint Guilhem (A.), Schröder (M.) et Van Robays (I.), « *What drives euro area financial market developments? The role of US spillovers and global risk* », *Working Paper Series*, n° 2560, BCE, 2021. La période d'estimation va de juillet 2005 à août 2024.

<sup>6</sup> Une analyse plus détaillée des différents types de chocs défavorables et des réponses des prix des actions suggère que des bénéfices attendus élevés peuvent protéger les prix des actions de l'impact de chocs inattendus liés à l'aversion au risque et à la politique monétaire, comme le montrent Chitu (L.), Grothe (M.), Schulze (T.) et Van Robays (I.), « *Financial shock transmission to heterogeneous firms: the earnings-based borrowing constraint channel* », *Working Paper Series*, n° 2860, BCE, 2023. De même, les valorisations élevées des actions liées aux bénéfices attendus seront probablement moins vulnérables aux chocs liés à l'aversion au risque ou à la politique monétaire, mais elles pourraient être affectées par des chocs macroéconomiques défavorables.

## 2

# Les effets à court terme du système d'échange de quotas d'émission sur l'investissement européen

Pablo Anaya Longaric, Virginia Di Nino et Vasileios Kostakis

**Le présent encadré dresse le bilan de l'impact du système d'échange de quotas d'émission de l'UE (SEQE-UE) sur les investissements européens, tout en testant de façon empirique l'effet de la tarification du carbone sur les flux d'investissements internationaux et intérieurs.** Le SEQE-UE a réduit les émissions de gaz à effet de serre, entraînant des effets bénéfiques à long terme pour l'environnement, l'économie européenne et l'indépendance énergétique de l'Europe. Les données empiriques sur les bénéfices à long terme indiquent que le SEQE stimule également les investissements verts afin de réduire l'intensité carbone des processus de production des entreprises<sup>1</sup>. Comparée à d'autres instruments de politique budgétaire, la tarification du carbone apparaît comme un mécanisme efficace d'incitation à l'adoption de technologies à faible émission de carbone<sup>2</sup>. Par conséquent, le SEQE est essentiel pour renforcer l'indépendance énergétique de l'Europe vis-à-vis des combustibles fossiles.

**Toutefois, l'impact à court terme sur l'investissement n'est pas clair à première vue.** Les bénéfices pour l'environnement risquent de se produire au prix d'une baisse de l'investissement, car la tarification du carbone fonctionne comme une taxe sur l'énergie prélevée sur les entreprises<sup>3</sup>. Cela pourrait également détourner les investissements vers des pays qui n'ont pas mis en place de législation comparable destinée à limiter les émissions de carbone par la tarification ou la taxation, ce que l'on appelle les « fuites de carbone ». Dans le même temps, cela pourrait inciter les entreprises à investir dans les technologies vertes, tandis que les recettes du SEQE seraient utilisées pour stimuler les investissements verts via des programmes de l'UE tels que le Fonds pour l'innovation, le Fonds pour la modernisation et le chapitre REPowerEU de la facilité pour la relance et la résilience. En l'absence d'un consensus clair concernant l'effet sur l'investissement, une étude visant à déterminer lesquelles de ces forces ont prévalu jusqu'à présent permettrait un réglage fin des politiques environnementales de manière à limiter le risque de fuites de carbone et à réduire les coûts économiques éventuels.

**L'analyse ci-dessous examine l'impact des variations des prix du carbone sur les flux d'investissements internationaux et européens.** Elle estime les effets des chocs des prix du carbone sur l'investissement direct étranger (IDE) « en rase campagne » (*greenfield*) et sur la formation brute de capital fixe au fil du temps, tant

<sup>1</sup> Cf. Colmer (J.), Martin (R.), Muuls (M.) et Wagner (U.J.), « *Does Pricing Carbon Mitigate Climate Change? Firm-Level Evidence from the European Union Emissions Trading System* », *The Review of Economic Studies*, mai 2024.

<sup>2</sup> Cf. Anderson *et al.*, « *Policies for a climate-neutral industry: Lessons from the Netherlands* », *OECD Science, Technology and Industry Policy Papers*, n° 108, avril 2021.

<sup>3</sup> Pour une analyse des effets macroéconomiques des politiques de transition bas-carbone fondées sur des taxes, cf. l'article intitulé « *Les conséquences macroéconomiques de la transition vers une économie bas carbone* », *Bulletin économique*, n° 5, BCE, août 2023 ; et Käenzig (D.R.), « *The unequal economic consequences of carbon pricing* », *National Bureau of Economic Research Working Papers*, n° 31221, mai 2023.

au niveau des pays qu'au niveau des secteurs. Pour identifier les chocs sur les prix du carbone, les variations des prix des contrats à terme sur les quotas d'émission intervenant au moment où les réglementations du SEQE font l'objet de modifications sont incluses en tant qu'instruments dans un modèle vectoriel autorégressif<sup>4</sup>. Il est important de noter que l'analyse se concentre sur les coûts à court terme associés à la tarification du carbone, tandis que les bénéfices à long terme d'une énergie plus propre et d'une dépendance moindre vis-à-vis des combustibles fossiles n'entrent pas dans le champ du présent encadré<sup>5</sup>. L'échantillon couvre la période 2003-2019, depuis l'annonce de la mise en place du SEQE jusqu'à la fin de la troisième phase de sa mise en œuvre. Il exclut la période de la pandémie, marquée par d'autres types de chocs importants susceptibles de contaminer l'analyse, mais inclut les chocs sur les prix du carbone associés aux annonces en 2019 relatives aux modifications futures des réglementations du SEQE.

**L'analyse empirique suggère que les flux d'IDE européens « en rase campagne » sont temporairement freinés lorsque les prix du carbone augmentent.** À la suite d'un choc sur les prix du carbone normalisé pour entraîner une augmentation de 1 % de la composante énergie de l'indice des prix à la production (IPP) – correspondant à une hausse des prix des contrats à terme sur le carbone de 25 % à l'impact – les flux d'IDE européens « en rase campagne » vers les pays non européens augmentent significativement (graphique A, partie a)<sup>6</sup>. En outre, l'IDE entre pays non européens augmente après un an. De même, on observe une baisse des flux d'IDE européens « en rase campagne » en provenance de l'extérieur et de l'intérieur de l'Europe, ces derniers continuant de se contracter à moyen terme (graphique A, partie b). Dans l'ensemble, ces réactions suggèrent que la hausse des prix du carbone pourrait entraîner un détournement temporaire des fonds au détriment de l'Europe<sup>7</sup>.

---

<sup>4</sup> Cf. Kängig (D.R.), *op. cit.*

<sup>5</sup> Des éléments montrent que l'adoption du SEQE a stimulé les investissements visant à réduire les émissions de carbone des entreprises à long terme sans nuire à leur activité économique. Cf. Anderson *et al.*, *op. cit.*

<sup>6</sup> Le choc est identifié à l'échelle et au signe à l'aide de variables instrumentales dans un modèle vectoriel autorégressif. Il a été mis à l'échelle pour permettre une lecture immédiate des résultats. Néanmoins, la mise à l'échelle le rend relativement important par rapport à la réponse moyenne des prix des contrats à terme sur le carbone aux modifications passées des réglementations du SEQE. L'impact réel passé sur l'IDE et les investissements intérieurs devrait donc avoir été considérablement plus faible.

<sup>7</sup> Cf. Böning (J.), Di Nino (V.) et Folger (T.), « *Stop carbon leakage at the border, can EU companies be both green and globally competitive?* », *The ECB blog*, 1<sup>er</sup> juin 2023 ; et Böning (J.), Di Nino (V.) et Folger (T.), « *Benefits and costs of the ETS in the EU, a lesson learned for the CBAM design* », *Working Paper Series*, n° 2764, BCE, janvier 2023.

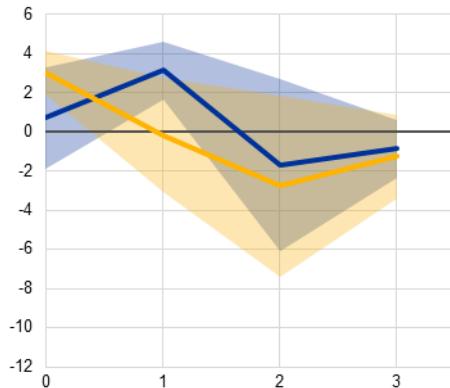
## Graphique A

### Impact d'un choc des prix du carbone sur l'IDE mondial « en rase campagne »

#### a) Impact d'un choc des prix du carbone sur l'IDE dans le reste du monde

(axe des ordonnées : variations en pourcentage ; axe des abscisses : années après l'impact)

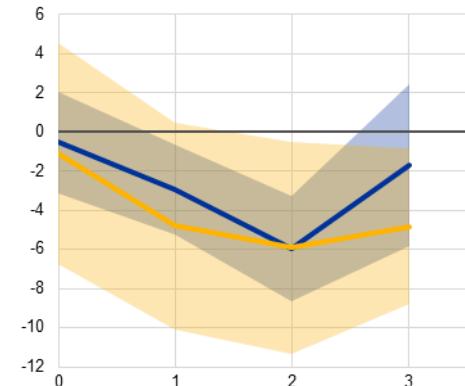
- Vers le RDM depuis le RDM
- Vers le RDM depuis l'Europe (sortant)



#### b) Impact d'un choc des prix du carbone sur l'IDE en Europe

(axe des ordonnées : variations en pourcentage ; axe des abscisses : années après l'impact)

- Vers l'Europe depuis le RDM (entrant)
- Vers l'Europe depuis l'Europe (intra)



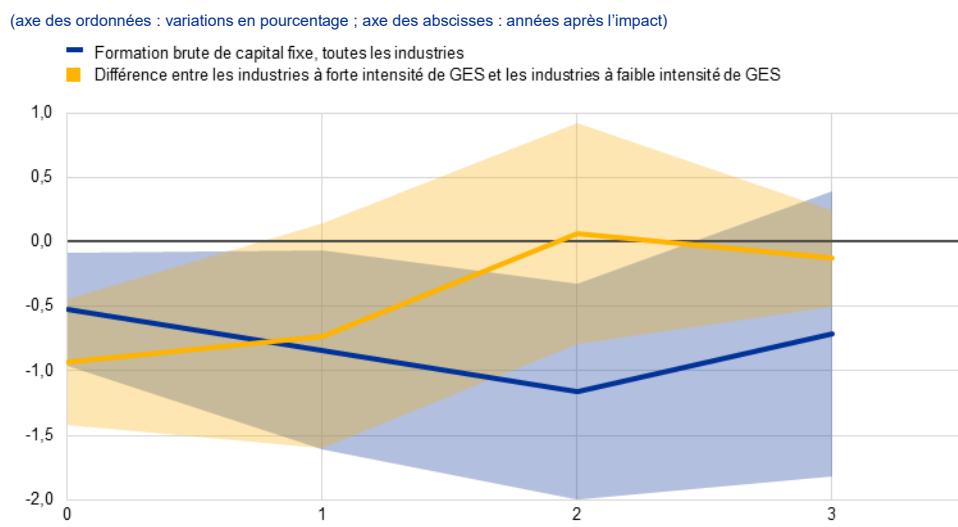
Sources : Eurostat, FT fDi Intelligence et calculs des services de la BCE.

Notes : « RDM » signifie « reste du monde ». Le graphique montre les effets estimés sur les projets annoncés d'IDE « en rase campagne » d'un choc sur les prix du carbone entraînant une augmentation de 1 % de l'indice des prix à la production pour l'énergie à l'impact. L'échantillon couvre la période 2003-2019. Comme le SEQE est devenu opérationnel en 2005, la série temporelle étendue n'influence pas sensiblement les résultats. La spécification est la suivante :  $\Delta_h Y_{ij,t+h} = a_j^h + \beta_h S_t + \varepsilon_h X_{j,t-1} + \varepsilon_{j,t+h}$ , où  $Y_{ij,t+h}$  est la variable d'intérêt résultat à l'horizon  $h$  entre les pays  $i$  et  $j$ , et  $X_{j,t-1}$  inclut un ensemble de contrôles macroéconomiques, y compris la variable dépendante décalée. Les lignes continues montrent les réponses impulsionales estimées, tandis que les zones ombrées représentent les intervalles de confiance à 90 % basés sur les erreurs types de Driscoll-Kraay robustes à la corrélation sérielle et à la dépendance transversale.

**Il semble également y avoir un effet défavorable sur l'investissement intérieur en Europe.** En réponse à un choc sur les prix du carbone augmentant l'indice des prix à la production pour l'énergie de 1 %, la formation brute de capital fixe de l'UE diminue de 0,5 % la première année, et la baisse cumulée atteint plus de 1 % après deux ans (graphique B). Il convient toutefois de noter que les estimations sont entourées d'un degré élevé d'incertitude. Cette baisse résulte du fait que les prix plus élevés du carbone agissent comme une taxe sur la production des entreprises et réduisent l'activité économique globale, ce qui contrebalance l'augmentation des investissements visant à rééquilibrer les processus de production des entreprises au profit de sources d'énergie vertes.

## Graphique B

### Impact d'un choc des prix du carbone sur la formation brute de capital fixe dans l'EU



Sources : Eurostat et calculs de la BCE.

Notes : « GES » signifie « gaz à effet de serre ». Le graphique montre l'effet estimé d'un choc sur les prix du carbone entraînant une augmentation de 1 % de l'indice des prix à la production pour l'énergie à l'impact. La spécification est la même que celle décrite dans les notes du graphique A. Les secteurs à forte intensité de gaz à effet de serre sont ceux dont les émissions (en proportion de leur valeur ajoutée) sont supérieures à la médiane.

**Les secteurs à forte intensité carbone sont les principales industries affectées par le choc sur les prix du carbone**<sup>8</sup>. La baisse de l'investissement agrégé résulte principalement des secteurs de la construction, des transports et de l'industrie manufacturière (graphique C). En outre, les industries minières et extractives, bien qu'elles soient des activités à très forte intensité carbone, n'ont pas été fortement affectées par les chocs sur les prix du carbone. Ceci est probablement dû au déploiement de quotas gratuits dans ce secteur<sup>9</sup>.

**Ces conclusions doivent être replacées dans le contexte d'autres études qui montrent que le SEQE n'a ni réduit l'activité économique, ni entraîné d'importantes fuites de carbone**<sup>10</sup>. En effet, la réduction des émissions carbone réalisée par le biais du SEQE résulte largement d'une véritable baisse des émissions plutôt que d'un déplacement de la production vers des régions où les réglementations environnementales sont moins strictes. En outre, des exemples européens montrent que lorsque la tarification du carbone est complétée par des aides publiques ambitieuses en faveur des technologies avancées, elles peuvent se renforcer mutuellement et justifier l'investissement dans la décarbonisation<sup>11</sup>.

<sup>8</sup> Les industries fortement émettrices sont celles qui relèvent des rubriques à deux chiffres de la nomenclature NACE et dont les émissions de gaz à effet de serre (en proportion de leur valeur ajoutée) sont supérieures à la valeur médiane.

<sup>9</sup> Pour des résultats comparables, cf. Matzner (A) et Steininger (L), « *Firms' heterogeneous (and unintended) investment response to carbon price increases* », Working Paper Series, n° 2958, BCE, juillet 2024.

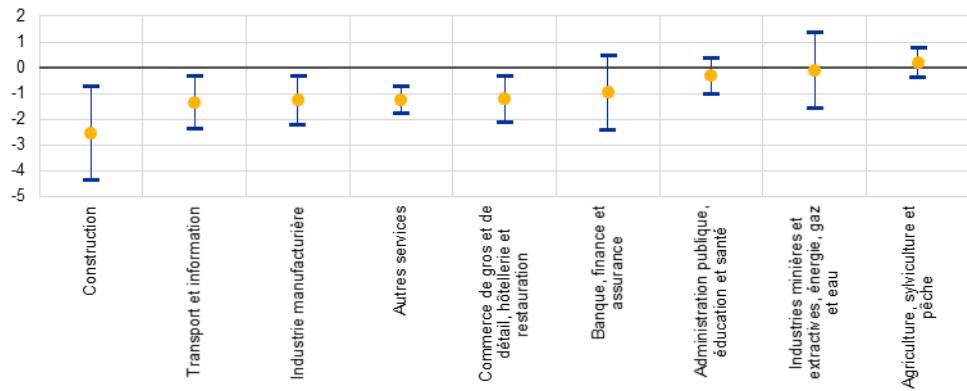
<sup>10</sup> Cf. Colmer et al. *op. cit.* qui, sur la base d'une analyse des données administratives françaises, ne constatent aucun signe de fuites de carbone résultant du SEQE au cours de ses deux phases initiales.

<sup>11</sup> Cf. Anderson et al., *op. cit.*

### Graphique C

Impact d'un choc des prix du carbone sur la formation brute de capital fixe dans l'UE, par secteur

(variations en pourcentage)



Sources : Eurostat et calculs de la BCE.

Notes : Les moustaches illustrent l'impact sur chaque secteur. Les regroupements suivent la méthodologie de Känzig, *op. cit.*, également utilisée dans Matzner et Steiniger, *op. cit.* La spécification de la régression est la même que celle décrite dans les notes du graphique A.

**L'analyse suggère que des prix du carbone plus élevés peuvent temporairement freiner l'investissement intérieur et détourner l'IDE mondial au détriment de l'Europe, mais que les bénéfices à long terme peuvent largement contrebalancer ces effets à court terme<sup>12</sup>.** Une analyse plus approfondie, examinant également les bénéfices à long terme liés à l'indépendance vis-à-vis des combustibles fossiles et au renforcement de l'indépendance énergétique de l'Europe, serait justifiée. Parallèlement à un durcissement de la réglementation en termes de couverture des secteurs et de droits d'émission, la Commission européenne a introduit un mécanisme d'ajustement du carbone aux frontières (MACF). Ce mécanisme contribue à protéger les entreprises européennes d'une éventuelle concurrence étrangère déloyale et à rétablir une égalité de traitement en imposant aux importateurs de l'UE un prix proportionnel aux émissions générées par les processus de production à l'étranger<sup>13</sup>. Conjugué aux mesures complémentaires actuellement à l'étude, il soutiendra la capacité de production future de l'Europe et sa compétitivité extérieure<sup>14</sup>.

<sup>12</sup> Les effets sur les investissements et les flux d'IDE en « rase campagne » sont significatifs mais en ligne avec la littérature actuelle qui prend en compte la quatrième phase de mise en œuvre du SEQE résultant des modifications des réglementations annoncées au cours de la troisième phase, tout comme le présent encadré. La modification du règlement sur les ventes aux enchères (*Auctioning Regulation*) et l'adoption de l'acte délégué sur la liste des fuites de carbone pour la période 2021-2030 constituent des exemples de ces annonces.

<sup>13</sup> Pour plus de détails, cf. la page internet du [mécanisme d'ajustement du carbone aux frontières](#).

<sup>14</sup> Cf. Bijnens (G.), Duprez (C.) et Hutchinson (J.), « [Obstacles to the greening of energy-intensive industries](#) », *The ECB blog*, 17 septembre 2024.

### 3

## Quels sont les signaux économiques tirés des mesures de l'incertitude ?

Malin Andersson, Alina Bobasu et Roberto A. De Santis

**Si l'incertitude joue un rôle de premier plan dans de nombreuses décisions économiques, elle n'est pas directement mesurable, ce qui rend difficile l'évaluation précise de son impact.** En période d'incertitude élevée, les ménages et les entreprises peuvent reporter ou annuler leurs projets de dépenses et d'investissement, ce qui freine l'activité économique<sup>1</sup>. L'incertitude n'étant pas directement observable, le présent encadré évalue les signaux récents provenant de différentes approximations, en les classant en deux catégories : ceux qui sont directement liés à la situation économique à court terme et ceux qui reflètent les questions stratégiques à plus long terme. Nous examinons également les implications de ces mesures pour les principales variables macroéconomiques.

**L'incertitude relative à la situation économique à court terme est généralement suivie à l'aide d'une combinaison d'indicateurs statistiques, tirés d'enquêtes et financiers.** Une mesure clé pour la zone euro est l'indice d'incertitude macroéconomique développé par Jurado *et al.*, qui définit l'incertitude comme la volatilité des erreurs de prévision à trois mois pour un large éventail d'indicateurs économiques<sup>2</sup>. Une autre approximation réside dans le désaccord sur les prévisions de *Consensus Economics*, qui capture la dispersion des prévisions à un an pour le PIB en volume, la production industrielle, la consommation privée et la croissance de l'investissement privé, ainsi que pour la hausse de l'IPCH et les taux d'intérêt à long terme. En outre, la mesure de l'incertitude économique tirée d'enquêtes de la Commission européenne reflète la difficulté pour les chefs d'entreprise et les consommateurs de faire des prévisions sur la situation de leur entreprise et les finances des ménages. Enfin, l'indicateur composite des tensions systémiques (*Composite Indicator of Systemic Stress, CISS*) est un indicateur de tensions financières développé par la BCE, construit en utilisant différentes variables financières extraites des instruments de marché de plusieurs segments du système financier.

**Il existe également des mesures de l'incertitude liées aux questions stratégiques à plus long terme.** L'une de ces mesures est l'indice d'incertitude de la politique économique pour la zone euro, fondé sur les informations publiées dans la presse, qui suit la fréquence à laquelle des mots spécifiques liés à l'incertitude de la politique économique sont mentionnés dans les articles de journaux. Trois autres

<sup>1</sup> Certains types d'incertitude, comme celle liée à la récente hausse des investissements dans l'intelligence artificielle, peuvent également accroître les investissements et l'activité économique (cf. Ludvigson (S.C.), Ma (S.) et Ng (S.), « *Uncertainty and Business Cycles: Exogenous Impulse or Endogenous Response?* », *American Economic Journal: Macroeconomics*, vol. 13, n° 4, 2021, p. 369-410.

<sup>2</sup> Jurado (K.), Ludvigson (S.C.) et Ng (S.), « *Measuring uncertainty* », *American Economic Review*, vol. 105, n° 3, 2015, p. 1177-1216 ; et Scotti (C.), « *Surprise and uncertainty indexes: Real-time aggregation of real-activity macro-surprises* », *Journal of Monetary Economics*, vol. 82, 2016, p. 1-19.

indicateurs fondés sur les textes montrent l'incertitude entourant la géopolitique, le commerce et la politique climatique<sup>3</sup>.

**Les mesures qui prennent en compte les préoccupations relatives à la situation économique à court terme affichent actuellement des niveaux d'incertitude relativement faibles, tandis que celles relatives aux politiques à plus long terme affichent des niveaux d'incertitude plus élevés (graphique A).**

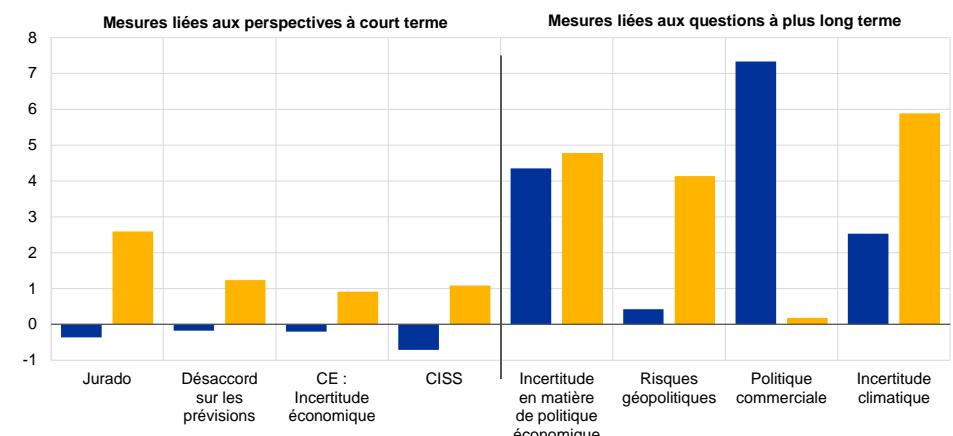
Si tous ces indicateurs ont atteint un pic lors de l'invasion de l'Ukraine par la Russie, les mesures relatives aux perspectives à court terme ont depuis lors retrouvé leurs moyennes historiques<sup>4</sup>. En revanche, la plupart des mesures de l'incertitude liées aux politiques à plus long terme demeurent nettement supérieures à leurs moyennes historiques, reflétant la polarisation politique actuelle, les perspectives de réglementation et la transition énergétique mondiale<sup>5</sup>.

### Graphique A

#### Mesures de l'incertitude

(variations en points de pourcentage)

■ Dernières observations  
■ Mars 2022



Sources : Jurado *et al.*<sup>1)</sup>, *Consensus Economics*, Commission européenne, Baker *et al.*<sup>2)</sup>, Caldara *et al.*<sup>3)</sup>, Caldara *et al.*<sup>4)</sup>, Gavrilidis<sup>5)</sup> et calculs des services de la BCE.

Notes : Les séries sont normalisées sur l'échantillon 1999-2019, à l'exception de la série sur l'incertitude économique de la Commission européenne, qui est normalisée sur la période allant d'avril 2019 à septembre 2024, en raison de la disponibilité limitée de l'échantillon. L'incertitude relative à la politique économique est la moyenne pondérée des mesures standardisées spécifiques à chaque pays pour l'Allemagne, la France, l'Italie et l'Espagne. Les dernières observations se rapportent à septembre 2024 pour Jurado et pour l'incertitude climatique, à octobre 2024 pour le désaccord sur les prévisions et à novembre 2024 pour l'incertitude économique de la Commission européenne (CE), le CISS, l'incertitude relative à la politique économique, le risque géopolitique et la politique commerciale.

1) Jurado (K.), Ludvigson (S.C.) et Ng (S.), « *Measuring uncertainty* », *American Economic Review*, vol. 105, n° 3, mars 2015.

2) Baker (S.R.), Bloom (N.) et Davis (S.J.), « *Measuring Economic Policy Uncertainty* » Working Papers n° 21633, *National Bureau of Economic Research*, octobre 2015.

3) Caldara (D.) et Iacoviello (M.), « *Measuring Geopolitical Risk* », *American Economic Review*, vol. 112, n° 4, 2021, p. 1194-1225.

4) Caldara (D.), Iacoviello (M.), Molligo (P.), Prestipino (A.) et Raffo (A.), « *The Economic Effects of Trade Policy Uncertainty* », *International Finance Discussion Papers*, n° 1256, septembre 2019.

5) Gavrilidis (K.), « *Measuring Climate Policy Uncertainty* », University of Stirling, mai 2021.

<sup>3</sup> Pour plus d'informations sur la méthodologie utilisée, cf. Baker (S.R.), Bloom (N.) et Davis (S.J.), « *Measuring Economic Policy Uncertainty* », *The Quarterly Journal of Economics*, vol. 131, n° 4, 2016, p. 1593-1636 et Gavrilidis (K.), « *Measuring Climate Policy Uncertainty* », *University of Stirling*, mai 2021.

<sup>4</sup> Cf. l'encadré intitulé « *L'impact de l'invasion de l'Ukraine par la Russie sur l'activité de la zone euro via le canal de l'incertitude* », *Bulletin économique*, n° 4, BCE, 2022.

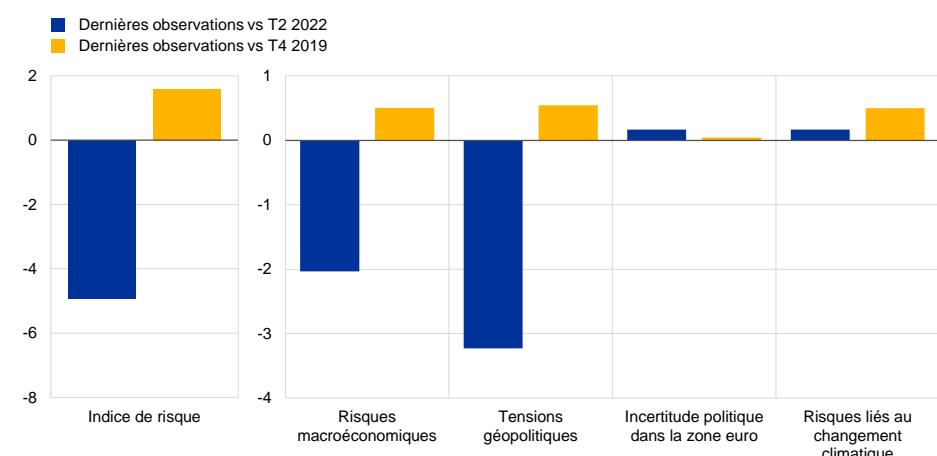
<sup>5</sup> L'incertitude entourant la politique économique est particulièrement élevée en Allemagne et en France.

**En outre, un indice de risque tiré des téléconférences sur les résultats suggère que les perceptions du risque pour un grand nombre des incertitudes mentionnées ci-dessus ont diminué par rapport aux pics atteints au printemps 2022, mais demeurent au-dessus des niveaux pré-pandémiques (graphique B)**<sup>6</sup>. L'indice mesure le pourcentage d'un certain nombre de risques spécifiques en part de l'ensemble des risques mentionnés dans les téléconférences sur les résultats parmi les entreprises cotées de la zone euro<sup>7</sup>. Si les risques ne peuvent pas être exactement mis en correspondance avec les catégories d'incertitude présentées ci-dessus, cet indice de risque corrobore la conclusion selon laquelle les perceptions du risque relatives à plusieurs incertitudes perçues ont nettement diminué par rapport aux pics observés au printemps 2022. Dans le même temps, les inquiétudes relatives aux tensions géopolitiques et au climat demeurent élevées.

### Graphique B

#### Indice de risque tiré des téléconférences sur les résultats

(en pourcentage de toutes les mentions de risque, variations en points de pourcentage)



Sources : NL Analytics et calculs de la BCE.

Notes : Les « risques macroéconomiques » font référence aux mentions relatives aux risques liés aux chaînes d'approvisionnement et aux conditions de financement ; les « tensions géopolitiques » font référence aux tensions géopolitiques en Ukraine et au Moyen-Orient ; l'« incertitude politique dans la zone euro » fait référence aux risques politiques dans l'ensemble de la zone euro ou dans les pays de la zone euro ; et les « risques liés au changement climatique » font référence à des mentions de mots tels que « carbone », « climat » et « politique ». Les dernières observations se rapportent au troisième trimestre 2024.

**Les hausses de l'incertitude sont généralement associées à une baisse du PIB en volume et à un impact négatif plus prononcé sur l'investissement des entreprises que sur la consommation (graphique C).** Afin d'étudier les implications de l'incertitude croissante, les modèles vectoriels autorégressifs bayésiens (BVAR) sont estimés sur la période allant du premier trimestre 1999 au

<sup>6</sup> Tout en présentant un co-mouvement, les mesures de l'« incertitude » diffèrent des mesures du « risque » dans le sens où l'incertitude apparaît lorsque les informations permettant de prévoir les évolutions sont insuffisantes ou indisponibles, tandis que le risque est associé à la probabilité d'un événement économique spécifique.

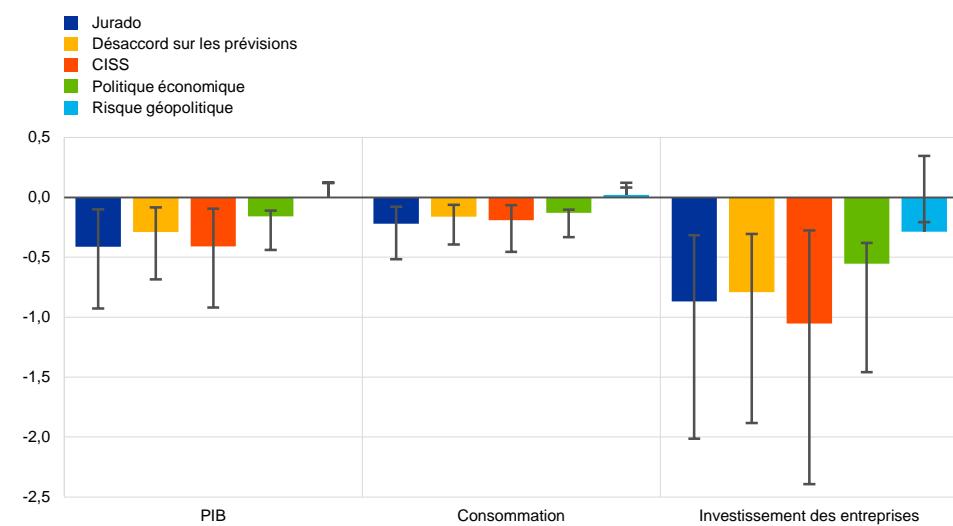
<sup>7</sup> Pour plus de détails sur la méthodologie, cf. l'encadré intitulé « [Informations tirées des téléconférences sur les résultats \(earnings calls\) – que pouvons-nous apprendre de la perception et du sentiment des entreprises à l'égard des risques ?](#) », *Bulletin économique*, n° 4, BCE, 2024.

deuxième trimestre 2024<sup>8</sup>. Les modèles intègrent le PIB en volume, la consommation privée et l'investissement des entreprises, le déflateur du PIB et une mesure de l'incertitude (risque) à la fois<sup>9</sup>. Les résultats suggèrent que, pour toutes les mesures – à l'exception du risque géopolitique – les hausses de l'incertitude sont associées à une baisse du PIB en volume, de la consommation privée et de l'investissement des entreprises, ce dernier diminuant nettement plus que la consommation<sup>10</sup>.

### Graphique C

#### Impact des hausses des mesures de l'incertitude

(écart en pourcentage par rapport à la tendance)



Source : Calculs des services de la BCE.

Notes : Les modèles BVAR incluent le PIB, la consommation et l'investissement des entreprises, le déflateur du PIB et une mesure de l'incertitude (risque) à la fois. Les modèles sont estimés sur une période trimestrielle, du premier trimestre 1999 au deuxième trimestre 2024, et l'identification est fondée sur une approche de « décomposition de Cholesky », la mesure de l'incertitude étant classée en premier. Néanmoins, les résultats sont également robustes en termes d'implications négatives pour l'activité économique lorsque la mesure de l'incertitude est classée en dernier. La hausse de l'incertitude reflète une augmentation d'un écart-type dans la mesure de l'incertitude. Les résultats présentés dans le graphique se rapportent aux effets observés après quatre trimestres. Les moustaches se rapportent à un intervalle de crédibilité de 68 %.

**L'incertitude concernant la situation économique à court terme ne semble pas avoir beaucoup affecté l'activité économique en cours jusqu'à présent ; toutefois, l'incertitude entourant les questions politiques à plus long terme devrait rester pertinente.** Si l'incertitude tirée des indicateurs économiques à court terme a été contenue récemment, par rapport aux périodes de pic précédentes, l'incertitude liée à la politique économique devrait rester élevée, reflétant la nature

<sup>8</sup> L'estimation est corrigée conformément à Lenza et Primiceri (2022) afin de tenir compte des perturbations économiques uniques causées par la pandémie de COVID-19 (cf. Lenza (M.) et Primiceri (G.E.), « *How to estimate a vector autoregression after March 2020* », *Journal of Applied Econometrics*, vol. 37, n° 4, 2022, p. 688-699.

<sup>9</sup> Les mesures de l'incertitude relative au commerce et au climat se rapportent à des domaines spécifiques qui sont directement exposés aux fluctuations commerciales et à la politique environnementale, le présent encadré n'étudie pas leurs implications plus larges pour l'activité économique. Dans le même temps, l'indice de risque n'est pas inclus dans l'exercice empirique compte tenu de la courte période de l'échantillon.

<sup>10</sup> Cf. également De Santis (R.A.) et Van der Veken (W.), « *Deflationary financial shocks and inflationary uncertainty shocks: an SVAR Investigation* », *Working Paper*, n° 2727, BCE, 2022 et Bobasu (A.), Quaglietti (L.) et Ricci (M.), « *Tracking Global Economic Uncertainty: Implications for the Euro Area* », *IMF Economic Review*, Fonds monétaire international, vol. 72, n° 2, 2024, p. 820-857.

persistante et évolutive des questions de politique intérieure. En conséquence, l'incertitude entourant la question des politiques qui seront suivies devrait continuer de peser sur l'activité économique, en particulier sur l'investissement des entreprises, au cours des prochains trimestres.

## 4

# Comment expliquer le taux élevé d'épargne des ménages dans la zone euro ?

Alina Bobasu, Johannes Gareis et Grigor Stoevsky

**Après une forte hausse liée à la pandémie en 2020, le taux d'épargne des ménages dans la zone euro est revenu à sa moyenne pré-pandémique en milieu d'année 2022, mais il a de nouveau augmenté sensiblement depuis lors.**

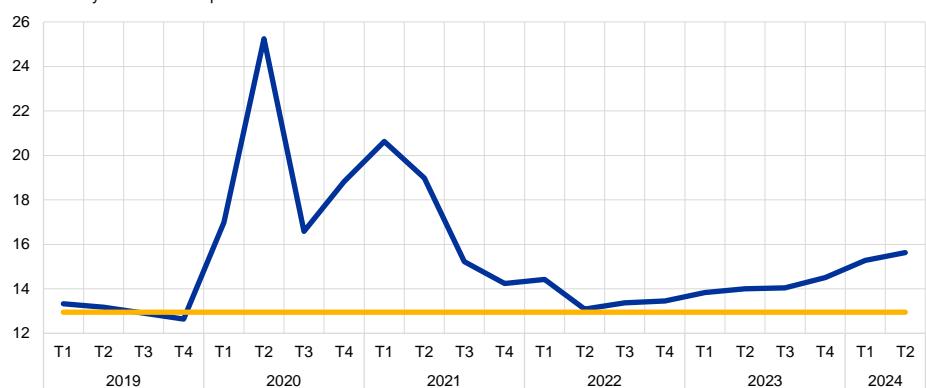
Le taux d'épargne des ménages de la zone euro corrigé des variations saisonnières qui ressort des comptes sectoriels trimestriels d'Eurostat a fortement augmenté au moment de la pandémie de COVID-19<sup>1</sup>. Cette hausse s'expliquait principalement par les confinements imposés pour contenir la propagation du virus, qui ont freiné la consommation, tandis que les mesures publiques ont contribué à soutenir le revenu disponible<sup>2</sup>. Avec la levée de la plupart des restrictions en 2022, le taux d'épargne est revenu à sa moyenne pré-pandémique (graphique A). Néanmoins, il est remonté ces deux dernières années, tandis que les dépenses de consommation sont restées modérées. Cet encadré analyse les principaux facteurs économiques sous-tendant la récente hausse du taux d'épargne, et examine les conséquences à court terme pour la consommation privée.

### Graphique A

#### Taux d'épargne des ménages

(en pourcentage du revenu disponible brut)

- Taux d'épargne
- Moyenne d'avant la pandémie



Sources : BCE et Eurostat (QSA) et calculs de la BCE.

Notes : Données corrigées des variations saisonnières. La moyenne pré-pandémique est calculée du premier trimestre 1999 au quatrième trimestre 2019.

**La croissance soutenue des revenus a contribué à la récente hausse du taux d'épargne des ménages.** Le revenu réel des ménages a augmenté de 3,8 % au cours des deux dernières années, en raison de la forte croissance des composantes travail et hors travail (graphique B). La hausse du revenu hors travail, qui inclut les

<sup>1</sup> Les comptes sectoriels trimestriels (QSA) pour la zone euro sont produits conjointement par la BCE et Eurostat.

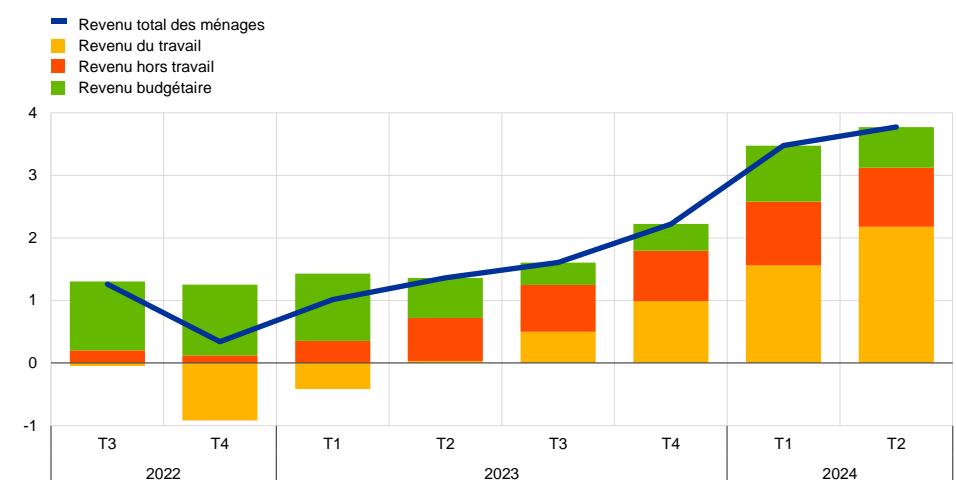
<sup>2</sup> Cf. l'encadré intitulé « [COVID-19 et hausse de l'épargne des ménages : épargne de précaution ou épargne forcée ?](#) », *Bulletin économique*, n° 6, BCE, 2020.

revenus issus de l'activité non salariée, le revenu net d'intérêt, les dividendes et les loyers, est particulièrement favorable à l'épargne<sup>3</sup>. En effet, les revenus hors travail concernent principalement les ménages plus aisés qui, de manière générale, épargnent plus que les ménages plus modestes<sup>4</sup>. En outre, les politiques budgétaires ont également soutenu la croissance du revenu réel depuis le troisième trimestre 2022. Cela peut être largement attribué aux mesures discrétionnaires adoptées pour atténuer les effets du choc sur les prix de l'énergie, qui incluaient d'importantes mesures de soutien non ciblées. Les ménages plus aisés ayant également bénéficié de ces mesures et consommant une part plus réduite de leur revenu, ces facteurs peuvent aussi avoir contribué à une hausse du taux d'épargne<sup>5</sup>.

### Graphique B

#### Évolution du revenu réel des ménages

(variations en pourcentage depuis le deuxième trimestre 2022, et contributions en points de pourcentage)



Sources : Eurostat, BCE et Eurostat (QSA) et calculs de la BCE.

Notes : Données corrigées des variations saisonnières. Le revenu du travail est calculé comme la compensation des salariés, et le revenu hors travail inclut les revenus du travail indépendant, le revenu net d'intérêt, les dividendes et les loyers ; le revenu budgétaire est mesuré en termes résiduels. Pour obtenir des valeurs réelles, toutes les composantes du revenu des ménages sont déflatées à l'aide du déflateur de la consommation privée issu des comptes nationaux.

**Bien que leur revenu ait augmenté fortement au cours des deux dernières années, les ménages sont restés prudents dans leurs comportements de consommation.** Après un rebond post-pandémique, la croissance de la consommation privée réelle s'est considérablement affaiblie face à la poussée de l'inflation et au resserrement de la politique monétaire qui en a résulté. La hausse de l'inflation était principalement portée par une envolée des prix de l'énergie et des produits alimentaires, qui a donné lieu à un recul relativement marqué de la consommation de ces biens<sup>6</sup>. Les relèvements des taux d'intérêt qui ont suivi ont

<sup>3</sup> Cf. également l'encadré intitulé « [Introduction à la mesure du revenu des ménages](#) », *Bulletin économique*, n° 8, BCE, 2023.

<sup>4</sup> Cf., par exemple, Bańkowska (K.) et al., « [ECB Consumer Expectations Survey: an overview and first evaluation](#) », *Occasional Paper Series*, n° 287, BCE, décembre 2021.

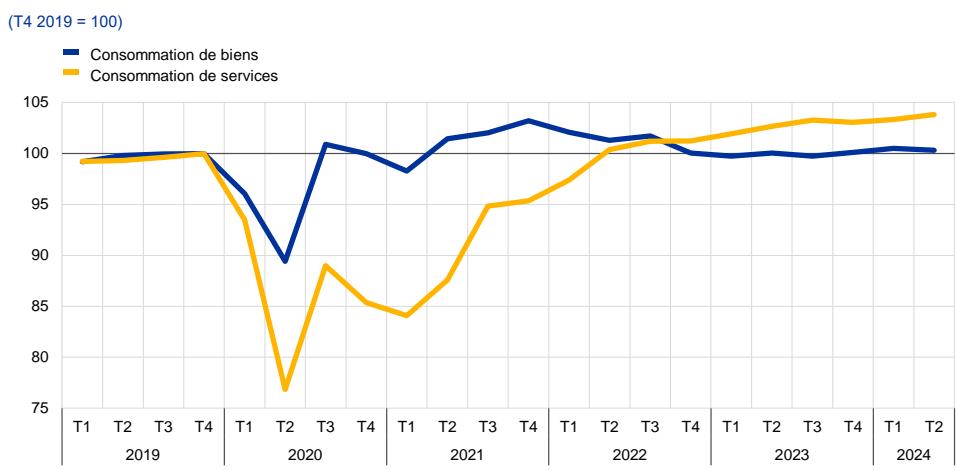
<sup>5</sup> Cf. l'article intitulé « [Politique budgétaire et forte inflation](#) », *Bulletin économique*, n° 2, BCE, 2023.

<sup>6</sup> Cf. les encadrés intitulés « [L'impact du renchérissement de l'énergie sur la consommation de services et de biens dans la zone euro](#) », *Bulletin économique*, n° 8, BCE, 2022, et « [Comment les ménages ont-ils ajusté leur comportement d'épargne et de dépense pour faire face à la forte inflation ?](#) », *Bulletin économique*, n° 2 BCE, 2024.

encouragé l'épargne et probablement freiné la consommation de biens plus que celle de services. La consommation de biens durables a été particulièrement touchée, étant plus sensible aux taux d'intérêt que celle de services<sup>7</sup>. De manière générale, la consommation de biens est revenue à un niveau inférieur à celui d'avant la pandémie début 2023, et a largement stagné ces deux dernières années. Dans le même temps, la consommation de services a continué à croître, mais à un rythme plus modéré (graphique C).

### Graphique C

#### Consommation réelle de biens et de services des ménages



Sources : Eurostat et calculs de la BCE.

Notes : Données corrigées des variations saisonnières. La consommation de biens et celle de services sont obtenues à partir de données disponibles agrégées sur la consommation réelle des ménages par usage.

**Avec la poussée de l'inflation, le patrimoine net réel des ménages a diminué ces deux dernières années, les incitant d'autant plus à reconstituer leur patrimoine.** Le patrimoine net des ménages, qui inclut les actifs immobiliers, les dépôts, les obligations et les actions, moins l'endettement au passif, a fortement augmenté avec la pandémie, soutenu par l'accumulation d'épargne liée à la pandémie. Il a continué à croître après la pandémie en termes nominaux, bien qu'à un rythme plus modéré (graphique D)<sup>8</sup>. En termes réels, il a toutefois commencé à diminuer en 2022, et il est revenu à son niveau d'avant la pandémie courant 2023. Cette baisse a probablement contribué à la hausse récente du taux d'épargne des ménages, ces derniers ayant été incités à reconstituer leur patrimoine net réel<sup>9</sup>.

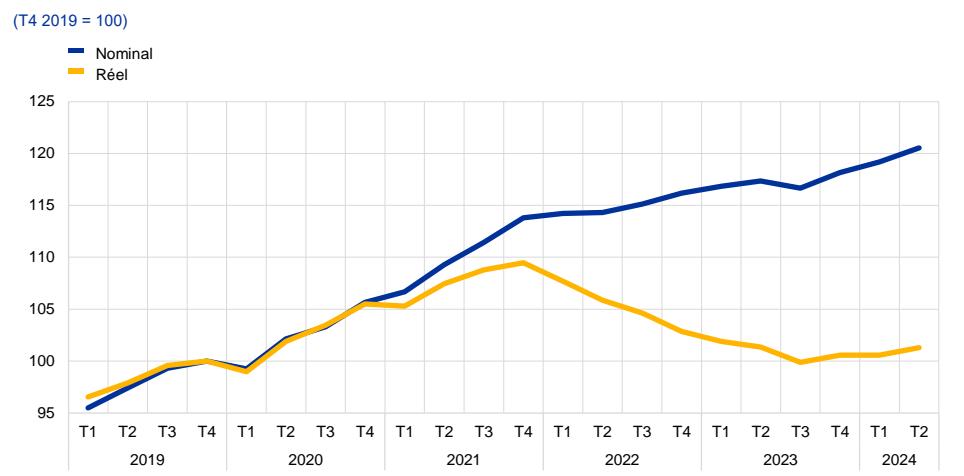
<sup>7</sup> Cf. l'encadré intitulé « [La politique monétaire et le ralentissement récent du secteur manufacturier et des services](#) », *Bulletin économique*, n° 8, BCE, 2023.

<sup>8</sup> Cf. l'encadré intitulé « [Household savings and wealth in the euro area – implications for private consumption](#) », *Winter 2024 Economic Forecast*, Commission européenne, 2024.

<sup>9</sup> Pour une analyse détaillée de l'incidence de l'inflation et de la politique monétaire sur la distribution du patrimoine, cf. l'article intitulé « [Les comptes distributionnels de patrimoine des ménages de la zone euro : une introduction](#) », *Bulletin économique*, n° 5, BCE, 2024.

## Graphique D

### Patrimoine net des ménages



Sources : Eurostat, BCE et Eurostat (QSA) et calculs de la BCE.

Note : Pour obtenir des valeurs réelles, le patrimoine net des ménages est déflaté à l'aide du déflateur de la consommation privée issu des comptes nationaux.

**Un modèle de séries temporelles pour la consommation des ménages recourant à des déterminants macroéconomiques standards permet d'identifier les facteurs économiques responsables de la hausse récente du taux d'épargne.** Un modèle à correction d'erreurs de forme réduite associe les dynamiques à long et à court termes pour expliquer la croissance trimestrielle de la consommation<sup>10</sup>. Le niveau de la consommation réelle des ménages est déterminé à long terme par celui du revenu réel des ménages, par le patrimoine net réel des ménages et par les taux d'intérêt réels. À court terme, d'autres facteurs conjoncturels, tels que la confiance des consommateurs (qui reflète des motivations liées à l'épargne de précaution), permettent également d'expliquer les dynamiques de consommation. Le modèle décompose l'évolution du taux d'épargne des ménages en quatre facteurs – revenu, patrimoine, taux d'intérêt et confiance des consommateurs –, en prenant la croissance du revenu réel des ménages comme donnée<sup>11</sup>.

**Les données empiriques suggèrent que les revenus réels croissants et les taux d'intérêt réels élevés, couplés aux effets négatifs du patrimoine réel, ont encouragé l'accumulation d'épargne des ménages ces deux dernières années.** D'après les résultats du modèle, la hausse du taux d'épargne des ménages entre le deuxième trimestre 2022 et le deuxième trimestre 2024 est largement attribuable aux effets de revenu, la consommation des ménages ne s'étant pas immédiatement ajustée à la forte hausse des revenus réels. Les effets de taux d'intérêt et de

<sup>10</sup> Cf. de Bondt (G.), Gieseck (A.), Herrero (P.) et Zekaite (Z.), « *Disaggregate income and wealth effects in the largest euro area countries* », Working Paper Series, n° 2343, BCE, décembre 2019.

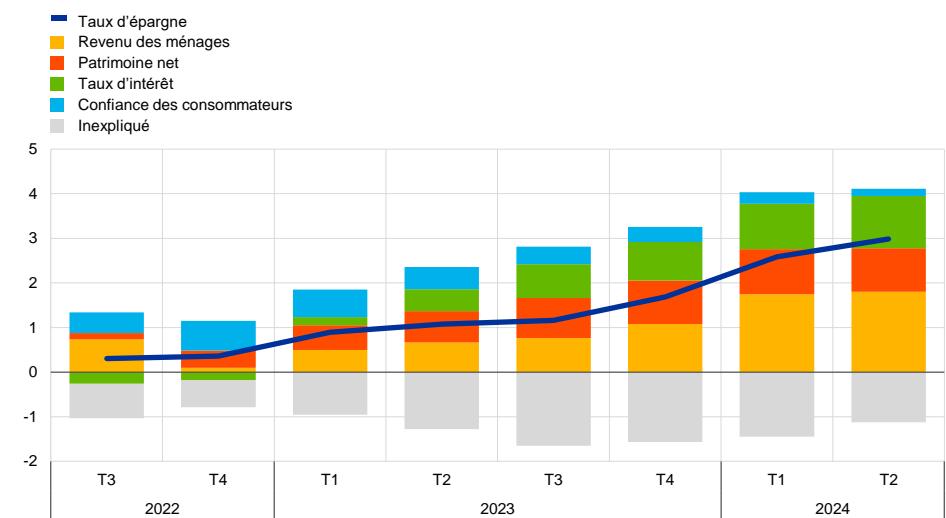
<sup>11</sup> Les paramètres du modèle sont estimés à partir de données allant du premier trimestre 1999 au dernier trimestre 2019. Afin d'obtenir des valeurs réelles, le revenu des ménages et le patrimoine net sont déflatés à l'aide du déflateur de la consommation privée issu des comptes nationaux. Le taux d'intérêt réel est mesuré par l'EURIBOR trois mois corrigé du taux d'inflation annuel anticipé des prix à la consommation issu de l'enquête sur la consommation de la Commission européenne, qui est rétrodaté pour la période manquante allant du premier trimestre 1999 au dernier trimestre 2003 en utilisant le taux d'inflation annuel réel de l'IPCH. La confiance des consommateurs est exprimée en déviations à partir de sa moyenne pré-pandémique de long terme.

patrimoine ont aussi joué un rôle important (graphique E). Dans le même temps, des motifs de précaution ont également eu un effet positif sur l'épargne, plus particulièrement en 2022 à la suite de l'invasion de l'Ukraine par la Russie, qui a entraîné une chute de la confiance des consommateurs. Néanmoins, l'importance de ces motifs semble avoir reculé, la confiance des consommateurs s'étant progressivement redressée après l'effondrement du second semestre 2022<sup>12</sup>. Enfin, l'évolution du taux d'épargne au cours des deux dernières années ne peut être entièrement expliquée par les facteurs présentés ci-dessus. Cela est souligné par la part inexplicable de la décomposition, indiquant des facteurs non intégrés par le modèle qui, ensemble, ont pesé sur la hausse du taux d'épargne depuis mi-2022. Toutefois, cette perspective cumulative masque le fait que la hausse de l'épargne ces trois derniers trimestres est plus importante que précédemment anticipé et suggéré par le modèle. Cela reflète probablement une inertie plus grande de la consommation et un ajustement plus progressif des dépenses des ménages face à l'augmentation de leur pouvoir d'achat et à la réduction des chocs négatifs par rapport à ce qu'impliquent les régularités historiques<sup>13</sup>.

### Graphique E

Contributions à l'évolution du taux d'épargne des ménages : une décomposition fondée sur un modèle

(variations en points de pourcentage depuis le quatrième trimestre 2022, contributions en points de pourcentage)



Sources : Eurostat, BCE, BCE et Eurostat (QSA) et calculs de la BCE.

Note : Le graphique montre les contributions du revenu réel des ménages, du patrimoine net réel, des taux d'intérêt réels et de la confiance des consommateurs aux évolutions cumulées du taux d'épargne des ménages depuis le deuxième trimestre 2022, sur la base d'un modèle à correction d'erreurs estimés pour la croissance de la consommation privée, en prenant la croissance du revenu réel des ménages comme donnée.

**Pour la période à venir, le taux d'épargne des ménages devrait rester élevé à court terme puis revenir ensuite au-dessous de son niveau actuel.** Comme les facteurs clés – revenus réels en hausse, taux d'intérêt réels élevés et incitations à reconstituer un patrimoine réel – persisteront probablement pendant un certain

<sup>12</sup> Cf. l'encadré intitulé « Pourquoi les ménages de la zone euro restent-ils moroses et quelles en sont les implications pour la consommation privée ? », *Bulletin économique*, n° 6, BCE, 2024.

<sup>13</sup> Un autre facteur non inclus dans le modèle et qui peut avoir contribué à l'augmentation récente du taux d'épargne est lié à l'incertitude importante entourant des questions politiques à plus long terme ; cf. l'encadré 3 du présent *Bulletin économique*.

temps, le taux d'épargne devrait rester élevé à court terme, bien que dans une moindre mesure par rapport à son pic le plus récent, traduisant en partie la modération des taux d'intérêt. La probable baisse légère du taux d'épargne, associée à une croissance soutenue et continue du revenu réel du travail, devraient contribuer à la dynamique de la consommation privée.

## 5

# Transmission de la politique monétaire à la hausse des prix des biens et services : une perspective granulaire

Anastasia Allayioti, Bruno Fagandini, Lucyna Górnicka et Catalina Martínez Hernández

**La politique monétaire affecte les prix à la consommation par le biais de plusieurs canaux, tandis que son impact, en termes de rapidité et d'ampleur, varie selon les catégories de consommation.** La poussée de l'inflation post-pandémie a résulté d'une combinaison sans précédent de chocs, parmi lesquels des perturbations des chaînes d'approvisionnement, des chocs énergétiques et la demande latente liée à la réouverture de l'économie. La BCE a réagi avec vigueur en mettant fin à l'orientation accommodante de la politique monétaire qui avait soutenu l'économie pendant la pandémie et en la faisant passer en territoire restrictif. Le processus global de désinflation qui a suivi a reflété la dissipation des chocs d'offre et l'efficacité de la politique de relèvement rapide et décisif des taux d'intérêt. Dans le même temps, le processus de désinflation s'est accompagné d'une dynamique persistante de l'inflation *core*, définie comme l'indice des prix à la consommation harmonisé hors énergie et alimentation (IPCHX). Cet encadré analyse la transmission hétérogène des chocs de politique monétaire à l'inflation dans la zone euro, en mettant l'accent sur le comportement distinct des prix individuels des biens et des services inclus dans l'IPCHX. Examiner plus particulièrement cet indice fournit des indications importantes sur les évolutions d'une composante de l'inflation généralement considérée comme le reflet d'une dynamique plus persistante.

**Une évaluation de la transmission de la politique monétaire aux prix désagrégés peut compléter les analyses standard de l'inflation agrégée.**

Cet encadré présente une estimation de l'impact des chocs de politique monétaire sur les prix de chacune des 72 rubriques de la COICOP-4 du panier de l'IPCHX<sup>1</sup>. Après l'estimation de modèles vectoriels autorégressifs bayésiens (BVAR) spécifiques à chaque rubrique<sup>2</sup>, les rubriques individuelles des biens et services sont classées, en fonction de leur réactivité aux chocs de politique monétaire sur un horizon de trois ans, en trois catégories de sensibilité : a) hautement sensible,

<sup>1</sup> La Classification des fonctions de consommation des ménages (COICOP) normalise les rubriques du panier de consommation d'un pays à l'autre. La classification à quatre chiffres dans la zone euro inclut 93 catégories de prix. Pour plus d'informations, cf. le [site internet d'Eurostat](#).

<sup>2</sup> Cf. Allayioti (A), Górnicka (L), Holton (S) et Martínez Hernández (C), « *Monetary policy pass-through to consumer prices: evidence from granular price data* », *Working Paper Series*, n° 3003, BCE, Francfort-sur-le-Main, 2024. L'estimation utilise des modèles vectoriels autorégressifs bayésiens (BVAR) spécifiques à chaque rubrique avec un éventail de contrôles macrofinanciers. L'échantillon varie selon les rubriques et couvre la période allant du début des années 2000 à septembre 2023. Les chocs de politique monétaire sont décrits dans Jarocinski (M.) et Karadi (P.), « *Deconstructing Monetary Policy Surprises – The Role of Information Shocks* », *American Economic Journal: Macroeconomics*, vol. 12(2), 2020, p. 1-43. Les chocs ont été actualisés à l'aide de la base de données des surprises par Altavilla (C.), Brugnolini (L.), Gurkaynak (R. S.), Motto (R.) et Ragusa (G.), « *Measuring euro area monetary policy* », *Journal of Monetary Economics*, vol. 108, 2019, p. 162-179.

b) modérément sensible et c) non sensible<sup>3,4</sup>. Ainsi, il est possible d'évaluer quelles rubriques du panier de l'inflation *core* réagissent fortement aux chocs de politique monétaire, ainsi que celles qui réagissent rapidement ou seulement avec de longs décalages. Ces informations fournissent des indications précieuses sur la transmission de la politique monétaire à l'inflation agrégée dans la zone euro.

**Au sein des rubriques classées comme sensibles à la politique monétaire, la catégorie des biens industriels non énergétiques représente une part plus importante que celle des services.** Les rubriques hautement ou modérément sensibles à la politique monétaire représentent 33 % du panier de l'IPCHX de la zone euro et comprennent une part plus importante de biens industriels non énergétiques (44 %) que de services (26 %)<sup>5</sup>. En général, la catégorie sensible (qui regroupe les rubriques hautement et modérément sensibles) comprend un ensemble de biens durables, semi-durables et non durables, tandis que les services sensibles sont principalement liés aux loisirs et aux transports. Le graphique A illustre l'impact maximal des chocs de politique monétaire sur une sélection de rubriques individuelles identifiées comme hautement sensibles. Dans l'ensemble, la vigueur de la transmission de la politique monétaire aux différentes rubriques de cette catégorie est très hétérogène. En moyenne, pour les rubriques hautement sensibles présentées dans le graphique A, l'impact maximal de la politique monétaire sur les prix est un peu plus important pour les services que pour les biens industriels non énergétiques. Parmi les rubriques des services, l'impact maximal est plus important pour le « transport aérien de passagers », suivi du « transport combiné de passagers » et des « voyages organisés ». Concernant les rubriques des biens industriels non énergétiques, l'impact est plus important pour la « reproduction d'enregistrements », suivie des « voitures » et des « matériaux d'habillement ». L'impact plus important des chocs de politique monétaire sur certains services hautement sensibles que sur les rubriques hautement sensibles des biens industriels non énergétiques pourrait s'expliquer par la nature discrétionnaire et récréative de ces services<sup>6</sup>.

<sup>3</sup> Dans les 36 mois suivant le choc, les rubriques affichant au moins trois mois consécutifs de réactions négatives et statistiquement significatives des prix sont classées comme sensibles aux chocs de politique monétaire. Les autres rubriques sont classées comme non sensibles. Les rubriques sensibles sont subdivisées en rubriques « hautement » et « modérément » sensibles, selon que leur réaction négative maximale est supérieure (modérément sensible) ou inférieure (hautement sensible) à la réaction médiane de l'ensemble des rubriques sensibles.

<sup>4</sup> Une classification comparable pour la consommation, les prix et les revenus aux États-Unis a été réalisée par Andreolli (M.), Rickard (N.) et Surico (P.), « *Non-Essential Business-Cycles* », *NBER Working Paper*, 2024.

<sup>5</sup> Globalement, les rubriques classées comme sensibles aux chocs de politique monétaire contribuent à environ un tiers de la dynamique de l'IPCHX et sont réparties de façon égale entre les biens industriels non énergétiques (50,1 %) et les services (49,9 %).

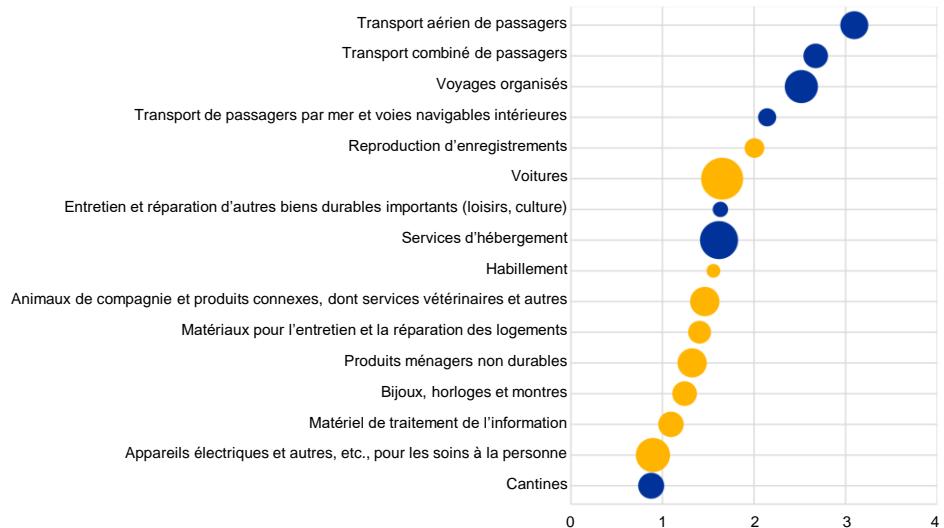
<sup>6</sup> La littérature documente une sensibilité élevée des prix à la consommation de l'énergie aux chocs de politique monétaire. Cf., par exemple, Ampudia (M.), Ehrmann (M.) et Strasser (G.), « *The effect of monetary policy on inflation heterogeneity along the income distribution* », *BIS Working Paper*, n° 1124, septembre 2023.

## Graphique A

### Impact maximal de la politique monétaire sur les rubriques hautement sensibles

(axe des abscisses : variation cumulée maximale en pourcentage ; taille des bulles : poids de la rubrique dans l'IPCHX)

- Biens industriels non énergétiques
- Services



Sources : Eurostat et calculs de la BCE.

Notes : Les bulles représentent l'impact maximal de la politique monétaire sur les rubriques les plus sensibles aux chocs de politique monétaire. Les résultats sont fondés sur la médiane de la distribution postérieure des réponses impulsionales normalisées à une augmentation de 25 points de base du *Bund* allemand à un an. La taille des bulles est liée au poids d'une rubrique spécifique dans l'IPCHX et est basée sur les pondérations dans la consommation de 2024.

**La politique monétaire a un impact maximal comparable sur les rubriques de biens et de services classées comme sensibles.** Le graphique B compare les réponses impulsionales des rubriques sensibles et non sensibles à un choc de politique monétaire de 25 points de base<sup>7</sup>. Malgré le chevauchement des intervalles de crédibilité pour les deux groupes, les réponses impulsionales des biens sensibles sont plus clairement concentrées dans les valeurs négatives et sont différentes de zéro sur la base d'intervalles de crédibilité de 68 %. Après environ 20 mois, un choc de resserrement de 25 points de base réduit de 1,5 point de pourcentage environ la variation cumulée des prix des services et des biens durables sensibles. En outre, les biens durables réagissent plus fortement que les biens semi-durables et non durables, en ligne avec les données antérieures.

<sup>7</sup> Les biens sont subdivisés en biens durables et autres, sur la base de plusieurs études montrant que les dépenses en biens durables ont tendance à être plus cycliques et plus sensibles aux changements de politique monétaire que les dépenses consacrées aux biens non durables ou aux services. Cf., par exemple, Dedola (L.) et Lippi (F), « *The monetary transmission mechanism: Evidence from the industries of five OECD countries* », *European Economic Review*, vol. 49(6), 2005, p. 1543-1569.

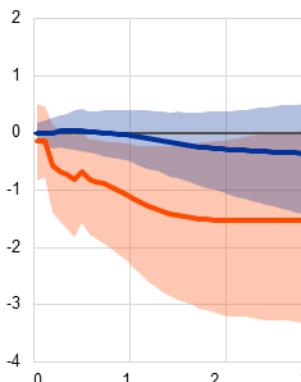
## Graphique B

Réponses des agrégats sensibles et non sensibles de biens industriels non énergétiques et de services aux chocs de politique monétaire

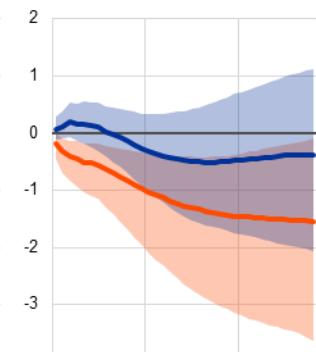
(axe des abscisses : années ; axe des ordonnées : variations cumulées en pourcentage)

— Rubriques sensibles  
— Rubriques non sensibles

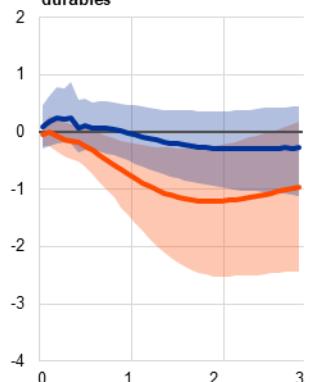
a) Services



b) Biens durables



c) Biens semi-durables et non durables



Sources : Eurostat et calculs de la BCE.

Notes : Les lignes montrent la distribution postérieure médiane des réponses impulsionales, tandis que les zones ombrées représentent les intervalles de crédibilité de 68 %. Les réponses impulsionales sont normalisées à une augmentation de 25 points de base du *Bund* allemand à un an.

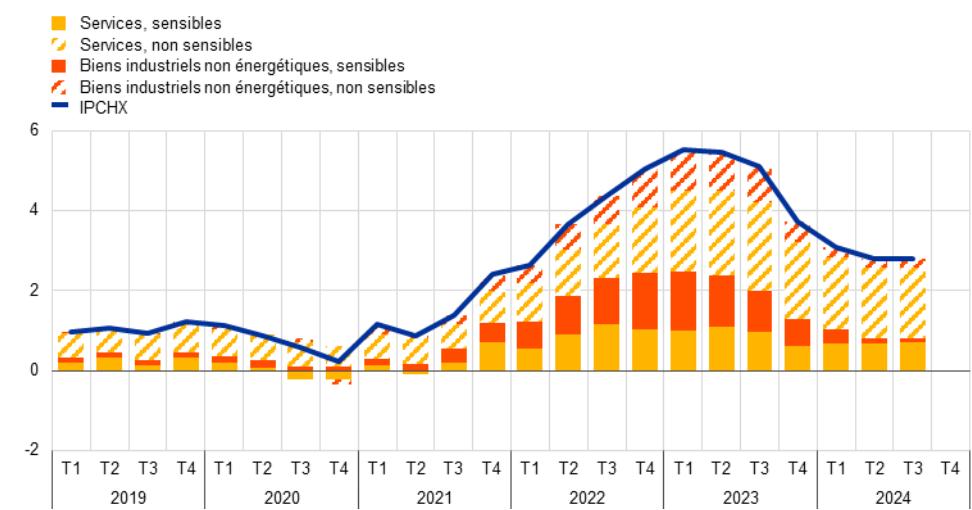
**Les taux d'inflation des rubriques classées comme sensibles à la politique monétaire ont baissé davantage que ceux des rubriques non sensibles depuis le pic de l'inflation core.** L'inflation mesurée par l'IPCHX a atteint un point haut de 5,7 % en mars 2023, les rubriques sensibles et non sensibles contribuant de manière significative au chiffre global (les rubriques sensibles représentaient environ 2,6 points de pourcentage, cf. graphique C). Depuis lors, l'impact de la politique monétaire restrictive, conjugué à la dissipation des chocs exceptionnels, s'est progressivement transmis aux prix, en particulier pour les rubriques sensibles. Les données récentes indiquent une forte diminution de la contribution des rubriques sensibles, qui ne représentaient que 0,8 point de pourcentage de l'inflation mesurée par l'IPCHX en octobre 2024 (2,7 %). Les rubriques non sensibles, en particulier les services non sensibles tels que les loyers, les services médicaux et certaines rubriques liées à l'assurance, sont demeurées le principal déterminant de l'inflation core<sup>8</sup>. Au point haut, les services non sensibles ont contribué pour 2,1 points de pourcentage à l'inflation mesurée par l'IPCHX de 5,7 %, tandis que les derniers chiffres montrent une contribution de 1,7 point de pourcentage, ce qui représente près des deux tiers de l'évolution récente de l'inflation mesurée par l'IPCHX.

<sup>8</sup> 20 des 28 rubriques classées comme ayant réagi tardivement se recoupent avec notre classification des rubriques non sensibles à la politique monétaire. Cf. « *The heterogeneous developments of the components of euro area core inflation* », *Bulletin économique*, n° 4, Banca d'Italia, octobre 2023. Ces rubriques comprennent par exemple les loyers, les services médicaux et dentaires, ainsi que les assurances liées à la santé et aux transports.

### Graphique C

#### Inflation mesurée par l'IPCHX au fil du temps – décomposition en rubriques sensibles et non sensibles aux chocs de politique monétaire

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



Sources : Eurostat et calculs des services de la BCE.

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

**Si l'analyse granulaire confirme le rôle de la rigidité de la hausse des prix des services comme principal déterminant de l'inflation agrégée récente, elle met également en évidence une hétérogénéité au sein de la catégorie des services.**

Des sensibilités différentes sont constatées non seulement entre les deux sous-composantes de l'inflation *core* (les biens industriels non énergétiques et les services), mais aussi au sein de chaque catégorie. L'analyse désagrégée suggère également que, malgré la réaction relativement lente de la plupart des rubriques de services au dernier cycle de resserrement, la politique monétaire a réussi à freiner les hausses de prix dans un éventail de rubriques de services principalement liées aux services de loisirs et de transport. Considérés ensemble, ces éléments soulignent comment l'identification granulaire des rubriques affichant des réactions exceptionnellement fortes peut aider à évaluer l'ampleur de la transmission à l'inflation agrégée et à en assurer un suivi rapide.

## 6

# Conditions de la liquidité et opérations de politique monétaire du 24 juillet au 22 octobre 2024

Yannik Schneider et Kristian Tötterman

**Le présent encadré décrit les conditions de la liquidité et les opérations de politique monétaire de l'Eurosystème durant les cinquième et sixième périodes de constitution de réserves de 2024.** Ces deux périodes de constitution se sont déroulées du 24 juillet au 22 octobre 2024 (la « période sous revue »).

**L'excédent de liquidité dans le système bancaire de la zone euro a continué de diminuer durant la période sous revue.** La baisse de l'excédent de liquidité moyen s'explique par l'arrivée à échéance de la neuvième opération de la troisième série d'opérations de refinancement à long terme ciblées (TLTRO III.9) le 25 septembre 2024 et par les remboursements anticipés par les banques de la dixième et dernière opération réalisée ce même jour. La fourniture de liquidité a également baissé, en raison d'une diminution des avoirs au titre des programmes d'achats d'actifs (*asset purchase programmes*, APP) après l'arrêt des réinvestissements au titre de l'APP début juillet 2023. Les encours au titre du programme d'achats d'urgence face à la pandémie (*Pandemic emergency purchasing*, PEPP) ont également commencé à diminuer à partir de début juillet 2024, les remboursements au titre du principal des titres arrivant à échéance n'étant désormais que partiellement réinvestis. La baisse continue de l'absorption de la liquidité via le solde des facteurs autonomes a partiellement contrebalancé la réduction de la fourniture de la liquidité, mais à un rythme plus lent par rapport aux périodes précédentes.

**Conformément à son cadre opérationnel révisé et comme annoncé en mars 2024, la BCE a réduit l'écart entre le taux de la facilité de dépôt et le taux des opérations principales de refinancement, qui était de 50 points de base, le ramenant à 15 points de base à compter du 18 septembre 2024.** Le taux de la facilité de prêt marginal a également été ajusté afin que l'écart entre ce taux et le taux des opérations principales de refinancement reste inchangé, à 25 points de base. Au cours de la période sous revue, les ajustements de l'écart n'ont pas eu d'impact significatif sur la participation des banques aux opérations de crédit de l'Eurosystème et sur l'activité globale sur le marché monétaire. En outre, les taux du marché monétaire n'ont pas été affectés par le resserrement de l'écart entre le taux de la facilité de dépôt et le taux des opérations principales de refinancement au début de la sixième période de constitution de réserves de 2024. Sur le marché non sécurisé, le taux à court terme de l'euro (€STR) a diminué parallèlement aux modifications de 25 points de base des taux directeurs. Les taux repo se sont également bien ajustés à ces variations.

## Besoins de liquidité

**Au cours de la période sous revue, le besoin moyen de refinancement quotidien du système bancaire, qui correspond à la somme du solde des facteurs autonomes et des réserves obligatoires, a diminué de 21,9 milliards d'euros pour s'établir à 1 462,1 milliards.** Cela reflète le fait que les facteurs autonomes de retrait de liquidité ont moins augmenté que les facteurs autonomes d'apport de liquidité (tableau A). Les réserves obligatoires ont légèrement augmenté, de 0,9 milliard d'euros, pour s'établir à 162,5 milliards, n'ayant qu'un effet marginal sur la variation des besoins global de financement.

**Les facteurs autonomes de retrait de liquidité ont augmenté de 45 milliards d'euros au cours de la période sous revue, principalement en raison d'une hausse des autres facteurs autonomes.** En moyenne, les autres facteurs autonomes nets ont augmenté de 36,5 milliards d'euros. Cela résulte principalement d'une augmentation de 49,1 milliards d'euros des comptes de réévaluation en raison du renchérissement de l'or, dont l'impact sur la liquidité a été contrebalancé par une augmentation correspondante des avoirs extérieurs nets apportant de la liquidité. Les dépôts des administrations publiques ont légèrement augmenté, de 0,7 milliard d'euros, pour s'établir à 118,4 milliards. Cela marque une première pause dans la baisse continue des dépôts des administrations publiques depuis leur pic à 655,2 milliards d'euros au printemps 2022. Cette diminution globale reflète la normalisation des coussins de liquidité détenus par les trésors publics nationaux, ainsi que les variations de la rémunération des dépôts des administrations publiques auprès de l'Eurosystème qui a rendu plus attrayant financièrement le placement de fonds sur le marché. La valeur moyenne des billets en circulation a augmenté de 7,8 milliards d'euros au cours de la période sous revue pour s'établir à 1 562,7 milliards. La demande de billets demeure stable après avoir atteint un pic en juillet 2022.

**Les facteurs autonomes d'apport de liquidité ont augmenté de 67,7 milliards d'euros, principalement en raison d'une augmentation de 53,8 milliards des avoirs extérieurs nets.** Cette hausse des avoirs extérieurs nets s'explique presque entièrement par une augmentation moyenne de la valeur des réserves d'or de 49,9 milliards d'euros imputable au renchérissement de l'or<sup>1</sup>. Les actifs nets libellés en euros ont augmenté de 13,9 milliards d'euros au cours de la période sous revue, reflétant à la fois une réduction des dépôts ne relevant pas de la politique monétaire et une augmentation des placements qui ne sont pas liés à la mise en œuvre de la politique monétaire.

---

<sup>1</sup> Si les variations du prix de l'or sont à l'origine de la majeure partie des variations des comptes de réévaluation au cours de la période sous revue, les comptes reflètent également les mouvements des taux de change et les fluctuations des prix des titres. Cela explique pourquoi les variations des comptes de réévaluation sont suivies de près mais ne sont pas égales aux variations de la valeur des réserves d'or.

## Tableau A

### Conditions de la liquidité dans l'Eurosystème

#### Engagements

(moyennes ; en milliards d'euros)

	Période sous revue actuelle : du 24 juillet au 22 octobre 2024						Précédente période sous revue : du 17 avril au 23 juillet 2024	
	Cinquième et sixième périodes de constitution		Cinquième période de constitution : du 24 juillet au 17 septembre 2024		Sixième période de constitution : du 18 septembre au 22 octobre 2024			
<b>Facteurs autonomes de retrait de liquidité</b>	2 685,6	(+45,0)	2 675,3	(+23,8)	2 702,1	(+26,9)	2 640,6 (+20,8)	
Billets en circulation	1 562,7	(+7,8)	1 564,2	(+4,7)	1 560,2	(-4,0)	1 554,9 (+10,3)	
Dépôts des administrations publiques	118,4	(+0,7)	119,2	(+4,0)	117,1	(-2,0)	117,7 (-36,9)	
Autres facteurs autonomes (nets) <sup>1)</sup>	1 004,5	(+36,5)	991,9	(+15,1)	1 024,8	(+32,9)	968,0 (+47,5)	
<b>Excédent des avoirs en compte courant par rapport aux réserves obligatoires</b>	6,7	(+1,0)	7,1	(+0,9)	6,1	(-1,0)	5,7 (-1,3)	
<b>Réserves obligatoires<sup>2)</sup></b>	162,5	(+0,9)	162,2	(+0,3)	162,9	(+0,7)	161,6 (+0,1)	
<b>Facilité de dépôt</b>	3 031,9	(-138,8)	3 058,7	(-54,5)	2 989,1	(-69,6)	3 170,8 (-250,6)	
<b>Opérations de réglage fin de retrait de liquidité</b>	0,0	(+0,0)	0,0	(+0,0)	0,0	(+0,0)	0,0 (+0,0)	

Source : BCE.

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

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

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

## Avoirs

(moyennes ; en milliards d'euros)

	Période sous revue actuelle : du 24 juillet au 22 octobre 2024						Précédente période sous revue : du 17 avril au 23 juillet 2024	
	Cinquième et sixième périodes de constitution		Cinquième période de constitution : du 24 juillet au 17 septembre 2024		Sixième période de constitution : du 18 septembre au 22 octobre 2024			
<b>Facteurs autonomes d'apport de liquidité</b>	1 386,2	(+67,7)	1 373,0	(+44,6)	1 407,5	(+34,6)	1 318,6	(+68,3)
Avoirs extérieurs nets	1 099,2	(+53,8)	1 083,7	(+20,0)	1 123,9	(+40,1)	1 045,4	(+65,8)
Avoirs nets libellés en euros	287,1	(+13,9)	289,2	(+24,6)	283,6	(-5,6)	273,2	(+2,5)
<b>Instruments de politique monétaire</b>	4 500,8	(-159,7)	4 530,5	(-74,4)	4 453,0	(-77,5)	4 660,5	(-299,0)
Opérations d'open market	4 500,8	(-159,7)	4 530,5	(-74,4)	4 453,0	(-77,5)	4 660,5	(-299,0)
Opérations de crédit	76,4	(-57,7)	88,5	(-22,1)	56,9	(-31,6)	134,0	(-199,9)
- Opérations principales de refinancement	4,9	(+1,0)	3,0	(-2,7)	7,8	(+4,7)	3,9	(-0,0)
- Opérations de refinancement à plus long terme d'une durée de trois mois	9,6	(+2,0)	9,1	(+2,1)	10,5	(+1,5)	7,7	(+1,3)
- TLTRO III	61,9	(-60,6)	76,4	(-21,5)	38,6	(-37,8)	122,5	(-201,2)
Portefeuilles d'achats fermes de titres <sup>1)</sup>	4 424,4	(-102,1)	4 442,0	(-52,2)	4 396,1	(-45,9)	4 526,5	(-99,0)
Facilité de prêt marginal	0	(+0,0)	0,0	(-0,0)	0,0	(+0,0)	0,0	(-0,0)

Source : BCE.

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

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

## Autres informations fondées sur la liquidité

(moyennes ; en milliards d'euros)

	Période sous revue actuelle : du 24 juillet au 22 octobre 2024						Précédente période sous revue : du 17 avril au 23 juillet 2024	
	Cinquième et sixième périodes de constitution		Cinquième période de constitution : du 24 juillet au 17 septembre 2024		Sixième période de constitution : du 18 septembre au 22 octobre 2024			
Besoin global de financement <sup>1)</sup>	1 462,1	(-21,9)	1 464,8	(-20,7)	1 457,9	(-6,9)	1 484,0	(-47,1)
Solde des facteurs autonomes <sup>2)</sup>	1 299,6	(-22,8)	1 302,6	(-21,0)	1 294,9	(-7,7)	1 322,5	(-47,2)
Excédent de liquidité <sup>3)</sup>	3 038,6	(-137,9)	3 065,8	(-53,6)	2 995,2	(-70,6)	3 176,5	(-251,8)

Source : BCE.

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

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

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

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

## Évolutions des taux d'intérêt

(moyennes ; pourcentages et points de pourcentage)

	Période sous revue actuelle : du 24 juillet au 22 octobre 2024				Précédente période sous revue : du 17 avril au 23 juillet 2024			
	Cinquième période de constitution : du 24 juillet au 17 septembre 2024	Sixième période de constitution : du 18 septembre au 22 octobre 2024	Troisième période de constitution : du 17 avril au 11 juin 2024	Quatrième période de constitution : du 12 juin au 23 juillet 2024				
Opérations principales de refinancement	4,25 (+0,00)	3,65 (-0,60)	4,50 (+0,00)	4,25 (-0,25)				
Facilité de prêt marginal	4,50 (+0,00)	3,90 (-0,60)	4,75 (+0,00)	4,50 (-0,25)				
Facilité de dépôt	3,75 (+0,00)	3,50 (-0,25)	4,00 (+0,00)	3,75 (-0,25)				
€STR	3,663 (+0,001)	3,414 (-0,249)	3,907 (-0,00)	3,662 (-0,245)				
RepoFunds Rate Euro	3,728 (+0,014)	3,493 (-0,235)	3,953 (+0,007)	3,714 (-0,239)				

Sources : BCE, CME Group et Bloomberg.

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

## Fourniture de liquidité par le biais des instruments de politique monétaire

**Le montant moyen de la liquidité fournie par le biais des instruments de politique monétaire a diminué de 159,7 milliards d'euros, pour s'établir à 4 500,8 milliards au cours de la période sous revue (graphique A).**

Cette diminution de l'offre de liquidité résulte principalement d'une réduction des portefeuilles d'achats fermes de titres de l'Eurosystème et, dans une moindre mesure, des remboursements des opérations de crédit de l'Eurosystème.

**Le montant moyen de liquidité fournie par le biais d'opérations de crédit a diminué de 57,7 milliards d'euros, pour s'établir à 76,4 milliards au cours de la période sous revue.** Cette diminution reflète largement la baisse des encours des TLTRO III en raison de l'arrivée à échéance de la neuvième opération TLTRO III (42,2 milliards d'euros) et des remboursements anticipés d'autres fonds TLTRO (5,1 milliards) le 25 septembre. L'encours moyen des opérations de refinancement à plus long terme (LTRO) d'une durée de trois mois a augmenté de 2,0 milliards d'euros, tandis que le stock des opérations principales de refinancement enregistré au bilan de l'Eurosystème a augmenté de 1,0 milliard. La participation relativement limitée des banques à ces opérations régulières et leur capacité à rembourser des montants significatifs de fonds TLTRO sans apporter de modifications significatives aux opérations de refinancement régulières reflètent la situation de liquidité globalement confortable des banques et la disponibilité d'autres sources de financement à des taux attractifs. L'encadré 7 du présent Bulletin économique fournit une analyse détaillée des remboursements au titre des TLTRO en général et de l'impact de l'arrêt progressif de ces opérations sur les conditions d'octroi des prêts bancaires.

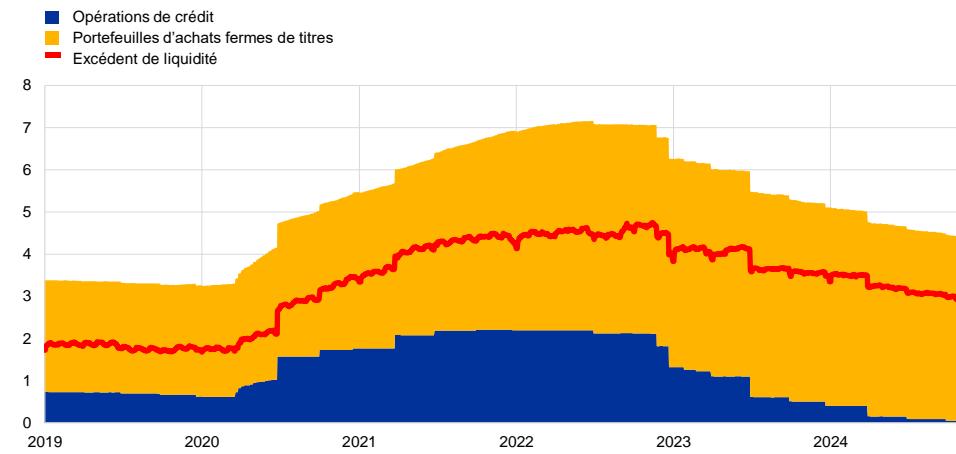
**Le montant moyen de la liquidité fournie par le biais des encours des portefeuilles d'achats fermes de titres a diminué de 102,1 milliards d'euros, pour s'établir à 4 424,4 milliards d'euros, durant la période sous revue.**

Cela résulte de l'arrêt des réinvestissements dans le cadre de l'APP à compter du 1er juillet 2023 et, dans une moindre mesure, de réinvestissements partiels au titre du PEPP à compter du 1er juillet 2024<sup>2,3</sup>.

### Graphique A

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

(en milliers de milliards d'euros)



Source : BCE.

Note : Les dernières observations se rapportent au 22 octobre 2024.

### Excédent de liquidité

**L'excédent moyen de liquidité a diminué de 137,9 milliards d'euros au cours de la période sous revue pour s'établir à 3 038,6 milliards (graphique A).**

L'excédent de liquidité correspond à la somme de l'excédent des réserves des banques par rapport à leurs réserves obligatoires et de leur recours à la facilité de dépôt, déduction faite de leur recours à la facilité de prêt marginal. Il reflète la différence entre la liquidité totale fournie au système bancaire et les besoins de liquidité des banques afin de remplir leurs obligations en matière de constitution de réserves. Après un point haut à 4 748 milliards d'euros en novembre 2022, l'excédent de liquidité a diminué de façon constante, revenant à un niveau légèrement inférieur à 3 000 milliards vers la fin de la période sous revue.

### Évolutions des taux d'intérêt

**Au cours de la période sous revue, le Conseil des gouverneurs a réduit à deux reprises les trois taux directeurs de la BCE, y compris le taux de la facilité de**

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

<sup>3</sup> En juin 2024, le Conseil des gouverneurs a confirmé que, au second semestre 2024, la BCE ne réinvestirait que partiellement les remboursements au titre du principal des titres arrivant à échéance dans le cadre du PEPP. Le Conseil des gouverneurs entend mettre totalement fin aux réinvestissements dans le cadre du PEPP fin 2024.

**dépôt (taux utilisé pour piloter l'orientation de la politique monétaire), de 25 points de base, soit un total global de 50 points de base.** Les taux de la facilité de dépôt, des MRO et de la facilité de prêt marginal se sont établis à 3,25 %, 3,40 % et 3,65 %, respectivement, à la fin de la période sous revue.

**Parallèlement aux deux baisses des taux directeurs qui sont venues s'ajouter au resserrement de l'écart entre le taux de la facilité de dépôt et le taux des opérations principales de refinancement, les taux des opérations principales de refinancement et ceux de la facilité de prêt marginal avaient tous deux diminué de 85 points de base à la fin de la période sous revue.** La réduction de l'écart de rendement entre le taux de la facilité de dépôt et le taux des opérations principales de refinancement n'a pas eu d'impact significatif sur le tirage des banques lors des opérations de refinancement et sur l'activité globale sur le marché monétaire.

**L'€STR moyen a reflété les réductions des taux directeurs tout en maintenant un écart globalement stable par rapport au taux de la facilité de dépôt.**

En moyenne, l'€STR s'est échangé 8,3 points de base au-dessous du taux de la facilité de dépôt au cours de la période sous revue, contre 9,0 points de base en moyenne aux troisième et quatrième périodes de constitution de 2024.

La transmission des modifications des taux directeurs aux taux du marché monétaire des opérations en blanc a été complète et immédiate.

**Le taux repo moyen dans la zone euro, mesuré par l'indice RepoFunds Rate Euro, a continué à se rapprocher du taux de la facilité de dépôt.** En moyenne, le taux repo s'est établi 1,2 point de base au-dessous du taux de la facilité de dépôt au cours de la période sous revue, contre une moyenne de 4,2 points de base lors des troisième et quatrième périodes de constitution de 2024. Cela reflète l'inversion en cours des facteurs qui avaient exercé des pressions à la baisse sur les taux repo. Cette situation entraîne, à son tour, l'augmentation des taux repo en cours sous l'effet de facteurs tels que l'augmentation des émissions nettes depuis le début de l'année, la libération des garanties mobilisées à la suite de l'arrivée à échéance ou du remboursement des TLTRO et la disponibilité accrue de titres publics en raison de la diminution des encours au titre de l'APP et du PEPP. Les facteurs exerçant des pressions à la hausse sur les taux repo comprennent également une demande accrue de la part des investisseurs à effet de levier pour financer les positions longues sur obligations. Les modifications des taux directeurs ont été rapidement transmises aux taux garantis du marché monétaire.

## L'arrêt progressif des TLTRO III et les conditions d'octroi de prêts bancaires

Francesca Barbiero, Alessandro Ferrari et Franziska Maruhn

**De fin 2022 à fin 2024, les banques de la zone euro ont remboursé plus de 2 000 milliards d'euros de financements au titre de la troisième série d'opérations de refinancement à plus long terme ciblées (TLTRO III) dans un contexte de relèvement des taux d'intérêt, réduisant l'emprunt auprès de l'Eurosystème à son plus bas niveau historique.** Avec la finalisation des

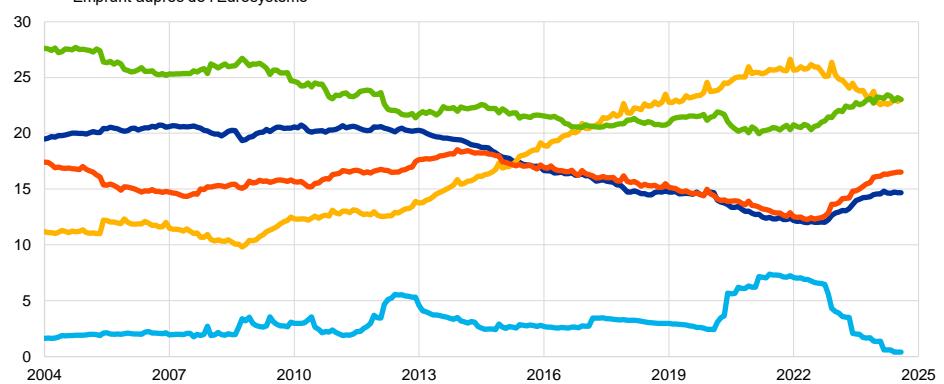
remboursements au titre des TLTRO III et compte tenu de l'environnement de taux d'intérêt plus élevés résultant du récent cycle de relèvements, la structure du passif des banques a évolué. Les banques s'appuyant davantage sur l'émission de titres et le financement par les dépôts en termes relatifs, la composition des passifs s'est rapprochée de celle qui prévalait avant l'introduction des TLTRO en 2014 (graphique A). Dans le même temps, les opérations de refinancement de l'Eurosystème représentent actuellement la part la plus faible jamais observée du financement des banques, en raison du recours limité aux opérations standard de refinancement à plus court terme, dont les coûts sont actuellement nettement supérieurs à ceux des autres sources de financements, et de l'existence de réserves de banque centrale toujours abondantes, qui soutiennent la liquidité des banques<sup>1</sup>.

### Graphique A

#### Structure du passif des banques dans le temps

(en pourcentages des créances principales)

- Émission de titres de créance par les IFM
- Dépôts à vue du SPNF
- Dépôts à terme
- Dépôts interbancaires (y compris FIM)
- Emprunt auprès de l'Eurosystème



Sources : BCE (statistiques sur les données de bilan (BSI) et calculs de la BCE).

Notes : Composition de la structure du passif des banques excluant les fonds propres et les réserves, les engagements externes et les dépôts d'autres résidents de la zone euro. IFM signifie institutions financières monétaires. SPNF signifie secteur privé non financier. FIM signifie fonds d'investissement monétaires. Les dernières observations se rapportent à août 2024.

<sup>1</sup> Les opérations de refinancement standard incluent les opérations principales de refinancement (MRO) et les opérations de refinancement à plus long terme d'une durée de trois mois (LTRO), qui sont également menées au taux MRO.

**Le rythme exceptionnel auquel les taux directeurs ont augmenté, combiné aux anticipations des marchés de futures baisses des taux, a rendu les opérations de refinancement de banque centrale à plus court terme moins attrayantes que d'autres sources de financement, comme les dépôts et les obligations à plus long terme.** Le report vers les financements de banque centrale actuellement disponibles pourrait également avoir été limité en raison des échéances beaucoup plus courtes par rapport aux TLTRO III et de certaines exigences réglementaires telles que le ratio de liquidité à court terme (LCR) et le ratio de financement stable net (NSFR)<sup>2</sup>. De plus, les réserves de banque centrale étant toujours abondantes, le besoin des banques de se tourner vers des financements de banque centrale est moindre pour le moment. Toutefois, alors que la réduction progressive du portefeuille d'actifs de la BCE se poursuit, amenant encore l'excédent de liquidité, la demande en financement de banque centrale pourrait de nouveau augmenter. Les conditions d'octroi de prêts semblent être sensibles à la manière dont les réserves sont fournies au système bancaire, l'incidence de la liquidité de banque centrale sur l'intermédiation bancaire dépendra aussi essentiellement des instruments fournissant de la liquidité à l'avenir<sup>3</sup>.

**Le recalibrage des TLTRO III en octobre 2022 a entraîné la baisse la plus rapide et la plus importante jamais observée de l'emprunt auprès de l'Eurosystème (graphique B), et renforcé la transmission des taux directeurs aux conditions d'octroi de prêts bancaires.** Depuis leur introduction en 2014, les TLTRO ont soutenu la transmission de l'assouplissement de la politique monétaire, en stimulant l'activité de prêt grâce à leur fonction de ciblage et en réduisant le coût du financement bancaire. La troisième série, lancée en 2019, a constitué un instrument-clé de la politique monétaire accommodante pendant la pandémie<sup>4</sup>. Compte tenu de la hausse inattendue et exceptionnelle de l'inflation qui s'est amorcée en 2021, la BCE s'est engagée sur une trajectoire de normalisation de sa politique monétaire fin 2021 en ajustant les achats d'actifs et, à partir de mi-2022, en relevant les taux directeurs, ce qui a donné lieu à un durcissement des conditions de financement pour l'économie de la zone euro. Dans ce contexte, le Conseil des gouverneurs a également décidé un recalibrage des TLTRO III en octobre 2022 afin de renforcer la transmission des taux directeurs plus élevés aux conditions d'octroi de prêts bancaires. En particulier, le taux d'intérêt sur les montants de TLTRO III

---

<sup>2</sup> Par rapport aux opérations de refinancement à plus long terme, l'emprunt par le biais des opérations de refinancement standard (MRO hebdomadaires et LTRO d'une durée de trois mois) n'est pas considéré comme un financement stable au titre du ratio de financement stable net. Pour le ratio de liquidité à court terme, l'emprunt par le biais d'opérations de refinancement standard peut augmenter la part d'actifs liquides de haute qualité des banques (HQLA) si elles ont recours à des garanties non HQLA. Néanmoins, pour les MRO hebdomadaires, le mécanisme de dénouement du LCR pourrait, en fonction de la composition des HQLA, réduire cet effet positif.

<sup>3</sup> Cf. Altavilla (C.), Rostagno (M.) et Schumacher (J.), « *Anchoring QT: Liquidity, credit and monetary policy implementation* », CEPR Discussion Paper, n° 18581, Centre for Economic Policy Research, novembre 2023.

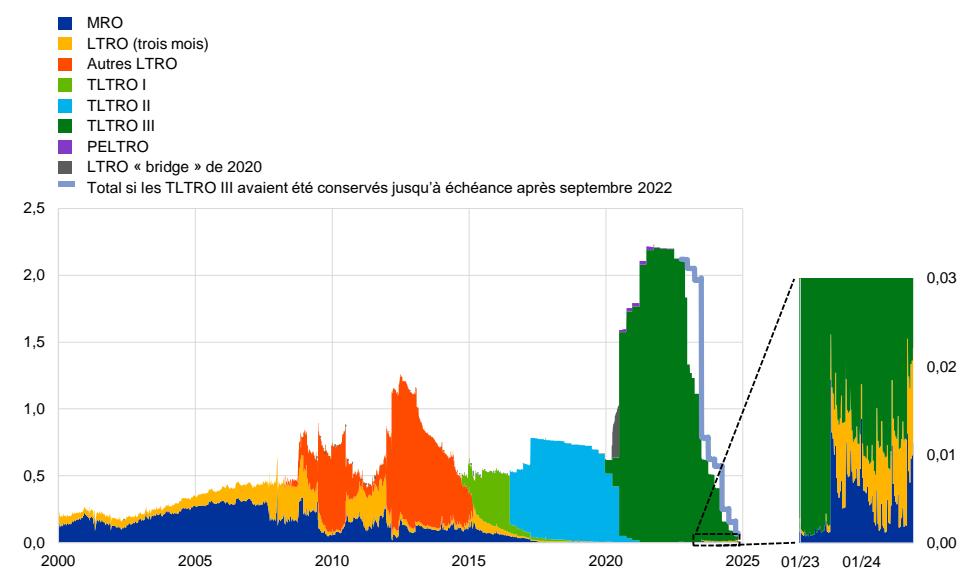
<sup>4</sup> Les TLTRO III ont été introduits en 2019 et ajustés en 2020 pour soutenir la transmission de la politique monétaire pendant la pandémie de COVID-19. Pour plus de détails sur l'ajustement des TLTRO III et ses effets sur les conditions d'octroi des prêts bancaires pendant la pandémie, cf. l'article intitulé « [Les TLTRO III et les conditions d'octroi de prêts bancaires](#) », *Bulletin économique*, n° 6, BCE, 2021.

restants a été relevé depuis le 23 novembre 2022<sup>5</sup>. Les taux d'intérêt plus élevés sur les TLTRO ont rehaussé les coûts d'opportunité du financement par TLTRO. Dans le même temps, l'excédent de liquidité est resté important et les avantages des TLTRO pour répondre aux exigences de financements stables et de liquidité ont diminué, alors que l'échéance des opérations se rapprochait. Par conséquent, lors de la première possibilité de remboursement anticipé volontaire depuis le recalibrage, les banques ont remboursé 296 milliards d'euros en novembre 2022 sur un encours total de 2 113 milliards d'euros. D'autres remboursements volontaires importants ont été effectués en décembre 2022 et au cours des six mois suivants. Le recalibrage a ainsi contribué à réduire considérablement les TLTRO de manière anticipée et il a lissé les remboursements dans le temps par rapport à ce qui se serait passé si les banques avaient conservé tous leurs fonds TLTRO jusqu'à l'échéance (ligne pointillée du graphique B).

### Graphique B

#### Recours aux opérations de refinancement de l'Eurosystème

(en milliards d'euros)



Sources : BCE (base de données sur les opérations de marché) et calculs de la BCE.

Notes : Les MRO désignent les opérations principales de refinancement. Les LTRO désignent les opérations de refinancement à plus long terme. Les TLTRO désignent les opérations de refinancement à plus long terme ciblées. Les PELTRO désignent les opérations de refinancement à plus long terme d'urgence face à la pandémie. La ligne bleu clair indique l'emprunt total hypothétique de l'Eurosystème, si les banques avaient conservé jusqu'à échéance tous leurs emprunts issus des TLTRO III au 30 septembre 2022 (avant le recalibrage en octobre 2022), et si les emprunts contractés par d'autres opérations de refinancement étaient restés identiques à ceux réalisés. La dernière observation se rapporte au 31 octobre 2024.

**Les banques ont adapté leur bilan pour procéder au remboursement anticipé des TLTRO, certaines d'entre elles s'appuyant davantage sur leur propre excédent de liquidité, tandis que d'autres ont levé des fonds supplémentaires sur les marchés obligataires et par le biais de dépôts (graphique C).** Après le

<sup>5</sup> L'ajustement des TLTRO III a consisté en une modification de la formule de tarification pour toutes les opérations en cours. Pour plus de détails, cf. la [décision du Conseil des gouverneurs](#) du 27 octobre 2022 et le [communiqué de presse](#) correspondant. Le recalibrage a relevé le taux TLTRO moyen attendu final sur la durée de vie de chaque opération d'environ 40 points de base à fin 2022, en raison de l'augmentation d'environ 2 points de pourcentage du taux TLTRO applicable à compter du 23 novembre 2022. L'hétérogénéité entre les banques était importante, avec des différences reflétant les opérations auxquelles chaque banque avait participé et les taux d'intérêt applicables sur la base des performances antérieures en matière de prêts.

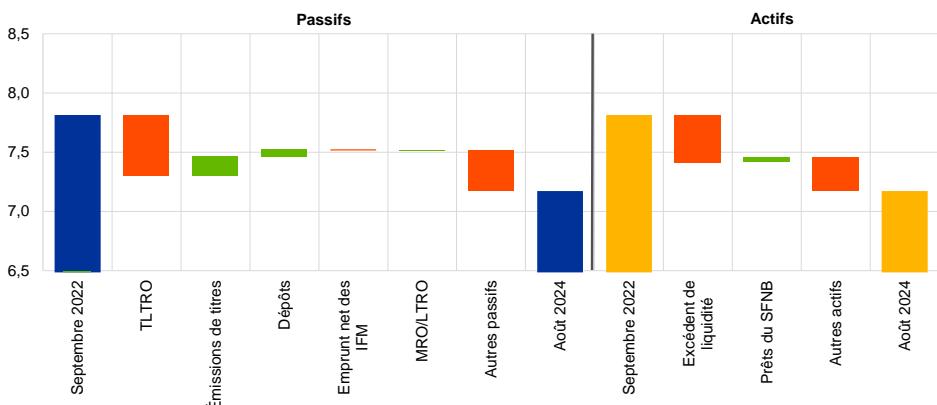
recalibrage d'octobre 2022, les banques ayant emprunté dans le cadre des TLTRO III peuvent être réparties en deux groupes : les banques ayant remboursé la totalité de leurs emprunts TLTRO III de manière anticipée, et celles n'ayant remboursé qu'une partie de leurs emprunts avant l'échéance de juin 2023 (date à laquelle l'opération TLTRO III la plus importante est arrivée à échéance). Les deux groupes diffèrent principalement par leur degré de recours aux financements TLTRO III et par le montant de leur excédent de liquidité avant le recalibrage. Les banques qui ont eu pleinement recours aux options de remboursement anticipé disposaient en moyenne d'un excédent de liquidité presque deux fois supérieur à leur encours d'emprunts TLTRO III avant octobre 2022, tandis que les banques qui ont également remboursé à l'échéance disposaient en moyenne d'un excédent de liquidité comparable à leur encours d'emprunts TLTRO III. Par conséquent, les banques du premier groupe ont réduit leur excédent de liquidité à hauteur d'environ 75 % de leurs remboursements au titre des TLTRO, s'appuyant principalement sur l'excédent de liquidité dont elles disposaient, tout en faisant face à une sortie de dépôts (graphique C, partie a). En revanche, pour rembourser les emprunts TLTRO arrivant à échéance, les banques du second groupe ont levé un montant important de financements supplémentaires – majoritairement des titres, puis des entrées de dépôts et des emprunts sur le marché interbancaire – et n'ont réduit leur excédent de liquidité qu'à hauteur de 50 % environ de leurs remboursements au titre des TLTRO (graphique C, partie b). Les banques du second groupe ont également davantage relevé les taux d'intérêt appliqués à leurs dépôts que les autres banques, parvenant ainsi à maintenir, et dans une certaine mesure à augmenter, le volume global de leurs dépôts pour compenser la baisse de la liquidité de banque centrale.

## Graphique C

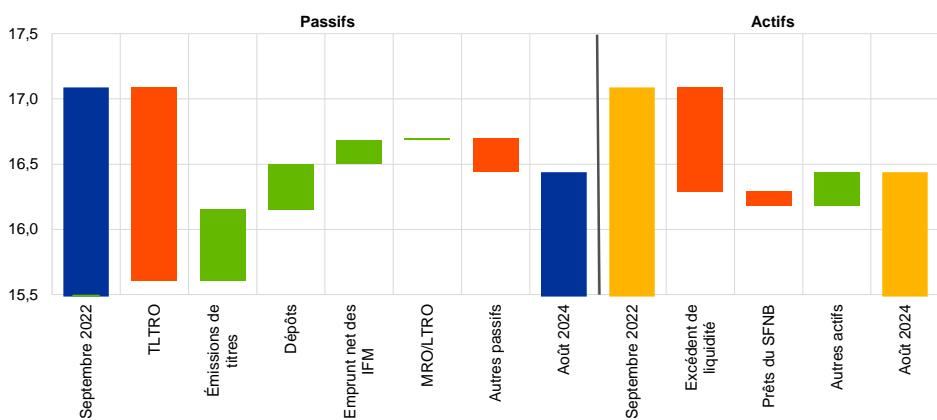
### Évolution du bilan des banques depuis le recalibrage des TLTRO III

(en milliards d'euros)

#### a) Banques ayant uniquement utilisé les remboursements anticipés (jusqu'à juin 2023)



#### b) Banques ayant utilisé les remboursements anticipés et à échéance (jusqu'à juin 2023)



Sources : BCE (statistiques sur les données de bilan individuelles, ensemble de données relativ aux opérations de marché) et calculs de la BCE.

Notes : Les deux parties montrent les mouvements des actifs et des passifs des banques sur la base de données individuelles. Les barres rouges indiquent les baisses et les barres vertes indiquent les hausses des passifs et des actifs sur la période allant de septembre 2022 à août 2024. Les barres bleues se rapportent au total des passifs et les barres jaunes au total des actifs, au début/à la fin de la période. L'emprunt net des IFM correspond aux dépôts des IFM moins les prêts aux IFM. Les actifs et passifs totaux sont ajustés pour refléter la compensation des emprunts des IFM. La partie a) montre les banques qui ont volontairement anticipé l'ensemble de leurs remboursements au titre des TLTRO III entre octobre 2022 et juin 2023. La partie b) montre les banques qui, entre octobre 2022 et juin 2023, ont procédé à la fois à des remboursements anticipés volontaires et à des remboursements à échéance au titre des TLTRO III.

### La réduction de la liquidité bancaire et la hausse des taux des TLTRO ont amené les banques à se tourner vers des sources de financement plus coûteuses, donnant lieu à un durcissement des conditions d'octroi de prêts.

Les remboursements au titre des TLTRO à partir de l'excédent de liquidité des banques ont réduit leurs positions de liquidité disponibles, tandis que le report sur d'autres passifs a augmenté le coût du financement. Cela semble ensuite avoir entraîné un durcissement des conditions d'octroi de prêts aux entreprises et aux ménages. D'après des données tirées d'enquêtes, les banques ont observé le premier effet négatif des TLTRO III sur leurs conditions de financement globales après le recalibrage, ce qui suggère que les conditions moins favorables des TLTRO III ont effectivement entraîné un durcissement des conditions de

financement des banques<sup>6</sup>. De plus, les banques ont fait état d'un effet négatif de l'arrêt progressif des TLTRO III sur leurs positions de liquidité. Cela s'est également reflété dans un nouveau durcissement des normes d'octroi de crédit des banques pour toutes les catégories de prêts, et dans une incidence légèrement plus négative sur les volumes de prêts des banques, dans le contexte d'une réduction globale de l'offre de crédit due au cycle de relèvement des taux directeurs<sup>7</sup>. De la même manière, les banques disposant d'un excédent de liquidité moins important pour le remboursement des TLTRO III ont également observé une légère réduction de leur volume de prêts depuis le recalibrage des TLTRO (graphique C, partie b). Selon les analyses contrôlant par la demande de prêts et d'autres facteurs concordants, l'effet négatif du recalibrage des TLTRO sur l'activité de prêt est confirmé<sup>8</sup>. Pour conclure, le recalibrage a contribué au durcissement des coûts de financement des banques et, par conséquent, à celui des conditions de financement. En outre, il a levé les obstacles au remboursement anticipé volontaire des emprunts au titre des TLTRO III, accélérant ainsi la réduction du bilan de l'Eurosystème et participant au resserrement global de la politique monétaire.

<sup>6</sup> Cf. « [Enquête sur la distribution du prêt bancaire dans la zone euro – Premier trimestre 2023](#) » et « [Enquête sur la distribution du prêt bancaire dans la zone euro – Troisième trimestre 2023](#) ».

<sup>7</sup> Cf. Lane (P.R.), « [The effectiveness and transmission of monetary policy in the euro area](#) », contribution au débat « [Reassessing the effectiveness and transmission of monetary policy](#) » au symposium de la Federal Reserve Bank of Kansas City, 24 août 2024.

<sup>8</sup> Cf. Burlon (L.), Ferrari (A.), Kho (S.) et Tusheva (N.), « [Why gradual and predictable? Bank lending during the sharpest quantitative tightening ever](#) », *Working Paper Series*, BCE, 2024, à paraître.

# Articles

## 1 Chocs énergétiques, investissement des entreprises et implications potentielles pour la compétitivité future de l'UE

Pablo Anaya Longaric, Alessandro De Sanctis, Charlotte Grynberg, Vasileios Kostakis et Francesca Vinci

### 1 Introduction

**La flambée des prix de l'énergie qui a suivi l'invasion injustifiée de l'Ukraine par la Russie a exposé l'UE au plus grand choc énergétique depuis les années 1970.** En tant qu'intrant clé dans pratiquement tous les processus de production, la forte hausse des prix de l'énergie a non seulement contribué à une poussée de l'inflation et à une perte de pouvoir d'achat pour les ménages, mais aussi à une augmentation significative des coûts des consommations intermédiaires, avec des retombées sur l'ensemble des secteurs économiques.

**Les chocs entraînant une augmentation du coût de l'énergie peuvent influencer négativement la dynamique économique non seulement à court terme, mais aussi à moyen et long terme, via le canal de l'investissement.** À court terme, l'augmentation des coûts des intrants exerce des pressions à la baisse sur la production<sup>1</sup>. Cela peut également entraîner une baisse de l'investissement, avec des conséquences négatives pour la croissance de la productivité à long terme<sup>2</sup>.

**La littérature économique a depuis longtemps identifié l'importance de l'investissement pour la productivité.** L'investissement des entreprises, en particulier dans le capital fixe et la recherche et développement (R&D), est au cœur de la croissance de la productivité, qui est elle-même directement liée à la capacité des entreprises à être compétitives sur les marchés internationaux<sup>3</sup>. Les gains de productivité réduisent le coût de production par unité produite, ce qui permet aux entreprises de baisser leurs prix et/ou d'augmenter leurs marges bénéficiaires. Les gains de productivité peuvent également améliorer la compétitivité à

<sup>1</sup> Cf. Lardic (S.) et Mignon (V.), « *The impact of oil prices on GDP in European countries : An empirical investigation based on asymmetric cointegration* », *Energy Policy*, vol. 34(18), décembre 2006, p. 3910-3915.

<sup>2</sup> Les éléments présentés dans l'article intitulé « *L'incidence des chocs récents et des changements structurels en cours sur la croissance de la productivité dans la zone euro* », *Bulletin économique*, n° 2, BCE, 2024, montrent également que la hausse des prix de l'énergie peut entraîner une réduction de la productivité en raison de la réallocation des facteurs de production au sein des entreprises au détriment de l'énergie.

<sup>3</sup> Cf. Romer (P.M.), « *Increasing Return and Long-Run Growth* », *Journal of Political Economy*, vol. 94, n° 5, 1986, p. 1002-1037 ; et Romer (P.M.), « *Endogenous Technological Change* », *Journal of Political Economy*, vol. 98, n° 5, partie 2, 1990, p. S71-S102.

l'exportation, car les entreprises plus productives sont en meilleure position pour conquérir et étendre leur part de marché<sup>4</sup>.

**Les chocs énergétiques peuvent également freiner la compétitivité d'un pays en raison de leur impact négatif sur l'investissement et la productivité.**

Après un choc positif sur les coûts de l'énergie, les marges bénéficiaires comprimées (en particulier pour les entreprises à forte intensité énergétique), l'atonie de l'activité économique, l'incertitude accrue et, dans certains cas, le durcissement des conditions de financement peuvent réduire les investissements des entreprises, ouvrant la voie à de futures pertes de compétitivité<sup>5</sup>. Cela peut en particulier se produire lorsque les producteurs ne sont pas en mesure de transmettre entièrement les hausses de coûts sur les consommateurs, par exemple en raison d'une forte élasticité-prix de la demande<sup>6</sup>.

**Toutefois, les chocs énergétiques peuvent également inciter les entreprises à investir dans des projets de production d'énergie et d'économies d'énergie<sup>7</sup>.**

Des enquêtes récentes indiquent que les entreprises s'adaptent à l'évolution du paysage énergétique en réduisant leur dépendance vis-à-vis des sources d'énergie traditionnelles afin de se prémunir contre les futurs chocs énergétiques et de bénéficier d'avantages concurrentiels<sup>8</sup>. Ces efforts visant à réduire la facture énergétique peuvent conduire à une augmentation des investissements verts, ce qui peut atténuer l'impact global des chocs énergétiques sur l'investissement total. Toutefois, malgré leur capacité à limiter les chocs énergétiques futurs (et à réduire les prix futurs de l'énergie), les investissements verts peuvent également être affectés par les conséquences directes et indirectes d'une augmentation des prix de l'énergie<sup>9</sup>.

**Cet article examine de quelle manière les chocs énergétiques influencent les investissements des entreprises européennes, en particulier les dépenses en capital fixe et en R&D.** L'analyse empirique montre que les chocs énergétiques peuvent avoir un impact négatif sur les investissements des entreprises et donc, potentiellement, nuire à la croissance de la productivité et à la compétitivité future de l'Europe. L'analyse montre également que les entreprises subissant des contraintes financières et les entreprises des secteurs à forte intensité énergétique sont plus affectées par les chocs énergétiques et réagissent en réduisant davantage leurs investissements que les autres entreprises.

---

<sup>4</sup> Cf. Melitz (M.J.), « *The Impact of Trade on Intra-Industry Reallocations and Aggregate Industry Productivity* », *Econometrica*, vol. 71, n° 6, novembre 2003, p. 1695-1725.

<sup>5</sup> Cf. Lee (K.), Kang (W.) et Ratti (R.A.), « *Oil Price Shocks, Firm Uncertainty, And Investment* », *Macroeconomic Dynamics*, vol. 15, n° S3, novembre 2011, p. 416-436.

<sup>6</sup> Cf. Matzner (A) et Steininger (L), « *Firms' heterogeneous (and unintended) investment response to carbon price increases* », *Working Paper Series*, n° 2958, BCE, juillet 2024.

<sup>7</sup> Cf. Hassler (J.), Krusell (P.) et Olovsson (C.), « *Directed Technical Change as a Response to Natural Resource Scarcity* », *Journal of Political Economy*, vol. 129, n° 11, novembre 2021, p. 3039-3072.

<sup>8</sup> Cf. « *BEI Investment Survey 2023 – European Union overview* », Banque européenne d'investissement, octobre 2023 ; et « *BEI Investment Survey 2024 - European Union overview* », Banque européenne d'investissement, octobre 2024.

<sup>9</sup> Cf. Bijnens (G.), Duprez (C.) et Hutchinson (J.), « *Obstacles to greening of energy-intensive industries* », *The ECB Blog*, BCE, 17 septembre 2024.

**Du point de vue des politiques à suivre, des mesures prises à l'échelle nationale comme européenne sont nécessaires pour réduire l'exposition de l'UE aux futurs chocs énergétiques.** Une intégration plus poussée des marchés européens de l'énergie et des progrès dans la transition verte contribueraient à réduire les prix de l'énergie et à renforcer l'approvisionnement en énergie, rendant l'UE moins vulnérable aux évolutions défavorables des prix de l'énergie.

## 2 Le mix énergétique de l'Europe

**Les principales sources d'énergie utilisées pour la production dans l'UE sont l'électricité et le gaz naturel, ainsi que le pétrole et les produits pétroliers.**

L'électricité et le gaz naturel sont des intrants clés, représentant chacun environ un tiers du mix énergétique industriel de l'UE. Viennent ensuite le « pétrole et les produits pétroliers » et les « énergies renouvelables et biocarburants », à 11 % chacun (graphique 1, partie a)<sup>10</sup>. Le mix énergétique industriel est resté largement inchangé au cours des 15 dernières années. Lorsque l'on considère le paysage énergétique dans lequel l'industrie exerce ses activités, il est également important de tenir compte du mode de production de l'électricité consommée, car il a un impact significatif sur son prix. Si la part des énergies renouvelables dans la production d'électricité de l'UE augmente, le gaz naturel et les autres combustibles fossiles jouent toujours un rôle important (graphique 1, partie b), et leur importance dans l'approvisionnement énergétiques des entreprises s'accroît indirectement.

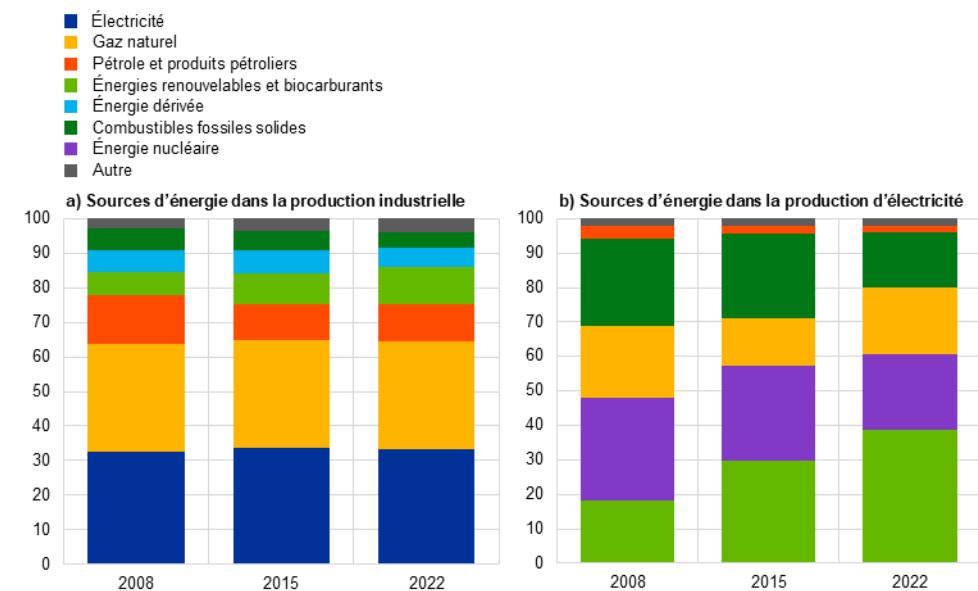
---

<sup>10</sup> Le pétrole et les produits pétroliers les plus couramment utilisés par l'industrie sont le gazole et le carburant diesel, tandis que les énergies renouvelables et les biocarburants les plus souvent utilisés par l'industrie sont les biocarburants solides tels que le bois.

## Graphique 1

### Sources d'énergie dans les processus industriels et la production d'électricité dans l'UE

(en pourcentages)



Source : Eurostat.

Notes : Fréquence annuelle. La partie a) se rapporte à la consommation finale dans le secteur industriel. La partie b) se rapporte à la production brute d'électricité. Le pétrole et les produits pétroliers ne comprennent pas les biocarburants. La catégorie « autre » comprend les gaz manufacturés, les déchets non renouvelables, le pétrole de schiste et les sables bitumineux, ainsi que la tourbe et ses produits dérivés.

**En raison du système de tarification marginale, le prix de l'électricité est étroitement lié aux combustibles fossiles.** Sur les marchés à court terme, les prix de l'électricité sont déterminés par l'installation la plus chère utilisée pour produire de l'électricité à un moment donné. Dans l'UE, les centrales au gaz sont généralement le moyen le plus coûteux de produire de l'électricité, suivies par les centrales à charbon, à lignite et nucléaires. Les énergies renouvelables sont généralement les moins chères, leurs coûts variables étant proches de zéro. En conséquence de ce mécanisme, le gaz agit souvent comme fixateur des prix, même s'il produit une part relativement faible de l'électricité de l'UE. Selon la Commission européenne, en 2022, les centrales à gaz ont produit 19 % de l'électricité de l'UE mais ont fixé le prix 55 % du temps<sup>11</sup>.

**Les prix de gros de l'énergie dans l'UE ont commencé à augmenter significativement au second semestre 2021.** Comme l'UE importe presque tout le pétrole et le gaz qu'elle consomme, elle est fortement exposée aux fluctuations des prix sur les marchés mondiaux, qui peuvent être affectés par les évolutions géopolitiques et les décisions de production en dehors de l'UE. Les prix de gros du pétrole et du gaz ont commencé à augmenter au second semestre 2021, en partie en raison de la reprise de l'activité économique à la suite de la pandémie, et de contraintes d'offre de pétrole et de gaz. Cette évolution a été exacerbée par l'invasion de l'Ukraine par la Russie en 2022, qui a entraîné une nouvelle hausse

<sup>11</sup> Cf. Gasparella (A.), Koolen (D.) et Zucker (A.), « *The Merit Order and Price-setting Dynamics in European Electricity Markets* », JRC134300, Commission européenne, 2023.

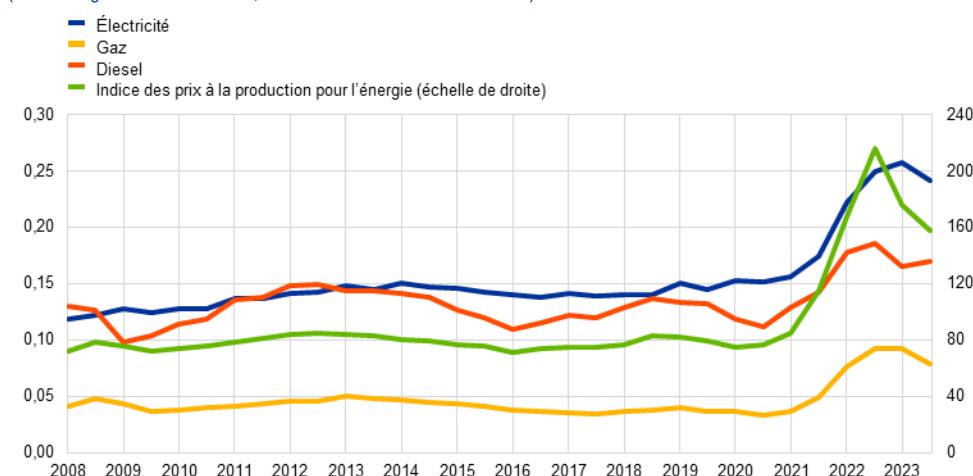
des prix du gaz et du pétrole<sup>12</sup>. Les prix élevés du gaz se sont à leur tour répercutés sur les prix de l'électricité en raison du système de tarification marginale.

**La forte hausse des prix de gros a eu un impact important sur les prix de l'énergie pour l'industrie de l'UE.** Les prix de gros ne se transmettent pas parfaitement aux prix de détail, ces derniers étant également influencés par des facteurs tels que la fiscalité, les cadres réglementaires, la disponibilité des infrastructures, le mix de production d'électricité et les structures des contrats. À partir de 2021, de nombreuses mesures de politique publique ont également été prises pour amortir les chocs énergétiques. Néanmoins, le graphique 2 montre que la hausse des prix de gros s'est transmise fortement aux prix de détail payés par les entreprises de l'UE pour l'électricité, le gaz naturel et le diesel. Cela a eu un impact significatif sur leurs coûts de production, l'indice des prix à la production pour l'énergie ayant plus que doublé entre 2020 et 2022.

### Graphique 2

#### Prix de détail de l'énergie pour les entreprises de l'UE

(échelle de gauche : en EUR/kWh ; échelle de droite : indice : 2021 = 100)



Sources : Eurostat et Bulletin pétrolier de la Commission européenne.

Notes : La fréquence est semestrielle. Les prix incluent tous les impôts et taxes. Pour les prix de l'électricité et du gaz, les données se rapportent aux consommateurs industriels de taille moyenne (bande IC pour l'électricité et I3 pour le gaz). Les prix du gaz pour Chypre et Malte ne sont pas inclus car Eurostat ne communique pas les données concernées. Comme il n'existe pas d'indicateur Eurostat relatif aux prix du pétrole pour les consommateurs hors ménages, le diesel est présenté comme un exemple de produit pétrolier couramment utilisé par l'industrie de l'UE, avec un facteur de conversion de 10 kWh par litre.

**Ces évolutions ont suscité un débat de politique publique intense concernant la dépendance de l'UE vis-à-vis des importations d'énergie et les implications pour sa compétitivité face aux chocs énergétiques<sup>13</sup>.** L'UE dépend fortement

<sup>12</sup> Cf. l'article intitulé « [Évolutions des prix de l'énergie pendant et après la pandémie de COVID-19 : des prix des matières premières aux prix à la consommation](#) », *Bulletin économique*, n° 4, BCE, 2022 ; et l'encadré intitulé « [Risques géopolitiques et prix du pétrole](#) », *Bulletin économique*, n° 8, BCE, 2023.

<sup>13</sup> Cf. Draghi (M.), « [The future of European Competitiveness](#) », septembre 2024.

des importations d'énergie et est donc plus exposée aux chocs énergétiques que d'autres grandes économies, telles que les États-Unis<sup>14</sup>.

### 3 L'impact des chocs énergétiques sur l'investissement des entreprises de l'UE

**S'il est difficile de quantifier les effets des chocs énergétiques sur les décisions d'investissement, en raison de la multitude des canaux de transmission et de l'insuffisance des données, étudier les tendances historiques peut fournir des indications utiles.** Pour déterminer l'effet des chocs énergétiques sur l'investissement, cet article utilise les données de bilan des entreprises cotées en bourse de Standard & Poor's Compustat pour la période 1999-2022 et estime la réaction de l'investissement en capital fixe et en R&D à l'aide de projections locales<sup>15</sup>.

**Les chocs énergétiques peuvent provenir de différentes sources d'énergie, et les identifier correctement est un défi majeur.** La crise énergétique de 2022 a été déclenchée par la perturbation de l'approvisionnement en gaz naturel en Europe, qui a entraîné une hausse des prix des combustibles fossiles et de l'électricité. Toutefois, compte tenu de l'importance historique des chocs pétroliers, ils ont attiré plus d'attention dans la littérature académique que les chocs gaziers, de sorte qu'il n'existe que peu de mesures fiables et rapidement disponibles pour ces derniers<sup>16</sup>. En outre, le pétrole représente une part significative de l'énergie consommée par le secteur industriel de l'UE, et les prix des autres sources d'énergie, telles que le gaz, sont influencés par les prix du pétrole. Les chocs pétroliers peuvent donc constituer une bonne approximation des chocs énergétiques, avec toutefois certaines réserves<sup>17</sup>. L'une des méthodes les plus récentes pour identifier et mesurer les chocs pétroliers fait appel aux chocs

<sup>14</sup> Par exemple, en 2022, 62,5 % des besoins énergétiques de l'UE reposaient sur les importations. La dépendance vis-à-vis des importations était particulièrement élevée pour le gaz naturel (97,6 %) et le pétrole et les produits pétroliers (97,7 %). En revanche, les États-Unis étaient exportateurs nets d'énergie. Cf. « *Energy statistics – an overview* », Eurostat, mai 2024 ; et « *U.S. energy facts behind* », US Energy Information Administration, juillet 2024.

<sup>15</sup> Au cours de la période, les investissements des entreprises figurant dans Compustat représentaient en moyenne environ 20 % de la formation brute de capital fixe totale et 55 % des investissements en R&D au niveau européen.

<sup>16</sup> Cf. Hamilton (J.D.), « *This is what happened to the oil price-macroeconomy relationship* », *Journal of Monetary Economics*, vol. 38, n° 2, octobre 1996, p. 215-220 ; et Raduzzi (R.) et Ribba (A.), « *The macroeconomics output of oil shocks in the small Eurozone economies* », *The World Economy*, vol. 43, n° 1, janvier 2020, p. 191-211.

<sup>17</sup> Jusqu'en 2015, les marchés du pétrole et du gaz étaient étroitement liés. S'ils se découpent progressivement en Europe depuis 2015, le degré d'indexation des contrats gaziers sur les prix du pétrole ayant diminué, plusieurs études suggèrent que ce découplage n'est pas structurellement achevé. Cf. l'article intitulé « *Évolutions des prix de l'énergie pendant et après la pandémie de COVID-19 : des prix des matières premières aux prix à la consommation* », op. cit. ; Szafrański (K.) et Rubaszek (M.), « *Have European natural gas prices decoupled from crude oil prices ? Evidence from TVP-VAR analysis* », *Studies in NonLinear Dynamics & Econometrics*, vol. 28, n° 3, juin 2024, p. 507-530 ; et Zhang (D.) et Ji (Q.), « *More evidence on the debate of oil-gas price decoupling : A long memory approach* », *Energy Policy*, vol. 113, février 2018, p. 68-75.

d'information sur l'offre de pétrole<sup>18</sup>. Ces chocs d'information capturent les évolutions des anticipations relatives à la production et aux prix futurs du pétrole plutôt que les perturbations immédiates, ce qui les rend particulièrement pertinents pour les décisions d'investissement<sup>19</sup>.

**Les chocs d'information sur l'offre de pétrole entraînent une augmentation des prix de l'énergie et réduisent l'investissement agrégé.** Comme le montre le graphique 3, un choc d'information sur l'offre de pétrole entraîne une hausse simultanée de 7 % des prix du pétrole et de 1 % de l'indice des prix à la production pour l'énergie<sup>20</sup>. En outre, la formation brute de capital fixe (FBCF) totale diminue immédiatement après le choc, atteignant un point bas de – 1,5 % après deux ans. L'investissement en droits de propriété intellectuelle, qui inclut la R&D, diminue également de 1 % deux ans après le choc<sup>21</sup>.

---

<sup>18</sup> Cf. Käenzig (D.R.), « *The Macroeconomic Effects of Oil Supply News : Evidence from OPEC Announcements* », *American Economic Review*, vol. 111, n° 4, avril 2021, p. 1092-1125. Käenzig propose une nouvelle méthode pour identifier et quantifier les chocs d'information sur l'offre de pétrole en utilisant la variation à haute fréquence des prix des contrats à terme sur le pétrole autour des annonces de l'OPEP.

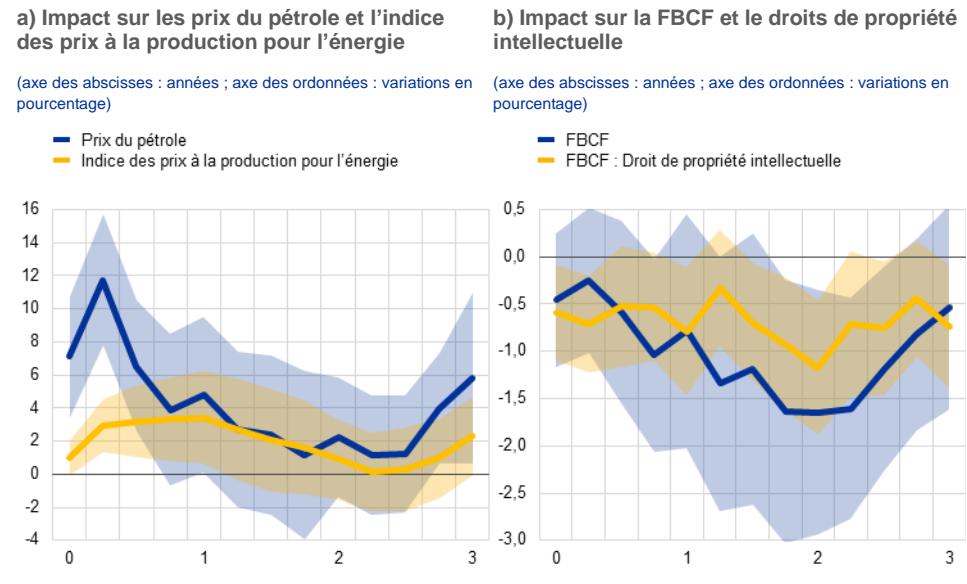
<sup>19</sup> Les autres méthodes d'identification des chocs d'offre de pétrole vont de l'utilisation d'une série de chocs narratifs à des autorégressions vectorielles structurées (VAR) identifiées avec des restrictions de signe. Cf., par exemple, Caldara (D.), Cavallo (M.) et Iacoviello (M.), « *Oil price elasticities and oil price fluctuations* », *Journal of Monetary Economics*, vol. 103(C), mai 2019, p. 1-20 ; et Kilian (L.), « *Not All Oil Price Shocks Are Alike : Disentangling Demand and Supply Shocks in the Crude Oil Market* », *American Economic Review*, vol. 99, n° 3, juin 2009, p. 1053-1069. Toutefois, ces mesures ne comportent pas la dimension prospective qui caractérise les chocs d'information sur le pétrole.

<sup>20</sup> Le choc est identifié à l'aide de variables instrumentales dans un modèle VAR ; il est donc identifié jusqu'au signe et à l'échelle. Afin de faciliter l'interprétation des résultats, dans l'article, la série de chocs d'information sur l'offre de pétrole est normalisée pour augmenter l'indice des prix à la production pour l'énergie de 1 % à l'impact, ce qui correspond à un choc d'une ampleur légèrement supérieure à un écart-type.

<sup>21</sup> Le droit de propriété intellectuelle se rapporte aux investissements dans les actifs incorporels, y compris la R&D, les logiciels et les bases de données, la prospection minière, les activités créatives et les œuvres littéraires et artistiques originales.

### Graphique 3

#### Impact des chocs d'information sur l'offre de pétrole sur les variables agrégées



Sources : Eurostat et calculs des services de la BCE.

Notes : Les parties illustrent les résultats de l'estimation des projections locales sur les agrégats macroéconomiques. Les données pour toutes les régressions couvrent la période allant du premier trimestre 1999 au troisième trimestre 2023. Pour les prix du pétrole, la spécification de régression est la suivante :  $\Delta_{it}Y_{j,t+h} = a^h + \beta_hS_t + \Xi_hX_{t-1} + \varepsilon_{t+h}$ . L'indice des prix à la production pour l'énergie, la FBCF EUR réel 2015) et les droits de propriété intellectuelle (EUR réel 2015) incluent les données de panel pour les pays de l'UE28 et la spécification est la suivante :  $\Delta_{it}Y_{j,t+h} = a^h + \beta_hS_t + \Xi_hX_{t-1} + \varepsilon_{t+h}$ , où  $Y_{j,t+h}$  est la variable d'intérêt résultant à l'horizon  $h$  pour le pays  $j$ , et  $X_{j,t-1}$  inclut un ensemble de contrôles macroéconomiques, y compris la variable dépendante décalée. Le choc  $S_t$  est normalisé de manière à accroître l'indice des prix à la production pour l'énergie de 1 % à l'impact. Les lignes continues montrent les réponses impulsionales estimées, tandis que les zones grisées représentent les intervalles de confiance à 90 % basés sur les erreurs types de Newey-West robustes à la corrélation sérielle (pour les prix du pétrole) ou les erreurs types de Driscoll-Kraay robustes à la corrélation sérielle et à la dépendance transversale.

**En cohérence avec les données agrégées, l'analyse au niveau de l'entreprise fondée sur les sociétés cotées montre que les chocs d'informations sur l'offre de pétrole exercent une pression à la baisse sur l'investissement<sup>22</sup>. Comme le montre la partie a) du graphique 4, à la suite d'un choc d'informations sur l'offre de pétrole qui augmente l'indice des prix à la production pour l'énergie de 1 %, les dépenses en capital des entreprises cotées diminuent de 2,9 % à l'impact et de 4,1 % après un an<sup>23</sup>. Les dépenses de R&D affichent une baisse plus faible, de 0,85 % environ, à la fois à l'impact et un an après le choc pétrolier (graphique 4, partie b). Par rapport à l'analyse agrégée, les résultats au niveau de l'entreprise montrent un impact plus important des chocs sur les dépenses en capital et un impact similaire sur les dépenses de R&D. Une explication possible de cet écart réside dans la couverture de l'échantillon. Dans l'échantillon Compustat analysé, les dépenses de R&D représentent environ 60 % des dépenses agrégées de R&D en moyenne au cours de la période d'échantillonnage. En revanche, la couverture de l'échantillon pour les dépenses en capital n'est que d'environ 20 %. Cela suggère qu'il est probable que la réponse en matière de R&D au niveau des entreprises soit plus alignée sur les résultats agrégés que la réponse en matière de dépenses en capital. Toutefois, la nature exacte de la différence en termes de dépenses en**

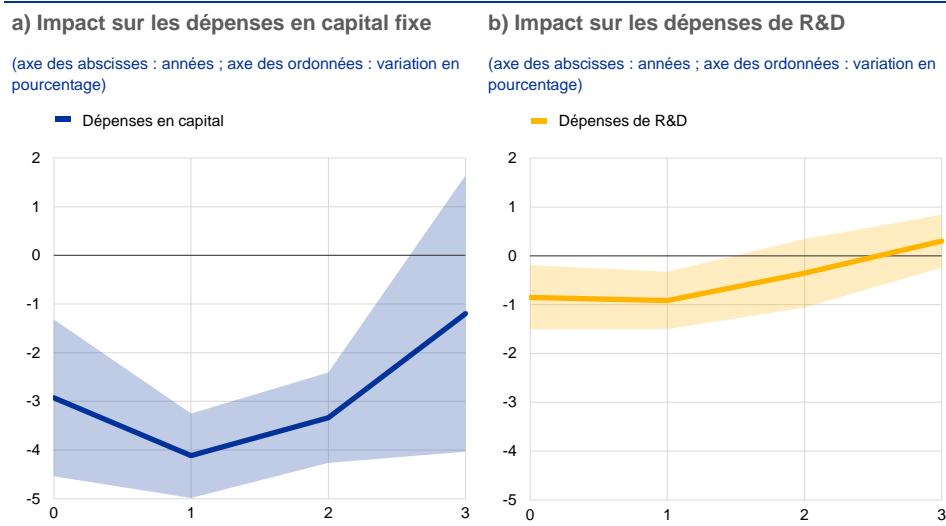
<sup>22</sup> Les résultats sont robustes à l'exclusion de la pandémie et de la récente crise énergétique, à savoir les données après 2020.

<sup>23</sup> Les dépenses en capital se rapportent aux actifs fixes à long terme détenus par les entreprises et utilisés pour produire des biens ou fournir des services, y compris les terrains, les bâtiments, les machines, les véhicules et les équipements.

capital n'est pas connue à l'avance, ce qui signifie que la réponse pourrait être soit plus importante, soit plus faible que le résultat agrégé. L'examen de la couverture sectorielle révèle que les entreprises à forte intensité énergétique sont représentées davantage dans l'échantillon au niveau de l'entreprise que dans les données agrégées. Plus précisément, les dépenses en capital des entreprises à forte intensité énergétique représentent environ 40 % du total des dépenses en capital de l'échantillon Compustat, alors qu'elles ne représentent que 12 % des données agrégées<sup>24</sup>. Dans la mesure où les entreprises à forte intensité énergétique sont plus sensibles aux chocs énergétiques et réduisent donc davantage leurs investissements que les entreprises à faible intensité énergétique, les résultats au niveau de l'entreprise sont conformes aux résultats agrégés. Ce point est examiné plus en détail dans le paragraphe suivant.

#### Graphique 4

##### Impact sur les dépenses en capital fixe et de R&D des entreprises des chocs d'information sur l'offre de pétrole



Source : Calculs de la BCE.

Notes : Les données couvrent les entreprises cotées de *Standard and Poor's Compustat Global* dont le siège social se situe dans les 28 pays de l'UE sur la période 1999-2022. Les secteurs financier et des services collectifs sont exclus. La spécification économétrique suit de près Cloyne (J.) et al., « *Monetary Policy, Corporate Finance, and Investment* », *Journal of the European Economic Association*, vol. 21, n° 6, 2023, p. 2586-2634, qui utilise des projections locales dépendantes de l'état (state dependent) (cf. Jordà (Ö.) et Taylor (A.M.), « *Local Projections* », *NBER Working Paper*, n° 32822, août 2024) pour estimer la réponse de l'investissement des entreprises à un choc de politique monétaire. Nous estimons les effets des chocs d'information sur l'offre de pétrole ( $S$ ) sur les variations en pourcentage à long terme des dépenses en capital et de R&D ( $Y$ ) au niveau des entreprises, en tenant compte des caractéristiques des entreprises qui déterminent l'effet global :  $\Delta_h Y_{j,t+h} = \alpha_j^h + \beta_j S_t + \Sigma_h X_{j,t-1} + \varepsilon_{j,t+h}$ .

Les projections locales dépendantes de l'État s'étendent sur un horizon de trois ans après le choc pétrolier, les effets fixes au niveau de l'entreprise et les erreurs types se regroupent au niveau de l'entreprise et au niveau temporel selon Driscoll-Kraay. La matrice  $X$  comprend des contrôles portant sur les actifs réels retardés de l'entreprise, son ratio fonds propres/dette, son ratio de liquidité (défini comme les actifs liquides par rapport au passif total), la marge bénéficiaire, la croissance des ventes et la croissance du PIB du pays dans lequel elle est située, ainsi que le taux directeur de la banque centrale correspondante. Le choc  $S_t$  est normalisé de sorte qu'il augmente l'indice des prix à la production pour l'énergie de 1 % à l'impact.

Les lignes continues montrent les réponses impulsionales estimées, tandis que les zones ombrées représentent les intervalles de confiance à 90 %.

#### Le rôle joué par l'intensité énergétique justifie d'être pris en considération car les secteurs à forte intensité énergétique sont particulièrement vulnérables

<sup>24</sup> Tous les pays de l'échantillon ne déclarent pas de dépenses en capital fixe au niveau NACE Rév. 2, qui est requis pour faire la distinction entre les secteurs à forte intensité énergétique et ceux qui ne le sont pas. Par conséquent, le chiffre de 12 % est calculé uniquement sur le sous-échantillon de pays pour lesquels ces informations sont disponibles, à savoir : la Belgique, la Bulgarie, la République tchèque, le Danemark, la Grèce, Chypre, la Lettonie, la Hongrie, l'Autriche, le Portugal, la Roumanie, la Slovaquie, la Finlande, la Suède, la Norvège et le Royaume-Uni.

## **aux chocs sur l'énergie en raison de leurs besoins dans ce domaine.**

Les secteurs à forte intensité énergétique comprennent notamment les secteurs des produits chimiques, des métaux, du ciment et du verre et consomment environ 45 % de l'électricité, du gaz et du pétrole utilisés par les industries de l'UE, bien qu'ils représentent moins de 4 % de la valeur ajoutée brute de l'UE en 2021<sup>25</sup>. Ceux-ci fournissent des matériaux clés pour des secteurs tels que la construction, l'industrie automobile et l'électronique et sont des fournisseurs importants pour les secteurs moteurs des transitions écologique et numérique<sup>26</sup>. Par conséquent, ils sont essentiels à la fois aux objectifs de décarbonation de l'UE et à son autonomie stratégique ouverte. Toutefois, les secteurs à forte intensité énergétique européens sont confrontés à des prix de l'électricité nettement plus élevés que dans d'autres économies, comme les États-Unis, ce qui entraîne un désavantage concurrentiel<sup>27</sup>.

## **Les contraintes financières jouent également un rôle important dans les décisions d'investissement des entreprises.**

Les conditions de financement sont depuis longtemps reconnues dans la littérature universitaire comme des facilitateurs essentiels de l'investissement, qui influencent considérablement la capacité des entreprises à réagir aux chocs<sup>28</sup>. Les données d'enquêtes indiquent en outre que les contraintes financières constituent souvent des obstacles majeurs à l'investissement, en particulier en période d'incertitude économique<sup>29</sup>. Il est difficile de mesurer les contraintes de financement, car aucune définition n'a été reconnue, mais les données de bilan peuvent être utilisées pour établir des estimations pertinentes. La littérature indique que les entreprises ayant un endettement relativement élevé (définies comme un ratio de levier supérieur à la médiane de l'échantillon) et qui sont également jeunes peuvent être considérées comme soumises à des contraintes financières<sup>30</sup>. Un endettement élevé constraint le financement, car les entreprises ayant une dette importante peuvent être considérées comme plus risquées, ce qui entraîne une hausse des coûts d'emprunt et des conditions de financement plus strictes, et le fait d'être une jeune entreprise agrave cette contrainte, car les jeunes entreprises peuvent ne pas disposer d'historique de crédit établi, de garanties et de flux de revenus avérés, ce qui rend

<sup>25</sup> Selon le *Annual Single Market Report 2021* de la Commission européenne, les secteurs à forte intensité énergétique recouvrent plusieurs secteurs manufacturiers, notamment le bois et les produits en bois (à l'exclusion des meubles), la paille et les matériaux de tressage, le papier et les produits du papier, le coke et le pétrole raffiné, les produits chimiques, les produits en caoutchouc et en plastique, les autres produits minéraux non métalliques et les métaux de base.

<sup>26</sup> Par exemple, chaque tranche de cent euros de production du secteur privé en aval contient en moyenne 5 euros d'intrants issus de produits chimiques, de minéraux et de métaux de base (cf. Draghi (M.), *op. cit.*).

<sup>27</sup> Cf. *Dashboard for energy prices in the EU and main trading partners 2023*, Commission européenne. Par exemple, entre 2020 et mi-2022, les prix de détail de l'électricité et du gaz naturel (hors impôts et taxes recouvrables) pour les entreprises de l'UE ont été, en moyenne, plus du double des prix payés par leurs homologues américains. Le prix de détail du diesel (taxes comprises) dans l'UE représentait un peu moins du double du prix aux États-Unis.

<sup>28</sup> Pour une vue d'ensemble, cf. Cloyne (J.), Ferreira (C.), Froemel (M.) et Surico (P.), « *Monetary Policy, Corporate Finance, and Investment* », *Journal of the European Economic Association*, vol. 21, n° 6, décembre 2023, p. 2586-2634.

<sup>29</sup> Cf. « *Enquête 2024 de la BEI sur l'investissement – Synthèse concernant l'Union européenne* », *op. cit.*

<sup>30</sup> Cf., par exemple, Durante (E.), Ferrando (A.) et Vermeulen (P.), « *Monetary policy, investment and firm heterogeneity* », *European Economic Review*, vol. 148, 104251, 2022 ; et Cloyne (J.) et al., *op. cit.*

les prêteurs plus prudents lorsqu'ils leur accordent des prêts et limite donc la disponibilité d'un financement externe abordable.

**La conjonction d'une forte intensité énergétique et de contraintes de financement peut amplifier les effets des chocs énergétiques.** Les données d'enquêtes récentes suggèrent que les entreprises qui s'auto-identifient comme subissant des contraintes financières sont plus susceptibles de considérer les hausses des coûts de l'énergie comme un obstacle à l'investissement que leurs homologues non contraintes financièrement<sup>31</sup>. L'analyse empirique révèle que les entreprises financièrement contraintes des secteurs à forte intensité énergétique réduisent systématiquement leurs investissements plus fortement que les autres entreprises après un choc pétrolier. Le graphique 5 montre l'effet sur les entreprises, regroupées en fonction de l'intensité énergétique et des contraintes financières, d'un choc d'information sur l'offre de pétrole qui accroît l'indice des prix à la production pour l'énergie de 1 % à l'impact. L'analyse révèle que tous les groupes réduisent leurs investissements, mais le fait d'appartenir à un secteur à forte intensité énergétique et d'être financièrement contraint amplifie l'impact du choc sur les dépenses en capital et sur les dépenses de R&D<sup>32</sup>.

---

<sup>31</sup> Cf. « [Enquête 2023 de la BEI sur l'investissement – Synthèse concernant l'Union européenne](#) », *op. cit.*

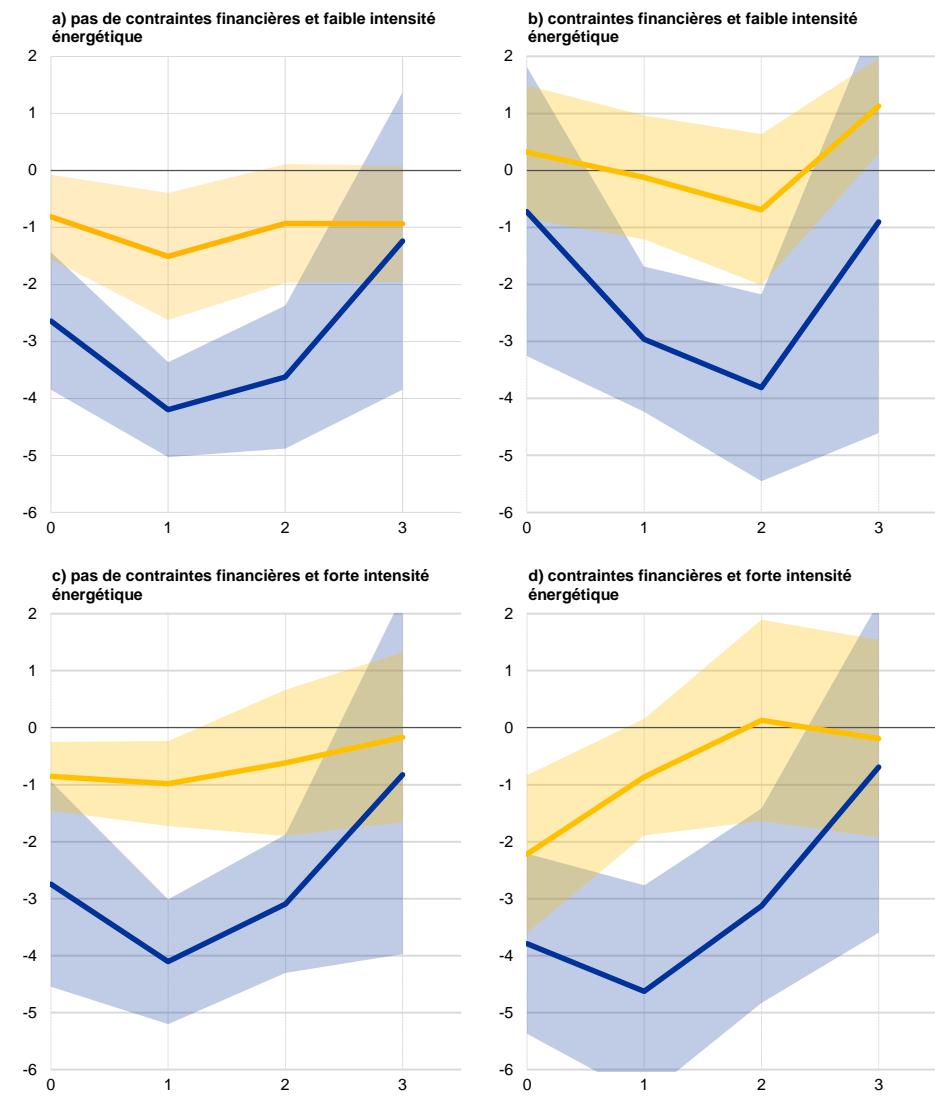
<sup>32</sup> La différence entre les groupes des parties a) et d) du graphique 5 est statistiquement significative à l'impact et après un an.

### Graphique 5

Impact sur les dépenses en capital et de R&D des chocs d'information sur l'offre de pétrole, par caractéristiques des entreprises (intensité énergétique et contraintes de financement)

(axe des abscisses : années ; axe des ordonnées : variation en pourcentage)

- Dépenses en capital
- Dépenses de R&D



Source : Calculs de la BCE.

Notes : Pour la spécification économétrique, cf. les notes du graphique 4. Aux fins de la présente analyse, les entreprises ayant des contraintes financières sont celles qui ont moins de 20 ans et ont un ratio de levier supérieur à la médiane de l'échantillon annuel, ce qui signifie que le fait qu'une entreprise subisse des contraintes financières ou non évolue dans le temps. La médiane a été choisie de manière à maximiser les observations par groupe, mais les résultats sont sensibles au choix des différents seuils. Les entreprises à forte intensité énergétique sont les entreprises des secteurs de NACE Rév. 2 définies comme telles par la Commission européenne. Les lignes continues montrent les réponses impulsionales estimées, tandis que les zones ombrées représentent les intervalles de confiance à 90 %.

## 4 Conclusion

**Les éléments présentés dans cet article suggèrent que les chocs énergétiques tendent à réduire l'investissement et l'innovation en Europe, en particulier**

**pour les entreprises financièrement contraintes des secteurs à forte intensité énergétique.** Les entreprises cotées de l'UE réduisent leurs investissements en réponse aux chocs énergétiques (approximés par les chocs pétroliers). Une analyse empirique indique qu'une hausse de 1 % des prix de l'énergie résultant de chocs pétroliers entraîne une diminution significative des dépenses en capital fixe (– 4,1 % après un an), tandis que les dépenses de R&D diminuent de près de 1 %, ce qui indique un impact plus modéré. En outre, les entreprises financièrement contraintes et à forte intensité énergétique enregistrent des réductions plus importantes de l'investissement après une hausse des prix du pétrole.

**Ces résultats sont en ligne avec une littérature abondante documentant les effets macroéconomiques négatifs des chocs pétroliers et confirment l'importance de réduire la vulnérabilité de l'UE à ces chocs.** L'UE est fortement dépendante de l'énergie importée, ce qui l'expose davantage aux chocs énergétiques que d'autres grandes économies. Les chocs énergétiques exerçant une pression à la baisse sur l'investissement, et dans la mesure où les ralentissements de l'investissement peuvent entraîner une baisse de la productivité, l'UE risque de perdre progressivement en compétitivité. Cela pourrait menacer non seulement la prospérité actuelle, mais aussi la prospérité future<sup>33</sup>.

**Les mesures prises au niveau national et européen doivent donc viser à garantir l'approvisionnement en énergie de l'UE, à faire baisser les prix de l'énergie et à atténuer l'exposition des entreprises aux futurs chocs énergétiques.** Si les interventions nationales sont les mieux adaptées pour traiter les questions spécifiques à chaque pays, les actions de l'UE devraient viser à résoudre les problèmes communs et à favoriser la collaboration entre les pays. Les rapports Draghi et Letta contiennent plusieurs propositions pour traiter ces questions<sup>34</sup>. Il s'agit notamment de renforcer les achats conjoints d'importations de gaz afin d'accroître le pouvoir de marché de l'UE et d'étendre le recours aux contrats d'électricité à long terme. Les deux rapports soulignent également que l'accélération et la simplification des procédures d'autorisation, l'acheminement des fonds de l'UE et la promotion de projets transfrontières visant à stimuler la production d'énergie renouvelable permettraient de renforcer la sécurité énergétique et de réduire les prix de l'énergie à moyen terme. En outre, le rapport Draghi suggère des mesures de soutien ciblées pour les secteurs à forte intensité énergétique afin de garantir qu'elles restent compétitives tout en contribuant à la décarbonation. Enfin, faire progresser l'union des marchés de capitaux pourrait contribuer à alléger les contraintes de financement pour les entreprises, leur permettant d'investir pour améliorer leur efficacité énergétique. Ensemble, ces mesures pourraient renforcer la capacité de résilience de l'UE face aux chocs futurs et accroître sa compétitivité à long terme.

<sup>33</sup> Cf. Draghi (M.), *op. cit.*

<sup>34</sup> Cf. Letta (E.), « *Much More Than a Market – Speed, Security, Solidarity: Empowering the Single Market to deliver a sustainable future and prosperity for all EU Citizens* », avril 2024 ; et Draghi (M.), *op. cit.*

## Comprendre la résilience du marché du travail de la zone euro entre 2022 et 2024

Clémence Berson, Vasco Botelho, António Dias da Silva, Claudia Foroni, Matthias Mohr, Christofer Schroeder et Marco Weissler

### 1 Introduction

**Au lendemain de la pandémie, le marché du travail de la zone euro a fait preuve d'une résilience remarquable.** Le taux de chômage est resté à un niveau bas historique et l'emploi a progressé régulièrement en dépit de la faiblesse de la croissance économique et des différents défis posés à l'économie, tels que la crise énergétique résultant de l'invasion de l'Ukraine par la Russie, les tensions géopolitiques et le resserrement de la politique monétaire par la suite. Entre le quatrième trimestre 2021 et le deuxième trimestre 2024, la croissance cumulée de l'emploi (3,3 %) a dépassé de 0,9 point de pourcentage la croissance cumulée du PIB en volume (2,4 %). Ce résultat est remarquable dans la mesure où, fin 2021, l'emploi et la production avaient retrouvé leurs niveaux respectifs d'avant la pandémie. La résilience de l'emploi a toutefois suscité un ralentissement de la croissance de la productivité du travail, mesurée par la production moyenne par salarié, qui est revenue au-dessous de sa tendance historique déjà faible.

**La hausse des marges bénéficiaires et la baisse du salaire réel, conjuguées à une diminution du nombre moyen d'heures travaillées par salarié, ont permis aux entreprises d'embaucher davantage et de maintenir leurs effectifs en période de faible croissance économique, tandis que l'augmentation du taux d'activité a contribué à remédier aux éventuelles pénuries de main-d'œuvre.**

La poussée de l'inflation au début de la crise énergétique a sensiblement réduit les salaires réels, rendant le recrutement moins coûteux pour les entreprises. Cela les a incitées à favoriser le facteur travail, compte tenu de la hausse des prix de l'énergie et des consommations intermédiaires, contribuant ainsi à une dynamique robuste du marché du travail en période de faible croissance économique. En outre, les marges bénéficiaires nettement plus élevées ont permis aux entreprises d'embaucher davantage ou de maintenir leurs effectifs existants. Confrontées à des pénuries de main-d'œuvre avérées ou attendues, les entreprises ont choisi de conserver leur personnel, considérant le maintien de sureffectifs comme une option moins coûteuse que le recrutement de nouveaux employés au moment où une reprise ferait suite à ce qui était considéré comme une faiblesse temporaire de l'environnement économique. La baisse du nombre moyen d'heures travaillées par salarié, dans un contexte de demande de main-d'œuvre toujours robuste, a incité les entreprises à embaucher davantage pour maintenir leur facteur travail global. Des données d'enquêtes récentes suggèrent que le maintien de sureffectifs a été l'un des facteurs à l'origine de la diminution du nombre moyen d'heures travaillées par salarié, les entreprises réduisant le temps de travail face à ce qu'elles percevaient comme un recul temporaire de la demande. En outre, la croissance soutenue de la population

active au cours de la période post-pandémie a incité les entreprises à embaucher davantage pour remédier aux pénuries de main-d'œuvre avérées ou attendues. Le taux d'activité a augmenté au-dessus des niveaux d'avant la pandémie, principalement en raison de transitions de l'inactivité vers l'emploi. Les femmes, les travailleurs plus âgés, les personnes ayant un niveau d'éducation supérieur et les travailleurs étrangers sont ceux qui ont le plus contribué à cette hausse. Confrontées à de possibles pénuries de main-d'œuvre, les entreprises ont embauché ces travailleurs supplémentaires disponibles par précaution, malgré l'atonie de l'activité économique.

**Le présent article examine en détail chacun de ces quatre facteurs, et met l'accent sur la dynamique du marché du travail dans l'ensemble de la zone euro.** La dynamique agrégée favorable révèle une hétérogénéité croissante entre secteurs, les données agrégées étant déterminées par les secteurs à faible productivité. Tout en reconnaissant des différences importantes entre pays, l'analyse du marché du travail de la zone euro au niveau agrégé est essentielle pour une compréhension globale de l'économie réelle et des choix effectués par les entreprises et les travailleurs qui déterminent la hausse des prix et des salaires. Elle fournit également à la BCE des indications importantes, qui lui sont nécessaires pour prendre des décisions de politique monétaire efficaces conformément à son mandat de maintien de la stabilité des prix.

## 2 Évolutions du marché du travail après la pandémie

**La période post-pandémie a été caractérisée par un marché du travail remarquablement robuste dans la zone euro.** Le redressement de l'activité économique à la suite de la pandémie a été rapide et s'est accompagné d'une forte croissance de l'emploi. Cette évolution contraste avec les périodes qui ont suivi la crise financière mondiale et la crise de la dette souveraine dans la zone euro, pendant lesquelles la croissance de l'emploi était plus lente malgré un rebond de l'activité économique. Fin 2021, le nombre de travailleurs bénéficiant de dispositifs de maintien de l'emploi – une caractéristique des marchés du travail pendant la pandémie – a nettement diminué, soulignant l'absence d'effets d'hystérèse sur le marché du travail et d'un quelconque besoin important de réallocation majeure de l'emploi dans la zone euro<sup>1</sup>. Même le ralentissement de l'activité économique consécutif à l'invasion de l'Ukraine par la Russie et la flambée des prix de l'énergie qui en a résulté n'ont eu aucun impact négatif visible sur le marché du travail.

**Les performances du marché du travail de la zone euro ont été exceptionnelles par rapport aux variations de la production (graphique 1, partie a).** La relation entre variation de l'emploi et croissance de la production, connue sous le nom de loi d'Okun, suggère que les évolutions de l'emploi et du PIB ont été globalement alignées en 2022, avant l'apparition d'un écart en 2023. Au troisième trimestre 2024,

<sup>1</sup> Ces profils d'évolution ont également été observés aux États-Unis ; cf. Consolo (A.) et Petroulakis (F.), « *Did COVID-19 induce a reallocation wave?* », *Economica*, vol. 91, n° 364, octobre 2024, p. 1349-1390. Pour plus de détails, cf. l'article intitulé « *Les heures travaillées dans la zone euro* », *Bulletin économique*, n° 6, BCE, 2021.

l'écart entre l'emploi réel et celui suggéré par la croissance du PIB s'est accru pour atteindre près de 600 000 travailleurs, soit environ 0,35 % des personnes salariées. La croissance marquée de l'emploi par rapport au PIB a été soutenue par la rétention des effectifs par les entreprises, facilitée par la hausse des profits, par la réduction des salaires réels et du nombre moyen d'heures travaillées par personne salariée, et par une croissance robuste de la population active (graphique 1, partie b) <sup>2</sup>. La baisse du nombre moyen d'heures travaillées reflète l'augmentation modeste du nombre total d'heures travaillées depuis fin 2019 par rapport à celle du nombre de personnes salariées – une évolution analysée en détail à la section 5 du présent article.

**La forte croissance de l'emploi et la faible dynamique du PIB ont entraîné un ralentissement de la croissance de la productivité.** Ce ralentissement est antérieur à la pandémie, mais il s'est accéléré depuis 2022 sous l'effet combiné de divers chocs défavorables affectant la zone euro <sup>3</sup>. La croissance de la productivité en rythme trimestriel est devenue négative au quatrième trimestre 2022, et reste nettement inférieure à sa tendance d'avant la pandémie depuis lors. En termes cumulés, elle a diminué de 1,3 % depuis le quatrième trimestre 2021. Récemment, des signes ont toutefois indiqué que la baisse de la productivité du travail se modère, la croissance en rythme trimestriel étant nulle ou légèrement positive depuis le premier trimestre 2024.

**Les tendances de l'emploi et de la productivité agrégés masquent une hétérogénéité entre les secteurs.** Tandis que la croissance de l'emploi a été plus marquée dans la construction, le secteur public et les services professionnels, elle a été faible dans le secteur manufacturier. La valeur ajoutée brute a également évolué différemment selon les secteurs, tout comme la productivité. Entre le quatrième trimestre 2019 et le deuxième trimestre 2024, la forte croissance de l'emploi dans le secteur public et dans la construction (8,9 % et 7,1 %, respectivement) a dépassé celle de la valeur ajoutée brute (2,3 % et 3,0 %), entraînant un ralentissement prononcé de la croissance de la productivité dans ces deux secteurs. En revanche, les services d'information et de communication ont enregistré une hausse importante de leur productivité, sous l'effet d'une forte croissance de la valeur ajoutée brute. Pour certains secteurs, les variations de la croissance de la productivité peuvent être classées en deux périodes distinctes : la phase aiguë de la pandémie, du quatrième trimestre 2019 au quatrième trimestre 2021, et la période post-pandémie après le premier trimestre 2022. Dans le secteur manufacturier, par exemple, la croissance cumulée de la productivité par personne et par heure s'est établie à 8,6 % et 7,8 %, respectivement, pendant la phase aiguë de la pandémie. Toutefois, avec la flambée des prix de l'énergie en 2022, la croissance de la productivité est devenue négative et la croissance cumulée de la productivité par personne et par heure dans la période post-pandémie est revenue à – 2,4 % et – 2,9 %, respectivement. Les secteurs des services à forte intensité de contacts, tels que l'hôtellerie et la restauration, ont également enregistré une croissance de la productivité de 1,6 %

<sup>2</sup> Pour une analyse complète du concept de maintien de sureffectifs, cf. Biddle (J.), « *The Cyclical Behaviour of Labor Productivity and the Emergence of the Labor Hoarding Concept* », *Journal of Economic Perspectives*, vol. 28, n° 2, 2014, p. 197-212.

<sup>3</sup> Cf. par exemple l'article intitulé « *Le ralentissement de la productivité de la zone euro dans un contexte mondial* », *Bulletin économique*, n° 3, BCE, 2017.

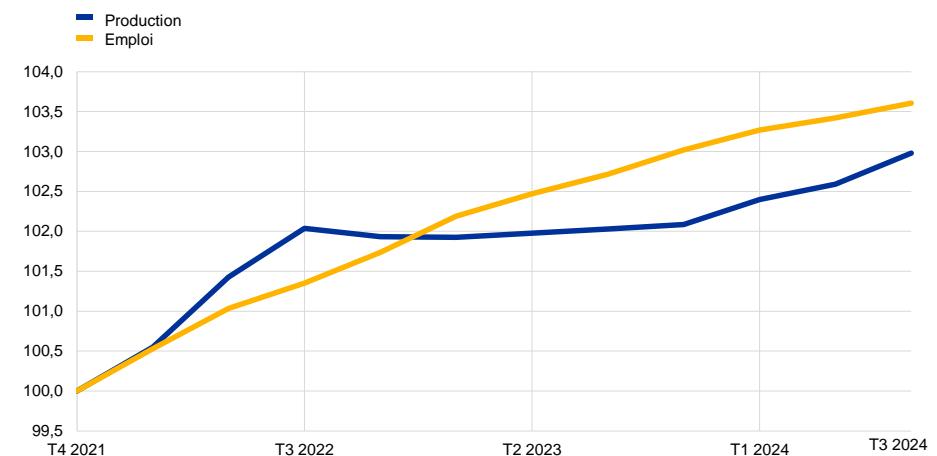
par personne et par heure pendant la phase aiguë de la pandémie. Si la croissance cumulée de la productivité par personne dans ces secteurs est restée positive au cours de la période post-pandémie, ressortant à 1,6 %, la croissance de la productivité horaire a diminué de 0,1 %.

### Graphique 1

#### Évolutions du marché du travail

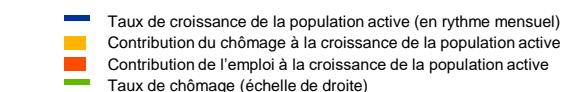
##### a) Croissance du PIB en volume et de l'emploi

(indice : T4 2021 = 100)



##### b) Croissance de la population active et contributions de l'emploi et du chômage

(contributions et pourcentages)



Sources : Eurostat et calculs de la BCE.

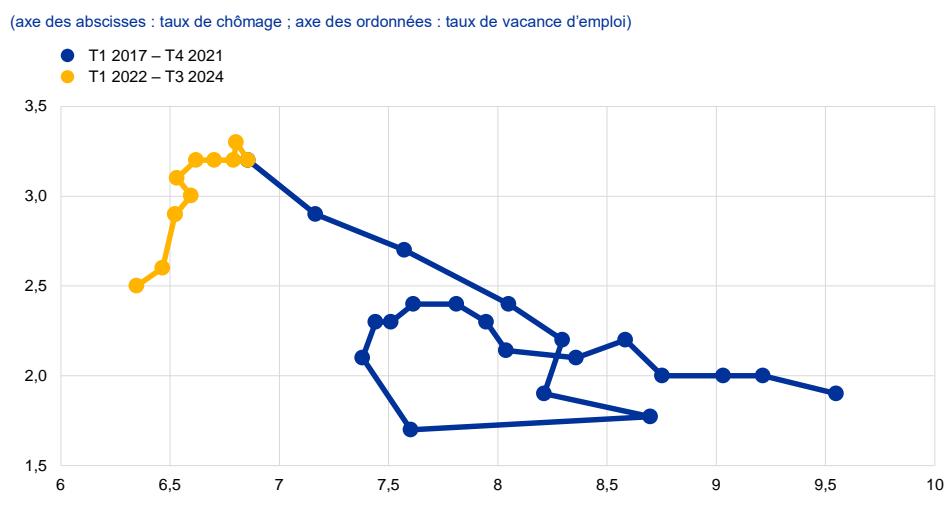
Note : Les dernières observations se rapportent au troisième trimestre 2024 pour la croissance du PIB en volume et de l'emploi (partie a) et à septembre 2024 pour la croissance de la population active (partie b).

#### Le taux de chômage est resté à des niveaux historiquement bas.

En septembre 2024, le taux de chômage dans la zone euro s'est établi à 6,3 % – soit le taux le plus bas jamais enregistré depuis l'introduction de l'euro, 1,1 point de pourcentage au-dessous du niveau observé en janvier 2020, avant la pandémie. La baisse du taux de chômage a concerné l'ensemble des pays, avec quelques variations. L'Espagne et l'Italie, par exemple, ont enregistré les baisses les plus

importantes du taux de chômage au cours de cette période (– 2,6 points de pourcentage et – 3,5 points de pourcentage, respectivement), tandis que l'Allemagne a enregistré une légère hausse (+ 0,3 point de pourcentage). Le recul observé au niveau de la zone euro s'explique par une légère diminution du nombre de chômeurs, représentant environ 1,3 million de personnes, associée à une augmentation significative de la population active, de 8,6 millions de personnes par rapport à janvier 2020.

**Graphique 2**  
La courbe de Beveridge



Source : Eurostat.

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

**La demande de main-d'œuvre est demeurée robuste pendant la période post-pandémie, même si elle a récemment commencé à diminuer.** Le taux de vacance d'emploi a atteint un pic à 3,3 % au deuxième trimestre 2022, indiquant des tensions sur le marché du travail, malgré une détérioration de l'efficacité de l'appariement entre les emplois vacants et les demandeurs d'emploi. Depuis, ce taux a progressivement diminué pour revenir à 2,5 % au troisième trimestre 2024, soit seulement 0,2 point de pourcentage de plus que son niveau d'avant la pandémie. L'affaiblissement de la demande de main-d'œuvre au cours des derniers trimestres, conjugué à un taux de chômage stable, s'est traduit par une courbe de Beveridge verticale et une plus grande efficience de l'appariement (graphique 2).

## Encadré 1

### Évolutions du marché du travail dans la zone euro par rapport à d'autres économies avancées

António Dias da Silva, Ramon Gomez-Salvador, Isabella Moder et Matthias Mohr

Le taux de croissance du nombre total d'heures travaillées dans la zone euro entre le premier trimestre 2022 et le deuxième trimestre 2024 se compare favorablement à ceux du Royaume-Uni et

des États-Unis<sup>4</sup>. D'un point de vue structurel, toutefois, la zone euro présente un taux de chômage beaucoup plus élevé et des taux d'activité et d'emploi beaucoup plus faibles qu'au Royaume-Uni et aux États-Unis.

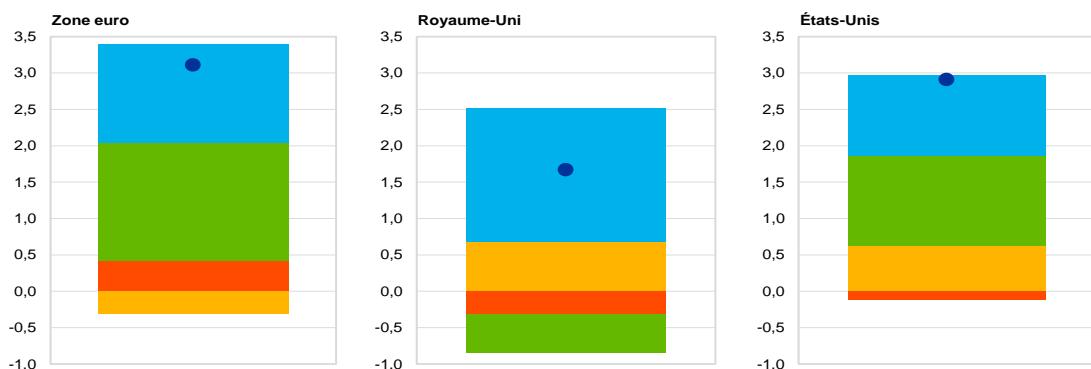
Le facteur travail a augmenté de 3 % environ dans la zone euro et aux États-Unis, mais a été plus contenu au Royaume-Uni, où il ressort à 1,5 % environ (**Erreur ! Source du renvoi introuvable.**)<sup>5</sup>. La croissance démographique et la hausse du taux d'activité sont les deux facteurs ayant contribué à l'augmentation du nombre d'heures travaillées dans la zone euro et aux États-Unis. En revanche, le nombre moyen d'heures travaillées a diminué dans la zone euro mais a augmenté aux États-Unis, tandis que le taux d'emploi a augmenté dans la zone euro et a diminué aux États-Unis. Au Royaume-Uni, deux facteurs-clés ont tiré le nombre total d'heures travaillées vers le bas : premièrement, une baisse du taux d'activité et deuxièmement, une baisse du taux d'emploi. À l'inverse, la contribution de la croissance démographique a été nettement plus importante au Royaume-Uni que dans la zone euro ou aux États-Unis.

## Graphique A

### Contributions du marché du travail au nombre total d'heures travaillées

(variations cumulées en pourcentage entre T1 2022 et T2 2024, et contributions en points de pourcentage)

- Nombre total d'heures
- Nombre moyen d'heures travaillées
- Taux d'emploi
- Taux d'activité
- Population



Sources : OCDE, Eurostat, Office for National Statistics (Royaume-Uni) et Bureau of Labor Statistics (États-Unis).

L'évolution des principales variables du marché du travail au fil du temps montre que le marché du travail de la zone euro est demeuré relativement robuste au cours des derniers trimestres (graphique B). Le taux d'activité dans la zone euro a continué d'augmenter, mais à un rythme plus modéré au premier semestre 2024. Le taux d'emploi a augmenté régulièrement, contrairement aux États-Unis où il s'est nettement ralenti, et au Royaume-Uni où il est resté globalement inchangé au cours de cette période. Si le taux de chômage continue de baisser dans la zone euro, il a commencé à augmenter au Royaume-Uni et aux États-Unis.

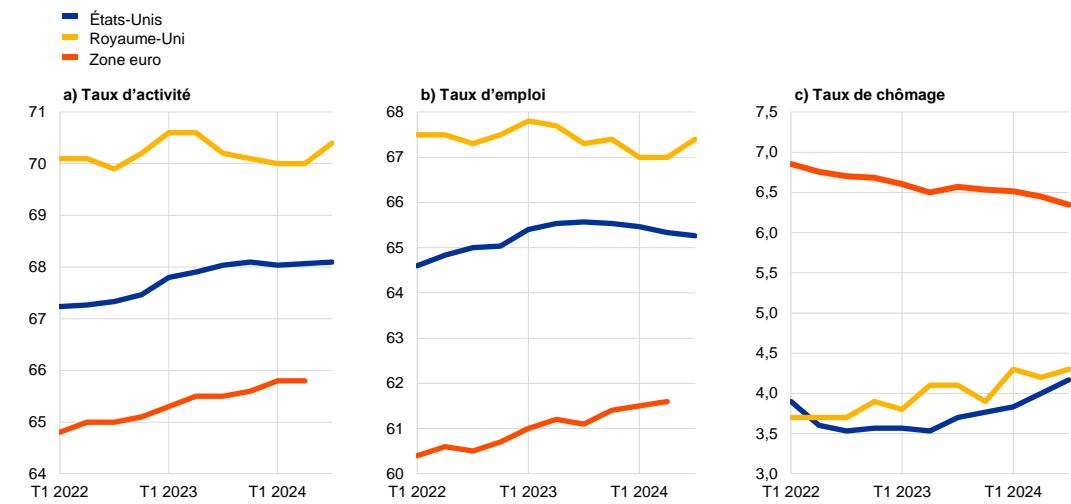
<sup>4</sup> Cf. également les encadrés intitulés « *La reprise post-pandémie : pourquoi la croissance est-elle plus lente en zone euro qu'aux États-Unis ?* », *Bulletin économique*, n° 4, BCE, 2024, et « *Croissance de la productivité du travail dans la zone euro et aux États-Unis : évolutions à court et long termes* », *Bulletin économique*, n° 6, BCE, 2024.

<sup>5</sup> Il convient de noter l'incertitude importante qui entoure les statistiques de l'enquête Labor Force Survey menée par l'Office for National Statistics, au Royaume-Uni ; cf. l'article intitulé « *Uncertainties around Labour Force Survey data* », *Monetary policy report*, Banque d'Angleterre, mai 2024.

## Graphique B

Principales variables relatives au marché du travail aux États-Unis, au Royaume-Uni et dans la zone euro

(en pourcentages)



Sources : OCDE, Eurostat, Office for National Statistics (Royaume-Uni) et Bureau of Labor Statistics (États-Unis).

Notes : Les dernières observations se rapportent au troisième trimestre 2024 pour les États-Unis et le Royaume-Uni, au troisième trimestre 2024 pour le taux de chômage dans la zone euro et au deuxième trimestre 2024 pour le taux d'activité et le taux d'emploi dans la zone euro.

Globalement, des améliorations structurelles sur le marché du travail de la zone euro sont nécessaires pour atteindre les niveaux d'emploi, d'activité et de chômage observés au Royaume-Uni et aux États-Unis. Les évolutions récentes montrent que des progrès ont été réalisés, le marché du travail de la zone euro observant une hausse des taux d'emploi et d'activité et une baisse plus marquée du taux de chômage. Toutefois, il pourrait devenir plus difficile de parvenir à des améliorations sur le marché du travail de la zone euro si l'environnement reste dominé par une faible productivité.

### 3 Le rôle de la substitution des facteurs pour expliquer la dynamique de l'emploi

**Depuis la fin de la pandémie, la croissance de l'emploi a nettement dépassé celle de l'activité économique.** Historiquement, d'après la loi d'Okun, le taux de croissance de l'emploi correspond à environ la moitié du taux de croissance du PIB en volume, avec des élasticités estimées entre 0,2 et 0,5. La croissance de l'emploi a toutefois dépassé celle du PIB depuis 2022, les élasticités représentant le double des estimations conventionnelles (graphique 3, partie a). Ce phénomène reflète l'atonie de la productivité au sein de la zone euro.

**La baisse initiale des salaires réels au début de la crise énergétique a contribué au découplage de la croissance de l'emploi et de celle de la production.** La poussée de l'inflation pendant la récente crise énergétique a entraîné une baisse des salaires réels, sous l'effet d'un ajustement retardé des salaires nominaux. En outre, la baisse des salaires réels a d'abord été plus

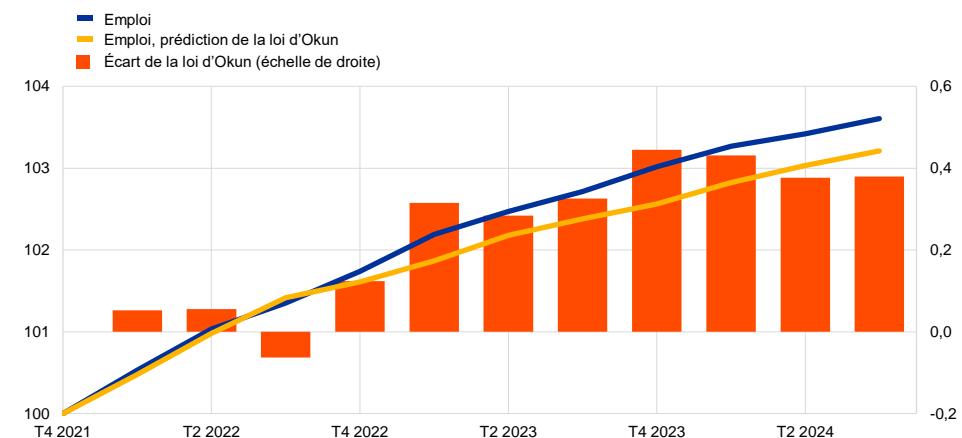
importante que celle de la productivité<sup>6</sup>. Cet écart entre salaire réel et productivité a soutenu la création d'emplois, en incitant les entreprises à embaucher ou à conserver un plus grand nombre de travailleurs, le facteur travail étant perçu comme moins coûteux que les autres intrants (graphique 3, partie b).

### Graphique 3

#### Loi d'Okun, productivité et salaires réels

##### a) Loi d'Okun

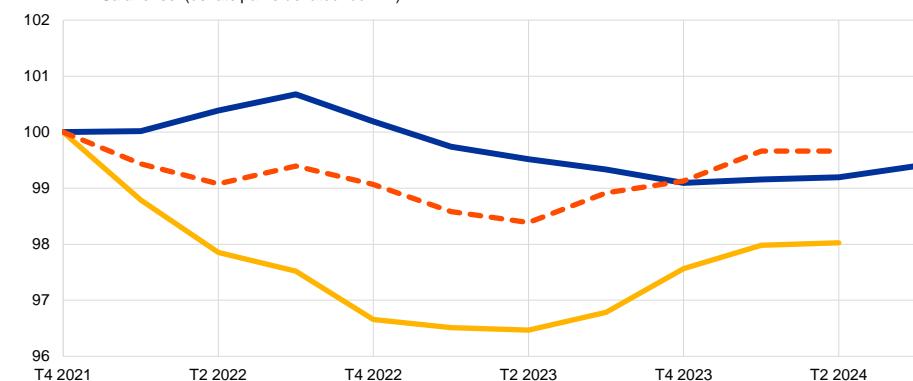
(indice : T4 2021 = 100 et points de pourcentage)



##### b) Productivité et salaires réels

(indice : T4 2021 = 100)

Productivité par personne salariée  
Salaire réel (déflaté par le déflateur de la consommation individuelle)  
Salaire réel (déflaté par le déflateur du PIB)



Sources : Eurostat et calculs de la BCE.

Notes : Les dernières observations se rapportent au troisième trimestre 2024, à l'exception des salaires réels pour lesquels elles se rapportent au deuxième trimestre 2024. Dans la partie a), les barres rouges représentent les écarts (en points de pourcentage) par rapport à la loi d'Okun, estimée comme un modèle autorégressif à retards échelonnés (1,1) sur l'échantillon pour la période allant du premier trimestre 1995 au deuxième trimestre 2024, intégrant des variables muettes pour tenir compte de la dynamique extraordinaire aux deuxième et troisième trimestres 2020. La partie b) présente les salaires réels déflatés à la fois par le déflateur de la consommation privée (en jaune) et par le déflateur du PIB (en pointillés rouges). La productivité est mesurée par la production par salariée.

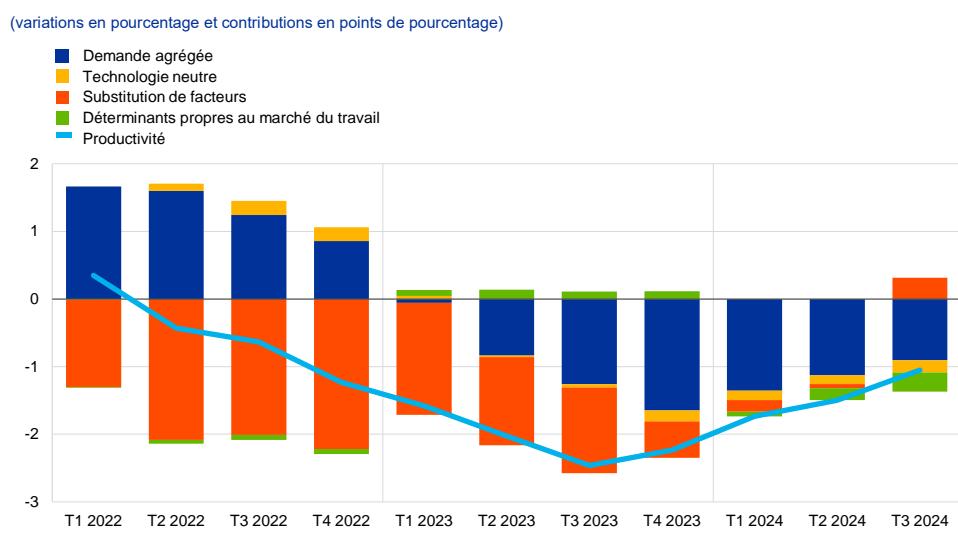
**Un facteur-clé à l'origine du découplage de la production et de l'emploi, qui entraîne une croissance négative de la productivité, est la substitution des**

<sup>6</sup> La baisse des salaires réels faisant suite à la crise énergétique est observable lorsque l'on déflatte les salaires nominaux par le déflateur du PIB en volume (ce qui est approprié pour une analyse complète de l'activité économique, comme cela est fait à l'aide d'un modèle vectoriel autorégressif bayésien). Elle apparaît comme encore plus prononcée lorsque les salaires nominaux sont déflatés par le déflateur de la consommation (pour refléter les variations du coût de la vie).

**facteurs de production.** Une analyse fondée sur un modèle vectoriel autorégressif bayésien structurel met en évidence les principaux facteurs sous-tendant le découplage des fluctuations de la production et de l'emploi, ainsi que la procyclicité de la productivité du travail. Le modèle intègre un choc de substitution des facteurs, qui capture la substitution directe du travail par d'autres intrants de production, tels que les biens intermédiaires, l'énergie et le capital<sup>7</sup>. Pour les périodes de crise énergétique et de perturbation des chaînes d'approvisionnement, ce choc vise à prendre en compte la réallocation entre les intrants après un choc sur les prix relatifs, favorisant l'option la moins coûteuse. Lorsque les salaires réels diminuent par rapport aux prix des autres intrants, le travail devient moins coûteux que l'énergie, le capital et les biens intermédiaires, ce qui entraîne naturellement des effets de réallocation et de substitution. L'importance du choc de substitution des facteurs est illustrée par les barres rouges du graphique 4, qui montrent son impact significatif sur la croissance de la productivité en tirant la production vers le bas et l'emploi vers le haut. Par conséquent, le modèle attribue une grande partie de la baisse récente de la productivité à des facteurs conjoncturels. La résilience du marché du travail, soutenue par le choc de substitution des facteurs, a accentué cette baisse de productivité. Avec la dissipation des facteurs à l'origine de ce choc, tels que la normalisation des prix de l'énergie et des consommations intermédiaires, un léger redressement de la productivité a été observé.

#### Graphique 4

##### Décomposition historique de la productivité du travail



Source : Encadré intitulé « Les déterminants de la croissance de l'emploi dans la zone euro après la pandémie : une perspective fondée sur un modèle », *Bulletin économique*, n° 4, BCE, 2024.

Notes : La productivité est mesurée par la production par salarié. La ligne bleu clair représente la croissance de la productivité en glissement annuel en termes d'écart par rapport à la composante déterministe. Les barres représentent la contribution en points de pourcentage de chaque choc. Les dernières observations se rapportent au troisième trimestre 2024.

<sup>7</sup> Le choc de substitution des facteurs est un choc technologique, qui présente une corrélation conditionnelle négative entre la production et l'emploi. La substitution des facteurs capturée par ce choc peut survenir à la fois au niveau des entreprises, avec une modification des facteurs de production, ou au niveau sectoriel, la part des secteurs à forte intensité de main-d'œuvre augmentant par rapport aux autres secteurs. Pour une description plus détaillée du modèle, cf. l'encadré intitulé « Les déterminants de la croissance de l'emploi dans la zone euro après la pandémie : une perspective fondée sur un modèle », *Bulletin économique*, n° 4, BCE, 2024.

**D'autres déterminants ont également soutenu la dynamique de l'emploi dans un contexte de stagnation économique.** La reprise de la demande a soutenu la croissance de l'emploi et de la production jusqu'à début 2023. Depuis lors, l'affaiblissement de la demande a entraîné un ralentissement plus prononcé de l'activité économique que de la croissance de l'emploi, contribuant à creuser l'écart par rapport à la loi d'Okun (graphique 4, barres bleues). Un choc technologique neutre (graphique 4, barres jaunes), indiquant une baisse de la productivité globale des facteurs, a exercé un impact largement négatif sur la croissance de la production et de l'emploi, principalement en raison de goulets d'étranglement au niveau de l'offre au niveau mondial, laissant la productivité pratiquement inchangée. Pour 2022, le modèle attribue des effets négatifs minimes aux facteurs propres au marché du travail (graphique 4, barres vertes), tels que les variations du taux d'activité et l'augmentation du pouvoir de négociation des travailleurs. Ces effets se sont en partie inversés en 2023. Le rattrapage des salaires réels rend la substitution des facteurs moins pertinente et favorise un réalignement de la dynamique de l'emploi et de la production, ainsi qu'un redressement de la productivité.

#### 4 Le rôle des profits dans le maintien de sureffectifs dans la zone euro

**L'augmentation des marges bénéficiaires a permis aux entreprises de garder leurs salariés plus longtemps que d'ordinaire, en dépit de la baisse des revenus**<sup>8</sup>. Les estimations récentes de la BCE montrent que la hausse des marges bénéficiaires a renforcé la capacité des entreprises à maintenir des sureffectifs en cas de choc défavorable affectant leurs perspectives économiques<sup>9</sup>. La décision des entreprises de maintenir des sureffectifs est rationnelle et cohérente avec les objectifs de maximisation des profits à long terme. Les entreprises qui cherchent à maximiser leurs profits choisissent de favoriser le maintien de sureffectifs lorsque les coûts de licenciement, de réemploi et de formation dépassent les coûts de rétention des effectifs. La rétention de main-d'œuvre s'accroît uniquement lorsque les entreprises anticipent une baisse temporaire de la demande pour leurs biens ou services. Si une baisse permanente de la demande est anticipée, les entreprises ne

<sup>8</sup> Dans la récente enquête de la BCE réalisée par téléphone auprès des entreprises, un tiers environ des participants ont reconnu que la rentabilité récente avait rendu le maintien de sureffectifs plus abordable. Cf. l'encadré intitulé « *Résultats d'une enquête auprès de grandes entreprises sur les tendances du marché du travail et l'adoption de l'IA générative* », *Bulletin économique*, n° 6, BCE, 2024.

<sup>9</sup> Cf. l'encadré intitulé « *L'augmentation des marges bénéficiaires a aidé les entreprises à maintenir leurs sureffectifs* », *Bulletin économique*, n° 4, BCE, 2024. Dans cet article, l'augmentation des marges bénéficiaires a été calculée à l'aide de données au niveau des entreprises provenant de l'*enquête sur l'accès des entreprises au financement* et de l'ensemble de données Orbis de Moody's sur les bilans des entreprises. Dans cet ensemble de données, les marges bénéficiaires sont définies comme le ratio entre les bénéfices avant impôts d'une entreprise et ses recettes d'exploitation. La croissance des marges bénéficiaires sur la base des données au niveau des entreprises pour la période 2021-2022 est cohérente, mais pas directement comparable, avec l'augmentation des profits unitaires enregistrée au niveau macroéconomique en utilisant les données agrégées issues des comptes nationaux. Pour l'indicateur macroéconomique des profits unitaires, cf. l'encadré intitulé « *Des indicateurs de profits tenant compte du rôle des coûts totaux pour analyser l'inflation* », *Bulletin économique*, n° 4, BCE, 2024.

sont pas incitées à retenir les salariés, dont l'apport de travail ne serait pas nécessaire.

**L'indicateur du maintien de sureffectifs (*labour hoarding indicator*) de la BCE est resté supérieur à la moyenne historique depuis le premier trimestre 2022, mais a commencé à fléchir en 2024, principalement en raison du ralentissement de l'activité économique<sup>10</sup>.** La proportion d'entreprises de la zone euro maintenant des sureffectifs a été relativement stable (à 12,2 % environ) jusqu'au début de la pandémie, où elle a fortement augmenté, passant de 14,7 % au quatrième trimestre 2019 à 26,7 % au premier trimestre 2020. L'indicateur est resté élevé depuis lors, même s'il affiche des variations conjoncturelles, notamment une deuxième hausse marquée au moment où les prix de l'énergie ont fortement augmenté. L'indicateur du maintien de sureffectifs a fléchi au premier semestre 2024, revenant de 22 % au troisième trimestre 2023 à 16 % au deuxième trimestre 2024 (graphique 5, partie a). L'indicateur relatif au troisième trimestre 2024 fait état d'un léger redressement conjoncturel de la rétention de main-d'œuvre, mais à des niveaux nettement inférieurs à ceux atteints lors du pic à 27,4 % enregistré au troisième trimestre 2022. La diminution de la marge d'activité est le principal facteur à l'origine de l'affaiblissement généralisé de l'indicateur du maintien de sureffectifs (graphique 5, partie b). Étant donné que cette marge représente la mesure dans laquelle les chocs défavorables affectent les perspectives des entreprises, cela suggère que les entreprises de la zone euro se rétablissent progressivement du choc sur les prix de l'énergie. De plus, la marge d'emploi, qui reflète la capacité des entreprises à garder leurs salariés tout en faisant face à ces chocs, a progressivement diminué, ce qui laisse penser que les coussins leur ayant permis de maintenir leurs effectifs se réduisent. La marge d'emploi pour le maintien de sureffectifs a retrouvé son niveau d'avant la pandémie (73 %) au deuxième trimestre 2024, mais elle est revenue à 70 % au troisième trimestre, soit 8 points de pourcentage de moins que son pic de 78 % enregistré en 2022-2023. Cela suggère que les entreprises qui continuent d'être affectées par des chocs négatifs ont désormais moins de latitude pour garder leurs salariés que par le passé, ce qui semble pertinent dans la mesure où les salaires négociés et, par conséquent, les coûts de main-d'œuvre ont augmenté en 2024<sup>11</sup>.

<sup>10</sup> L'indicateur du maintien de sureffectifs de la BCE mesure la proportion d'entreprises n'ayant pas réduit le nombre de leurs salariés en dépit d'une détérioration de leurs perspectives économiques. Cet indicateur est mesuré à l'aide des données de l'enquête sur l'accès des entreprises au financement. Il est défini comme la proportion d'entreprises dont les perspectives se détériorent et qui n'ont pas réduit leur nombre de salariés pendant le trimestre en cours. L'indicateur du maintien de sureffectifs peut être décomposé en deux marges : a) une marge d'activité qui reflète la proportion d'entreprises confrontées à une détérioration de leurs perspectives ; et b) une marge d'emploi qui correspond à la proportion d'entreprises ayant fait état d'une détérioration de leurs perspectives, mais qui n'ont pas réduit leur nombre de salariés.

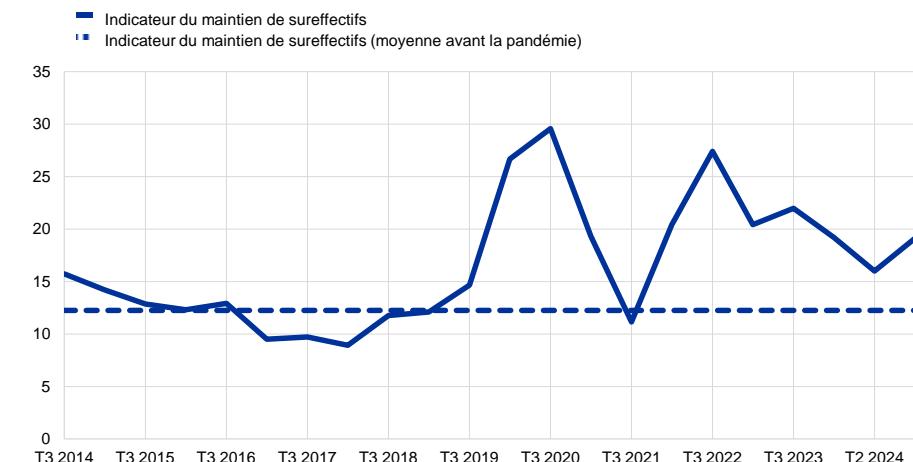
<sup>11</sup> Cf. Bing (M.), Holton (S.), Koester (G.) et Roca I Llevadot (M.), « *Tracking euro area wages in exceptional times* », *The ECB Blog*, BCE, 23 mai 2024.

## Graphique 5

### Indicateur du maintien de sureffectifs de la BCE

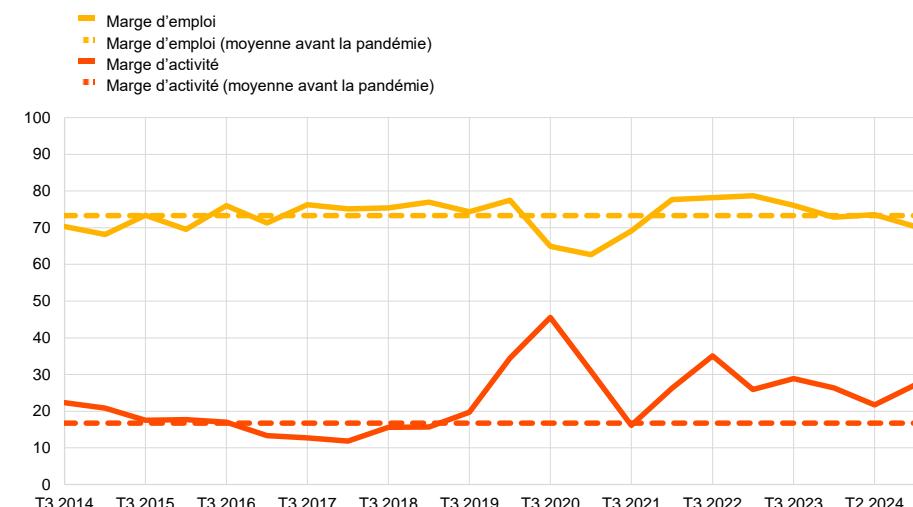
#### a) Indicateur du maintien de sureffectifs

(pourcentage d'entreprises)



#### b) Marge d'activité et marge d'emploi

(part des entreprises en pourcentage)



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

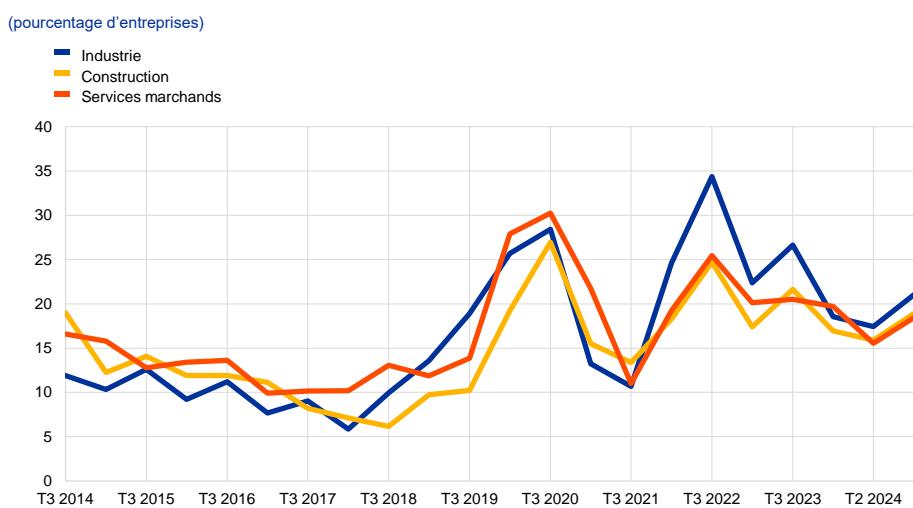
Notes : Dans la partie a), l'indicateur du maintien de sureffectifs montre le pourcentage d'entreprises qui n'ont pas réduit leurs effectifs en dépit d'une détérioration de leurs perspectives. Dans la partie b), la marge d'activité rend compte du pourcentage d'entreprises qui ont été confrontées à une détérioration de leurs perspectives au cours des six mois précédents, tandis que la marge d'emploi se rapporte au pourcentage d'entreprises qui ont fait état d'une détérioration de leurs perspectives, mais qui n'ont pas réduit leurs effectifs au cours de la même période. Jusqu'à fin 2023, les vagues de l'enquête SAFE pour le premier trimestre couvraient la période allant d'octobre d'une année à mars de l'année suivante ; les vagues pour le troisième trimestre couvraient la période allant d'avril à septembre de la même année. Depuis 2024, les vagues de l'enquête SAFE ont une périodicité trimestrielle. Les dernières observations se rapportent au troisième trimestre 2024.

**En dépit de la hausse conjoncturelle observée, l'indicateur du maintien de sureffectifs de la BCE continue de signaler une diminution progressive de la capacité ou de la volonté des entreprises de conserver leurs effectifs, qui est généralisée à l'ensemble des secteurs et particulièrement marquée dans les services marchands (graphique 6).** La hausse conjoncturelle de l'indicateur du maintien de sureffectifs au troisième trimestre 2024 a été commune aux secteurs de l'industrie, de la construction et des services marchands. Cette évolution est révélatrice d'une faiblesse systémique agrégée dans l'économie, qui n'est le fait

d'aucun secteur en particulier. Même si l'indicateur du maintien de sureffectifs a légèrement augmenté au troisième trimestre 2024, la tendance globale indique un retour progressif aux niveaux d'avant la pandémie dans l'ensemble des grands secteurs d'activité économique. Au troisième trimestre 2024, l'indicateur du maintien de sureffectifs a également diminué en rythme annuel dans tous les secteurs, reculant de 5,6 points de pourcentage dans l'industrie, de 2,7 points de pourcentage dans la construction et de 2,0 points de pourcentage dans le secteur des services marchands par rapport au même trimestre en 2023. La diminution de la rétention de main-d'œuvre observée dans le secteur des services marchands au troisième trimestre 2024 a résulté à la fois d'une marge d'activité plus faible (en recul de 1,2 point de pourcentage par rapport au troisième trimestre 2023) et d'une marge d'emploi plus étroite (en baisse de 4,3 points de pourcentage). En revanche, la diminution de la marge d'activité dans les secteurs de l'industrie et de la construction au troisième trimestre 2024 (qui a représenté environ 3,5 points de pourcentage pour l'industrie et 1,7 point de pourcentage pour la construction par rapport au trimestre correspondant de 2023) a été contrebalancée par une hausse de la marge d'emploi dans les deux secteurs, entraînant une baisse de l'indicateur du maintien de sureffectifs de la BCE dans ces secteurs plus faible que celle qui aurait été suggérée par la marge d'activité.

### Graphique 6

#### Indicateur du maintien de sureffectifs de la BCE par secteur d'activité économique



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

Notes : L'indicateur du maintien de sureffectifs correspond au pourcentage d'entreprises qui n'ont pas réduit leurs effectifs en dépit d'une détérioration de leurs perspectives. Jusqu'à fin 2023, les vagues de l'enquête SAFE pour le premier trimestre couvraient la période allant d'octobre d'une année à mars de l'année suivante ; les vagues pour le troisième trimestre couvraient la période allant d'avril à septembre de la même année. Les dernières observations se rapportent au troisième trimestre 2024.

### Il est important de continuer de surveiller la résistance des entreprises aux chocs défavorables et leur capacité à maintenir des sureffectifs le cas échéant.

Les entreprises de la zone euro ont fait preuve d'une grande résistance face aux conditions économiques très défavorables résultant des confinements liés à la pandémie et de la flambée des prix de l'énergie. Les marges bénéficiaires élevées et la rétention de main-d'œuvre importante qui en ont résulté ont soutenu la croissance de l'emploi depuis la forte hausse de l'inflation. La normalisation attendue de ces facteurs pourrait entraîner un ralentissement progressif de la croissance de l'emploi

au cours des prochaines années et pourrait conférer une importance croissante à d'autres canaux d'ajustement au sein du marché du travail de la zone euro, tels que les variations de l'offre de main-d'œuvre dues à l'augmentation du taux d'activité ou les fluctuations conjoncturelles des taux de chômage et des transitions de l'emploi vers l'inactivité opérées sur le marché du travail en cas de faiblesse de la demande de main-d'œuvre.

## 5 Évolutions du nombre moyen d'heures travaillées

**Le nombre moyen d'heures travaillées par salarié est resté à un niveau relativement plus bas après la pandémie, mais a cependant contribué à la résilience du marché du travail en termes de marge extensive.** Au deuxième trimestre 2024, le nombre moyen d'heures travaillées était encore inférieur de 1,2 % au niveau du quatrième trimestre 2019 (**Erreur ! Source du renvoi introuvable.** partie a), ce qui signifie que le salarié moyen de la zone euro a travaillé cinq heures de moins par trimestre en 2024 comparativement à la période prépandémique. La diminution du nombre moyen d'heures travaillées a été principalement imputable au secteur public et au secteur manufacturier (– 2,0 % et – 1,3 %, respectivement), mais aucun secteur, hormis l'immobilier, n'a retrouvé son niveau pré-pandémique en raison de variations tant de la demande que de l'offre de main-d'œuvre.

**La croissance de l'emploi a continué de bien résister, malgré un ralentissement de la demande dans certains secteurs et une diminution du nombre moyen d'heures travaillées.** Des éléments récents fournis par l'enquête sur l'accès des entreprises au financement et par l'enquête de la BCE réalisée par téléphone auprès des entreprises montrent que la diminution du nombre d'heures travaillées résulte également, dans une certaine mesure, d'une réduction des besoins de main-d'œuvre. Les entreprises, en particulier dans le secteur manufacturier, ont cité l'affaiblissement de la demande comme un facteur clé de la réduction du temps de travail. Parallèlement aux niveaux existants de la demande, les entreprises ont confirmé que le maintien de sureffectifs a constitué un facteur important à l'origine de la diminution du nombre d'heures travaillées par salarié. Pour les entreprises, la diminution du nombre moyen d'heures travaillées imputable à une baisse de la demande comportait donc une composante structurelle, en raison des difficultés à embaucher de nouveaux salariés, mais également une composante cyclique censée disparaître avec l'augmentation de la demande.

**Du côté de l'offre de main-d'œuvre, la baisse du nombre moyen d'heures travaillées résulte principalement d'une diminution des heures supplémentaires et d'une plus grande prévalence des personnes n'ayant pas travaillé au cours de la semaine de référence.** Au total, le nombre moyen d'heures travaillées en 2022, mesuré dans l'enquête européenne sur les forces de travail, était inférieur de 0,71 heure par semaine à son niveau de 2019<sup>12</sup>. Environ un tiers de cette différence (0,26 heure) s'explique par une proportion plus élevée de

<sup>12</sup> Dans l'enquête européenne sur les forces de travail, le nombre moyen d'« heures effectivement travaillées » au cours d'une semaine de référence est la mesure la plus proche du nombre moyen d'heures travaillées tel que défini dans les comptes nationaux.

personnes n'ayant travaillé aucune heure au cours de la semaine de référence par rapport à la période antérieure à la pandémie (graphique 7, partie b). Alors que cette évolution était initialement imputable aux congés maladie pendant et après la pandémie, plus récemment, les nouveaux types de contrats introduits en France et en Espagne ont accru la fréquence des périodes sans aucune heure travaillée (contrats zéro heure)<sup>13</sup>. Un autre tiers de la différence (0,23 heure) résulte d'une diminution du nombre de longues heures travaillées (correspondant à plus de 49 heures par semaine). Même si les personnes qui effectuent de longues heures ne représentent qu'un pourcentage très faible de la main-d'œuvre totale, elles ont enregistré une réduction marquée de leur temps de travail, reflétant une tendance à long terme. S'agissant du dernier tiers, le nombre moyen d'heures travaillées pour la population restante est inférieur de 0,22 heure à son niveau d'avant la pandémie. Cela signifie qu'une part importante de la baisse du nombre moyen d'heures travaillées est due à une augmentation de la proportion des périodes sans aucune heure travaillée et à une diminution de la proportion des longues heures travaillées.

---

<sup>13</sup> En France, cette situation est potentiellement affectée par un nombre plus élevé d'apprentis ayant des périodes de formation scolaire fréquentes, et en Espagne par de nouveaux types de contrats permettant des périodes de non-emploi afin de réduire la saisonnalité des périodes d'emploi. Ces deux facteurs pourraient avoir entraîné une augmentation du recrutement de travailleurs dont le nombre moyen d'heures est plus faible.

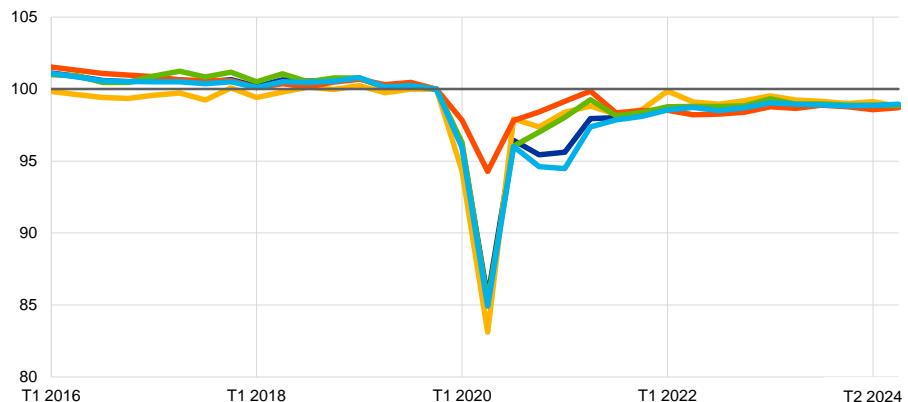
## Graphique 7

### Nombre moyen d'heures travaillées

#### a) Nombre moyen d'heures travaillées par secteur

(indice, T4 2019 = 100)

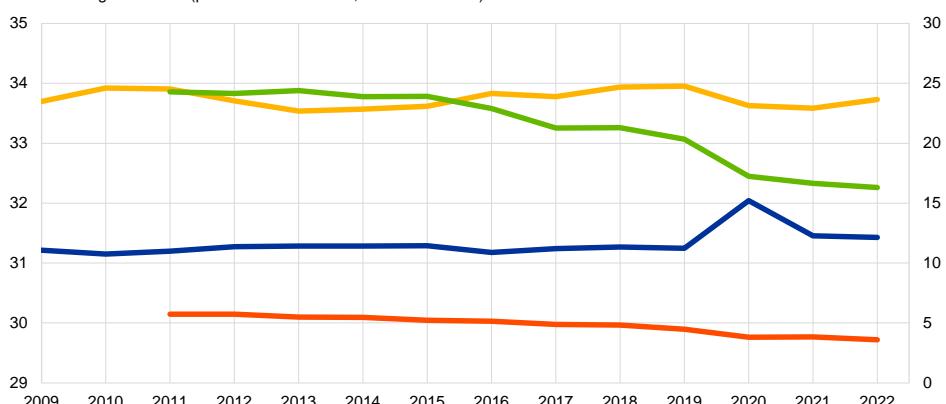
- Total
- Construction
- Secteur public
- Secteur manufacturier
- Services



#### b) Nombre moyen d'heures travaillées et part des salariés n'effectuant aucune heure ou de longues heures

(heures hebdomadaires ; pourcentages)

- Contribution des contrats zéro heure (échelle de droite)
- Nombre d'heures moyen (1-49)
- Longues heures (hors personnel de direction, échelle de droite)
- Longues heures (personnel de direction, échelle de droite)



Sources : Eurostat, comptes nationaux, enquête européenne sur les forces de travail.

Notes : Les dernières observations se rapportent au deuxième trimestre 2024 pour la partie a et à 2022 pour la partie b. La rubrique « Longues heures » correspond au pourcentage de salariés qui ont travaillé plus de 49 heures par semaine. La rubrique « Nombre moyen d'heures (1-49) » correspond au nombre moyen d'heures hebdomadaires effectuées par les salariés qui ont travaillé entre 1 heure et 49 heures au cours de la semaine précédente.

**Il semblerait que les préférences des salariés en matière de temps de travail aient peu évolué à la suite de la pandémie, ce qui suggère qu'il n'y aura pas d'augmentation à l'avenir du nombre d'heures réalisées et que ces préférences continueront de peser sur le nombre moyen d'heures travaillées.**

En ligne avec la diminution du nombre moyen d'heures travaillées, l'enquête européenne sur les forces de travail montre que la préférence pour travailler moins d'heures s'inscrit sur une tendance baissière qui n'a pas été affectée par la pandémie. En 2023, si les travailleurs à temps plein et les personnes occupant un

poste de direction n'ont pas souhaité travailler davantage d'heures, les travailleurs à temps partiel et les travailleurs occupant des emplois élémentaires ont cherché à travailler plus intensivement. La diminution du nombre d'heures travaillées s'expliquant par une baisse de la demande de main-d'œuvre dans certains secteurs seulement, une augmentation du nombre d'heures travaillées fournies serait nécessaire pour résorber l'écart entre le nombre d'heures travaillées et le niveau enregistré avant la pandémie. Toutefois, dans l'ensemble, les préférences en matière de temps de travail ne suggèrent qu'un soutien limité à une augmentation du nombre moyen d'heures travaillées à l'avenir et donc des risques à la baisse limités pour la croissance de l'emploi.

## 6 La dynamique de la population active

**La population active de la zone euro a fortement augmenté ces dernières années et demeure nettement supérieure à sa tendance pré- pandémique, ce qui aide les entreprises à remédier aux pénuries de main-d'œuvre.** Alors que la pandémie avait temporairement découragé la participation au marché du travail, le taux d'activité s'est redressé depuis et a même dépassé ses niveaux d'avant la pandémie (graphique 8, partie a). Ce taux a diminué de 2,5 points de pourcentage entre le quatrième trimestre 2019 et le deuxième trimestre 2020. Cette évolution reflète une baisse de 3,8 % de la population en âge de travailler en activité dans la zone euro, plus de 6 millions de travailleurs ayant quitté temporairement la population active durant la pandémie, selon les données de l'enquête européenne sur les forces de travail. La population active s'est rapidement redressée par la suite. Le taux d'activité est revenu à son niveau d'avant la pandémie au quatrième trimestre 2021 et, en juillet 2024, la population active était supérieure d'environ 8,6 millions de personnes au chiffre de janvier 2020, soit un niveau supérieur de 5,3 % à celui enregistré au cours de la période prépandémique. Ce taux correspond à une trajectoire haussière de 0,2 % par an depuis 2022, contre 0,1 % entre 2009 et 2022<sup>14</sup>. La disponibilité accrue des travailleurs peut avoir encouragé le comportement des entreprises en matière d'embauche des travailleurs dont elles manquaient, ou dont elles prévoyaient de manquer, pendant une période de pénuries de main-d'œuvre, malgré l'atonie de l'environnement économique.

**Les transitions de l'inactivité vers l'emploi ont été le principal déterminant de la croissance de l'emploi.** Le soutien généralisé apporté par les dispositifs de maintien de l'emploi a contribué à contenir le flux de travailleurs passant de l'emploi à l'inactivité pendant la pandémie, empêchant ainsi une diminution plus importante et plus durable de la population active. Si l'augmentation du phénomène de découragement sur le marché du travail à la suite de la pandémie a été temporaire, la reprise a suivi des trajectoires différentes selon les pays. Le graphique 8, partie a montre que la France, l'Espagne et les Pays-Bas ont renoué avec leurs niveaux d'avant la pandémie au troisième trimestre 2021, tandis que l'Allemagne et l'Italie ont

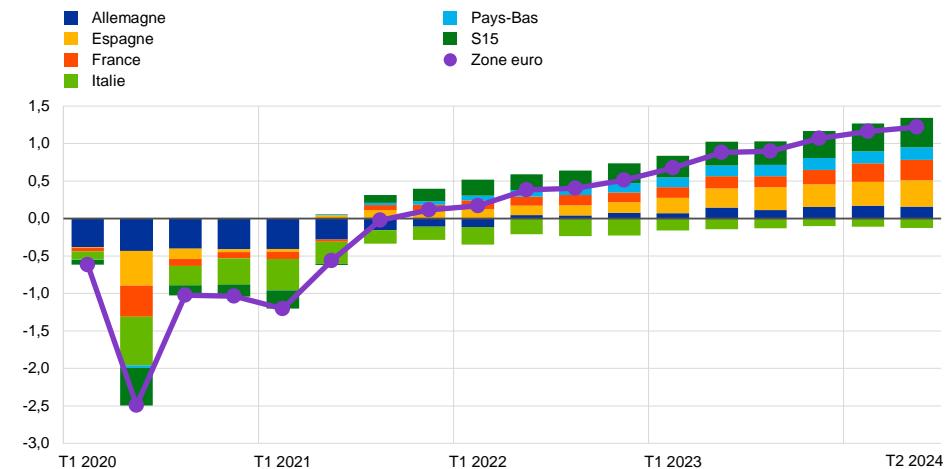
<sup>14</sup> Pour une précédente analyse sur ce sujet, cf. l'encadré intitulé « *Évolutions de l'offre de main-d'œuvre dans la zone euro durant la pandémie de COVID-19* », *Bulletin économique*, n° 7, BCE, 2021, et Berson (C.) et Botelho (B.), « *Record labour participation: workforce gets older, better educated and more female* », *The ECB Blog*, BCE, 8 novembre 2023.

mis plus de temps (deuxième trimestre 2022 et premier trimestre 2023, respectivement). La pandémie a également eu une forte incidence sur les possibilités de télétravail, augmentant la participation des groupes les plus impactés (les femmes, les travailleurs âgés et les travailleurs diplômés de l'enseignement supérieur).

### Graphique 8 Taux d'activité

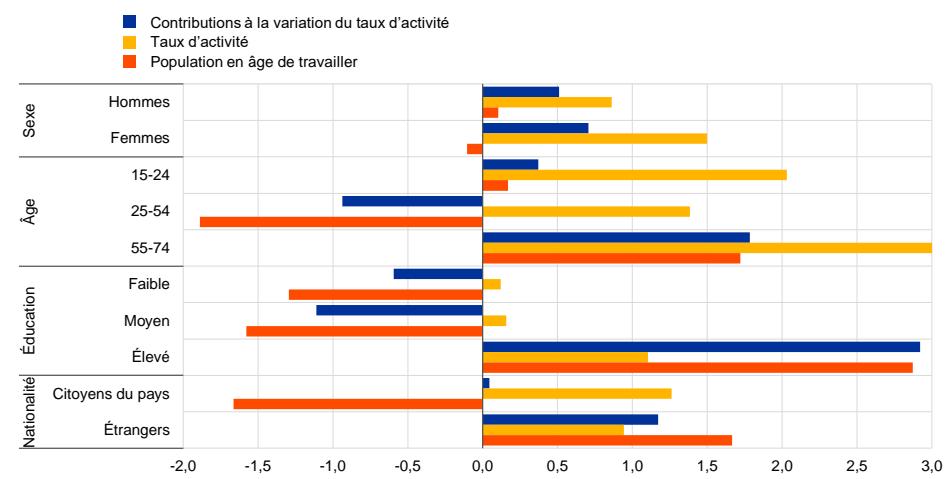
#### a) Variations du taux d'activité dans la zone euro depuis le quatrième trimestre 2019 et contributions des pays

(en points de pourcentage)



#### b) Variation du taux d'activité et parts de la population en âge de travailler en fonction des caractéristiques sociodémographiques entre le quatrième trimestre 2019 et le deuxième trimestre 2024

(en points de pourcentage)



Sources : Eurostat, Enquête européenne sur les forces de travail, statistiques économiques et sociales intégrées (*Integrated Economic and Social Statistics*) et calculs des auteurs.

Notes : La rubrique S15 correspond aux 15 autres pays de la zone euro. Les dernières observations se rapportent au deuxième trimestre 2024.

**Par rapport au quatrième trimestre 2019, le taux d'activité plus élevé est actuellement principalement attribuable aux femmes, aux travailleurs âgés, aux travailleurs diplômés de l'enseignement supérieur et aux travailleurs étrangers (graphique 8, partie b).** S'agissant de la répartition hommes/femmes,

les hommes ont contribué à hauteur de 0,5 point de pourcentage à la hausse du taux d'activité par rapport à son niveau d'avant la pandémie, tandis qu'une hausse de 0,7 point de pourcentage a été imputable aux femmes. S'agissant des groupes d'âge, les travailleurs jeunes et les travailleurs âgés ont contribué à l'augmentation du taux d'activité, à hauteur de 0,4 point de pourcentage et 1,8 point de pourcentage, respectivement, les travailleurs d'âge intermédiaire exerçant quant à eux une incidence baissière (– 0,9 point de pourcentage) sur ce taux. S'agissant des groupes selon le niveau d'éducation (ou de qualification), les diplômés de l'enseignement supérieur sont à l'origine de la majeure partie de l'augmentation du taux d'activité, avec une hausse de 2,9 points de pourcentage. À l'inverse, les personnes dont le niveau d'éducation est moins élevé ont contribué négativement au taux d'activité, avec une baisse de 0,6 point de pourcentage, de même que les travailleurs diplômés de l'enseignement secondaire (travailleurs de qualification intermédiaire), avec une baisse de 1,1 point de pourcentage. En termes de nationalité, la contribution des travailleurs nationaux à l'augmentation du taux d'activité a été négligeable, tandis que les travailleurs étrangers ont contribué à hauteur de 1,2 point de pourcentage.

**Deux facteurs sous-tendent l'augmentation du taux d'activité dans les différents groupes sociodémographiques : a) l'augmentation des taux d'activité de chaque groupe et b) les variations de la part de chaque groupe dans la population en âge de travailler depuis le début de la pandémie.**

Les modifications de la composition de la population en âge de travailler sont importantes pour quantifier les contributions de chaque groupe à l'augmentation du taux d'activité. Par exemple, le vieillissement de la population peut être observé au travers de la forte réduction du nombre de travailleurs d'âge intermédiaire dans la population en âge de travailler et de la forte augmentation du nombre de travailleurs âgés<sup>15</sup>. Même si le taux d'activité des travailleurs d'âge intermédiaire s'est renforcé entre le quatrième trimestre 2019 et le deuxième trimestre 2024, la forte diminution de ce groupe dans la population en âge de travailler a contribué négativement à la hausse globale du taux d'activité. Il en va de même pour les personnes diplômées de l'enseignement secondaire. En ce qui concerne la nationalité, on a observé une augmentation de la population en âge de travailler pour les travailleurs étrangers dans la zone euro et une réduction correspondante de cette population pour les travailleurs nationaux. Ces deux groupes ayant enregistré des hausses de leur taux d'activité, leurs contributions sont restées positives, bien que proches de zéro pour les travailleurs nationaux.

## 7 Anticipations relatives à l'emploi et au chômage tirées d'enquêtes

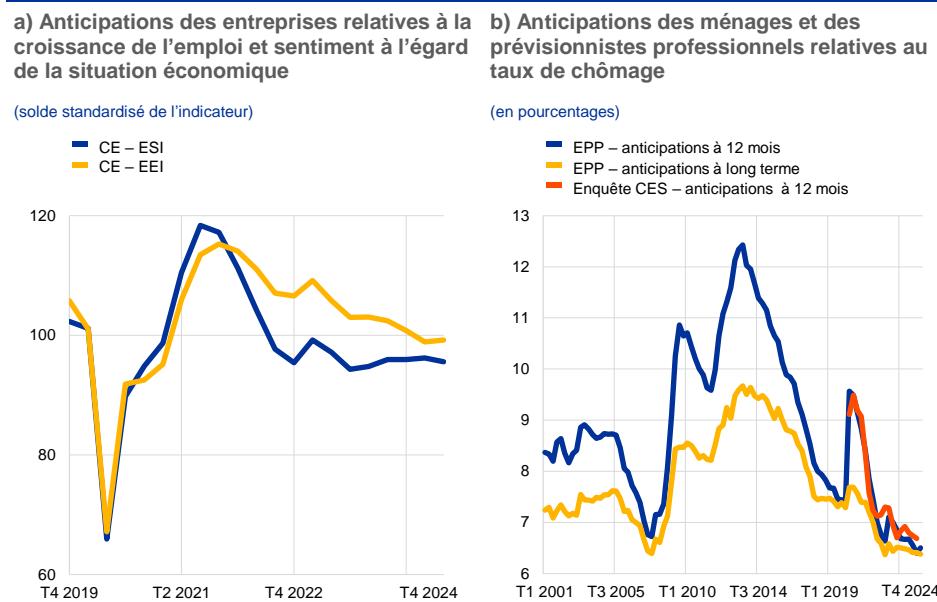
**Les résultats d'enquêtes récents suggèrent que les entreprises s'attendent à un ralentissement de la croissance de l'emploi à court terme (graphique 9, partie a).** L'enquête trimestrielle sur l'accès des entreprises au financement

<sup>15</sup> Pour l'impact sur la dépense publique et la croissance de la production potentielle, cf. l'encadré intitulé « [Projections des coûts liés au vieillissement : nouvelles données issues du rapport 2024 sur le vieillissement](#) », *Bulletin économique*, n° 5, BCE, 2024.

interroge les entreprises de la zone euro sur leurs anticipations relatives à l'emploi au cours des 12 prochains mois. Les résultats de l'enquête la plus récente pour le troisième trimestre 2024 suggèrent que les entreprises anticipent un ralentissement continu de la croissance de l'emploi en ce qui les concerne. Comme indiqué par l'enquête, les anticipations moyennes relatives à la croissance de l'emploi dans la zone euro se sont établies à 1 % en rythme annuel au troisième trimestre 2024, contre 1,3 % au deuxième trimestre. Cette évolution est globalement en ligne avec le ralentissement à court terme de la croissance de l'emploi prévu dans les [projections macroéconomiques de décembre 2024 établies par les services de l'Eurosystème](#). L'indicateur des perspectives d'emploi de la Commission européenne, qui est tiré d'enquêtes et capture les anticipations des entreprises relatives à la croissance de l'emploi pour les trois prochains mois, signale également une croissance modérée de l'emploi. S'agissant des différents secteurs, les anticipations relatives à la croissance de l'emploi demeurent les plus élevées pour les services et les plus basses pour le secteur industriel. En outre, les anticipations relatives à la croissance de l'emploi sont davantage alignées avec l'indicateur du climat économique (*Economic Sentiment Indicator*, ESI) de la Commission européenne (graphique 9, partie a), ce qui laisse penser que la croissance de la productivité va s'améliorer. Si les deux indicateurs ont évolué en corrélation jusqu'à fin 2021, à compter de 2022, les anticipations relatives à la croissance de l'emploi sont restées systématiquement plus élevées que l'indicateur du climat économique, reflétant la croissance plus faible de la productivité observée au cours de cette période.

### Graphique 9

#### Anticipations des entreprises, des ménages et des prévisionnistes professionnels



Sources : Enquêtes de la Commission européenne auprès des consommateurs et des entreprises, enquête de la BCE auprès des prévisionnistes professionnels (EPP) et enquête de la BCE sur les anticipations des consommateurs (enquête CES).  
Notes : La rubrique CE – ESI correspond à l'indicateur du climat économique (*Economic Sentiment Indicator*) de la Commission européenne et la rubrique CE – EEI à l'indicateur des perspectives d'emploi (*Employment Expectations Indicator*) de la Commission européenne. Les anticipations ressortant de l'enquête CES sont centrées par l'écart entre les perceptions du taux de chômage national et le taux de chômage moyen de la zone euro. Les dernières observations se rapportent au quatrième trimestre 2024 pour les données de la Commission européenne (approximées à l'aide des valeurs d'octobre) (partie a), au troisième trimestre 2024 pour l'enquête CES et au quatrième trimestre 2024 pour les données de l'EPP (partie b).

### **Le taux de chômage devrait demeurer bas au cours des prochains trimestres.**

Après un pic au début de la pandémie, les anticipations relatives au taux de chômage des prévisionnistes professionnels et des consommateurs ont diminué de manière régulière. L'enquête de la BCE auprès des prévisionnistes professionnels indique que le taux de chômage dans la zone euro devrait rester stable à court et à long terme, et proche de son plus bas niveau depuis l'introduction de l'euro (graphique 9, partie b). Dans la dernière vague de l'enquête partant du quatrième trimestre 2024, la prévision moyenne à 12 mois s'est établie à 6,5 % et la distribution des estimations a été globalement équilibrée autour de la moyenne. Les anticipations relatives au taux de chômage à l'horizon de cinq ans ont été légèrement plus basses, s'établissant à 6,4 % en moyenne. Ces anticipations relatives au taux de chômage à court terme sont étroitement alignées avec le taux de chômage moyen de 6,5 % prévu pour 2025 dans les [projections macroéconomiques de décembre 2024 établies par les services de l'Eurosystème](#). Elles sont également globalement cohérentes avec les anticipations des ménages tirées de l'enquête de la BCE sur les anticipations des consommateurs. Dans la dernière vague de cette enquête, les participants ont fait état d'anticipations relatives au taux de chômage plus faibles que dans l'enquête précédente<sup>16</sup>, mais légèrement supérieures à celles des prévisionnistes professionnels (graphique 9, partie b).

**Globalement, les données d'enquêtes suggèrent une relative stabilité du marché du travail à l'avenir.** La croissance de l'emploi devrait se modérer, tandis que le chômage devrait rester bas. Les anticipations relatives à l'emploi semblent également s'aligner plus étroitement avec les anticipations relatives à l'activité économique, ce qui suggère une reprise de la croissance de la productivité à l'avenir. Les anticipations tirées d'enquêtes semblent donc aller dans le sens d'un ajustement conjoncturel du marché du travail.

## **8 Conclusions**

**La résilience du marché du travail est un déterminant important pour évaluer les évolutions futures des salaires et de l'inflation.** En surveillant attentivement la résilience du marché du travail, les décideurs peuvent mieux prévoir et gérer l'inflation, garantissant une croissance et une stabilité économiques durables. Les facteurs qui déterminent la résilience du marché du travail affectent différemment la réaction de l'inflation aux chocs économiques. La résilience actuelle de l'emploi résulte principalement des tendances des entreprises en matière de maintien de sureffectifs et de l'ajustement immédiat des salaires réels en réponse à la crise énergétique. La vigueur observée récemment sur le marché du travail de la zone euro peut donc être attribuée en grande partie à des facteurs conjoncturels, qui devraient généralement se dissiper à l'avenir.

---

<sup>16</sup> Ce résultat est conforme aux anticipations des ménages relatives au chômage, telles qu'elles ressortent de l'enquête de la Commission européenne auprès des entreprises et des consommateurs. Dans la dernière enquête, les ménages s'attendent à ce que le nombre de chômeurs augmente à un rythme inférieur à sa moyenne de long terme.

**À plus long terme, le marché du travail de la zone euro devrait se rapprocher de sa corrélation historique avec la production, dans la mesure où l'on s'attend à ce que certains des facteurs conjoncturels qui soutenaient l'emploi s'atténuent.** Les prix de l'énergie et des intrants intermédiaires se normalisent, mais à un niveau plus élevé, tandis que l'inflation se ralentit et que les salaires réels enregistrent un rebond. Cette évolution rendra moins pertinente la substitution entre le facteur travail et les autres intrants. Avec la stabilisation des profits et l'affaiblissement de la demande, les entreprises seront moins incitées à maintenir des sureffectifs. Des facteurs structurels, tels qu'une tendance négative du nombre moyen d'heures travaillées et de la dynamique de la population active, devraient persister à moyen terme. D'autres éléments structurels devraient influencer de manière significative les évolutions futures des marchés du travail. Parmi ces éléments, la réallocation en cours des ressources et les efforts pour soutenir une transition verte et numérique sont particulièrement importants. De plus, les évolutions sociodémographiques joueront un rôle essentiel dans la détermination de la dynamique du marché du travail.

### 3

## Quatre ans après le lancement du programme *Next Generation EU* : une évaluation préliminaire actualisée de son impact économique

Krzysztof Bańkowski, Nicholai Benalal, Othman Bouabdallah, Roberta De Stefani, Christian Huber, Pascal Jacquinot, Carolin Nerlich, Marta Rodríguez-Vives, Bela Szörfi, Nico Zorell et Christoph Zwick

### 1 Introduction

**Quatre ans après la mise en œuvre du programme « *Next Generation EU* » (NGEU), cet article propose une évaluation actualisée de ses effets économiques.** Afin de soutenir la reprise économique de l'Europe à l'issue de la pandémie et de rendre ses économies plus compétitives et plus résistantes, en mettant l'accent sur les transformations numérique et verte, les États membres de l'Union européenne ont décidé en juillet 2020 de lancer le plus grand programme de financement jamais mis en place par l'UE, le NGEU. Pour atteindre ces objectifs, le programme offre aux États membres de l'UE un soutien financier subordonné à la mise en œuvre de projets d'investissement et de réforme spécifiques au cours de la période 2021-2026. Une analyse antérieure réalisée par les services de la BCE a conclu que le NGEU pouvait atteindre ces objectifs, à condition que les investissements et les réformes prévus soient mis en œuvre rapidement et de manière efficace<sup>1</sup>. À présent, à plus de la moitié de la période de mise en œuvre du NGEU, cet article fournit une description de la situation à ce jour, ainsi qu'une évaluation actualisée de l'impact économique du programme. Il se concentre sur l'impact de la facilité pour la reprise et la résilience (FRR) – au cœur du NGEU – sur l'économie de la zone euro. Parmi les pays de la zone euro, une attention particulière est accordée à l'Italie et à l'Espagne, qui sont les principaux bénéficiaires des fonds de la FRR en termes absolus.

### 2 Bilan de la mise en œuvre de la FRR

**Le budget initial alloué au fonds NGEU s'élevait à plus de 800 milliards d'euros pour l'ensemble de l'UE.** Parmi les différents programmes lancés dans le cadre du NGEU, la FRR était de loin le plus important, représentant près de 724 milliards d'euros, soit 90 % environ de l'enveloppe totale. Dans le cadre de la FRR, des financements ont été mis à la disposition des États membres de l'UE sous forme de subventions (jusqu'à 338 milliards d'euros) et de prêts (jusqu'à près de 386 milliards d'euros).

---

<sup>1</sup> Cf. l'article intitulé « *Le programme Next Generation EU du point de vue de la zone euro* », *Bulletin économique*, n° 1, BCE, 2022. Pour plus de détails, cf. Bańkowski (K.) et al., « *The economic impact of Next Generation EU: a euro area perspective* », *Occasional Paper Series*, n° 291, BCE, 2022.

**Depuis, les demandes des États membres de l'UE sur les fonds de la FRR se sont élevées à 650 milliards d'euros.** Si tous les pays ont sollicité l'intégralité des subventions au titre de la FRR, plusieurs ont choisi de ne pas solliciter de prêts à ce titre ou ont demandé un montant inférieur à celui auquel ils avaient droit avant l'échéance d'août 2023. En outre, l'enveloppe elle-même a été révisée par la suite<sup>2</sup>. En conséquence de l'actualisation des plans nationaux pour la reprise et la résilience (PRR) et de l'enveloppe totale, au 26 août 2024, les pays de l'UE avaient demandé 650 milliards d'euros de fonds au titre de la FRR. Cela équivaut à 4,6 % du produit intérieur brut (PIB) de l'UE en 2019. En outre, dans le cadre du NGEU, les États membres peuvent prétendre à 83 milliards d'euros (0,6 % du PIB de l'UE en 2019) de fonds provenant d'autres programmes. Il convient de souligner que, même si l'ampleur des versements aux États membres au titre du programme NGEU a augmenté de manière significative, cette hausse est en partie contrebalancée par une érosion causée par le choc inflationniste non anticipé intervenu après le début du programme. S'agissant des subventions pour le financement de l'investissement, qui sont les plus importantes en termes de stimulation macroéconomique, la hausse nominale (environ 10 % pour les pays de la zone euro) correspond globalement au maintien de la valeur réelle.

**En ce qui concerne la zone euro, les pays membres sont autorisés à utiliser 532 milliards d'euros de fonds de la FRR, soit 82 % du total pour l'UE (650 milliards).** Selon les estimations, un montant un peu inférieur, soit 486 milliards d'euros, sera effectivement dépensé<sup>3</sup>. C'est sur la base de ce dernier chiffre – près de 500 milliards d'euros de dépenses publiques financées par la FRR – que le présent article établit des estimations de l'impact macroéconomique de la FRR sur la zone euro par le canal budgétaire.

**Afin de verser ces fonds aux États membres de l'UE, au moment de la rédaction du présent article, la Commission avait déjà emprunté plus de 320 milliards d'euros.** Sur ce montant, 265,4 milliards d'euros ont été versés aux États membres ayant atteint de manière satisfaisante les étapes qualitatives et les objectifs quantitatifs liés à l'achèvement des réformes et des investissements associés à chaque tranche de la FRR. Cela signifie qu'à ce jour, environ 60 % des subventions et des prêts au titre de la FRR devaient encore être versés aux États membres de l'UE (50 % pour les pays de la zone euro).

**La mise en œuvre de la FRR a permis des emprunts conjoints et un partage des risques entre les États membres.** C'est particulièrement le cas pour la composante subvention. Les subventions étant destinées à être remboursées par le

<sup>2</sup> Les révisions incluent des subventions supplémentaires au titre du système d'échange de quotas d'émission (SEQE) et des transferts provenant de la réserve d'ajustement au Brexit, pour un total de 20 milliards d'euros et 2 milliards d'euros, respectivement.

<sup>3</sup> Estimation par le Groupe de travail sur les finances publiques du Système européen de banques centrales en juin 2024 (exercice global de projections macroéconomiques). L'écart entre les fonds de la FRR alloués aux pays de la zone euro et les fonds de la FRR dont on estime qu'ils seront dépensés est dû au fait que, dans quelques pays, les droits à prêts ne devraient pas être utilisés dans leur intégralité. En conséquence, les dépenses au titre de la FRR dans la zone euro devraient être financées par 295 milliards d'euros de subventions (la différence par rapport à l'estimation du Groupe de travail sur les finances publiques est principalement due à l'inclusion ultérieure d'un chapitre sur le REPowerEU dans le plan pour la reprise et la résilience de l'Allemagne) et par 194 milliards d'euros de prêts, même si les pays pourraient utiliser jusqu'à 237 milliards d'euros de prêts.

biais du budget de l'UE, elles n'alourdissent pas la dette nationale. Toutefois, cela ne signifie pas qu'il s'agit d'une mesure sans frais pour les États membres en tant que groupe. Si les risques de remboursement sont minimes en raison des garanties budgétaires mises en place, la charge du remboursement pèsera *in fine* presque entièrement sur les États membres. L'incidence et la répartition de ce fardeau entre les pays demeurent incertaines.

## Emprunts, paiements et dépenses au titre de la FRR

### Emprunt et remboursement dans le cadre du NGEU

**Avec la mise en œuvre du NGEU, le volume des émissions de la Commission européenne sur les marchés de capitaux internationaux a nettement augmenté.** Si les émissions de la Commission européenne pour le compte de l'Union européenne visant à financer les programmes d'actions de l'UE avaient été auparavant limitées, entre janvier 2020 et mai 2024, les émissions nettes de la Commission ont atteint près de 500 milliards d'euros, principalement pour le NGEU. Ce montant a dépassé celui des émissions réalisées par d'autres entités de l'UE, notamment le mécanisme européen de stabilité et la Banque européenne d'investissement. Ces emprunts à grande échelle se poursuivront jusqu'à fin 2026 au plus tard, avec une estimation d'environ 150 milliards d'euros d'émissions par an. Conformément à la décision relative aux ressources propres<sup>4</sup>, après 2026, la Commission européenne ne sera pas en mesure de procéder à de nouveaux emprunts nets. Elle dispose toutefois d'une marge de manœuvre pour passer à des opérations régulières de gestion de la liquidité et de renouvellement de la dette, visant à lisser l'échéancier de remboursement des emprunts de l'UE alloués au NGEU jusqu'au 31 décembre 2058 au plus tard.

**Les prêts seront remboursés par les États membres emprunteurs et la composante subvention du NGEU sera financée par le budget de l'UE, des garanties budgétaires étant mises en place afin d'atténuer les risques sur les remboursements futurs.** En particulier, les États membres se sont engagés à veiller à ce que le budget de la Commission européenne dispose de suffisamment de liquidités pour rembourser les subventions. Le refinancement est garanti par la « marge de manœuvre budgétaire » temporaire, c'est-à-dire l'engagement des États membres pouvant aller, jusqu'à 0,6 % du revenu national brut (RNB) afin d'assurer que l'UE puisse honorer ses engagements vis-à-vis des investisseurs. En outre, la Commission européenne a proposé d'augmenter de 0,2 % supplémentaire le RNB par le biais d'une combinaison de recettes de l'UE traditionnelles et de transferts supplémentaires. Toutefois, l'incertitude demeure quant au fait de savoir si le Conseil de l'Union européenne approuvera la proposition.

**Même si nous n'envisageons pas de risque de remboursement significatif résultant de l'emprunt dans le cadre du NGEU, la charge financière**

<sup>4</sup> [Décision \(UE, Euratom\) 2020/2053 du Conseil](#) du 14 décembre 2020 relative au système des ressources propres de l'Union européenne, JO L 424 du 15.12.2020.

**pèsera *in fine* sur les États membres de l'UE, qui devraient en tenir compte dans leurs plans à moyen terme.** Dans l'hypothèse où la Commission européenne utilisera la marge de manœuvre disponible pour garantir une réduction régulière et prévisible des passifs, nous estimons que le coût annuel de remboursement de la composante subvention de la FRR atteindra un pic à 26 milliards d'euros en 2028 et diminuera régulièrement par la suite. Les remboursements demeurent bien inférieurs à la marge de manœuvre budgétaire temporaire et pourraient être intégralement couverts soit par de nouvelles ressources propres de l'UE, soit par des contributions plus élevées fondées sur le RNB, qui sont toutes deux d'un montant suffisant. Indépendamment de l'accord sur la proposition de la Commission européenne, le remboursement dépendra largement des transferts nationaux au budget de l'UE, ce qui pourrait entraîner une hausse des taxes ou des contraintes sur les investissements. Néanmoins, il existe des risques spécifiques aux pays, chaque option ayant divers effets distributionnels.

### Paiements de la FRR aux États membres

**En août 2024, plus de 238 milliards de paiements au titre de la FRR avaient été effectués, dont 156 milliards sous forme de subventions.** Ces paiements aux États membres ont fait suite à 45 demandes de paiement finalisées adressées à la Commission. En outre, huit autres demandes avaient été soumises mais pas encore été finalisées en août (le tableau 1 présente des éléments pour la zone euro, les pays hors zone euro et l'ensemble de l'UE).

**Tableau 1**

Dépenses financées par la FRR dans la zone euro et dans le reste de l'UE : demandes de paiement, versements et modifications des plans

	Août 2024				
	Demandes de paiement soumises	Tranches versées	Proposition de révisions des plans pour la reprise et la résilience	Fonds versés	
				Subventions	Prêts
Zone euro	53	45	34	156,6 milliards d'euros	82,1 milliards d'euros
Hors zone euro	11	9	8	14,2 milliards d'euros	12,5 milliards d'euros
Total de l'UE	64	54	42	170,8 milliards d'euros	94,6 milliards d'euros

Source : Commission européenne ; dernière mise à jour le 26 août 2024.

Notes : En août 2024, la Commission européenne avait déjà émis environ 325 milliards d'euros (environ la moitié du total) pour financer les paiements de la FRR aux États membres de l'UE. Les « tranches versées » n'incluent pas les préfinancements. Les chiffres tiennent compte des versements partiels dus à la suspension des paiements initiaux.

### Dépenses financées par la FRR dans la zone euro

**La composition des dépenses financées par la FRR entre les pays de la zone euro varie considérablement en termes de part du PIB national et de part du PIB total de la zone euro (graphique 1).** Certaines différences peuvent également être observées en termes de distribution des catégories de dépenses au sein des pays, bien que les dépenses d'investissement de l'État – la somme de

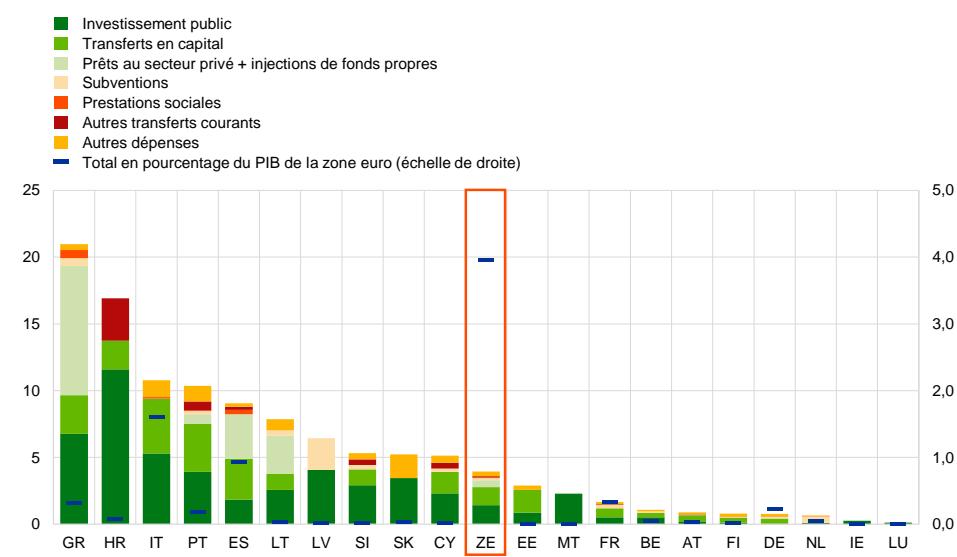
l'investissement public et des transferts en capital des administrations publiques – représentent l'essentiel des dépenses dans presque tous les pays.

**Une grande partie des dépenses financées par la FRR vise à soutenir les transitions verte et numérique.** Conformément à la législation du NGEU, les pays doivent consacrer au moins 37 % des dépenses dans le cadre de la FRR à des projets verts et 20 % à des projets numériques. De fait, les montants réels des fonds de la FRR que les pays de la zone euro se sont engagés à dépenser pour ces deux catégories de projets d'ici fin 2026 dépassent largement ces objectifs. Selon la Commission européenne, les engagements atteignent en moyenne 42 % (dépenses vertes) et 27 % (dépenses numériques) du total des fonds de la FRR. Les contributions des plans nationaux à la réalisation des objectifs climatiques et numériques sont hétérogènes selon les pays de la zone euro.

### Graphique 1

#### Dépenses financées par la FRR : distribution dans les pays de la zone euro

(en pourcentage du PIB de 2019 ; 2021-2026)



Sources : Groupe de travail sur les finances publiques du Système européen de banques centrales (SEBC) et calculs des services de la BCE.

Notes : Sur la base des estimations par les BCN des plans de dépenses nationaux. Pour l'Espagne, seule la moitié environ des prêts au titre de la FRR devrait être absorbée. La différence entre le total des prêts inclus dans le PRR espagnol révisé (83 milliards d'euros) et l'estimation du Banco de Espana (41,5 milliards) est due aux hypothèses concernant la demande finale de ces prêts, et elle est entourée d'une incertitude élevée. Une absorption légèrement plus faible de la FRR est également estimée pour la Slovaquie (0,85 milliard d'euros de moins) et la Croatie (0,7 milliard de moins). Dans l'ensemble, les dépenses cumulées totales sont estimées à 486 milliards d'euros, soit 43 milliards de moins que ce qui était demandé à l'époque dans les PRR révisés. L'enveloppe officielle de la zone euro avait augmenté de plus de 2 milliards d'euros pour s'établir à 532 milliards en août. Investissements publics + transferts en capital des administrations publiques = dépenses en capital des administrations publiques.

**En moyenne, les experts budgétaires du Système européen de banques centrales (SEBC) estiment qu'environ 80 % des dépenses fondées sur la FRR dans la zone euro sont de nature additive.** En d'autres termes, cette part des dépenses représente une véritable relance budgétaire plutôt qu'un substitut aux dépenses déjà prévues. C'est sur cette base que les estimations macroéconomiques du présent article ont été réalisées.

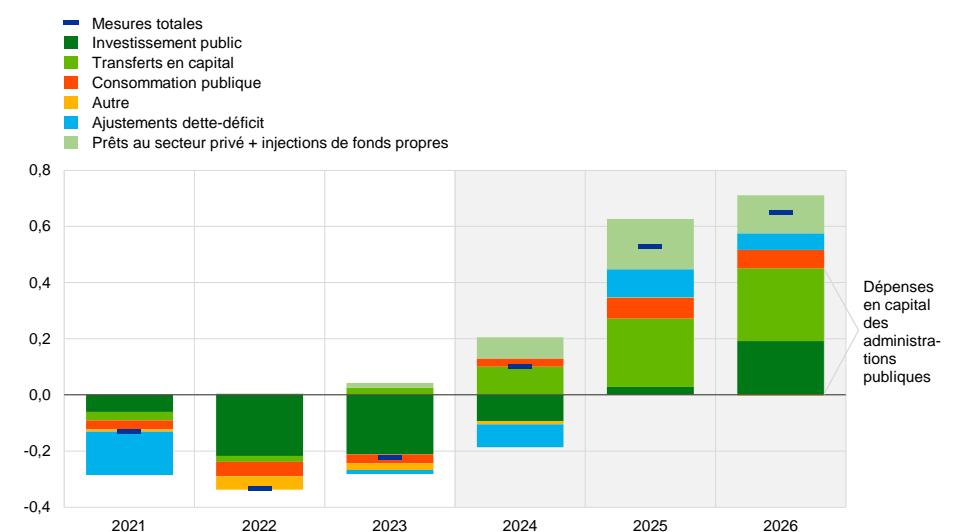
**Les dépenses financées par la FRR sont fortement reportées sur la deuxième moitié du programme, avec des implications claires pour l'évaluation de l'impact macroéconomique.** Pour chaque année comprise entre 2021 et 2023,

la plupart des pays de la zone euro ont enregistré une sous-exécution significative des dépenses financées par le FRR par rapport à leurs plans initiaux (graphique 2). Ce profil est observé pour les bénéficiaires de financement aussi bien relativement élevé que faible. Cela résulte principalement a) de limites à la capacité administrative de dépenser ; et b) d'une séquence de chocs qui a entraîné des goulets d'étranglement du côté de l'offre et une réduction des contrats de marchés publics en raison d'une inflation plus élevée que prévu. Par conséquent, les services de la BCE estiment que sur la période 2021-2023, la FRR n'a fait augmenter le niveau du PIB de la zone euro que de 0,1 à 0,2 % (cf. section 3). Ce chiffre est nettement inférieur à l'effet précédemment estimé d'environ 0,5%, qui supposait une mise en œuvre rapide et complète des plans initiaux en l'absence de poussée inflationniste.

### Graphique 2

Dépenses financées par la FRR dans la zone euro : différence entre les dépenses réelles estimées à la suite des révisions du plan et les estimations initiales du SEBC

(en pourcentage du PIB de 2019 ; différences annuelles)



Sources : Groupe de travail sur les finances publiques du SEBC (juin 2024) et calculs des services de la BCE.

Notes : Le point le plus élevé en 2026 résulte principalement de deux évolutions intervenues en 2023, à savoir : a) une augmentation de 15,4 milliards d'euros de l'enveloppe de la FRR de la zone euro ; et b) l'utilisation de prêts supplémentaires de la FRR pour un total de 98 milliards d'euros par certains États membres de la zone euro avant l'échéance d'août 2026. Investissements publics + transferts en capital des administrations publiques = dépenses en capital des administrations publiques. La zone ombrée représente l'exécution prévue.

## Réformes structurelles liées à la FRR

**Les réformes structurelles constituent un élément essentiel des PRR et complètent les investissements liés à la FRR<sup>5</sup>.** Les réformes prévues visent à moderniser les économies de la zone euro et à accroître leur résilience à moyen terme. À cette fin, le règlement FRR exige que les réformes soient adaptées aux faiblesses structurelles des États membres, qu'elles soient proportionnées à la taille des enveloppes individuelles de la FRR et complémentaires des dépenses publiques

<sup>5</sup> Cf. Bańkowski *et al.* (2022), *op. cit.*, pour une évaluation détaillée par les services de la BCE des plans initiaux des réformes liés au PRR.

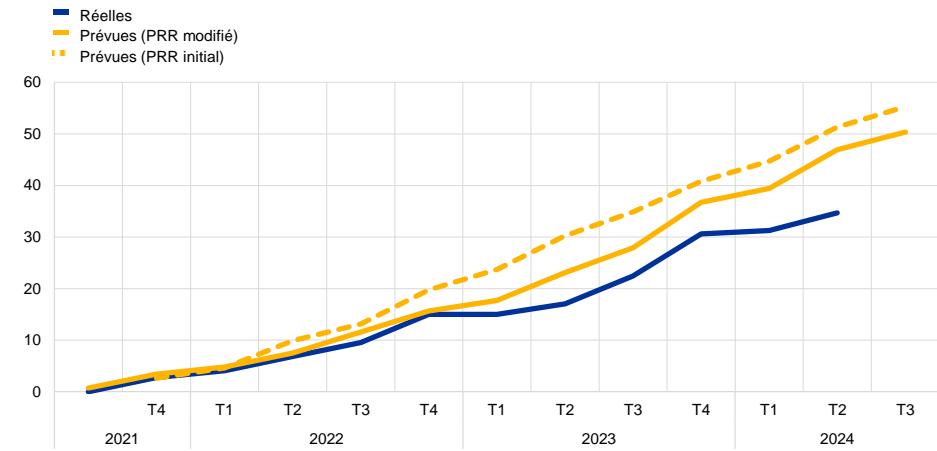
financées par la FRR. Les réformes soutiennent également la convergence institutionnelle et économique entre les pays de la zone euro, étant donné que les conditions-cadres initiales dans les pays disposant des plans de réformes les plus complets liés à la FRR ont été généralement plus faibles que dans de nombreux pays pairs. Les récentes modifications apportées au PRR ont laissé l'équilibre global des réformes et des investissements globalement inchangé par rapport aux plans initiaux (les réformes représentant 40 % de l'ensemble des jalons et des cibles), mais les réformes prévues sont devenues « plus vertes » et moins concentrées en début de période dans l'ensemble.

**Bien que la mise en œuvre des réformes structurelles liées à la FRR ait progressé, des retards importants dans la mise en œuvre du PRR se sont matérialisés.** Début septembre 2024, les pays de la zone euro étaient parvenus à atteindre environ 40 % de l'ensemble des jalons et des cibles relatifs aux réformes structurelles, selon l'évaluation de la Commission européenne. Cela étant, seul un tiers environ de l'ensemble des demandes de paiement envisagées avaient été soumises à cette date. Ce chiffre est inférieur au calendrier indicatif figurant dans les PRR, selon lequel environ la moitié de l'ensemble des demandes de paiement prévues auraient dû être soumises à cette date (graphique 3). Les pays de la zone euro qui présentent à la fois une capacité administrative relativement faible et bénéficiant d'une part importante de la FRR ont enregistré les plus longs délais de mise en œuvre du PRR dans l'ensemble.

### Graphique 3

#### Nombre cumulé de demandes de paiement dans le cadre de la FRR

(en pourcentage du total des soumissions prévues)



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

Notes : Le graphique compare le nombre de demandes de paiement soumises dans le cadre de la FRR (« réelles ») avec le nombre de demandes de paiement envisagées dans le PRR initial et le PRR modifié (« prévues »). Les données couvrent l'ensemble des pays de la zone euro.

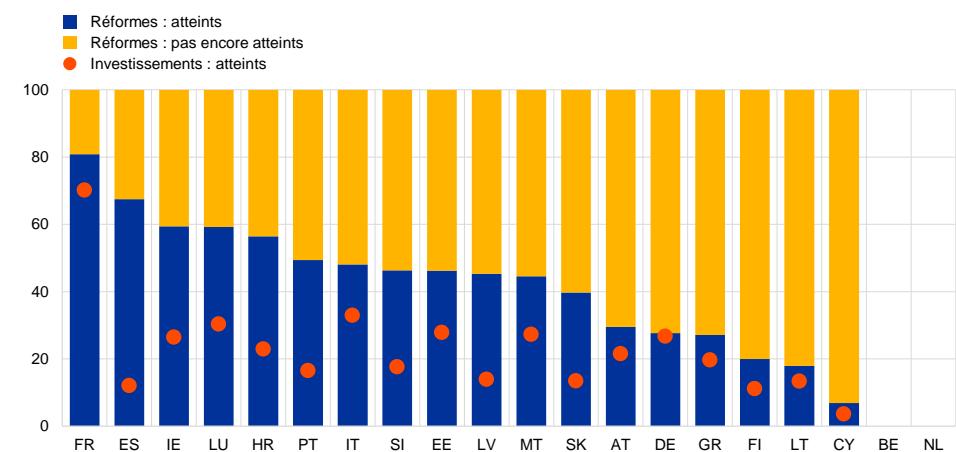
**De nombreux pays de la zone euro doivent encore remplir la plupart, voire la totalité, de leurs engagements en matière de réformes liées à la FRR.** Bien que la FRR soit déjà entrée dans la seconde moitié de sa durée de vie prévue, la part des jalons et des cibles liés aux réformes déjà évalués et considérés comme ayant été atteints par la Commission européenne est bien inférieure à 50 % dans de nombreux pays de la zone euro (graphique 4). Tous les jalons et les cibles devront

être atteints d'ici le 31 août 2026 au plus tard conformément au règlement FRR. Seuls quelques pays ont déjà été évalués et considérés par la Commission européenne comme ayant mis en œuvre plus de 50 % de leurs jalons et leurs cibles liés aux réformes.

#### Graphique 4

#### Progrès dans la mise en œuvre du PRR

(en pourcentage de l'ensemble des jalons et des cibles pertinents)



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

Notes : Inclut uniquement les jalons et les cibles pour lesquelles l'évaluation finale de la Commission européenne est disponible. Aucune évaluation de ce type n'est encore disponible pour la Belgique ou les Pays-Bas.

**Compte tenu de ces défis, il existe un risque que l'efficacité des FRR soit diminuée par une mise en œuvre incomplète ou inefficace.** La mise en œuvre pourrait être incomplète si les États membres ne mettaient en œuvre qu'un sous-ensemble des mesures politiques convenues d'ici août 2026.

Les recommandations par pays pour 2024 formulées dans le cadre du Semestre européen invitent donc de nombreux États membres à accélérer la mise en œuvre de leurs PRR. Toutefois, l'accélération de la mise en œuvre des plans ne suffira pas pour que la FRR atteigne son plein potentiel. Les États membres devront veiller à ce que la rapidité n'intervienne pas au détriment de la qualité des mesures mises en œuvre. Si un arbitrage entre rapidité et qualité devait intervenir, donner la priorité à la qualité par rapport à la rapidité contribuerait à garantir l'efficacité des réformes.

**En adoptant des mesures ciblées, les pays de la zone euro peuvent garantir que les investissements et les réformes liés au NGEU soient mis en œuvre plus efficacement.** Les États membres pourraient réorienter leurs ressources administratives vers la mise en œuvre de leurs PRR et recourir de façon plus intensive à l'assistance technique disponible au niveau de l'UE. En outre, ils pourraient bénéficier des options de rationalisation offertes par les orientations actualisées du PRR de la Commission européenne, qui comprennent des exigences de déclaration simplifiées et des synergies entre les différentes procédures d'audit<sup>6</sup>. Les États membres pourraient également chercher à identifier des modifications réglementaires ciblées en dehors du cadre de la FRR ; ce qui faciliterait le déploiement des PRR sans absorber excessivement les ressources

<sup>6</sup> Cf. « [Updated guidance on recovery and resilience plans](#) », Commission européenne, 23 juillet 2024.

administratives<sup>7</sup>. Dans l'ensemble, ces mesures correctives contribueraient à améliorer la mise en œuvre des réformes dans le cadre des PRR et pourraient même limiter la nécessité d'effectuer un arbitrage entre rapidité et qualité de la mise en œuvre du PRR.

### 3 Estimation de l'impact de la FRR sur l'économie de la zone euro

**Évaluer la façon dont le NGEU affecte l'économie de la zone euro implique d'en examiner les multiples canaux de transmission.** Sur la base des analyses précédentes, nous examinerons trois principaux canaux : a) le canal des primes de risque ; b) le canal budgétaire ; et c) le canal des réformes structurelles. Compte tenu des retards importants de mise en œuvre, les canaux des réformes budgétaires et structurelles doivent être réévalués.

**Les effets des primes de risque qui ont suivi l'annonce du NGEU continuent de profiter aux pays bénéficiaires.** La période qui a suivi la proposition franco-allemande d'un fonds de relance a été marquée par une compression notable des écarts de rendement entre les bénéficiaires. Bańkowski *et al.* (2022) ont conclu qu'une réduction prolongée des primes de risque pourrait accroître durablement la production de la zone euro, jusqu'à 0,2 %, l'Italie et l'Espagne étant les pays qui en tireraient les avantages les plus substantiels. Nous nous sommes abstenus de revoir cette évaluation, car aucune évolution significative justifiant une réévaluation n'est intervenue depuis lors.

**Le canal budgétaire opère par le biais d'une augmentation des dépenses publiques, qui sont principalement dirigées vers les dépenses d'investissement via les investissements publics et les transferts en capital.** À des fins d'analyse, les deux catégories sont traitées comme des investissements publics, les transferts en capital induits par le NGEU étant généralement dédiés à des entités privées, telles que les compagnies ferroviaires, qui exécutent des projets similaires aux investissements publics. L'impact économique se manifeste par une relance de la demande à court terme pendant l'exécution et par un renforcement de la capacité de production à long terme via des augmentations du stock de capital<sup>8</sup>.

**Le canal des réformes structurelles, essentiel pour le potentiel économique à long terme, doit être réévalué en raison de retards de mise en œuvre.** Ces réformes stimulent la production potentielle en améliorant l'efficacité de l'utilisation des ressources. Comme les réformes vont au-delà des facteurs conjoncturels, elles ne devraient pas avoir d'impact direct sur l'inflation – par conséquent, cette étude s'attache principalement aux effets sur la

<sup>7</sup> La Commission européenne a encouragé les États membres à inclure ces mesures dans leurs PRR révisés. Ces mesures supplémentaires peuvent couvrir des domaines tels que la formation, les systèmes informatiques, les modifications des procédures concernant les marchés publics et la délivrance de permis et la numérisation des administrations publiques.

<sup>8</sup> Si le NGEU prévoit également un financement par le secteur privé via des prêts et des injections de fonds propres, ce qui réduit les coûts de financement, l'analyse suggère que ce canal n'a que des effets minimes dans la zone euro. Étant donné qu'il ne peut augmenter le PIB que de 0,1 % dans les pays mettant en œuvre le programme, une exploration détaillée de ce canal n'est pas nécessaire.

production. Toutefois, l'incertitude inhérente à la quantification des réformes structurelles appelle la prudence dans l'interprétation des estimations.

## Modèles et outils

**L'analyse de l'impact économique du NGEU s'appuie sur deux modèles macroéconomiques de grande taille : l'outil d'analyse de la soutenabilité de la dette publique (DSA) du SEBC et l'apport d'un groupe d'experts de l'Eurosystème.** Appliquer plusieurs approches dans cette étude nous permet d'adapter les méthodologies pour traiter les questions clés. L'utilisation de deux types différents de modèles macroéconomiques rend également les résultats plus robustes et nous permet de mettre en évidence les canaux spécifiques qui conduisent à des résultats économiques particuliers.

**Les effets macroéconomiques du canal budgétaire sont évalués à l'aide des modèles EAGLE et ECB-MC.** EAGLE (*euro area and global economy*) est un modèle d'équilibre général stochastique dynamique (DSGE) mondial avec des anticipations prospectives, tandis que le modèle ECB-MC (multi-pays) est un modèle semi-structurel des cinq plus grands pays de la zone euro qui équilibre l'ajustement empirique avec les principes théoriques<sup>9</sup>. Les deux modèles trouvent des multiplicateurs budgétaires pour l'investissement public proches de l'unité, s'alignant avec la littérature qui identifie l'investissement public comme un instrument budgétaire puissant en raison de son impact direct sur le PIB et de l'amélioration du capital productif. Toutefois, les modèles présentent des différences importantes dans leurs mécanismes d'anticipation : L'approche prospective d'EAGLE permet des effets d'anticipation prononcés, tandis que les anticipations rétrospectives de ECB-MC excluent largement ces effets, ce qui entraîne des résultats simulés distincts, en particulier en ce qui concerne la dynamique des prix.

**L'analyse est complétée par deux outils supplémentaires qui apportent un éclairage sur les effets de la production potentielle et du ratio dette/PIB.** Un groupe d'experts de l'Eurosystème composé de membres de sept banques centrales de la zone euro a fourni une évaluation de l'impact du NGEU sur la production potentielle de la zone euro, en examinant à la fois les réformes et l'investissement dans l'ensemble des instruments du NGEU. En outre, l'outil DSA estime l'impact du NGEU sur les ratios dette publique/PIB via une décomposition détaillée de la dynamique de la dette<sup>10</sup>.

<sup>9</sup> Une vue d'ensemble complète du modèle EAGLE est présentée dans Gomes (S.), Jacquinot (P.) et Pisani (M.), « *The EAGLE : A model for policy analysis of macroeconomic interdependence in the euro area* », *Economic Modeling*, vol. 29, n° 5, 2012, p. 1686-1714, tandis que Bańkowski (K.), « *Fiscal policy in the semi-structural model ECB-BASE* », *Working Paper Series*, n° 2802, BCE, mars 2021 détaille le modèle semi-structurel ECB-BASE pour la zone euro, qui sert de base au modèle ECB-MC.

<sup>10</sup> Cf. Bouabdallah *et al.*, « *Debt sustainability analysis for euro area sovereigns: a methodological framework* », *Occasional Paper Series*, n° 185, BCE, avril 2017.

## Données et scénarios

**La quantification de l'impact budgétaire des dépenses financées par la FRR repose sur les données collectées par les experts du SEBC.** Les données capturent les caractéristiques essentielles du programme, y compris la composition, le calendrier de mise en œuvre et la distinction entre projets additionnels et projets substitutifs. La différenciation selon cette dernière dimension est essentielle pour identifier les projets qui auraient été menés indépendamment du programme, évitant ainsi une surestimation des effets macroéconomiques.

**La quantification est fondée sur l'analyse de scénarios dans deux dimensions clés : les taux d'absorption des fonds et la productivité du capital public.**

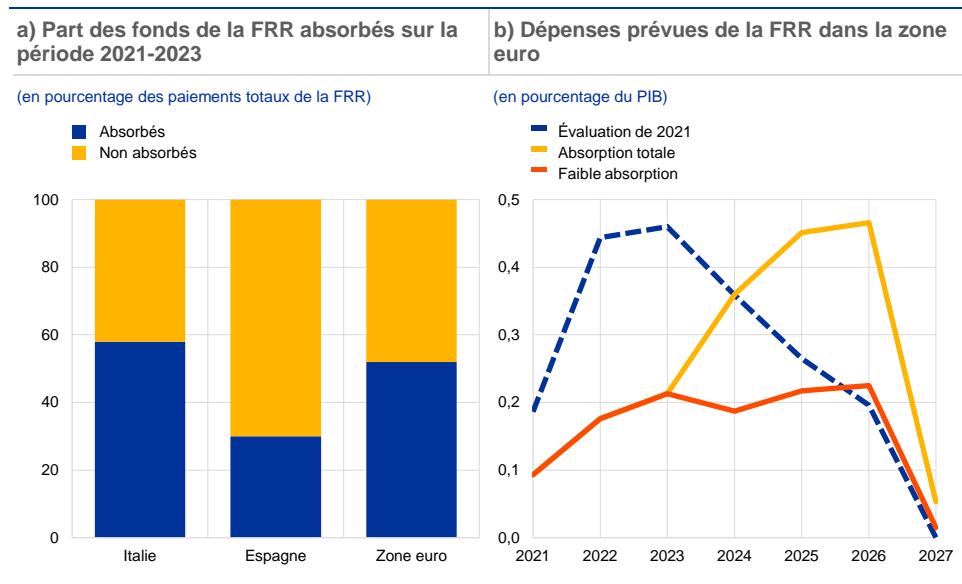
S'agissant de l'absorption, nous considérons à la fois une absorption totale d'ici 2026 et un scénario alternatif maintenant le taux d'absorption observé de 50 %, reflétant les difficultés de mise en œuvre (graphique 5, parties a) et b)). En ce qui concerne la productivité, le scénario de référence suppose un paramètre de fonction de production Cobb-Douglas de 0,1 pour le capital public dans le modèle EAGLE, avec des scénarios alternatifs de 0,05 et 0,15, tandis que le modèle ECB-MC considère le capital public et le capital privé comme ayant la même productivité<sup>11</sup>. En pratique, ces différents paramètres de productivité déterminent l'efficacité avec laquelle le capital public se traduit en production économique : un paramètre plus élevé de 0,15 génère des avantages économiques plus importants, tandis qu'une valeur plus faible de 0,05 implique des rendements plus modestes des dépenses publiques.

---

<sup>11</sup> Pour plus de détails sur la fonction de production et l'intégration de la productivité du capital public, cf. Clancy (D.), Jacquinot (P.) et Lozej (M.), « *Government expenditure composition and fiscal policy spillovers in small open economies within a monetary union* », *Journal of Macroeconomics*, vol. 48, n° C, 2016, p. 305-26.

## Graphique 5

### Hypothèses de modélisation relatives à l'absorption du programme FRR



Source : Calculs des services de la BCE sur la base des données collectées par le Groupe de travail sur les finances publiques du SEBC.

## Impact global sur l'économie de la zone euro

**Notre étude montre que le programme NGEU pourrait apporter des avantages macroéconomiques substantiels à la zone euro via différents canaux de transmission.** Cette section établit une distinction entre l'impact sur la production et l'inflation *via* le canal budgétaire, les gains de production potentiels provenant de réformes structurelles et les implications pour le ratio dette/PIB.

**Selon les estimations, l'incidence du programme sur le niveau du PIB devrait s'établir dans une fourchette comprise entre 0,4 % et 0,9 % au-dessus du scénario de référence sans le programme d'ici 2026, les gains augmentant pour s'établir entre 0,8 % et 1,2 % jusqu'en 2031 (tableau 2).** Cette trajectoire reflète deux déterminants principaux : les gains initiaux dus à la relance budgétaire, suivis des effets propices à la croissance des réformes structurelles. L'augmentation des avantages au fil du temps résulte principalement des rendements croissants des réformes structurelles, même lorsque les effets des dépenses au titre du fonds NGEU diminuent. Toutefois, les effets du canal des réformes structurelles comportent une plus grande incertitude que les impacts du canal budgétaire. Les estimations relatives à la production excluent à la fois les effets sur la confiance qui se sont déjà matérialisés à la suite de l'annonce du programme et l'impact minimal attendu de la facilitation du financement du secteur privé.

**Tableau 2****Estimation de l'impact total de la FRR sur le PIB et l'inflation de la zone euro**

(Impact sur le PIB : écart en pourcentage par rapport au scénario de référence sans le programme NGEU. Impact sur l'inflation : écart en points de pourcentage par rapport au scénario de référence sans le programme NGEU)

	Impact sur le PIB		Impact sur l'inflation
	Jusqu'en 2026	Jusqu'en 2031	
<b>Mesures budgétaires</b>	De 0,3 à 0,8	De 0,2 à 0,6	0,1
<b>Réformes structurelles</b>	0,1	0,6	-
<b>Résultats combinés</b>	<b>De 0,4 à 0,9</b>	<b>De 0,8 à 1,2</b>	-

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

Notes : Les estimations de la BCE relatives à l'impact des mesures budgétaires sont fondées sur le modèle EAGLE (*euro area and global economy*) et sur le modèle ECB-MC (multi-pays). Les estimations des effets des réformes structurelles sont fournies par les banques centrales nationales de l'Eurosystème et ne prennent en compte que la composante productivité de la production potentielle (productivité totale des facteurs, **graphique 9**) afin d'éviter une double comptabilisation avec les effets à long terme des mesures budgétaires. Les estimations présentées par fourchettes dépendent des hypothèses formulées concernant a) la productivité du capital (moyenne, élevée et faible), et b) l'absorption élevée ou faible des fonds de la FRR. Les chiffres de l'inflation indiqués dans le tableau représentent les points hauts.

**Impact du canal budgétaire sur le PIB et l'inflation**

**Nos simulations macroéconomiques indiquent que les mesures de relance budgétaire issues du programme NGEU peuvent générer des gains significatifs pour la production de la zone euro (tableau 3).** Ces gains devraient s'établir dans une fourchette comprise entre 0,3 % et 0,8 % d'ici 2026, la dernière année de mise en œuvre, avec des effets persistants de 0,2 % à 0,6 % d'ici 2031. Cet impact durable reflète la nature pérenne des projets d'investissement du NGEU, qui ciblent principalement l'investissement public et contribuent à la capacité de production à long terme. Les effets sont particulièrement prononcés dans les principaux pays bénéficiaires, y compris l'Italie et l'Espagne, où les gains sont deux à trois fois plus élevés que pour la moyenne de la zone euro.

**Les hypothèses relatives à l'absorption des fonds de la FRR et à la productivité sont importantes, l'absorption étant particulièrement décisive.**

Dans le scénario de faible absorption, où la mise en œuvre conserve le rythme lent observé par le passé, les gains de production diminuent de moitié par rapport au scénario d'absorption totale, dans les deux cas en supposant une productivité moyenne (tableau 3, ligne inférieure). Les hypothèses relatives à la productivité influencent également fortement les résultats finaux, les scénarios de faible et de forte productivité présentant des différences notables par rapport au scénario central (tableau 3, lignes supérieures). Les gouvernements souhaitant maximiser l'impact du programme devraient donner la priorité aux projets efficaces qui offrent les rendements économiques les plus élevés.

**Tableau 3**

Impact estimé du canal budgétaire de la FRR sur le niveau du PIB de la zone euro, de l'Italie et de l'Espagne

(écart en pourcentage par rapport au scénario de référence sans programme)

Hypothèse 1 Absorption des fonds de la FRR	Hypothèse 2 Productivité des dépenses financées par la FRR	Jusqu'en 2026			Jusqu'en 2031		
		Zone euro	IT	ES	Zone euro	IT	ES
Élevée en 2024- 2026	Élevée	0,8	1,9	1,7	0,6	1,5	1,4
	Moyenne	0,5	1,4	1,4	0,3	0,7	0,9
	Faible	0,5	1,3	1,2	0,2	0,6	0,7
Faible en 2024-2026	Moyenne	0,3	0,9	0,5	0,2	0,4	0,5

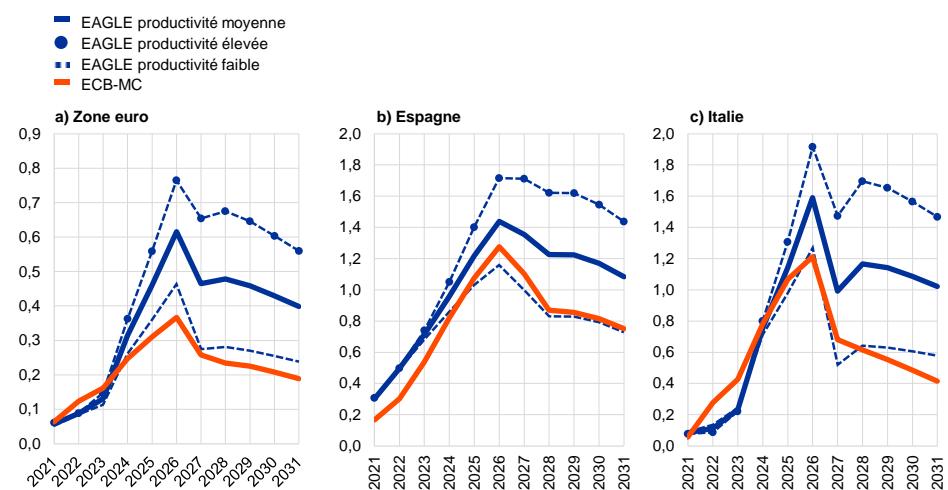
Source : Calculs des services de la BCE à partir des données provenant du Groupe de travail sur les finances publiques du SEBC. Notes : Nous utilisons un ensemble de données original développé par le Groupe de travail sur les finances publiques, qui capture le profil temporel des dépenses, leur composition et à quel degré elles sont additionnelles ou substitutives. Compte tenu de l'incertitude entourant nos estimations quantitatives : a) nous utilisons deux modèles distincts de la BCE (un modèle DSGE prospectif avec des anticipations rationnelles prospectives (EAGLE) et un modèle semi-structurel avec des anticipations rétrospectives (ECB-MC)) ; b) nous utilisons différents multiplicateurs en fonction des postes de dépenses et en ligne avec la littérature existante ; c) nous établissons une distinction entre une productivité élevée, moyenne et faible du capital public ; d) nous fournissons des estimations dans l'hypothèse d'une absorption élevée et faible des fonds de la FRR au cours de la durée de vie résiduelle du NGEU. Une faible absorption en 2024-2026 est définie ici comme le même taux de dépenses des versements de la FRR qu'en 2021-2023.

**Les gains de production liés au programme NGEU doivent encore largement se matérialiser, en fonction du rattrapage de la mise en œuvre.** Par rapport à l'évaluation précédente, le programme a enregistré un retard important, entraînant jusqu'à présent des gains de production modestes. Toutefois, des ressources considérables devraient être déployées dans les années à venir. Dans l'hypothèse d'une forte absorption des fonds restants, le rattrapage de la mise en œuvre devrait entraîner des gains de production près de deux fois supérieurs à ceux observés à ce jour (graphique 6).

**Graphique 6**

Impact estimé de la FRR sur le PIB, en supposant une absorption totale (zone euro, Italie et Espagne)

(écart en pourcentage par rapport au scénario de référence sans programme)



Source : Calculs des services de la BCE.

**S'agissant de l'inflation, l'analyse identifie un impact modéré sur la zone euro (graphique 7).** Nos simulations suggèrent un écart maximal d'environ 0,1 point de

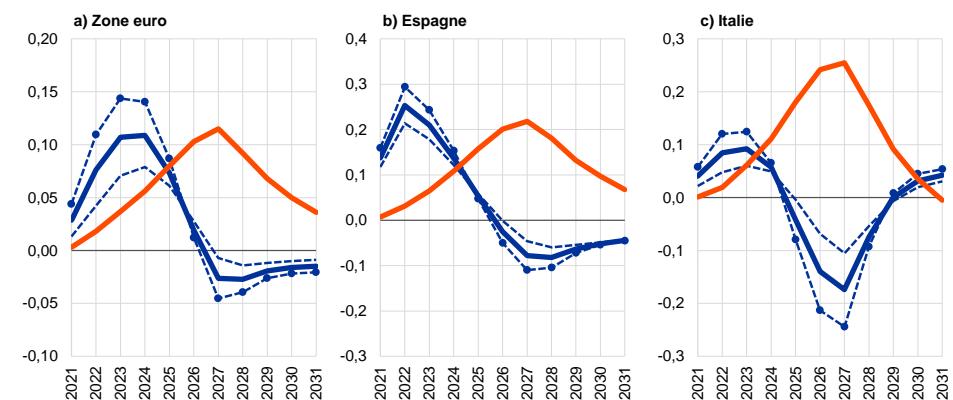
pourcentage par rapport au scénario de référence sans programme. Dans les principaux pays bénéficiaires – l'Italie et l'Espagne – les effets pourraient temporairement atteindre 0,3 point de pourcentage. La dynamique de l'inflation dépend largement des modèles : les modèles prospectifs comme EAGLE montrent une inflation rapide tirée par la demande et compensée par des augmentations anticipées de la productivité, tandis que les modèles rétrospectifs comme ECB-MC capturent des ajustements progressifs des prix aux tensions sur la demande.

### Graphique 7

Impact estimé de la FRR sur l'inflation, en supposant une absorption totale (zone euro, Italie et Espagne)

(écart en points de pourcentage par rapport au scénario de référence sans programme)

- EAGLE productivité moyenne
- EAGLE productivité élevée
- EAGLE productivité faible
- ECB-MC



Source : Calculs des services de la BCE.

**L'évaluation actuelle reflète un réajustement important du calendrier par rapport à l'évaluation précédente.** L'évaluation de 2021 supposait une mise en œuvre ambitieuse et rapide dès le début, avec des gains de production précoces<sup>12</sup>. Toutefois, les retards de mise en œuvre ont repoussé la réalisation à la seconde moitié de la durée de vie du NGEU, retardant ainsi le moment où le programme aura un impact. Malgré ces retards, l'ampleur de l'effet global reste en ligne avec les estimations initiales dans l'ensemble.

### Impact des réformes structurelles sur la production potentielle

**Les estimations actualisées d'une équipe d'experts du SEBC suggèrent que le programme NGEU pourrait accroître le niveau de la production potentielle de la zone euro de 1,0 % d'ici 2031 et de 1,3 % d'ici 2033 si les PRR sont pleinement mis en œuvre.** Ces estimations englobent l'impact des dépenses budgétaires et des réformes structurelles. Les estimations ne sont pas identiques à celles présentées pour le canal budgétaire dans la section précédente, car elles sont fondées sur une méthodologie différente et portent sur la production potentielle

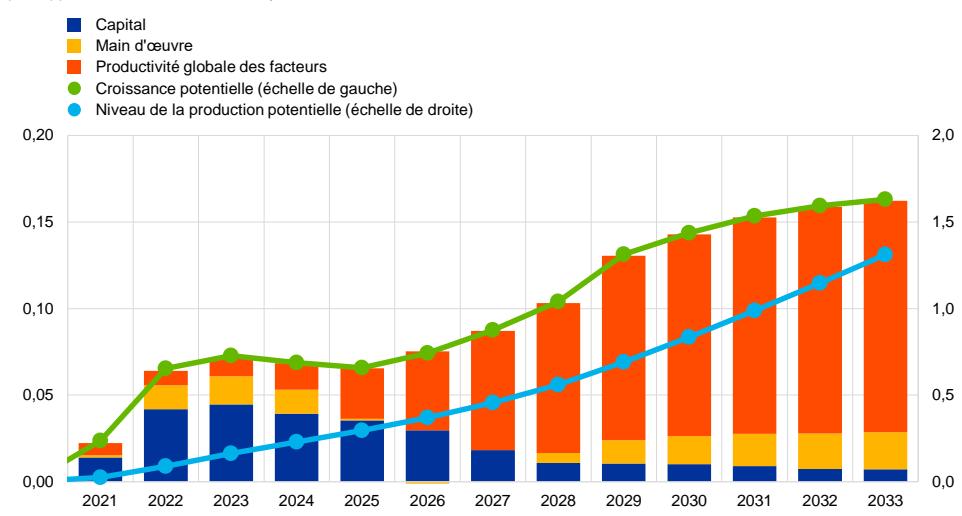
<sup>12</sup> Cf. Bańkowski *et al.* (2022), *op. cit.*

plutôt que sur la production effective<sup>13</sup>. La croissance potentielle pourrait être renforcée de 0,10 à 0,15 point de pourcentage par an sur la période 2020-2033 (graphique 8). Jusqu'en 2027 environ, une part significative de l'impact devrait provenir de la contribution du capital, représentant l'impact de l'investissement. Par la suite, l'essentiel de l'impact devrait résulter des réformes structurelles, qui affectent principalement la contribution de la productivité globale des facteurs à la croissance potentielle et, dans une certaine mesure, la contribution de la main-d'œuvre. Ces estimations couvrent à la fois les impacts des réformes et ceux de l'investissement<sup>14</sup>. En outre, les estimations incluent la FRR ainsi que les autres instruments du NGEU.

### Graphique 8

#### Impact du NGEU sur la production potentielle dans la zone euro 11

(Échelle de gauche : écart en points de pourcentage par rapport au scénario contrefactuel ; échelle de droite : écart en pourcentage par rapport au scénario contrefactuel)



Source : Calculs de l'Eurosystème.

Note : L'aggrégat de la zone euro est représenté par la moyenne pondérée des onze pays suivants : Allemagne, Grèce, Espagne, France, Croatie, Italie, Malte, Pays-Bas, Autriche, Portugal et Slovénie.

**Les estimations actualisées indiquent un impact moins important du NGEU sur la production potentielle pour la période 2020-2030 que celui estimé en 2022<sup>15</sup>.** L'exercice *ex ante* prévoyait un impact de 0,5 % sur le niveau de la production potentielle de la zone euro d'ici 2024. Dans l'exercice actualisé, l'impact estimé en 2024 n'est que de 0,2 % et l'impact à long terme de 1,3 % devrait se matérialiser en 2033 au lieu de 2030 (graphique 9, partie a). Le retard est également visible dans l'impact attendu sur la croissance potentielle : en 2022-2023, l'impact sur la croissance aurait été inférieur de moitié environ à ce qui était prévu initialement. Une incidence plus faible sur la croissance est également attendue à long terme, c'est-à-dire de 2025 à 2030 (graphique 9, partie b). L'impact moindre

<sup>13</sup> L'impact sur la production potentielle et la production effective devrait converger sur le long terme, l'impact à long terme sur l'écart de production, qui est la différence entre la production effective et la production potentielle, devant être égal à zéro.

<sup>14</sup> Les estimations relatives à l'incidence de l'investissement ont été préparées par les BCN. Toutefois, elles sont très semblables aux estimations des services de la BCE fondées sur des modèles et présentées dans la section précédente.

<sup>15</sup> Cf. l'encadré 6 dans « *The economic impact of Next Generation EU: a euro area perspective* », *Occasional Paper Series*, n° 291, BCE, avril 2022.

attendu sur la croissance potentielle reflète également le fait que les effets de l'investissement anticipés précédemment ne se sont guère matérialisés en 2022-2023, 2024 étant une année de transition. À compter de 2025, l'impact sur la croissance potentielle devrait se renforcer, les réformes structurelles commençant à exercer un effet sur la croissance potentielle. Toutefois, selon l'actualisation la plus récente, cet impact devrait également être plus lent. Dans l'ensemble, l'impact plus faible et différé résultant de l'investissement et l'impact moindre provenant des réformes structurelles conduisent à une incidence plus faible sur le profil de la croissance potentielle à court terme que dans les estimations initiales.

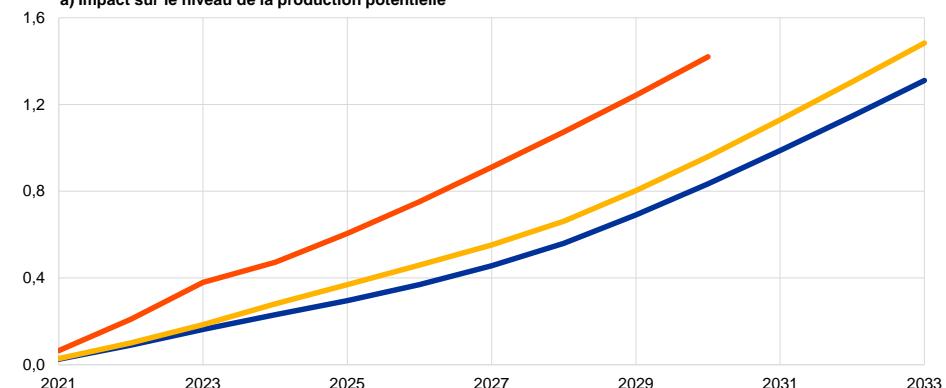
### Graphique 9

Impact du NGEU sur la production potentielle de la zone euro : exercices 2022 vs 2024.

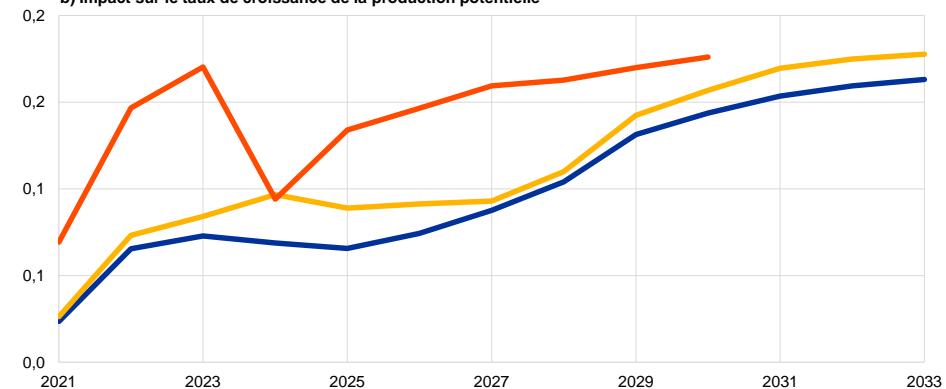
(écart en pourcentage par rapport au scénario contrefactuel)

- Exercice 2024 – 11 pays
- Exercice 2024 – 7 pays
- Exercice 2022 – 7 pays

a) Impact sur le niveau de la production potentielle



b) Impact sur le taux de croissance de la production potentielle



Source : Calculs de l'Eurosystème.

Notes : Dans l'exercice 2024, l'agrégat de la zone euro est représenté par la moyenne pondérée des onze pays suivants : Allemagne, Grèce, Espagne, France, Croatie, Italie, Malte, Pays-Bas, Autriche, Portugal et Slovénie. En 2022, la Croatie, Malte, les Pays-Bas et l'Autriche n'étaient pas couverts.

**Les révisions des estimations de la production potentielle reflètent principalement un report des effets précédemment attendus en raison des retards de mise en œuvre observés.** En effet, les estimations à long terme relatives à la croissance de la production potentielle convergent vers un niveau

similaire dans les deux exercices d'estimations<sup>16</sup>. Les différences entre les deux exercices résident principalement dans le profil temporel à court et moyen terme. Cela reflète l'hypothèse du groupe d'experts du SEBC selon laquelle les PRR seront *in fine* mis en œuvre intégralement, malgré les retards observés au cours de la première moitié de la durée de vie prévue du NGEU. Néanmoins, les risques à la baisse entourant les estimations du scénario de référence de la production potentielle ont augmenté depuis 2022 en raison des retards observés dans la mise en œuvre.

### L'impact sur la dette publique et la qualité des finances publiques

**L'impact de la FRR sur les ratios dette publique/PIB est estimé favorable et significatif pour les principaux pays bénéficiaires, ainsi que pour la zone euro dans son ensemble.** S'agissant de l'impact sur la dette, l'analyse débute à partir des projections macroéconomiques de juin 2024 des services de l'Eurosystème, en partant de l'hypothèse que tous les effets de la FRR actuellement attendus sont à l'œuvre, y compris un remboursement fondé sur le RNB à compter de 2028 (cf. section 2.1)<sup>17</sup>. Un scénario contrefactuel sans la FRR est élaboré en soustrayant tous les effets de réduction et d'augmentation de la dette liés à la FRR. Pour l'Italie et l'Espagne, l'impact global de la FRR sur la réduction de la dette est estimé à 7-8 points de pourcentage environ dans le scénario central, en supposant une productivité moyenne (graphique 10). L'impact global sur la dette ne varie pas de manière significative lorsque l'on applique des hypothèses de productivité élevée ou faible. S'agissant de l'ensemble de la zone euro, l'impact de la FRR sur son ratio d'endettement est également estimé favorable<sup>18</sup>.

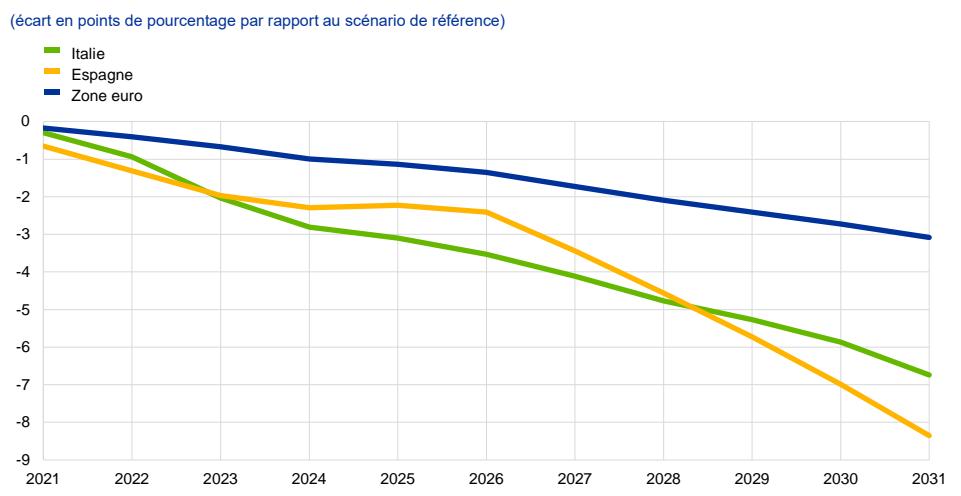
<sup>16</sup> Dans les estimations de l'Eurosystème, le NGEU a un impact à long terme sur le taux de croissance de la production potentielle, même si cet effet pourrait s'estomper à très long terme. Dans le modèle EAGLE, la croissance constante ou à long terme n'est pas influencée par le NGEU.

<sup>17</sup> Les projections des services de l'Eurosystème couvrent la période 2024-2026. Par la suite, les hypothèses standard à long terme utilisées dans l'analyse de la soutenabilité de la dette du SEBC sont appliquées pour les projections de la dette, y compris les estimations de la croissance potentielle établies par le SEBC.

<sup>18</sup> Nous définissons la « dette de la zone euro » comme la somme pondérée des taux d'endettement nationaux, y compris les prêts au titre de la FRR, mais en excluant les flux intra-zone et la dette au niveau de l'UE pour les subventions au titre du NGEU.

## Graphique 10

### Impact estimé sur la dette publique de l'Italie, de l'Espagne et de la zone euro



Sources : Eurostat et calculs des services de la BCE réalisés à l'aide de l'outil d'analyse de la soutenabilité de la dette (DSA) du SEBC.

Notes : L'impact sur le ratio dette/PIB est calculé en utilisant l'impact sur le PIB et l'inflation obtenu selon le scénario de productivité moyenne des dépenses d'investissement. Les estimations pour la zone euro sont seulement un agrégat des ratios d'endettement nationaux, nets des flux intra-zone (par exemple, les prêts bilatéraux à la Grèce). Le graphique ne tient pas compte de la dette contractée au niveau de l'UE, car il n'est pas possible d'isoler la part de la zone euro dans cette dette.

### Les effets de la FRR sur les ratios de dette publique s'exercent *via* quatre canaux principaux, comme l'illustre le graphique 11 :

1. un **canal direct** avec deux effets opposés – a) un effet favorable *via* la composante subvention au titre de la FRR (enregistrée comme une recette, avec un impact significatif sur le solde budgétaire des principaux pays bénéficiaires) ; et b) un effet d'augmentation de la dette *via* les prêts au titre de la FRR. Ce dernier est le seul facteur d'augmentation de la dette, bien qu'il ait un coût marginal moins élevé que si les différents pays, en particulier ceux très endettés, se finançaient sur le marché. Comme ce second effet prévaut, en termes nets, le canal direct accroît le ratio de la dette publique dans les deux principaux pays bénéficiaires (graphique 11, barres jaunes) <sup>19</sup> ;
2. un **canal de confiance** *via* la baisse des primes de risque souverain et donc des coûts de financement moins élevés. Cet effet a été plus prononcé dans le cas de l'Italie, où l'écart de rendement vis-à-vis du Bund allemand s'est creusé plus fortement au début de la crise de la COVID-19. La simple annonce de l'accord NGEU en mai 2020 a donc déplacé l'intégralité de la courbe des rendements souverains vers le bas de façon significative, y compris la partie longue (graphique 11, barres rouges) ;
3. l'**impact stimulant de la FRR sur l'économie, tiré par la demande**, qui entraîne une hausse des recettes publiques et une augmentation du dénominateur du PIB en volume dans le ratio de la dette publique, en ligne avec l'impact sur le PIB et l'inflation tel qu'estimé par EAGLE selon les

<sup>19</sup> Les barres striées représentent l'effet d'une position budgétaire plus accommodante, par rapport à ce qu'aurait suggéré un abandon soudain du NGEU, ce qui entraîne mécaniquement une nouvelle hausse du ratio d'endettement. Cet effet est particulièrement notable pour l'Italie, mais presque inexistant pour l'Espagne.

différentes hypothèses de productivité présentées dans les graphiques 6 et 7 (barres bleues) ;

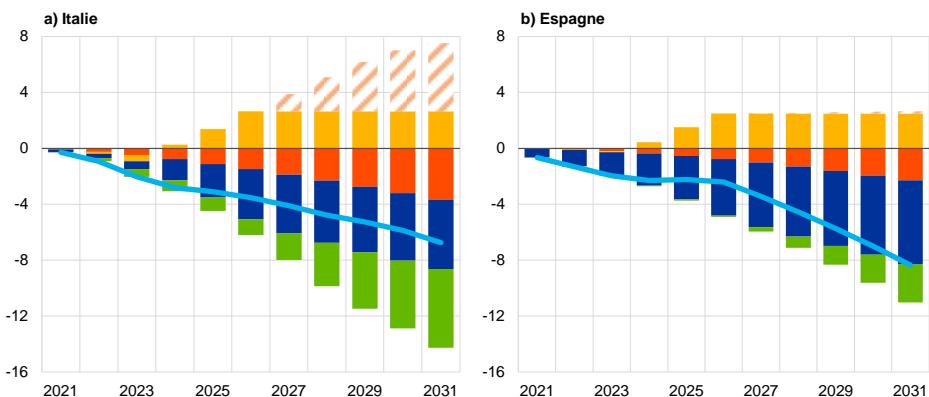
4. les **effets du côté de l'offre**, c'est-à-dire sur le PIB potentiel dû à l'investissement et aux réformes. L'impact plus favorable sur la croissance potentielle estimé pour l'Italie par rapport à l'Espagne compense en partie l'impact plus marqué sur l'augmentation de la dette de l'utilisation accrue de prêts au titre de la FRR (graphique 11, barres vertes).

### Graphique 11

#### Décomposition de l'impact estimé sur la dette publique de l'Italie et de l'Espagne

(écart en points de pourcentage par rapport au scénario de référence)

- Primes de risque
- Stimulus – impact budgétaire
- Stimulus – impact macro
- Réformes structurelles
- Retrait progressif –impact budgétaire
- EAGLE moyen



Sources : Eurostat ; calculs des services de la BCE réalisés à l'aide de l'outil d'analyse de la soutenabilité de la dette (DSA) du SEBC. Notes : L'incidence sur le ratio dette/PIB résulte de quatre effets principaux, qui sont mis en évidence ici dans le scénario de productivité moyenne : a) barres jaunes = impact budgétaire direct des prêts additionnels (qui augmentent la dette) et des subventions substitutives (qui la réduisent) ; b) barres rouges = économies d'intérêts dues à la baisse des primes de risque ; c) barres bleues = effet stimulant du NGEU sur l'économie, qui entraîne une augmentation des revenus et du dénominateur du ratio de la dette ; d) barres vertes = impact du côté de l'offre (PIB potentiel) dû à l'investissement et aux réformes structurelles. Les barres striées représentent l'effet de la consolidation budgétaire plus lente après la période NGEU (à partir de 2027), reflétant les nouvelles règles budgétaires de l'UE.

**Si les effets favorables sur les ratios dette/PIB des principaux bénéficiaires restent significatifs, cette actualisation indique une importante révision à la baisse par rapport aux estimations initiales établies par les services de la BCE.** Pour l'Italie et l'Espagne, l'impact prévu d'ici 2031 a été révisé à la baisse, à 7-8 points de pourcentage contre 12-14, en ligne avec Bańkowski *et al.* (2022). Cela résulte principalement de retards dans la mise en œuvre, qui ont réduit l'impact à la fois sur les résultats budgétaires et sur le PIB. Plus important encore, ces retards ont entraîné une importante révision à la baisse du PIB potentiel, affectant les projections à long terme relatives à la dette.

**Enfin, la mise en œuvre de la FRR pourrait également entraîner une amélioration de la qualité des finances publiques au niveau national.**

Des résultats préliminaires relatifs à la modification de la composition des dépenses publiques dans les principaux pays bénéficiaires suggèrent que la mise en œuvre de la FRR a entraîné une réorientation vers des postes ayant des effets plus importants sur la croissance du PIB, tels que les énergies renouvelables, les stations de

recharge pour les véhicules électriques, la numérisation des petites et moyennes entreprises et l'intelligence artificielle<sup>20</sup>.

## 4 Conclusion

**Le NGEU devrait avoir un impact positif sur la production de la zone euro à long terme, tandis que l'impact sur l'inflation devrait être relativement modéré.** Les estimations fondées sur des modèles suggèrent que les dépenses publiques et les réformes structurelles liées au NGEU ont le potentiel d'augmenter le niveau du PIB de la zone euro d'environ 0,4 à 0,9 % d'ici 2026 et de 0,8 à 1,2 % d'ici 2031. Les fourchettes d'estimations reflètent l'incertitude actuelle concernant les hypothèses clés, plus particulièrement la question de savoir si l'investissement et les réformes prévus seront mis en œuvre intégralement et efficacement. Les effets favorables du NGEU devraient contribuer à une diminution des ratios dette publique/PIB des principaux pays bénéficiaires. En termes nominaux, le NGEU ne devrait avoir qu'un impact modéré sur l'inflation dans la zone euro en raison d'effets compensateurs sur la demande et l'offre.

**Toutefois, l'impact positif attendu sur la production devrait se matérialiser plus tard que prévu initialement et être soumis à des risques à la baisse.**

Même la limite supérieure des estimations actualisées de l'impact du NGEU sur le niveau de la production de la zone euro en 2031 est inférieure à ce qui était envisagé dans les estimations des services de la BCE de début 2022. Cette révision à la baisse reflète en grande partie les retards dans la mise en œuvre des plans nationaux d'investissement et de réforme. Ces retards, quant à eux, reflètent principalement des contraintes administratives et les répercussions du choc de la hausse des prix de l'énergie à la suite de la guerre menée par la Russie en Ukraine. Malgré la poussée de l'inflation, la valeur réelle du programme est restée pratiquement stable grâce aux augmentations concomitantes des subventions pour le financement de l'investissement au titre de la FRR destinées aux pays de la zone euro. De même, l'impact projeté à long terme du NGEU sur le taux de croissance de la production de la zone euro est largement conforme aux résultats précédents. Les révisions des estimations de la production constituent donc globalement un *réajustement* plutôt qu'une réévaluation de l'efficacité à long terme du NGEU. Compte tenu des délais de transmission, il est sans doute trop tôt pour tirer des conclusions définitives sur l'efficacité de l'investissement et des réformes liés au NGEU. Cela étant, le risque d'une mise en œuvre inefficace ou incomplète de l'investissement et des réformes liés au NGEU a augmenté depuis 2022. Les retards de mise en œuvre observés jusqu'à présent, combinés à la date de fin fixée du NGEU, suggèrent que certains projets pourraient être soit « réalisés à la hâte » au détriment de la qualité de la mise en œuvre, soit complètement abandonnés.

**En adoptant des mesures ciblées, les pays de la zone euro peuvent assurer une mise en œuvre plus efficace de l'investissement et des réformes liés aux NGEU.** En particulier, les États membres pourraient réorienter les ressources

<sup>20</sup> Cf. Bańkowski (K.) et al. « *Four years into NextGenerationEU- What impact on the euro area economy?* », Occasional Paper Series, n° 362, BCE, 2024.

administratives, faire un usage plus intensif du soutien technique disponible au niveau de l'UE et identifier des modifications réglementaires ciblées qui faciliteraient le déploiement de leurs projets NGEU. De telles mesures correctives limiteraient la nécessité d'effectuer des arbitrages entre rapidité et qualité dans la mise en œuvre du plan au cours de la seconde moitié de la durée de vie prévue du NGEU, c'est-à-dire jusqu'en août 2026. Plus généralement, ces efforts de la part des autorités sont essentiels pour que le NGEU puisse libérer son potentiel de transformation et servir de catalyseur pour la modernisation et le renforcement des économies 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 <sup>1)</sup> (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 <sup>2)</sup> (HICP)
							Total	excluding food and energy					
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
2021	6,8	6,1	8,6	2,7	8,4	6,3	4,0	3,0	4,7	2,6	-0,2	0,9	2,6
2022	3,3	2,5	4,8	0,9	3,0	3,5	9,5	6,8	8,0	9,1	2,5	2,0	8,4
2023	3,4	2,9	0,3	1,5	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	0,2	1,3	0,0	5,9	6,8	3,2	4,2	2,9	-0,3	2,7
2024 Q1	0,8	0,4	0,7	-0,6	1,5	0,3	5,7	6,4	3,2	3,5	2,6	0,0	2,6
Q2	0,6	0,7	0,5	0,5	0,5	0,2	5,7	6,1	3,2	2,1	2,7	0,3	2,5
Q3	0,7	0,7	0,1	0,3	0,9	0,4	4,8	5,2	2,6	2,0	2,8	0,5	2,2
2024 June	-	-	-	-	-	-	5,6	5,9	3,0	2,0	2,8	0,2	2,5
July	-	-	-	-	-	-	5,3	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.	-	-	-	-	-	-	4,4	5,1	2,4	1,7	2,5	0,4	1,7
Oct.	-	-	-	-	-	-	4,5	5,0	2,6	2,3	2,3	0,3	2,0
Nov.	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	2,3

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 <sup>1)</sup>		
	Composite Purchasing Managers' Index						Global Purchasing Managers' Index <sup>2)</sup>			Global	Advanced economies	Emerging market economies
	Global	United States	United Kingdom	Japan	China	Memo item: euro area	Manufacturing	Services	New export orders			
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
2021	-	-	-	-	-	-	-	-	-	11,1	9,4	12,8
2022	-	-	-	-	-	-	-	-	-	3,1	4,6	1,8
2023	52,0	51,2	51,2	51,8	52,5	49,7	49,8	52,3	47,6	-0,7	-3,9	2,5
2023 Q4	51,1	50,8	50,5	50,0	51,4	47,2	49,4	50,9	47,9	0,7	0,8	0,6
2024 Q1	52,6	52,2	52,9	51,3	52,6	49,2	51,1	52,4	49,2	0,0	0,6	-0,6
Q2	53,2	53,5	53,1	51,5	53,2	51,6	52,1	53,3	50,1	1,3	1,9	0,7
Q3	52,9	54,3	53,1	52,5	50,9	50,3	49,8	53,3	48,4	1,2	1,9	0,6
2024 June	53,2	54,8	52,3	49,7	52,8	50,9	52,2	53,1	49,3	1,3	1,9	0,7
July	53,0	54,3	52,8	52,5	51,2	50,2	50,2	53,3	49,3	0,5	1,4	-0,3
Aug.	53,2	54,6	53,8	52,9	51,2	51,0	50,0	53,8	48,4	1,3	2,1	0,5
Sep.	52,4	54,0	52,6	52,0	50,3	49,6	49,2	52,9	47,5	1,2	1,9	0,6
Oct.	52,8	54,1	51,8	49,6	51,9	50,0	50,1	53,1	48,3	.	.	.
Nov.	53,2	54,9	50,5	50,1	52,2	48,3	50,4	53,1	48,6	.	.	.

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)

Total	GDP											
	Domestic demand								External balance <sup>1)</sup>			
	Gross fixed capital formation				Changes in inventories <sup>2)</sup>				Total	Exports <sup>1)</sup>	Imports <sup>1)</sup>	
	Total	Private consumption	Government consumption	Total	Total construction	Total machinery	Intellectual property products	9				
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
Current prices (EUR billions)												
2021	12 612,9	12 106,2	6 453,7	2 785,8	2 734,4	1 403,8	785,7	539,0	132,3	-506,7	6 111,6	5 605,0
2022	13 724,0	13 446,3	7 228,9	2 941,9	3 018,2	1 558,7	869,2	584,1	257,3	-277,8	7 395,1	7 117,4
2023	14 594,5	14 077,8	7 736,2	3 093,3	3 195,0	1 641,8	925,8	621,1	53,3	-516,7	7 375,6	6 858,9
2023 Q4	3 706,5	3 570,3	1 960,5	791,7	814,6	411,8	230,6	170,6	3,5	-136,2	1 834,4	1 698,2
2024 Q1	3 738,8	3 564,1	1 981,3	796,5	798,9	413,6	226,6	157,1	-12,7	-174,7	1 852,2	1 677,5
Q2	3 764,1	3 577,5	1 989,6	810,3	781,9	410,6	227,9	141,8	-4,3	-186,6	1 894,9	1 708,3
Q3	3 800,2	3 638,3	2 009,0	818,3	802,4	412,2	225,2	163,3	8,7	-161,9	1 871,0	1 709,2
as percentage of GDP												
2023	100,0	96,5	53,0	21,2	21,9	11,2	6,3	4,3	0,4	-3,5	-	-
Chain-linked volumes (prices for the previous year)												
quarter-on-quarter percentage changes												
2023 Q4	0,0	0,0	0,0	0,7	1,4	-0,4	-2,0	11,1	-	-	0,3	0,2
2024 Q1	0,3	-0,4	0,3	0,1	-2,3	-0,2	-1,2	-8,8	-	-	1,1	-0,3
Q2	0,2	-0,1	0,0	1,2	-2,4	-0,9	0,3	-10,5	-	-	1,5	1,1
Q3	0,4	1,3	0,7	0,5	2,0	-0,1	-1,8	14,8	-	-	-1,5	0,2
annual percentage changes												
2021	6,3	5,1	4,7	4,3	3,8	6,2	8,0	-6,8	-	-	11,4	9,0
2022	3,5	3,8	4,9	1,1	2,0	0,0	3,7	4,9	-	-	7,3	8,3
2023	0,4	0,1	0,6	1,6	1,6	0,5	2,2	3,6	-	-	-0,7	-1,3
2023 Q4	0,1	-0,1	0,9	2,2	2,2	1,2	-0,7	9,3	-	-	-2,5	-3,0
2024 Q1	0,4	0,0	1,0	1,9	-1,1	-1,8	-3,0	3,5	-	-	-0,7	-1,7
Q2	0,5	-0,7	0,5	2,7	-3,2	-1,9	-2,3	-8,4	-	-	1,9	-0,6
Q3	0,9	0,8	1,0	2,4	-1,3	-1,5	-4,6	4,1	-	-	1,4	1,2
contributions to quarter-on-quarter percentage changes in GDP; percentage points												
2023 Q4	0,0	0,0	0,0	0,2	0,3	0,0	-0,1	0,5	-0,5	0,1	-	-
2024 Q1	0,3	-0,4	0,2	0,0	-0,5	0,0	-0,1	-0,4	0,0	0,7	-	-
Q2	0,2	-0,1	0,0	0,2	-0,5	-0,1	0,0	-0,4	0,2	0,3	-	-
Q3	0,4	1,3	0,4	0,1	0,4	0,0	-0,1	0,6	0,4	-0,9	-	-
contributions to annual percentage changes in GDP; percentage points												
2021	6,3	5,1	2,5	1,0	0,9	0,7	0,5	-0,3	0,6	1,5	-	-
2022	3,5	3,8	2,6	0,2	0,5	0,0	0,2	0,2	0,5	-0,2	-	-
2023	0,4	0,1	0,3	0,3	0,4	0,1	0,1	0,2	-0,9	0,3	-	-
2023 Q4	0,1	-0,1	0,5	0,5	0,5	0,1	0,0	0,4	-1,5	0,2	-	-
2024 Q1	0,4	0,0	0,5	0,4	-0,2	-0,2	-0,2	0,1	-0,7	0,5	-	-
Q2	0,5	-0,7	0,3	0,6	-0,7	-0,2	-0,1	-0,3	-0,8	1,2	-	-
Q3	0,9	0,8	0,5	0,5	-0,3	-0,2	-0,3	0,2	0,1	0,1	-	-

Sources: Eurostat and ECB calculations.

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

2) Including acquisitions less disposals of valuables.

## 2 Economic activity

### 2.2 Value added by economic activity

(quarterly data seasonally adjusted; annual data unadjusted)

	Gross value added (basic prices)											Taxes less subsidies on products
	Total	Agriculture, forestry and fishing	Manufacturing, energy and utilities	Construction	Trade, transport, accommodation and food services	Information and communication	Finance and insurance	Real estate	Professional, business and support services	Public administra- tion, education, health and social work	Arts, entertain- ment and other services	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	
Current prices (EUR billions)												
2021	11 253,2	185,1	2 158,3	592,5	2 017,7	602,8	521,9	1 275,7	1 363,7	2 208,1	327,5	1 359,7
2022	12 339,7	217,9	2 421,3	647,1	2 342,5	633,0	543,3	1 341,1	1 490,9	2 324,5	377,9	1 384,3
2023	13 203,5	225,2	2 584,7	721,4	2 440,3	678,4	605,2	1 477,4	1 602,1	2 460,1	408,7	1 391,0
2023 Q4	3 350,4	55,8	643,3	182,7	616,4	172,5	154,3	379,0	410,3	632,7	103,4	356,0
2024 Q1	3 370,0	55,8	631,9	184,6	623,5	176,2	157,7	384,9	412,6	637,8	105,0	368,8
Q2	3 389,8	56,0	627,5	184,7	628,5	177,2	159,4	386,9	418,4	645,4	105,9	374,3
Q3	3 417,9	56,7	632,2	185,1	632,3	179,6	160,6	386,9	422,9	654,6	107,1	382,3
as percentage of value added												
2023	100,0	1,7	19,6	5,5	18,5	5,1	4,6	11,2	12,1	18,6	3,1	-
Chain-linked volumes (prices for the previous year)												
quarter-on-quarter percentage changes												
2023 Q4	0,3	0,3	0,2	-0,3	-0,1	1,4	-0,1	0,8	0,8	0,5	-1,6	-2,4
2024 Q1	0,2	0,6	-0,6	0,1	0,4	0,7	0,9	1,0	-0,1	0,2	1,3	1,2
Q2	0,1	-1,9	-0,2	-1,0	0,3	0,4	-0,1	0,2	0,6	0,3	0,1	0,9
Q3	0,3	-0,7	0,4	-0,5	0,4	1,2	-0,1	-0,1	0,4	0,5	1,3	1,1
annual percentage changes												
2021	6,2	2,6	8,1	3,7	8,2	10,6	6,1	2,2	9,0	3,7	5,2	7,1
2022	3,9	-0,9	0,7	0,1	8,1	5,6	-1,8	2,8	6,2	2,9	16,3	0,2
2023	0,7	0,7	-1,5	1,2	0,0	4,4	-1,7	2,3	1,5	1,0	3,9	-2,2
2023 Q4	0,5	0,4	-2,4	1,7	-0,2	4,6	-2,0	2,3	1,8	1,1	2,5	-3,3
2024 Q1	0,6	0,3	-1,9	-1,3	0,6	4,0	0,0	2,1	1,8	1,2	1,7	-1,1
Q2	0,6	-2,1	-1,8	-1,9	0,7	3,2	0,2	2,2	2,0	1,5	1,2	-0,2
Q3	1,0	-1,7	-0,3	-1,8	0,9	3,8	0,5	1,9	1,8	1,6	1,1	0,8
contributions to quarter-on-quarter percentage changes in value added; percentage points												
2023 Q4	0,3	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	0,0	0,0	0,0	-
Q2	0,1	0,0	0,0	-0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,1	0,1	0,0	-
Q3	0,3	0,0	0,1	0,0	0,1	0,1	0,0	0,0	0,1	0,1	0,0	-
contributions to annual percentage changes in value added; percentage points												
2021	6,2	0,0	1,6	0,2	1,5	0,6	0,3	0,3	1,1	0,8	0,2	-
2022	3,9	0,0	0,1	0,0	1,5	0,3	-0,1	0,3	0,8	0,6	0,5	-
2023	0,7	0,0	-0,3	0,1	0,0	0,2	-0,1	0,3	0,2	0,2	0,1	-
2023 Q4	0,5	0,0	-0,5	0,1	0,0	0,2	-0,1	0,3	0,2	0,2	0,1	-
2024 Q1	0,6	0,0	-0,4	-0,1	0,1	0,2	0,0	0,2	0,2	0,2	0,1	-
Q2	0,6	0,0	-0,4	-0,1	0,1	0,2	0,0	0,2	0,2	0,3	0,0	-
Q3	1,0	0,0	-0,1	-0,1	0,2	0,2	0,0	0,2	0,2	0,3	0,0	-

Sources: Eurostat and ECB calculations.

## 2 Economic activity

### 2.3 Employment <sup>1)</sup>

(quarterly data seasonally adjusted; annual data unadjusted)

	By employment status			By economic activity									
	Total	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	85,9	14,1	3,0	14,3	6,3	24,0	3,2	2,4	1,0	14,0	25,1	6,6
2022	100,0	86,0	14,0	2,9	14,2	6,4	24,2	3,3	2,3	1,1	14,2	24,9	6,6
2023	100,0	86,1	13,9	2,8	14,1	6,4	24,4	3,4	2,3	1,1	14,2	24,8	6,5
<i>annual percentage changes</i>													
2021	1,6	1,7	0,7	0,5	0,0	3,2	0,6	4,4	0,4	1,3	3,0	2,2	1,0
2022	2,4	2,5	1,9	-0,6	1,2	3,7	3,3	6,1	0,1	3,4	3,8	1,5	1,3
2023	1,4	1,5	0,8	-2,0	0,9	1,3	1,9	3,6	0,6	1,9	1,7	1,3	1,0
2023 Q4	1,3	1,4	0,9	-0,9	0,5	1,7	1,6	2,9	0,6	1,2	1,2	1,5	1,4
2024 Q1	1,1	1,1	0,8	-0,5	0,2	1,6	1,4	2,8	0,9	0,3	0,9	1,5	0,4
Q2	0,9	1,0	0,9	-0,5	0,5	1,2	0,7	2,0	0,7	-1,3	0,8	1,6	0,9
Q3	0,9	0,9	0,8	-1,0	0,2	0,7	1,0	1,6	0,8	-1,8	1,0	1,6	1,0
Hours worked													
<i>as a percentage of total hours worked</i>													
2021	100,0	81,7	18,3	4,0	15,0	7,3	24,2	3,5	2,5	1,1	14,0	22,6	5,8
2022	100,0	81,8	18,2	3,8	14,7	7,4	25,1	3,6	2,4	1,1	14,1	22,0	5,9
2023	100,0	82,0	18,0	3,7	14,6	7,3	25,2	3,6	2,4	1,1	14,2	22,0	5,9
<i>annual percentage changes</i>													
2021	6,1	5,9	7,3	1,6	5,0	9,2	7,2	7,5	2,6	6,3	8,6	4,3	6,5
2022	3,5	3,6	3,3	-1,3	1,1	4,2	7,4	6,4	-0,7	5,4	4,4	0,8	4,8
2023	1,3	1,6	0,2	-1,9	0,6	0,9	1,7	3,5	0,1	1,5	1,7	1,5	1,6
2023 Q4	1,4	1,6	0,4	-1,0	0,5	1,6	1,5	3,3	0,4	0,4	1,4	1,8	1,5
2024 Q1	0,7	0,7	0,4	-2,0	-0,4	1,3	0,9	2,4	0,0	-0,7	1,1	1,0	0,4
Q2	0,8	0,9	0,5	-0,9	0,3	0,9	0,4	2,0	0,4	-1,9	1,1	1,4	1,5
Q3	0,5	0,6	-0,1	-1,7	-0,3	0,5	0,5	1,6	0,6	-2,6	1,0	0,8	1,1
Hours worked per person employed													
<i>annual percentage changes</i>													
2021	4,5	4,1	6,5	1,0	4,9	5,8	6,5	3,0	2,2	5,0	5,5	2,0	5,5
2022	1,1	1,1	1,4	-0,6	-0,1	0,5	4,0	0,2	-0,8	1,9	0,5	-0,7	3,4
2023	-0,1	0,0	-0,6	0,1	-0,3	-0,4	-0,2	-0,1	-0,5	-0,4	0,0	0,1	0,5
2023 Q4	0,1	0,2	-0,5	-0,1	0,0	-0,2	-0,1	0,4	-0,2	-0,8	0,3	0,4	0,1
2024 Q1	-0,4	-0,4	-0,5	-1,6	-0,5	-0,3	-0,5	-0,4	-0,9	-1,0	0,2	-0,4	0,0
Q2	-0,2	-0,1	-0,4	-0,3	-0,1	-0,3	-0,3	0,0	-0,3	-0,7	0,3	-0,2	0,6
Q3	-0,5	-0,4	-0,9	-0,7	-0,5	-0,2	-0,5	-0,1	-0,2	-0,9	0,0	-0,8	0,1

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 <sup>1)</sup>										Job vacancy rate <sup>3)</sup>			
			Total		Long-term unemployment, % of labour force <sup>2)</sup>	By age				By gender						
			Millions			Adult		Youth		Male		Female				
			1	2		3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
% of total in 2020			100,0			80,1			19,9			51,3			48,7	
2021	165,075	3,4	12,822	7,8	3,2	10,344	6,9	2,479	16,9	6,547	7,4	6,275	8,2	2,5		
2022	167,962	3,1	11,400	6,8	2,7	9,147	6,0	2,252	14,6	5,732	6,4	5,668	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 Q4	171,064	2,9	11,161	6,5	2,3	8,793	5,7	2,367	14,8	5,649	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		
Q3	.	.	.	6,3	.	.	5,4	.	14,9	.	6,2	.	6,5	2,5	.	
2024 May	-	-	11,083	6,4	-	8,744	5,6	2,339	14,6	5,640	6,2	5,442	6,8	-		
June	-	-	11,076	6,4	-	8,735	5,6	2,341	14,6	5,676	6,2	5,400	6,7	-		
July	-	-	10,957	6,4	-	8,574	5,5	2,383	14,9	5,702	6,2	5,256	6,5	-		
Aug.	-	-	10,834	6,3	-	8,450	5,4	2,384	14,9	5,630	6,1	5,204	6,5	-		
Sep.	-	-	10,844	6,3	-	8,452	5,4	2,392	14,9	5,629	6,1	5,215	6,5	-		
Oct.	-	-	10,841	6,3	-	8,414	5,4	2,427	15,0	5,612	6,1	5,229	6,5	-		

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 <sup>1)</sup>	New passenger car registrations			
	Total (excluding construction)		Main Industrial Groupings					Total	Food, beverages, tobacco	Non-food	Fuel					
	Total	Manufacturing	Intermediate goods	Capital goods	Consumer goods	Energy										
	1	2	3	4	5	6		7	8	9	10	11	12	13		
% of total in 2021	100,0	88,7	32,4	33,2	22,5	11,9	100,0	100,0	38,1	54,4	7,5	100,0	100,0			
	annual percentage changes															
2021	8,8	9,8	9,6	9,4	8,1	0,7	5,7	5,4	0,9	8,7	9,1	7,9	-2,9			
2022	2,2	3,0	-1,5	5,1	6,3	-2,9	3,4	1,1	-2,7	3,4	4,5	9,9	-4,3			
2023	-2,2	-1,7	-5,6	2,4	-1,6	-5,5	1,5	-1,9	-2,6	-1,0	-1,7	2,6	14,6			
2023 Q4	-3,9	-4,2	-4,7	-2,5	-6,5	-0,6	1,5	-0,6	-0,5	0,1	-4,1	1,7	4,1			
2024 Q1	-4,7	-4,9	-2,9	-6,0	-5,6	-1,8	-0,3	-0,1	-0,5	0,2	-0,6	2,7	4,6			
Q2	-3,7	-4,0	-2,5	-7,2	0,3	-0,1	-1,6	0,2	0,0	0,4	0,6	1,8	4,1			
Q3	-1,8	-2,2	-2,9	-3,9	2,0	1,9	-2,0	1,9	0,5	2,7	2,3	1,4	-9,5			
2024 May	-3,6	-3,9	-3,4	-7,7	1,4	0,2	-2,4	0,4	0,5	0,6	0,3	1,9	-3,7			
June	-4,2	-4,7	-1,6	-8,4	-0,1	2,0	-1,4	-0,8	-0,3	-1,0	-0,3	-0,3	11,9			
July	-2,1	-2,4	-3,0	-4,3	1,0	1,1	-2,3	0,2	-0,2	0,2	0,0	1,2	-8,2			
Aug.	-0,1	-0,4	-3,1	0,4	1,0	2,6	-2,5	2,5	1,4	2,4	4,8	1,7	12,8			
Sep.	-2,8	-3,3	-2,6	-6,4	3,9	1,9	-1,6	3,0	0,2	5,5	2,1	1,2	-7,3			
Oct.	.	.	.	.	.	.	.	1,9	0,6	2,7	1,9	.	.			
	month-on-month percentage changes (s.a.)															
2024 May	-0,9	-0,9	-0,9	-2,7	1,2	0,6	-0,9	0,2	1,1	-0,4	0,0	-0,3	-6,4			
June	0,1	0,0	0,7	0,8	-1,1	1,7	0,6	-0,7	-0,4	-0,6	-0,4	-1,2	13,8			
July	-0,3	-1,0	-1,5	-1,0	1,0	0,0	-0,5	0,5	-0,1	0,8	-0,1	1,0	-11,3			
Aug.	1,5	1,4	-0,3	3,8	0,4	0,3	0,0	1,1	1,1	1,3	1,2	0,5	0,0			
Sep.	-2,0	-2,1	0,0	-3,8	1,2	-1,5	-0,1	0,5	-0,7	1,3	-0,6	-0,5	3,1			
Oct.	.	.	.	.	.	.	.	-0,5	0,1	-0,9	-0,3	.	.			

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

1) Excluding trade and financial services.

## 2 Economic activity

### 2.6 Opinion surveys (seasonally adjusted)

Economic sentiment indicator (long-term average = 100)	European Commission Business and Consumer Surveys (percentage balances, unless otherwise indicated)								Purchasing Managers' Surveys (diffusion indices)			
	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	-	-	-	-	
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	
2024			78,5					90,2			49,7	
2024 Q1	96,0	-9,2	79,4	-15,4	-5,2	-6,2	7,1	90,1	46,4	46,7	50,0	
Q2	95,9	-10,2	79,0	-14,3	-6,3	-7,1	6,5	90,0	46,2	47,6	53,1	
Q3	96,2	-10,4	78,3	-13,2	-6,0	-8,3	6,1	90,3	45,5	45,4	52,1	
Q4			77,3					90,4			50,3	
2024 June	96,0	-10,2		-14,0	-6,8	-7,8	6,5	-	45,8	46,1	52,8	
July	95,9	-10,5	78,3	-13,0	-6,3	-9,0	5,1	90,3	45,8	45,6	51,9	
Aug.	96,4	-9,9		-13,5	-6,2	-7,9	6,3	-	45,8	45,8	52,9	
Sep.	96,3	-10,8		-13,0	-5,5	-8,2	6,8	-	45,0	44,9	51,4	
Oct.	95,7	-12,6	77,3	-12,5	-4,8	-7,2	6,8	90,4	46,0	45,8	51,6	
Nov.	95,8	-11,1		-13,7	-4,8	-4,4	5,3	-	45,2	45,1	49,5	
											48,3	

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)

Percentage of gross disposable income (adjusted) <sup>1)</sup>	Households							Non-financial corporations					
	Saving rate (gross)	Debt ratio	Real gross disposable income	Financial investment	Non-financial investment (gross)	Net worth <sup>2)</sup>	Housing wealth	Profit rate <sup>3)</sup>	Saving rate (gross)	Debt ratio <sup>4)</sup>	Financial investment	Non-financial investment (gross)	Financing
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
	2021	17,2	94,3	2,4	3,5	17,9	7,7	7,5	36,8	7,5	79,2	5,8	10,2
2022	13,6	91,3	0,5	2,3	12,7	2,3	8,2	37,7	5,4	74,5	5,1	10,0	3,4
2023	14,1	85,3	1,2	1,9	3,0	2,0	-1,5	35,8	5,4	70,1	1,8	1,7	0,8
2023 Q3	13,9	86,5	0,5	1,8	1,3	1,6	-0,6	36,5	5,6	70,7	2,4	-11,4	1,2
Q4	14,1	85,3	1,4	1,9	2,2	2,0	-1,5	35,8	5,4	70,1	1,8	-0,7	0,8
2024 Q1	14,5	84,1	2,8	2,0	-3,3	2,2	-0,7	34,9	4,6	69,4	1,9	-6,3	0,8
Q2	14,9	83,4	2,1	2,3	-1,8	2,9	0,9	34,3	3,9	69,3	2,1	-8,1	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 <sup>1)</sup>	
	Total			Goods		Services		Primary income		Secondary income			
	Credit	Debit	Balance	Credit	Debit	Credit	Debit	Credit	Debit	Credit	Debit	Credit	Debit
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
2023 Q4	1 410,0	1 331,3	78,7	694,0	620,0	346,3	314,8	320,7	303,9	49,2	92,6	62,4	41,1
2024 Q1	1 430,2	1 327,2	103,0	704,9	600,5	368,5	336,4	310,8	310,8	46,1	79,6	18,9	31,6
Q2	1 490,9	1 360,2	130,7	716,8	613,9	390,7	339,8	336,7	316,1	46,6	90,3	25,4	22,1
Q3	1 487,9	1 375,2	112,7	722,9	618,9	380,8	328,7	339,7	340,2	44,5	87,4	18,3	15,5
2024 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	499,2	446,6	52,7	238,8	203,1	132,4	116,5	111,6	95,6	16,4	31,4	10,3	5,8
July	497,1	456,9	40,2	240,7	204,1	127,2	109,6	114,0	114,2	15,2	28,9	6,4	6,7
Aug.	500,1	464,7	35,4	242,0	207,5	130,6	111,9	112,7	115,3	14,8	30,0	7,3	3,9
Sep.	490,7	453,7	37,0	240,2	207,2	123,1	107,2	112,9	110,7	14,5	28,5	4,6	4,9
12-month cumulated transactions													
2024 Sep.	5 819,0	5 393,9	425,1	2 838,5	2 453,3	1 486,3	1 319,6	1 307,8	1 271,0	186,4	349,9	125,1	110,4
12-month cumulated transactions as a percentage of GDP													
2024 Sep.	38,8	35,9	2,8	18,9	16,3	9,9	8,8	8,7	8,5	1,2	2,3	0,8	0,7

1) The capital account is not seasonally adjusted.

### 2.9 Euro area external trade in goods<sup>1)</sup>, values and volumes by product group<sup>2)</sup> (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		Manufacturing	Total	Intermediate goods	Capital goods	Consumption goods	Manufacturing	Oil
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	
Values (EUR billions; annual percentage changes for columns 1 and 2)													
2023 Q4	-4,8	-16,4	708,7	333,8	144,4	215,5	586,0	671,6	384,3	108,2	159,4	476,6	81,3
2024 Q1	-2,7	-11,8	715,2	336,6	142,8	219,1	590,6	655,8	372,0	105,8	159,0	467,9	75,8
Q2	1,7	-4,5	717,5	338,7	136,7	223,5	592,9	671,5	383,8	109,1	162,0	480,2	78,9
Q3	2,4	0,2	711,7	.	.	.	589,2	674,4	.	.	.	486,9	.
2024 Apr.	14,0	1,9	243,9	114,6	46,5	76,3	201,0	225,6	130,1	36,4	55,0	160,5	28,0
May	-0,8	-6,3	236,8	112,9	44,8	73,6	196,0	225,2	128,6	36,6	53,5	160,6	27,2
June	-6,4	-8,7	236,8	111,1	45,3	73,6	195,9	220,7	125,1	36,2	53,5	159,0	23,8
July	9,3	3,7	237,4	112,7	45,2	73,5	196,0	224,4	127,3	37,4	54,0	162,2	26,5
Aug.	-2,8	-2,7	236,8	113,0	44,8	73,5	196,9	226,0	127,0	36,6	55,3	163,2	25,9
Sep.	0,6	-0,6	237,6	.	.	.	196,3	224,1	.	.	.	161,5	.
Volume indices (2000 = 100; annual percentage changes for columns 1 and 2)													
2023 Q3	-4,3	-10,3	96,3	94,4	96,4	102,4	95,8	106,5	104,6	111,8	110,7	109,0	172,5
Q4	-3,8	-8,7	96,2	93,3	96,2	103,1	95,3	104,4	102,0	105,3	109,2	106,0	164,9
2024 Q1	-3,5	-6,6	96,7	94,3	93,5	104,2	95,5	102,9	100,4	102,1	108,1	103,3	164,3
Q2	-0,9	-4,3	95,6	93,3	88,7	105,4	94,4	103,7	101,3	105,2	108,5	104,7	168,8
2024 Mar.	-9,9	-7,0	96,1	93,7	92,4	105,3	95,0	103,7	100,5	104,6	111,4	105,4	165,4
Apr.	11,4	3,8	97,1	94,5	90,6	107,3	95,9	105,1	103,0	104,7	110,1	106,1	172,6
May	-3,6	-6,9	95,0	93,3	87,6	104,3	93,8	103,1	101,0	105,1	107,6	103,8	172,1
June	-8,7	-9,2	94,8	92,1	88,0	104,4	93,6	103,0	99,8	105,7	107,7	104,2	161,8
July	5,6	0,8	93,8	92,5	86,4	102,3	92,5	103,0	100,2	107,3	107,5	105,1	160,9
Aug.	-5,1	-4,3	95,5	92,8	86,7	106,4	94,9	104,3	101,6	106,5	110,4	106,7	167,9

Sources: ECB and Eurostat.

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

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

### 3 Prices and costs

#### 3.1 Harmonised Index of Consumer Prices <sup>1)</sup> (annual percentage changes, unless otherwise indicated)

	Total			Total (s.a.; percentage change vis-à-vis previous period) <sup>2)</sup>								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	excluding food and energy									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	0,6	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	0,6	0,4	-0,3	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	1,0	0,3	-1,4	1,0	1,9	4,0								
2024 June	126,6	2,5	2,9	1,2	4,1	0,1	0,3	0,4	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	0,4	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	0,2	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								
Oct.	127,0	2,0	2,7	0,4	4,0	0,3	0,4	1,3	0,0	0,4	0,3	1,7	4,1								
Nov. <sup>3)</sup>	126,7	2,3	2,7	-	3,9	0,1	0,2	0,3	0,1	0,6	-0,1	-	-								

	Goods			Services								Miscel- laneous	
	Food (including alcoholic beverages and tobacco)			Industrial goods			Housing		Transport	Communi- cation	Recreation and personal care		
	Total	Processed food	Unpro- cessed food	Total	Non- energy industrial goods	Energy	Total	Rents					
% of total in 2024	14	15	16	17	18	19	20	21	22	23	24	25	
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 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	
Oct.	2,9	2,8	3,0	-0,9	0,5	-4,6	3,3	3,0	4,8	-2,2	4,7	4,0	
Nov. <sup>3)</sup>	2,8	2,9	2,4	-	0,7	-1,9	-	-	-	-	-	-	

Sources: Eurostat and ECB calculations.

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

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

3) Flash estimate.

### 3 Prices and costs

#### 3.2 Industry, construction and property prices

(annual percentage changes, unless otherwise indicated)

Total (index: 2021 = 100)	Industrial producer prices excluding construction <sup>1)</sup>									Energy	Construction <sup>2)</sup>	Residential property prices	Experimental indicator of commercial property prices <sup>3)</sup>				
	Total		Industry excluding construction and energy														
	Total	Manufacturing	Total	Intermediate goods	Capital goods	Consumer goods											
1	2	3	4	5	6	7	Food, beverages and tobacco	Non- food	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	-8,1				
2023 Q4	128,1	-8,4	-1,1	0,0	-4,8	3,3	3,6	2,1	3,1	-22,9	4,5	-1,2	-9,0				
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	-8,0				
Q2	122,9	-4,4	-0,2	-0,5	-3,1	1,6	1,1	-0,4	1,0	-12,2	2,4	1,3	-6,8				
Q3	124,4	-2,6	-0,6	0,4	-0,9	1,4	1,4	0,4	0,9	-8,9	3,0	.	.				
2024 May	122,6	-4,2	-0,1	-0,5	-3,1	1,7	1,1	-0,5	1,1	-11,8	-	-	-				
June	123,2	-3,4	0,1	-0,2	-2,3	1,5	1,2	0,2	0,9	-9,8	-	-	-				
July	124,2	-2,2	0,3	0,2	-1,1	1,3	1,2	0,1	0,9	-7,3	-	-	-				
Aug.	124,9	-2,3	-0,7	0,4	-0,8	1,4	1,3	0,3	0,8	-7,7	-	-	-				
Sep.	124,2	-3,4	-1,6	0,6	-0,8	1,3	1,7	0,9	0,9	-11,5	-	-	-				
Oct.	124,7	-3,2	-0,9	0,8	-0,5	1,3	2,0	1,3	1,1	-11,2	-	-	-				

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](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)

Total (s.a.; index: 2020 = 100)	GDP deflators									Oil prices (EUR per barrel)	Non-energy commodity prices (EUR)					
	Domestic demand					Exports <sup>1)</sup>	Imports <sup>1)</sup>	Import-weighted <sup>2)</sup>			Use-weighted <sup>2)</sup>					
	Total	Total	Private con- sumption	Government con- sumption	Gross fixed capital forma- tion			10	11	12	13	14	15			
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	2,0	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	6,7	4,5	8,2	12,8	17,4	95,0	18,3	28,8	9,6	19,4	27,7	10,9	
2023	113,7	5,9	4,6	6,4	3,5	4,2	0,5	-2,3	76,4	-12,8	-11,6	-14,0	-13,7	-12,5	-15,0	
2023 Q4	115,4	5,0	3,9	4,0	2,9	2,5	-1,7	-4,2	78,5	-8,8	-9,3	-8,3	-9,8	-10,4	-9,0	
2024 Q1	116,0	3,6	2,6	3,3	3,3	2,1	-0,7	-2,9	76,5	-2,3	3,1	-7,5	-2,7	1,8	7,8	
Q2	116,6	2,9	2,6	2,6	2,9	1,7	0,7	-0,1	85,0	13,0	16,5	9,4	11,4	13,1	9,4	
Q3	117,2	2,7	2,2	2,1	2,5	1,8	1,3	0,2	.	9,8	11,3	8,2	10,8	12,2	9,1	
2024 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.	-	-	-	-	-	-	-	-	10,4	11,5	9,2	11,6	12,8	10,1		
Sep.	-	-	-	-	-	-	-	-	7,0	8,4	5,6	8,7	10,5	6,5		
Oct.	-	-	-	-	-	-	-	-	12,8	13,3	12,3	12,6	12,3	13,0		

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	
	Manufacturing 1	Retail trade 2	Services 3	Construction 4		Manufacturing 6	Services 7	Manufacturing 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	48,6	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	18,6	17,5	9,8	69,5	42,8	62,0	47,5	54,8
2024 Q1	4,6	16,5	17,5	5,1	64,5	44,9	62,3	48,2	56,0
Q2	6,1	13,9	13,7	3,4	56,7	49,9	60,5	48,6	54,6
Q3	6,5	13,0	12,3	2,0	50,1	52,0	57,9	50,1	53,0
2024 June	6,2	13,6	13,9	4,3	54,7	51,4	59,3	49,5	53,5
July	6,8	14,7	12,3	2,0	53,0	53,6	60,0	49,9	52,9
Aug.	6,3	12,8	12,5	1,6	50,6	53,4	57,8	51,1	53,7
Sep.	6,4	11,4	12,2	2,3	46,8	49,1	56,0	49,2	52,4
Oct.	6,7	11,9	13,9	2,0	46,5	48,2	56,5	48,2	52,8
Nov.	7,1	14,0	12,7	4,1	49,1	49,3	57,9	47,9	53,3

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)	Total 2	By component		For selected economic activities			Memo item: Indicator of negotiated wages <sup>1)</sup> 7
			Wages and salaries 3	Employers' social contributions 4	Business economy 5	Mainly non-business economy 6		
			1	3	5	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	4,4	
2023 Q4	118,4	3,7	3,6	4,0	4,2	2,7	4,5	
2024 Q1	108,5	5,4	5,5	4,9	5,1	6,0	4,8	
Q2	119,8	5,0	4,9	5,6	4,9	5,2	3,5	
Q3	112,1	4,6	4,5	4,9	4,6	3,7	5,4	

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](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)	Total	By economic activity										
			Agriculture, forestry andfishing	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 ad- ministration, education, health and social work	Arts, entertain- ment and other services	
			1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
Unit labor costs													
2021	99,7	-0,3	1,6	-3,0	4,8	-1,9	-0,2	-1,7	5,2	-1,0	1,1	-0,8	
2022	103,0	3,4	4,3	4,4	7,9	1,4	3,0	5,1	5,8	3,3	2,1	-5,8	
2023	109,7	6,4	3,1	7,9	5,0	7,9	4,3	7,9	3,5	6,6	5,1	2,3	
2023 Q4	111,9	6,4	3,9	8,5	4,5	7,2	3,1	8,5	3,0	4,7	5,5	3,9	
2024 Q1	113,2	5,5	3,3	7,0	7,0	4,9	2,7	6,0	2,1	4,2	5,6	5,0	
Q2	114,1	5,2	5,8	7,1	7,1	4,8	2,8	6,4	0,2	3,5	5,1	4,7	
Q3	114,8	4,3	4,9	4,7	7,2	4,5	2,0	5,5	-0,1	3,5	4,4	4,0	
Compensation per employee													
2021	104,3	4,3	3,6	4,8	5,3	5,5	5,8	3,9	6,2	4,7	2,6	3,3	
2022	109,0	4,5	4,1	3,9	4,2	6,1	2,5	3,1	5,2	5,7	3,5	8,1	
2023	114,9	5,4	5,9	5,4	4,9	5,8	5,0	5,3	4,0	6,4	4,7	5,2	
2023 Q4	117,1	5,2	5,2	5,4	4,5	5,3	4,8	5,7	4,2	5,4	5,1	5,1	
2024 Q1	118,5	4,8	4,1	4,8	4,0	4,1	3,9	5,1	4,0	5,1	5,3	6,3	
Q2	119,5	4,7	4,1	4,7	3,8	4,8	4,0	5,8	3,7	4,7	4,9	5,0	
Q3	120,5	4,4	4,2	4,2	4,6	4,4	4,2	5,2	3,7	4,3	4,5	4,1	
Labour productivity per person employed													
2021	104,7	4,7	2,0	8,0	0,5	7,6	6,0	5,6	0,9	5,8	1,4	4,2	
2022	105,8	1,1	-0,3	-0,5	-3,4	4,7	-0,5	-1,9	-0,6	2,3	1,3	14,8	
2023	104,8	-1,0	2,7	-2,3	-0,1	-1,9	0,7	-2,4	0,4	-0,2	-0,3	2,9	
2023 Q4	104,6	-1,2	1,3	-2,9	0,0	-1,8	1,7	-2,5	1,1	0,7	-0,4	1,1	
2024 Q1	104,6	-0,6	0,7	-2,0	-2,8	-0,8	1,2	-0,9	1,8	0,9	-0,3	1,3	
Q2	104,6	-0,4	-1,6	-2,2	-3,1	0,0	1,1	-0,5	3,5	1,2	-0,2	0,3	
Q3	104,9	0,0	-0,7	-0,5	-2,5	0,0	2,1	-0,3	3,7	0,8	0,0	0,1	
Compensation per hour worked													
2021	100,2	0,2	1,6	0,1	0,5	-0,8	3,0	1,9	2,3	0,0	0,7	-1,5	
2022	103,6	3,4	5,5	4,0	4,0	2,0	2,5	3,8	3,8	4,6	4,2	5,0	
2023	109,1	5,3	5,7	5,7	5,0	5,8	5,0	5,8	4,6	6,3	4,5	4,5	
2023 Q4	110,8	4,9	5,4	5,4	4,0	5,3	4,2	5,6	4,0	4,9	4,7	4,6	
2024 Q1	112,2	5,2	5,8	5,3	4,1	4,6	4,2	5,9	4,4	5,0	5,8	6,5	
Q2	113,1	4,9	3,5	4,9	4,2	5,1	3,7	6,1	4,2	4,4	5,2	4,2	
Q3	114,2	4,7	3,8	4,8	4,3	4,8	4,1	5,3	2,9	4,5	5,2	3,7	
Hourly labour productivity													
2021	100,2	0,2	1,0	2,9	-5,0	1,0	2,9	3,4	-3,9	0,3	-0,6	-1,2	
2022	100,2	0,0	0,4	-0,4	-4,0	0,7	-0,7	-1,1	-2,5	1,8	2,1	11,0	
2023	99,2	-0,9	2,6	-2,1	0,3	-1,7	0,9	-1,9	0,9	-0,2	-0,4	2,3	
2023 Q4	98,7	-1,2	1,4	-2,9	0,2	-1,7	1,3	-2,4	1,9	0,4	-0,7	1,0	
2024 Q1	98,9	-0,2	2,3	-1,5	-2,5	-0,3	1,6	0,0	2,8	0,7	0,1	1,3	
Q2	98,9	-0,3	-1,2	-2,1	-2,8	0,3	1,1	-0,2	4,2	1,0	0,0	-0,3	
Q3	99,3	0,5	0,1	0,0	-2,3	0,5	2,2	-0,1	4,7	0,8	0,8	0,0	

Sources: Eurostat and ECB calculations.

## 4 Financial market developments

### 4.1 Money market interest rates

(percentages per annum, period averages)

	Euro area <sup>1)</sup>					United States	Japan
	Euro short-term rate (€STR) 1	1-month deposits (EURIBOR) 2	3-month deposits (EURIBOR) 3	6-month deposits (EURIBOR) 4	12-month deposit (EURIBOR) 5	Secured overnight financing rate (SOFR) 6	Tokyo overnight average rate (TONAR) 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 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
Oct.	3,34	3,21	3,17	3,00	2,69	4,85	0,23
Nov.	3,16	3,07	3,01	2,79	2,51	4,66	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 <sup>1)</sup>					Euro area <sup>1,2)</sup> 6	United States 7	United Kingdom 8	Euro area <sup>1,2)</sup>				
	3 months 1	1 year 2	2 years 3	5 years 4	10 years 5				1 year 9	2 years 10	5 years 11	10 years 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 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	
Oct.	2,88	2,47	2,24	2,25	2,52	0,05	0,00	-0,19	2,10	2,00	2,52	2,96	
Nov.	2,73	2,18	1,91	1,92	2,19	0,00	-0,12	-0,26	1,72	1,65	2,20	2,59	

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 13	Japan 14		
	Benchmark		Main industry indices													
	Broad index 1	50 2	Basic materials 3	Consumer services 4	Consumer goods 5	Oil and gas 6	Financials 7	Industrials 8	Technology 9	Utilities 10	Telecoms 11	Health care 12				
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 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		
Oct.	511,2	4 948,4	1 000,1	285,2	164,7	123,6	244,9	977,8	1 036,0	402,4	327,0	840,7	5 792,3	38 843,8		
Nov.	497,5	4 795,1	939,9	271,5	155,5	121,6	241,8	975,3	997,8	386,1	328,9	816,8	5 929,9	38 617,4		

Source: LSEG.

## 4 Financial market developments

### 4.4 MFI interest rates on loans to and deposits from households (new business)<sup>1), 2)</sup>

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

Over-night	Redeem-able at notice of up to 3 months	Deposits			Revolving loans and overdrafts	Ex- tended credit card credit	Loans for consumption			Loans to sole pro- prietors and unincor- porated partner- ships	Loans for house purchase					APRC <sup>3)</sup>	Composite cost-of- borrowing indicator		
		With an agreed maturity of:		Up tp 2 years	Over 2 years		By initial period of rate fixation		APRC <sup>3)</sup>		By initial period of rate fixation				APRC <sup>3)</sup>				
		Floating rate and up to 1 year	Over 1 year				Floating rate and up to 1 year	Over 1 and up to 5 years			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 Nov.	0,36	1,62	3,32	3,41	7,99	16,76	7,21	7,90	8,53	5,57	4,93	4,32	3,90	3,70	4,36	4,03			
Dec.	0,37	1,66	3,28	3,46	8,04	16,89	7,47	7,71	8,42	5,38	4,91	4,24	3,81	3,63	4,34	3,98			
2024 Jan.	0,39	1,69	3,20	3,15	8,14	16,91	7,93	8,02	8,72	5,37	4,88	4,08	3,67	3,52	4,16	3,88			
Feb.	0,38	1,70	3,18	3,07	8,19	16,86	7,61	7,93	8,62	5,30	4,85	4,02	3,64	3,49	4,13	3,85			
Mar.	0,39	1,72	3,18	2,91	8,19	16,96	8,03	7,79	8,54	5,15	4,82	4,00	3,57	3,44	4,05	3,81			
Apr.	0,39	1,73	3,13	2,89	8,14	17,00	8,04	7,85	8,57	5,20	4,84	3,98	3,59	3,43	4,05	3,81			
May	0,39	1,73	3,10	2,81	8,21	17,04	7,65	7,94	8,68	5,26	4,81	3,97	3,62	3,42	4,05	3,81			
June	0,38	1,74	3,03	2,84	8,18	17,01	7,42	7,71	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	17,00	7,55	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	8,16	16,99	7,85	7,82	8,60	5,05	4,70	3,88	3,62	3,37	4,00	3,73			
Sep.	0,37	1,75	3,00	2,73	8,23	17,04	7,56	7,76	8,53	4,89	4,59	3,79	3,55	3,28	3,89	3,64			
Oct.	0,36	1,74	2,73	2,62	8,05	16,90	7,24	7,71	8,47	4,65	4,37	3,70	3,47	3,22	3,79	3,55			

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)<sup>1), 2)</sup>

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

Over-night	Deposits			Revolving loans and overdrafts	Other loans by size and initial period of rate fixation										Composite cost-of-borrowing indicator	
	With an agreed maturity of:		Up tp 2 years	Over 2 years	Up to EUR 0.25 million			over EUR 0.25 and up to 1 million			over EUR 1 million					
	Floating rate and up to 3 months	Over 3 months and up to 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	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 Nov.	0,83	3,71	3,92	5,33	5,78	5,94	5,79	5,53	5,32	4,54	5,12	5,18	4,39	5,25		
Dec.	0,84	3,71	4,08	5,38	5,56	5,75	5,68	5,45	5,12	4,51	5,26	5,10	4,37	5,24		
2024 Jan.	0,89	3,70	3,37	5,38	5,38	5,72	5,65	5,47	5,25	4,43	5,15	5,00	4,21	5,20		
Feb.	0,89	3,65	3,50	5,37	5,52	5,76	5,60	5,49	5,15	4,38	5,10	4,83	4,00	5,16		
Mar.	0,91	3,68	3,60	5,37	5,47	5,73	5,52	5,44	5,18	4,33	5,18	5,17	4,15	5,20		
Apr.	0,91	3,67	3,34	5,37	5,31	5,64	5,63	5,38	5,11	4,30	5,19	5,01	4,15	5,20		
May	0,91	3,65	3,61	5,33	5,37	5,77	5,68	5,40	5,09	4,29	4,99	4,96	4,18	5,12		
June	0,87	3,54	3,54	5,25	5,33	5,69	5,67	5,24	4,99	4,23	5,02	5,05	4,14	5,08		
July	0,87	3,48	3,28	5,21	5,13	5,44	5,50	5,27	4,93	4,17	5,08	5,00	4,13	5,06		
Aug.	0,89	3,42	3,12	5,18	5,14	5,40	5,48	5,17	4,85	4,11	5,03	4,78	4,06	5,01		
Sep.	0,88	3,28	2,97	5,12	5,03	5,29	5,49	5,01	4,64	4,04	4,72	4,47	3,87	4,80		
Oct.	0,82	3,06	2,96	4,89	4,82	5,10	5,29	4,80	4,39	3,92	4,65	4,29	3,86	4,68		

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 <sup>1)</sup>								
	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	1 414,2	431,4	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	1 383,1	478,8	142,7	52,0	94,6	667,0	621,7	480,5	182,7	115,9	48,3	48,1	133,9	97,1		
2023	1 553,4	612,7	152,7	63,9	86,2	701,8	659,1	502,6	212,6	113,6	39,4	48,8	127,5	103,8		
2024	May	1 512,6	559,6	166,1	56,8	93,0	693,9	639,8	451,8	172,7	104,8	39,5	41,4	132,9	101,9	
	June	1 529,2	566,0	162,2	56,5	89,2	711,8	658,2	426,6	162,2	94,0	40,0	39,7	130,7	94,2	
	July	1 544,1	564,0	174,5	57,5	94,6	711,1	651,1	495,3	183,0	120,5	45,3	48,8	142,9	114,7	
	Aug.	1 552,2	560,4	174,1	54,0	94,5	723,2	659,5	445,5	190,1	102,0	40,8	30,5	123,0	101,3	
	Sep.	1 547,3	588,6	168,6	51,3	84,1	706,0	642,4	475,1	202,4	90,6	37,1	38,2	143,9	112,8	
	Oct.	1 532,3	569,0	167,0	52,4	83,6	712,6	655,4	453,9	156,1	120,7	41,0	38,1	139,0	124,0	
Long-term																
2021	19 863,2	4 124,5	3 357,1	1 377,6	1 617,9	10 763,7	9 942,7	316,6	68,5	83,4	34,0	23,2	141,5	128,0		
2022	17 813,1	3 911,3	3 218,4	1 372,8	1 412,7	9 270,7	8 558,7	295,3	76,9	71,1	29,7	16,9	130,4	121,0		
2023	19 457,7	4 450,3	3 382,2	1 380,5	1 524,2	10 101,0	9 361,3	325,6	94,1	72,2	28,2	21,2	138,2	129,7		
2024	May	19 765,2	4 620,3	3 505,8	1 377,4	1 548,0	10 091,2	9 341,0	399,1	76,0	106,6	23,3	35,1	181,5	163,3	
	June	19 903,9	4 624,5	3 535,6	1 388,8	1 563,3	10 180,5	9 425,9	321,7	70,1	81,6	29,1	30,7	139,2	130,9	
	July	20 149,7	4 667,9	3 564,4	1 380,1	1 565,5	10 351,9	9 588,3	317,9	83,4	97,4	18,2	15,9	121,2	116,9	
	Aug.	20 247,3	4 686,0	3 566,5	1 375,0	1 569,5	10 425,2	9 657,6	212,3	43,9	56,2	13,9	10,5	101,7	97,0	
	Sep.	20 557,9	4 739,6	3 627,6	1 384,5	1 595,5	10 595,1	9 819,3	372,1	85,1	97,8	25,6	38,9	150,4	143,2	
	Oct.	20 456,1	4 745,5	3 623,8	1 366,9	1 594,2	10 497,7	9 723,4	339,6	78,4	83,8	15,0	23,5	153,9	143,8	

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	21 277,4	4 556,0	3 485,6	1 430,1	1 707,5	11 528,4	10 617,5	10 357,1	600,3	1 484,6	8 271,2				
2022	19 196,2	4 390,0	3 361,1	1 424,8	1 507,3	9 937,7	9 180,4	8 701,5	525,2	1 285,9	6 889,8				
2023	21 011,1	5 063,1	3 534,9	1 444,4	1 610,4	10 802,8	10 020,4	9 672,7	619,7	1 411,8	7 640,7				
2024	May	21 277,8	5 179,9	3 671,8	1 434,2	1 641,0	10 785,1	9 980,8	10 363,6	740,0	1 565,3	8 057,9			
	June	21 433,1	5 190,5	3 697,8	1 445,3	1 652,5	10 892,3	10 084,0	10 058,5	687,2	1 515,2	7 855,6			
	July	21 693,8	5 231,9	3 738,8	1 437,6	1 660,1	11 063,0	10 239,5	10 114,4	724,0	1 533,7	7 856,2			
	Aug.	21 799,5	5 246,4	3 740,6	1 429,0	1 664,1	11 148,4	10 317,1	10 246,0	723,8	1 557,5	7 964,2			
	Sep.	22 105,2	5 328,2	3 796,2	1 435,8	1 679,6	11 301,2	10 461,6	10 410,1	746,5	1 560,7	8 102,4			
	Oct.	21 993,4	5 314,5	3 790,8	1 419,3	1 677,8	11 210,3	10 378,8	10 097,2	751,1	1 548,1	7 797,5			
	Growth rate <sup>1)</sup>														
2024	Mar.	5,9	11,5	4,7	2,8	2,4	4,3	4,6	-1,4	-3,1	0,9	-1,6			
	Apr.	5,7	10,3	4,4	1,1	3,0	4,4	4,6	-1,4	-3,1	0,5	-1,6			
	May	5,4	8,7	3,6	-2,0	2,9	4,8	4,8	-1,2	-3,2	0,4	-1,3			
	June	4,7	7,2	3,4	-2,6	3,4	4,2	4,2	-0,6	-3,3	-0,9	-0,3			
	July	4,3	5,5	4,0	-3,1	2,5	4,2	4,2	-0,3	-3,5	-0,6	0,0			
	Aug.	4,5	5,1	4,3	-2,9	3,1	4,5	4,4	-0,3	-3,4	-0,5	0,0			
	Sep.	4,6	5,9	4,5	-2,7	3,0	4,2	4,0	-0,2	-2,1	-0,4	0,0			
	Oct.	4,6	5,3	3,9	-4,1	3,1	4,6	4,6	0,3	-2,2	-0,3	0,6			

Source: ECB.

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

## 4 Financial market developments

### 4.8 Effective exchange rates <sup>1)</sup>

(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
2021	99,6	93,7	93,7	89,3	69,6	87,2	120,5	94,3
2022	95,3	90,8	93,6	84,5	64,4	82,3	116,1	90,9
2023	98,1	94,0	98,1	89,0	66,5	85,9	121,8	94,7
2023 Q4	98,3	94,2	98,3	89,8	66,5	86,8	123,0	95,0
2024 Q1	98,4	94,4	98,4	89,7	67,5	86,8	123,7	95,2
Q2	98,7	94,6	98,5	89,8	67,1	86,9	124,1	95,2
Q3	99,0	95,0	98,7	-	-	-	125,1	95,6
2024 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	98,7	-	-	-	125,2	95,7
Sep.	98,8	94,8	98,6	-	-	-	125,2	95,5
Oct.	98,2	94,3	98,0	-	-	-	124,4	95,0
Nov.	97,5	93,6	97,4	-	-	-	123,5	94,1
<i>Percentage change versus previous month</i>								
2024 Nov.	-0,7	-0,8	-0,7	-	-	-	-0,7	-1,0
<i>Percentage change versus previous year</i>								
2024 Nov.	-1,2	-1,1	-1,3	-	-	-	0,1	-1,3

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 złoty	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 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
Oct.	7,728	.	25,298	7,459	401,901	163,197	4,317	0,835	4,9750	11,405	0,939	1,090
Nov.	7,662	.	25,301	7,458	409,251	163,234	4,332	0,834	4,9762	11,583	0,936	1,063
<i>Percentage change versus previous month</i>												
2024 Nov.	-0,9	0,0	0,0	0,0	1,8	0,0	0,3	-0,1	0,0	1,6	-0,3	-2,5
<i>Percentage change versus previous year</i>												
2024 Nov.	-1,9	.	3,3	0,0	7,9	0,9	-1,6	-4,2	0,1	0,3	-2,9	-1,6

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 <sup>1)</sup>			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
Outstanding amounts (international investment position)												
2023 Q3	32 639,4	32 277,1	362,3	12 689,0	10 401,4	12 038,4	13 986,1	-41,8	6 840,2	7 889,6	1 113,6	16 574,5
Q4	32 481,5	32 087,7	393,8	12 196,3	9 946,6	12 472,2	14 559,1	-29,0	6 694,2	7 582,0	1 147,8	16 225,4
2024 Q1	33 769,5	33 180,7	588,8	12 451,0	10 032,5	13 140,5	15 297,8	-26,0	6 989,0	7 850,4	1 215,1	16 671,9
Q2	34 313,4	33 303,1	1 010,3	12 443,6	9 914,5	13 567,6	15 592,8	-23,1	7 057,7	7 795,8	1 267,6	16 595,7
Outstanding amounts as percentage of GDP												
2024 Q2	230,9	224,1	6,8	83,7	66,7	91,3	104,9	-0,2	47,5	52,5	8,5	111,7
Transactions												
2023 Q4	-324,7	-441,1	116,4	-323,5	-300,6	46,2	90,7	21,9	-75,7	-231,2	6,4	-
2024 Q1	571,6	461,0	110,6	140,1	49,4	167,1	189,3	13,0	250,1	222,3	1,2	-
Q2	163,7	32,5	131,2	-51,3	-117,5	180,1	261,3	12,2	18,9	-111,2	3,7	-
Q3	444,4	281,3	163,2	45,4	22,4	157,3	144,9	-7,4	253,0	114,0	-3,9	-
2024 Apr.	71,7	48,5	23,2	-3,2	-29,1	28,6	42,6	12,7	32,8	34,9	0,8	-
May	100,0	82,1	17,8	-31,6	-39,4	77,1	75,2	-1,5	54,3	46,4	1,6	-
June	-8,0	-98,1	90,2	-16,5	-49,0	74,4	143,5	1,0	-68,2	-192,6	1,3	-
July	122,2	61,2	61,0	20,8	-0,1	55,5	33,1	-3,2	52,2	28,1	-3,2	-
Aug.	115,9	88,3	27,6	3,7	11,2	37,7	37,0	1,2	76,3	40,1	-3,0	-
Sep.	206,4	131,8	74,6	20,9	11,3	64,1	74,7	-5,4	124,5	45,8	2,4	-
12-month cumulated transactions												
2024 Sep.	855,0	333,6	521,4	-189,2	-346,3	550,7	686,0	39,8	446,3	-6,1	7,4	-
12-month cumulated transactions as percentage of GDP												
2024 Sep.	5,7	2,2	3,5	-1,3	-2,3	3,7	4,6	0,3	3,0	0,0	0,0	-

Source: ECB.

1) Net financial derivatives are included in total assets.

## 5 Financing conditions and credit developments

### 5.1 Monetary aggregates <sup>1)</sup>

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

	M3												Total	
	M2						Total	M3-M2						
	M1			M2-M1				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	7	8	9	10	11	12		
	1	2	3	4	5	6								
Outstanding amounts														
2021	1 469,1	9 820,7	11 289,7	913,0	2 505,7	3 418,7	14 708,4	117,8	644,2	25,5	787,5	15 495,9		
2022	1 538,9	9 758,1	11 297,0	1 366,9	2 565,3	3 932,2	15 229,2	123,0	646,3	49,8	819,1	16 048,2		
2023	1 535,6	8 809,5	10 345,1	2 294,1	2 460,4	4 754,6	15 099,6	184,9	739,7	71,0	995,5	16 095,2		
2023 Q4	1 535,6	8 809,5	10 345,1	2 294,1	2 460,4	4 754,6	15 099,6	184,9	739,7	71,0	995,5	16 095,2		
2024 Q1	1 526,2	8 740,0	10 266,3	2 440,1	2 431,0	4 871,1	15 137,4	192,4	786,5	72,9	1 051,8	16 189,3		
Q2	1 533,9	8 792,8	10 326,7	2 535,8	2 425,4	4 961,3	15 288,0	210,4	814,8	59,3	1 084,4	16 372,4		
Q3 <sup>(p)</sup>	1 541,7	8 842,5	10 384,2	2 590,7	2 424,8	5 015,5	15 399,7	237,3	857,4	47,3	1 142,1	16 541,8		
2024 May	1 530,0	8 733,1	10 263,1	2 509,5	2 427,2	4 936,7	15 199,8	206,7	792,6	66,2	1 065,5	16 265,4		
June	1 533,9	8 792,8	10 326,7	2 535,8	2 425,4	4 961,3	15 288,0	210,4	814,8	59,3	1 084,4	16 372,4		
July	1 536,5	8 746,8	10 283,3	2 540,8	2 424,8	4 965,6	15 248,9	226,0	825,9	57,9	1 109,8	16 358,7		
Aug.	1 538,8	8 791,8	10 330,5	2 558,5	2 426,5	4 985,0	15 315,5	242,4	838,6	52,0	1 133,0	16 448,5		
Sep.	1 541,7	8 842,5	10 384,2	2 590,7	2 424,8	5 015,5	15 399,7	237,3	857,4	47,3	1 142,1	16 541,8		
Oct. <sup>(p)</sup>	1 545,6	8 894,8	10 440,3	2 557,3	2 427,6	4 984,9	15 425,2	248,9	853,1	50,2	1 152,2	16 577,4		
Transactions														
2021	106,5	905,3	1 011,9	-123,6	66,0	-57,5	954,3	11,9	20,2	13,6	45,7	1 000,0		
2022	69,9	-57,3	12,6	425,5	55,6	481,1	493,7	3,6	2,4	76,8	82,8	576,5		
2023	-4,7	-969,2	-973,9	920,7	-99,5	821,2	-152,7	40,3	93,8	23,6	157,7	5,1		
2023 Q4	0,7	-144,5	-143,8	204,9	-6,5	198,5	54,7	31,5	26,5	-5,1	52,9	107,6		
2024 Q1	-8,8	-75,0	-83,8	144,1	-28,9	115,2	31,4	9,9	46,7	7,1	63,7	95,1		
Q2	7,7	52,0	59,7	71,4	-5,6	65,9	125,5	17,6	25,2	-13,3	29,5	155,0		
Q3 <sup>(p)</sup>	7,8	28,0	35,8	59,5	-0,5	58,9	94,7	28,2	38,7	-11,1	55,8	150,6		
2024 May	-1,2	5,1	3,9	36,4	-1,5	34,9	38,8	2,5	-3,1	-4,6	-5,2	33,5		
June	3,9	57,4	61,3	13,7	-1,8	12,0	73,2	3,3	20,8	-8,6	15,4	88,6		
July	2,6	-44,0	-41,5	5,7	-0,7	4,9	-36,5	15,8	9,9	-1,9	23,8	-12,7		
Aug.	2,3	18,7	20,9	20,5	1,9	22,4	43,3	17,1	11,4	-5,8	22,7	66,0		
Sep.	3,0	53,4	56,3	33,3	-1,7	31,6	87,9	-4,7	17,4	-3,3	9,4	97,3		
Oct. <sup>(p)</sup>	3,9	45,4	49,3	-36,9	2,7	-34,2	15,1	10,6	-5,3	3,5	8,8	23,9		
Growth rates														
2021	7,8	10,2	9,8	-12,0	2,7	-1,7	6,9	11,8	3,2	165,7	6,2	6,9		
2022	4,8	-0,6	0,1	45,9	2,2	14,0	3,4	2,9	0,4	457,9	11,1	3,7		
2023	-0,3	-9,9	-8,6	67,0	-3,9	20,9	-1,0	32,7	14,5	44,6	19,3	0,0		
2023 Q4	-0,3	-9,9	-8,6	67,0	-3,9	20,9	-1,0	32,7	14,5	44,6	19,3	0,0		
2024 Q1	-1,1	-7,6	-6,7	49,9	-4,5	16,7	-0,3	68,7	18,1	-16,8	20,7	0,9		
Q2	-0,1	-4,1	-3,5	34,8	-3,5	12,8	1,2	62,6	16,9	-29,4	18,8	2,2		
Q3 <sup>(p)</sup>	0,5	-1,6	-1,3	22,9	-1,7	9,6	2,0	61,5	19,2	-34,4	21,6	3,2		
2024 May	-0,5	-5,8	-5,0	41,3	-3,9	14,7	0,6	64,7	14,6	-21,7	17,6	1,6		
June	-0,1	-4,1	-3,5	34,8	-3,5	12,8	1,2	62,6	16,9	-29,4	18,8	2,2		
July	0,2	-3,6	-3,0	30,7	-3,3	11,5	1,2	65,4	18,3	-26,1	21,4	2,4		
Aug.	0,3	-2,5	-2,0	26,2	-2,2	10,5	1,7	79,0	19,0	-37,6	22,6	2,9		
Sep.	0,5	-1,6	-1,3	22,9	-1,7	9,6	2,0	61,5	19,2	-34,4	21,6	3,2		
Oct. <sup>(p)</sup>	0,7	0,1	0,2	16,9	-1,1	7,3	2,4	55,6	18,5	-37,2	20,0	3,4		

Sources: ECB.

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

## 5 Financing conditions and credit developments

### 5.2 Deposits in M3<sup>1)</sup>

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

	Non-financial corporations <sup>2)</sup>					Households <sup>3)</sup>					Financial corporations other than MFIs and ICPFs <sup>3)</sup> 11	Insurance corporations and pension funds <sup>12)</sup> 12	Other general government <sup>4)</sup> 13
	Total 1	Overnight 2	With an agreed maturity of up to 2 years 3	Redeemable at notice of up to 3 months 4	Repos 5	Total 6	Overnight 7	With an agreed maturity of up to 2 years 8	Redeemable at notice of up to 3 months 9	Repos 10			
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10			
Outstanding amounts													
2021	3 228,3	2 802,0	290,9	128,2	7,3	8 087,9	5 381,4	372,4	2 333,3	0,7	1 264,5	225,6	550,9
2022	3 361,5	2 721,2	499,5	134,7	6,2	8 374,2	5 542,6	437,9	2 392,9	0,9	1 282,8	231,5	563,3
2023	3 334,2	2 419,5	771,8	131,3	11,6	8 421,5	5 110,8	1 015,9	2 293,3	1,4	1 223,9	227,0	542,3
2023 Q4	3 334,2	2 419,5	771,8	131,3	11,6	8 421,5	5 110,8	1 015,9	2 293,3	1,4	1 223,9	227,0	542,3
2024 Q1	3 337,8	2 381,4	817,8	127,8	10,9	8 457,8	5 056,9	1 133,0	2 266,9	1,0	1 243,9	223,6	540,4
Q2	3 380,3	2 409,1	833,1	127,3	10,8	8 529,0	5 060,9	1 203,4	2 263,4	1,3	1 299,6	221,8	533,8
Q3 <sup>(p)</sup>	3 364,8	2 404,7	823,6	125,6	11,0	8 618,9	5 091,3	1 260,4	2 266,2	1,0	1 330,8	230,1	550,8
2024 May	3 358,1	2 390,6	831,4	127,1	9,0	8 499,7	5 051,9	1 182,5	2 264,3	1,0	1 275,4	216,0	527,3
June	3 380,3	2 409,1	833,1	127,3	10,8	8 529,0	5 060,9	1 203,4	2 263,4	1,3	1 299,6	221,8	533,8
July	3 364,7	2 398,2	830,0	126,9	9,6	8 550,5	5 057,8	1 227,8	2 264,0	0,9	1 268,2	215,3	539,7
Aug.	3 363,8	2 395,9	831,9	126,3	9,7	8 589,4	5 089,2	1 232,9	2 266,3	1,0	1 304,4	218,0	543,5
Sep.	3 364,8	2 404,7	823,6	125,6	11,0	8 618,9	5 091,3	1 260,4	2 266,2	1,0	1 330,8	230,1	550,8
Oct. <sup>(p)</sup>	3 378,1	2 422,2	815,8	127,5	12,7	8 658,6	5 122,7	1 267,6	2 267,3	0,9	1 320,6	220,5	550,7
Transactions													
2021	246,2	270,9	-21,2	-6,9	3,4	423,0	411,7	-65,1	76,5	-0,2	151,2	-10,0	49,3
2022	122,9	-89,2	207,7	5,9	-1,5	295,8	166,8	74,9	54,0	0,1	-10,2	6,2	12,5
2023	-31,5	-306,8	271,1	-1,4	5,6	18,9	-459,8	572,6	-94,5	0,6	-64,2	-3,0	-27,8
2023 Q4	20,4	-10,4	34,0	-0,3	-2,9	72,3	-88,3	165,2	-5,3	0,6	-9,6	17,7	-15,3
2024 Q1	2,4	-40,1	45,1	-3,0	0,3	33,4	-54,8	115,1	-26,5	-0,4	20,1	-3,9	-1,9
Q2	40,1	27,7	12,9	-0,4	-0,2	70,5	3,7	70,0	-3,4	0,2	34,9	-2,1	-7,9
Q3 <sup>(p)</sup>	-9,4	-0,6	-7,3	-1,9	0,4	60,8	0,1	58,1	2,9	-0,3	37,9	9,3	16,5
2024 May	10,5	6,6	5,9	0,0	-2,0	14,8	-8,6	23,9	-0,5	0,0	15,5	4,9	-3,2
June	17,7	17,5	-1,7	0,2	1,7	28,3	8,5	20,5	-0,9	0,3	14,6	5,6	6,3
July	-14,2	-9,9	-2,6	-0,6	-1,1	21,9	-2,9	24,6	0,6	-0,3	-30,5	-6,4	5,9
Aug.	3,1	0,0	3,3	-0,6	0,3	8,1	0,0	5,7	2,4	0,0	40,2	3,1	3,8
Sep.	1,8	9,2	-8,0	-0,7	1,3	30,8	3,0	27,9	-0,1	0,0	28,2	12,6	6,8
Oct. <sup>(p)</sup>	9,3	14,9	-9,1	1,9	1,6	36,4	28,8	6,6	1,0	0,0	-13,2	-10,1	-0,6
Growth rates													
2021	8,3	10,7	-6,8	-5,0	99,3	5,5	8,3	-14,9	3,4	-18,2	13,5	-4,3	9,9
2022	3,8	-3,2	70,3	4,6	-17,5	3,7	3,1	20,6	2,3	19,9	-0,5	2,8	2,3
2023	-0,9	-11,2	54,2	-1,1	90,8	0,2	-8,3	129,3	-4,0	67,7	-4,9	-1,3	-4,9
2023 Q4	-0,9	-11,2	54,2	-1,1	90,8	0,2	-8,3	129,3	-4,0	67,7	-4,9	-1,3	-4,9
2024 Q1	0,1	-8,3	36,4	-3,2	38,9	0,9	-7,1	101,7	-4,6	11,9	1,3	-2,0	-6,0
Q2	1,7	-3,4	21,3	-2,8	-8,9	2,0	-4,8	71,5	-3,6	48,4	6,8	-2,1	-5,5
Q3 <sup>(p)</sup>	1,6	-1,0	11,5	-4,2	-15,0	2,8	-2,7	48,0	-1,4	21,7	6,9	10,0	-1,6
2024 May	1,8	-5,3	31,6	-3,1	-11,2	1,6	-5,7	81,4	-3,9	10,9	2,9	-5,4	-6,8
June	1,7	-3,4	21,3	-2,8	-8,9	2,0	-4,8	71,5	-3,6	48,4	6,8	-2,1	-5,5
July	1,7	-2,7	18,0	-3,0	2,4	2,2	-4,1	62,4	-3,2	10,5	5,6	-3,0	-4,8
Aug.	1,8	-2,0	15,5	-3,8	10,4	2,3	-3,4	51,9	-2,1	16,3	10,3	-1,3	-3,0
Sep.	1,6	-1,0	11,5	-4,2	-15,0	2,8	-2,7	48,0	-1,4	21,7	6,9	10,0	-1,6
Oct. <sup>(p)</sup>	1,7	0,5	5,9	-2,5	17,5	3,2	-1,2	39,1	-0,9	25,2	8,0	3,6	0,6

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<sup>1)</sup>

(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						To non-financial corporations <sup>3)</sup>	To households <sup>4)</sup>	To financial corporations other than MFIs and ICPFs <sup>3)</sup>	To insurance corporations and pension funds				
					Total		To non-financial corporations <sup>3)</sup>	To households <sup>4)</sup>	To financial corporations other than MFIs and ICPFs <sup>3)</sup>	To insurance corporations and pension funds								
					Total	Adjusted loans <sup>2)</sup>												
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12						
Outstanding amounts																		
2021	6 523,3	991,9	5 529,7	14 804,4	12 338,2	12 720,1	4 862,0	6 372,3	943,6	160,2	1 578,1	888,1						
2022	6 352,0	1 001,3	5 325,7	15 389,8	12 987,5	13 174,9	5 126,5	6 631,8	1 082,5	146,7	1 565,9	836,4						
2023	6 305,3	990,6	5 289,3	15 493,3	13 034,1	13 253,2	5 123,2	6 648,1	1 124,8	138,0	1 560,8	898,4						
2023 Q4	6 305,3	990,6	5 289,3	15 493,3	13 034,1	13 253,2	5 123,2	6 648,1	1 124,8	138,0	1 560,8	898,4						
2024 Q1	6 220,9	977,6	5 217,8	15 545,4	13 045,5	13 276,9	5 115,5	6 642,2	1 150,6	137,2	1 569,9	930,1						
Q2	6 195,5	978,6	5 191,1	15 572,5	13 101,2	13 339,7	5 127,6	6 644,8	1 197,9	130,9	1 554,2	917,1						
Q3	6 255,1	975,4	5 253,9	15 633,8	13 143,5	13 377,8	5 138,7	6 661,4	1 210,6	132,8	1 561,7	928,6						
2024 May	6 181,8	974,2	5 181,9	15 538,0	13 070,7	13 305,8	5 117,2	6 641,9	1 180,9	130,6	1 546,3	921,0						
June	6 195,5	978,6	5 191,1	15 572,5	13 101,2	13 339,7	5 127,6	6 644,8	1 197,9	130,9	1 554,2	917,1						
July	6 222,2	973,9	5 222,6	15 597,0	13 125,3	13 357,4	5 124,8	6 645,6	1 222,7	132,2	1 547,0	924,7						
Aug.	6 234,1	976,8	5 231,7	15 614,8	13 133,2	13 366,9	5 128,0	6 655,4	1 216,5	133,3	1 556,4	925,2						
Sep.	6 255,1	975,4	5 253,9	15 633,8	13 143,5	13 377,8	5 138,7	6 661,4	1 210,6	132,8	1 561,7	928,6						
Oct.	6 245,7	986,6	5 233,4	15 660,4	13 165,4	13 415,3	5 143,5	6 661,0	1 225,2	135,7	1 565,7	929,2						
Transactions																		
2021	660,6	-1,9	672,1	562,9	475,4	508,5	176,4	261,6	47,4	-9,9	77,8	9,6						
2022	173,8	8,5	163,8	636,4	623,8	680,5	269,0	241,8	126,3	-13,3	18,6	-5,9						
2023	-160,8	-17,4	-143,7	55,6	24,6	72,4	-5,7	7,7	30,8	-8,2	-15,1	46,1						
2023 Q4	-3,8	3,7	-7,9	32,8	38,0	62,4	6,0	15,9	16,0	0,2	-20,5	15,3						
2024 Q1	-61,1	-11,6	-49,6	59,2	28,6	42,1	-2,1	-2,4	33,9	-0,8	9,0	21,6						
Q2	-4,7	1,5	-6,4	19,8	38,9	49,1	14,2	4,9	26,3	-6,5	-14,7	-4,4						
Q3	-4,2	-3,2	-1,0	68,6	59,6	53,5	10,2	20,0	27,3	2,1	4,1	4,9						
2024 May	-23,3	0,0	-23,4	-2,8	5,8	7,2	7,1	0,1	4,3	-5,6	-10,2	1,6						
June	8,4	4,2	4,1	26,8	19,8	25,1	10,3	4,1	5,3	0,1	7,6	-0,6						
July	-8,6	-4,5	-4,0	23,5	29,1	23,0	-0,1	1,5	26,2	1,4	-9,8	4,2						
Aug.	9,3	2,8	6,5	23,5	15,1	15,8	7,2	10,7	-3,9	1,2	9,6	-1,3						
Sep.	-5,0	-1,6	-3,5	21,6	15,4	14,7	3,0	7,8	5,0	-0,4	4,3	1,9						
Oct.	7,9	9,6	-1,7	26,8	20,7	38,9	5,5	0,1	12,2	2,8	3,5	2,6						
Growth rates																		
2021	11,2	-0,2	13,8	3,9	4,0	4,1	3,8	4,3	5,2	-4,6	5,2	1,0						
2022	2,7	0,9	3,0	4,3	5,0	5,4	5,5	3,8	13,4	-7,9	1,2	-0,6						
2023	-2,5	-1,7	-2,7	0,4	0,2	0,5	-0,1	0,1	2,8	-5,5	-1,0	5,4						
2023 Q4	-2,5	-1,7	-2,7	0,4	0,2	0,5	-0,1	0,1	2,8	-5,5	-1,0	5,4						
2024 Q1	-2,5	-1,6	-2,8	0,8	0,4	0,8	-0,2	-0,2	6,4	-1,3	0,5	7,1						
Q2	-1,4	-0,5	-1,6	0,8	0,9	1,1	0,2	0,3	8,5	-8,5	-1,7	4,6						
Q3	-1,2	-1,0	-1,2	1,2	1,3	1,6	0,6	0,6	9,3	-3,7	-1,4	4,3						
2024 May	-1,4	-1,4	-1,4	0,6	0,6	0,8	-0,1	0,3	7,0	-7,7	-2,4	5,2						
June	-1,4	-0,5	-1,6	0,8	0,9	1,1	0,2	0,3	8,5	-8,5	-1,7	4,6						
July	-1,1	-0,9	-1,1	0,9	1,0	1,3	0,2	0,4	9,4	-2,5	-2,2	4,3						
Aug.	-1,1	-0,6	-1,2	1,2	1,3	1,5	0,4	0,5	10,2	1,5	-1,5	4,0						
Sep.	-1,2	-1,0	-1,2	1,2	1,3	1,6	0,6	0,6	9,3	-3,7	-1,4	4,3						
Oct.	-0,8	-0,1	-1,0	1,2	1,2	1,6	0,6	0,5	8,6	0,3	-0,5	3,8						

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<sup>1)</sup>

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

	Non-financial corporations <sup>2)</sup>					Households <sup>3)</sup>				
	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 <sup>4)</sup>				6	Adjusted loans <sup>4)</sup>			
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
Outstanding amounts										
2021	4 862,0	4 992,8	882,4	1 004,6	2 975,1	6 372,3	6 637,6	696,1	4 970,4	705,9
2022	5 126,5	5 127,5	960,0	1 076,9	3 089,6	6 631,8	6 832,5	715,1	5 214,2	702,6
2023	5 123,2	5 139,6	907,3	1 090,3	3 125,6	6 648,1	6 866,2	731,3	5 228,8	688,0
2023 Q4	5 123,2	5 139,6	907,3	1 090,3	3 125,6	6 648,1	6 866,2	731,3	5 228,8	688,0
2024 Q1	5 115,5	5 132,8	890,3	1 088,1	3 137,1	6 642,2	6 873,7	738,9	5 221,4	682,0
Q2	5 127,6	5 145,7	899,9	1 087,7	3 140,1	6 644,8	6 880,6	737,5	5 227,1	680,1
Q3	5 138,7	5 159,3	912,4	1 088,8	3 137,4	6 661,4	6 899,2	742,4	5 245,1	674,0
2024 May	5 117,2	5 131,8	889,0	1 086,7	3 141,6	6 641,9	6 878,6	739,5	5 223,1	679,3
June	5 127,6	5 145,7	899,9	1 087,7	3 140,1	6 644,8	6 880,6	737,5	5 227,1	680,1
July	5 124,8	5 141,0	898,6	1 086,8	3 139,5	6 645,6	6 883,9	739,4	5 230,7	675,5
Aug.	5 128,0	5 135,5	898,0	1 086,3	3 143,6	6 655,4	6 890,7	741,5	5 239,5	674,3
Sep.	5 138,7	5 159,3	912,4	1 088,8	3 137,4	6 661,4	6 899,2	742,4	5 245,1	674,0
Oct.	5 143,5	5 159,0	919,5	1 089,2	3 134,8	6 661,0	6 907,5	743,0	5 240,6	677,4
Transactions										
2021	176,4	207,7	-0,3	2,2	174,5	261,6	267,5	10,5	254,8	-3,8
2022	269,0	308,7	78,0	77,3	113,7	241,8	250,0	23,2	217,7	0,9
2023	-5,7	24,3	-43,9	10,3	27,9	7,7	26,8	18,9	10,1	-21,3
2023 Q4	6,0	27,5	3,3	4,0	-1,3	15,9	4,8	4,0	15,7	-3,8
2024 Q1	-2,1	0,5	-14,9	-1,1	13,9	-2,4	9,7	8,4	-6,1	-4,7
Q2	14,2	16,6	13,5	-1,2	2,0	4,9	10,5	0,4	5,9	-1,4
Q3	10,2	12,0	6,2	3,5	0,5	20,0	20,9	7,2	17,9	-5,1
2024 May	7,1	3,9	8,8	-0,2	-1,6	0,1	3,8	1,0	-0,1	-0,8
June	10,3	15,2	10,1	1,0	-0,9	4,1	3,7	-1,0	3,9	1,3
July	-0,1	-2,0	-0,3	-0,5	0,8	1,5	4,1	2,8	3,0	-4,3
Aug.	7,2	-1,7	1,3	0,5	5,4	10,7	7,5	2,5	9,0	-0,8
Sep.	3,0	15,7	5,2	3,5	-5,7	7,8	9,3	1,9	5,9	0,0
Oct.	5,5	3,1	5,9	0,4	-0,8	0,1	8,9	2,8	-3,2	0,5
Growth rates										
2021	3,8	4,3	0,0	0,2	6,2	4,3	4,2	1,5	5,4	-0,5
2022	5,5	6,4	8,8	7,7	3,8	3,8	3,8	3,3	4,4	0,1
2023	-0,1	0,5	-4,6	1,0	0,9	0,1	0,4	2,6	0,2	-3,0
2023 Q4	-0,1	0,5	-4,6	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	-0,2	0,2	3,3	-0,2	-3,0
Q2	0,2	0,7	-1,0	-0,1	0,7	0,3	0,3	2,7	0,4	-2,5
Q3	0,6	1,1	0,9	0,5	0,5	0,6	0,7	2,8	0,6	-2,2
2024 May	-0,1	0,3	-2,5	-0,8	0,9	0,3	0,3	2,9	0,4	-2,8
June	0,2	0,7	-1,0	-0,1	0,7	0,3	0,3	2,7	0,4	-2,5
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
Sep.	0,6	1,1	0,9	0,5	0,5	0,6	0,7	2,8	0,6	-2,2
Oct.	0,6	1,2	1,6	0,3	0,4	0,5	0,8	3,1	0,4	-1,8

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 <sup>1)</sup>

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

Central government holdings <sup>2)</sup>	MFI liabilities						Net external assets	MFI assets			
	Longer-term financial liabilities vis-à-vis other euro area residents							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 <sup>3)</sup>	Reverse repos to central counterparties <sup>3)</sup>	
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10		
Outstanding amounts											
2021	736,6	6 888,2	1 839,9	37,0	1 999,1	3 012,3	1 376,0	416,9	128,5	136,8	
2022	639,4	6 732,9	1 783,0	45,7	2 110,7	2 793,4	1 332,5	346,2	137,2	147,2	
2023	447,4	7 326,8	1 827,5	90,2	2 416,7	2 992,4	1 858,3	212,6	155,0	152,6	
2023 Q4	447,4	7 326,8	1 827,5	90,2	2 416,7	2 992,4	1 858,3	212,6	155,0	152,6	
2024 Q1	395,4	7 457,1	1 828,2	103,9	2 492,2	3 032,8	2 049,8	225,6	178,0	174,2	
Q2	410,5	7 526,1	1 828,2	109,9	2 530,1	3 057,9	2 242,6	298,4	182,6	176,5	
Q3 <sup>(p)</sup>	402,8	7 679,4	1 833,1	114,3	2 541,1	3 190,9	2 488,9	246,2	184,9	188,5	
2024 May	441,5	7 490,2	1 823,9	108,5	2 518,8	3 039,0	2 219,9	257,3	159,1	165,0	
June	410,5	7 526,1	1 828,2	109,9	2 530,1	3 057,9	2 242,6	298,4	182,6	176,5	
July	404,8	7 578,3	1 821,5	111,6	2 528,5	3 116,8	2 341,3	181,3	166,9	154,9	
Aug.	419,2	7 608,9	1 822,6	112,7	2 537,4	3 136,3	2 396,4	231,3	193,2	170,7	
Sep.	402,8	7 679,4	1 833,1	114,3	2 541,1	3 190,9	2 488,9	246,2	184,9	188,5	
Oct. <sup>(p)</sup>	445,3	7 750,8	1 831,7	115,7	2 561,0	3 242,3	2 598,8	268,6	169,6	172,2	
Transactions											
2021	21,2	-37,9	-74,8	-5,0	-39,8	81,7	-112,6	-127,5	-8,3	-4,3	
2022	-93,4	39,5	-88,8	-4,6	0,4	132,5	-69,0	-218,7	10,4	18,0	
2023	-198,2	338,4	25,2	40,0	231,0	42,2	459,3	-208,8	19,7	9,0	
2023 Q4	-7,3	62,2	-11,1	16,4	63,4	-6,5	166,5	-32,9	1,2	-10,7	
2024 Q1	-51,7	112,3	3,4	13,6	89,3	5,9	138,7	18,8	25,6	21,5	
Q2	15,7	43,3	-0,1	6,0	32,7	4,7	149,6	49,3	4,6	2,3	
Q3 <sup>(p)</sup>	-7,7	68,4	7,5	4,4	40,7	15,9	173,6	-26,7	2,4	12,0	
2024 May	2,3	11,8	-2,0	1,8	6,6	5,4	58,0	15,7	-4,5	-12,4	
June	-31,1	18,5	3,5	1,4	4,9	8,8	4,7	36,2	23,5	11,4	
July	-5,7	8,8	-6,0	1,6	6,1	7,1	66,0	-90,5	-15,7	-21,6	
Aug.	14,4	26,7	2,4	1,1	20,7	2,5	46,3	28,0	26,4	15,8	
Sep.	-16,4	32,9	11,1	1,6	13,9	6,3	61,3	35,9	-8,3	17,8	
Oct. <sup>(p)</sup>	42,9	8,7	-3,1	1,4	5,1	5,3	43,9	-3,1	-15,3	-16,3	
Growth rates											
2021	3,0	-0,5	-3,9	-12,0	-2,0	2,8	-	-	-6,0	-3,0	
2022	-12,7	0,6	-4,8	-13,0	-0,1	4,6	-	-	7,8	12,7	
2023	-30,8	5,0	1,4	80,3	10,8	1,5	-	-	14,3	6,0	
2023 Q4	-30,8	5,0	1,4	80,3	10,8	1,5	-	-	14,3	6,0	
2024 Q1	-31,8	5,1	1,4	89,7	12,0	0,7	-	-	20,3	7,1	
Q2	-16,1	4,5	0,7	78,5	10,1	0,9	-	-	11,1	4,3	
Q3 <sup>(p)</sup>	-11,2	3,9	0,0	54,7	9,6	0,6	-	-	22,1	15,4	
2024 May	-10,7	4,5	0,6	84,9	11,2	0,2	-	-	-6,1	-8,6	
June	-16,1	4,5	0,7	78,5	10,1	0,9	-	-	11,1	4,3	
July	-12,7	4,1	0,2	72,2	9,3	0,9	-	-	11,3	1,0	
Aug.	-4,6	4,0	0,2	63,4	9,5	0,7	-	-	19,5	7,6	
Sep.	-11,2	3,9	0,0	54,7	9,6	0,6	-	-	22,1	15,4	
Oct. <sup>(p)</sup>	0,7	3,7	0,1	47,0	8,7	0,8	-	-	5,6	13,7	

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	
	1	2	3	4	5	
2020	-7,0	-5,7	-0,4	0,0	-0,9	-5,5
2021	-5,1	-5,1	0,0	0,0	0,0	-3,7
2022	-3,5	-3,7	0,0	0,0	0,3	-1,8
2023	-3,6	-3,6	-0,2	-0,2	0,4	-1,8
2023 Q3	-3,8	.	.	.	.	-2,0
Q4	-3,6	.	.	.	.	-1,8
2024 Q1	-3,5	.	.	.	.	-1,7
Q2	-3,4	.	.	.	.	-1,6

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					Capital revenue	Expenditure						Capital expenditure		
	Total	Current revenue					Total	Current 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	46,6	46,1	12,7	12,9	15,4	0,5	53,6	48,9	10,7	6,0	1,5	25,1	4,7		
2021	46,9	46,2	13,0	13,2	15,0	0,8	52,0	46,9	10,3	6,0	1,4	23,7	5,1		
2022	46,5	45,8	13,3	12,9	14,6	0,8	50,0	44,8	9,8	5,9	1,7	22,4	5,2		
2023	46,0	45,1	13,2	12,3	14,6	0,8	49,5	44,2	9,8	5,9	1,7	22,3	5,3		
2023 Q3	45,9	45,1	13,2	12,4	14,5	0,8	49,6	44,3	9,8	5,9	1,7	22,3	5,3		
Q4	45,9	45,1	13,2	12,3	14,6	0,8	49,5	44,2	9,8	5,9	1,7	22,3	5,3		
2024 Q1	45,9	45,2	13,2	12,3	14,6	0,8	49,5	44,2	9,8	5,9	1,8	22,4	5,3		
Q2	46,1	45,3	13,3	12,3	14,6	0,8	49,5	44,3	9,9	5,9	1,8	22,6	5,2		

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	96,5	3,1	14,5	78,8	53,9	38,8	42,6	11,1	85,4	18,7	30,7	47,1	94,8	1,6
2021	93,8	2,9	13,8	77,1	54,4	40,9	39,4	9,8	84,1	17,3	29,8	46,8	92,4	1,4
2022	89,5	2,6	13,1	73,7	52,5	39,6	37,0	8,7	80,8	16,0	28,4	45,2	88,5	1,0
2023	87,4	2,4	12,2	72,8	49,3	35,9	38,1	7,9	79,5	15,0	28,1	44,3	86,6	0,8
2023 Q3	88,4	2,5	12,1	73,8	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
Q4	87,4	2,4	12,2	72,8	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
2024 Q1	87,8	2,3	12,0	73,6	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
Q2	88,1	2,2	11,8	74,0	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.

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 <sup>1)</sup> (as a percentage of GDP; flows during one-year period)

	Change in debt-to-GDP ratio <sup>a)</sup>	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	12,9	5,5	2,2	2,5	2,0	0,5	-0,1	0,1	-0,3	0,0	5,2	9,5			
2021	-2,7	3,7	-0,1	0,6	0,4	0,1	0,0	0,1	-0,1	-0,7	-6,2	5,0			
2022	-4,3	1,8	-0,2	-0,2	-0,7	0,3	0,1	0,1	0,6	-0,6	-5,9	2,7			
2023	-2,1	1,8	-0,4	-0,4	-0,5	-0,2	0,1	0,1	0,6	-0,5	-3,6	2,6			
2023 Q3	-2,5	2,0	-0,3	-0,6	-0,8	-0,2	0,2	0,1	0,6	-0,4	-4,2	2,8			
Q4	-2,1	1,8	-0,4	-0,4	-0,5	-0,2	0,1	0,1	0,6	-0,5	-3,6	2,6			
2024 Q1	-1,5	1,7	-0,5	-0,7	-0,8	-0,1	0,1	0,1	0,4	-0,2	-2,7	2,6			
Q2	-0,7	1,6	-0,2	-0,6	-0,6	-0,1	0,1	0,1	0,4	0,0	-2,1	2,8			

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

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

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

### 6.5 Government debt securities <sup>1)</sup>

(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 <sup>2)</sup>					Average residual maturity in years <sup>3)</sup>	Average nominal yields <sup>4)</sup>						Transactions		
	Total	Principal		Interest			Outstanding amounts			Fixed rate					
		Total	Maturities of up to 3 months	Total	Maturities of up to 3 months		Total	Floating rate	8	Zero coupon	10	Maturities of up to 1 year			
		1	2	3	4		7	8	9	10	11	12	13		
2021	13,8	12,6	4,1	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	12,9	11,6	4,1	1,4	0,3	8,1	2,0	1,2	1,9	2,0	1,6	3,6	1,9		
2023 Q4	12,9	11,6	4,1	1,4	0,3	8,1	2,0	1,2	1,9	2,0	1,6	3,6	1,9		
2024 Q1	12,8	11,4	3,8	1,4	0,3	8,3	2,1	1,3	2,3	2,0	1,6	3,7	2,5		
Q2	13,0	11,6	3,6	1,4	0,4	8,3	2,1	1,3	2,1	2,1	1,6	3,7	2,7		
Q3	13,0	11,5	3,9	1,4	0,4	8,2	2,1	1,3	2,1	2,1	1,7	3,7	2,9		
2024 May	12,7	11,3	3,2	1,4	0,4	8,3	2,1	1,3	2,1	2,1	1,4	3,7	2,6		
June	13,0	11,6	3,6	1,4	0,4	8,3	2,1	1,3	2,1	2,1	1,6	3,7	2,7		
July	12,9	11,5	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	11,6	4,1	1,4	0,4	8,2	2,1	1,3	2,1	2,1	1,6	3,7	2,8		
Sep.	13,0	11,5	3,9	1,4	0,4	8,2	2,1	1,3	2,1	2,1	1,7	3,7	2,9		
Oct.	13,1	11,7	3,8	1,4	0,4	8,2	2,1	1,3	2,2	2,1	1,7	3,6	2,9		

Source: ECB.

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

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

3) Residual maturity at the end of the period.

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

## 6 Fiscal developments

### 6.6 Fiscal developments in euro area countries

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

	Belgium	Germany	Estonia	Ireland	Greece	Spain	France	Croatia	Italy	Cyprus
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
Government deficit (-)/surplus (+)										
2020	-9,0	-4,4	-5,4	-4,9	-9,6	-9,9	-8,9	-7,2	-9,4	-5,6
2021	-5,4	-3,2	-2,6	-1,4	-6,9	-6,7	-6,6	-2,6	-8,9	-1,6
2022	-3,6	-2,1	-1,1	1,7	-2,5	-4,6	-4,7	0,1	-8,1	2,6
2023	-4,2	-2,6	-2,8	1,5	-1,3	-3,5	-5,5	-0,9	-7,2	2,0
2023 Q3	-4,1	-3,1	-2,1	1,4	-1,4	-4,3	-5,4	-0,4	-7,1	2,3
Q4	-4,3	-2,6	-2,8	1,5	-1,3	-3,5	-5,5	-0,9	-7,2	2,0
2024 Q1	-4,1	-2,6	-3,0	1,5	-0,6	-3,7	-5,6	-0,8	-6,6	3,7
Q2	-4,4	-2,5	-3,6	1,9	0,3	-3,3	-5,7	-1,7	-6,1	4,3
Government debt										
2020	111,2	68,0	19,1	57,0	209,4	119,3	114,8	86,5	154,3	113,6
2021	108,4	68,1	18,4	52,6	197,3	115,7	112,7	78,2	145,7	96,5
2022	102,6	65,0	19,1	43,1	177,0	109,5	111,2	68,5	138,3	81,0
2023	103,1	62,9	20,2	43,3	163,9	105,1	109,9	61,8	134,8	73,6
2023 Q3	107,7	63,8	18,7	43,0	170,7	107,4	111,4	63,3	135,5	75,1
Q4	105,2	62,9	20,2	43,3	167,5	105,1	109,9	61,8	134,8	73,6
2024 Q1	108,4	62,6	24,1	42,5	165,4	106,3	110,6	62,0	135,2	72,6
Q2	108,0	61,9	23,8	42,8	163,6	105,3	112,2	60,1	137,0	70,5
	Latvia	Lithuania	Luxembourg	Malta	Netherlands	Austria	Portugal	Slovenia	Slovakia	Finland
	11	12	13	14	15	16	17	18	19	20
Government deficit (-)/surplus (+)										
2020	-4,1	-6,3	-3,1	-8,7	-3,6	-8,2	-5,8	-7,7	-5,3	-5,5
2021	-7,2	-1,1	1,0	-7,0	-2,2	-5,7	-2,8	-4,6	-5,1	-2,7
2022	-4,9	-0,7	0,2	-5,2	0,0	-3,3	-0,3	-3,0	-1,7	-0,2
2023	-2,4	-0,7	-0,7	-4,5	-0,4	-2,6	1,2	-2,6	-5,2	-3,0
2023 Q3	-3,5	-1,0	-0,6	-3,4	-0,5	-3,2	0,4	-2,9	-3,6	-2,2
Q4	-2,4	-0,7	-0,7	-4,5	-0,4	-2,6	1,2	-2,6	-5,2	-3,0
2024 Q1	-1,9	-0,6	0,0	-3,8	-0,3	-2,9	0,9	-2,1	-5,1	-3,4
Q2	-1,8	-0,9	0,1	-3,4	0,1	-3,4	1,3	-2,0	-5,5	-4,0
Government debt										
2020	44,0	45,9	24,5	48,7	53,3	83,2	134,1	80,2	58,4	75,4
2021	45,9	43,3	24,4	49,6	50,4	82,4	123,9	74,8	60,2	73,2
2022	44,4	38,1	24,6	49,4	48,3	78,4	111,2	72,7	57,7	74,0
2023	45,0	37,3	25,5	47,4	45,1	78,6	97,9	68,4	56,1	77,1
2023 Q3	44,2	36,7	25,7	46,9	44,4	78,2	106,3	71,0	58,3	74,7
Q4	45,0	37,3	25,5	47,4	45,1	77,7	97,9	68,4	56,1	77,1
2024 Q1	46,3	39,1	27,1	47,2	43,9	79,8	99,4	70,1	60,6	78,1
Q2	46,4	37,4	26,8	46,7	43,2	81,6	100,6	69,6	60,4	80,0

Source: Eurostat.

© Banque centrale européenne, 2025

Adresse postale 60640 Frankfurt am Main, Allemagne  
Téléphone +49 69 1344 0  
Site internet [www.ecb.europa.eu](http://www.ecb.europa.eu)

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

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

La date d'arrêté des statistiques figurant dans cette publication est le 11 décembre 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-24-008-FR-N (PDF)

Directeur de la publication : Claude Piot

Secrétaire général