



BANQUE CENTRALE EUROPÉENNE
EUROSYSTEME

Bulletin économique

Numéro 4 / 2024



Sommaire

Évolutions économiques, financières et monétaires	3
Vue d'ensemble	3
1 Environnement extérieur	9
2 Activité économique	16
3 Prix et coûts	25
4 Évolutions sur les marchés financiers	33
5 Conditions de financement et évolutions du crédit	39
6 Évolutions budgétaires	46
Encadrés	50
1 La reprise post-pandémie : pourquoi la croissance est-elle plus lente en zone euro qu'aux États-Unis ?	50
2 Informations tirées des téléconférences sur les résultats (<i>earnings calls</i>) – que pouvons-nous apprendre de la perception et du sentiment des entreprises à l'égard des risques ?	58
3 L'augmentation des marges bénéficiaires a aidé les entreprises à maintenir leurs sureffectifs	63
4 Les déterminants de la croissance de l'emploi dans la zone euro après la pandémie – une perspective fondée sur un modèle	68
5 Le secteur automobile de la zone euro va-t-il se redresser ?	74
6 Des indicateurs de profits tenant compte du rôle des coûts totaux pour analyser l'inflation	81
7 Conditions de la liquidité et opérations de politique monétaire du 31 janvier au 16 avril 2024	86
8 Risque de crédit et conditions d'octroi de prêts bancaires	93
Articles	99
1 Dynamique sectorielle et cycle conjoncturel dans la zone euro	99
Encadré 1 Établir une distinction entre les implications des déplacements intersectoriels de l'activité entre et au sein des pays pour le cycle d'activité	108

2	La politique budgétaire dans la zone euro : quels défis à long terme ?	118
Encadré 1	Méthodologie relative à l'indicateur de l'écart budgétaire	131
Statistiques		134

Évolutions économiques, financières et monétaires

Vue d'ensemble

Lors de sa réunion du 6 juin 2024, le Conseil des gouverneurs a décidé d'abaisser les trois taux d'intérêt directeurs de la BCE de 25 points de base. Sur la base d'une 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, il est opportun de réduire le caractère restrictif de la politique monétaire, après avoir maintenu les taux directeurs au même niveau pendant neuf mois. Depuis la réunion du Conseil des gouverneurs de septembre 2023, l'inflation s'est ralentie de plus de 2,5 points de pourcentage et les perspectives d'inflation se sont nettement améliorées. L'inflation sous-jacente s'est également modérée, renforçant les signaux d'atténuation des tensions sur les prix, et les anticipations d'inflation ont diminué sur tous les horizons. La politique monétaire a maintenu des conditions de financement restrictives qui, en freinant la demande et en veillant à ce que les anticipations d'inflation restent solidement ancrées, ont fortement contribué au ralentissement de l'inflation.

Dans le même temps, malgré l'amélioration observée ces derniers trimestres, les tensions sur les prix d'origine interne restent fortes, en raison de la croissance élevée des salaires, et l'inflation devrait rester supérieure à la cible pendant une grande partie de l'année prochaine. Les dernières projections établies par les services de l'Eurosystème pour l'inflation globale et l'inflation sous-jacente en 2024 et 2025 ont été revues à la hausse par rapport aux projections de mars. Elles prévoient désormais que l'inflation globale s'établira en moyenne à 2,5 % en 2024, 2,2 % en 2025 et 1,9 % en 2026. S'agissant de l'évolution des prix hors énergie et produits alimentaires, les services de l'Eurosystème tablent sur une hausse moyenne de 2,8 % en 2024, 2,2 % en 2025 et 2,0 % en 2026. La croissance économique devrait se redresser et s'établir à 0,9 % en 2024, 1,4 % en 2025 et 1,6 % en 2026.

Le Conseil des gouverneurs est déterminé à assurer le retour au plus tôt de l'inflation au niveau de sa cible de 2 % à moyen terme. Il conservera les taux directeurs à un niveau suffisamment restrictif aussi longtemps que nécessaire pour atteindre cet objectif. Le Conseil des gouverneurs maintiendra une approche s'appuyant sur les données, réunion par réunion, pour déterminer de manière appropriée le degré et la durée de cette orientation restrictive. Plus particulièrement, ses décisions relatives aux taux directeurs resteront fondées sur son évaluation des perspectives d'inflation compte tenu des données économiques et financières, de la dynamique de l'inflation sous-jacente et de la force de la transmission de la politique monétaire. Le Conseil des gouverneurs ne s'engage pas à l'avance sur une trajectoire de taux particulière.

Le Conseil des gouverneurs a également confirmé qu'il réduira le portefeuille de titres détenus par l'Eurosystème dans le cadre du programme d'achats d'urgence face à la pandémie (*pandemic emergency purchase programme*, PEPP) de 7,5 milliards d'euros par mois, en moyenne, au second semestre de l'année. Les modalités de réduction de ce portefeuille seront globalement conformes à celles qui sont appliquées pour le programme d'achats d'actifs (*asset purchase programme*, APP).

Activité économique

Après cinq trimestres de stagnation, l'économie de la zone euro a crû de 0,3 % au cours du premier trimestre 2024. Le secteur des services est en expansion, et l'activité dans le secteur manufacturier semble se stabiliser à des niveaux bas.

L'emploi a augmenté de 0,3 % au premier trimestre, avec quelque 500 000 nouveaux emplois créés, et les enquêtes indiquent une poursuite de cette croissance à court terme. Le taux de chômage a légèrement diminué en avril, à 6,4 %, soit son niveau le plus bas depuis la création de l'euro. Les entreprises continuent de publier de nombreux postes vacants, mais un peu moins que précédemment.

Début 2024, l'économie de la zone euro, soutenue par les exportations nettes et une hausse des dépenses des ménages, s'est redressée plus fortement que prévu dans les projections de mars 2024 établies par les services de la BCE. Les informations disponibles vont dans le sens d'une poursuite de la croissance à court terme, à un rythme plus vif qu'escompté précédemment. Le revenu réel disponible devrait continuer d'augmenter, dans un contexte de croissance soutenue des salaires, de renforcement progressif de la confiance et d'amélioration des termes de l'échange, donnant lieu en 2024 à une reprise tirée par la consommation. L'impulsion donnée par les exportations nettes en début d'année reflète en partie la volatilité qui a fait suite au recul temporaire enregistré fin 2023. Quoi qu'il en soit, la demande extérieure devrait encore progresser et soutenir la croissance des exportations de la zone euro. À moyen terme, l'incidence négative du resserrement récent de la politique monétaire devrait graduellement s'estomper, l'activité étant favorisée par l'assouplissement attendu des conditions de financement conformément aux anticipations des marchés en ce qui concerne l'évolution future des taux d'intérêt. La croissance bénéficiera également de la vigueur des marchés du travail, le taux de chômage revenant plus tard sur l'horizon de projection à des niveaux bas de très long terme. Du fait de la dissipation de certains facteurs conjoncturels ayant pesé sur les gains de productivité au cours de la période récente, la productivité devrait s'accélérer sur l'horizon de projection. Dans l'ensemble, la croissance annuelle moyenne du PIB en volume s'établirait à 0,9 % en 2024, avant de s'accélérer par la suite, à 1,4 % en 2025 et 1,6 % en 2026. Par rapport aux projections de mars 2024, les perspectives de croissance du PIB ont été révisées à la hausse pour 2024, sous l'effet de la surprise positive du début de l'année et de l'amélioration des informations les plus récentes. Les perspectives de croissance du PIB ont été légèrement revues à la baisse pour 2025 et demeurent inchangées pour 2026.

Les politiques budgétaires et structurelles nationales devraient viser à améliorer la productivité et la compétitivité de l'économie, ce qui rehausserait la croissance potentielle et favoriserait un allègement des tensions sur les prix à moyen terme. Une mise en application rapide, effective et intégrale du programme *Next Generation EU*, la réalisation de progrès vers une union des marchés de capitaux et l'achèvement de l'union bancaire ainsi qu'un renforcement du marché unique soutiendraient l'innovation et permettraient d'accroître les investissements dans les transitions verte et numérique. La mise en œuvre intégrale et sans délai du cadre de gouvernance économique révisé de l'Union européenne aidera les pouvoirs publics à réduire durablement les déficits budgétaires et les taux d'endettement.

Inflation

L'inflation en rythme annuel s'est accélérée à 2,6 % en mai, contre 2,4 % en avril, selon l'estimation rapide d'Eurostat. La hausse des prix des produits alimentaires est revenue à 2,6 %. Après avoir baissé en rythme annuel pendant un an, les prix de l'énergie ont quant à eux augmenté de 0,3 %. La progression des prix des biens s'est une nouvelle fois ralentie, à 0,8 %, en mai. En revanche, la hausse des prix des services s'est nettement renforcée, à 4,1 % contre 3,7 % en avril.

La plupart des mesures de l'inflation sous-jacente ont de nouveau diminué en avril (dernier mois pour lequel des données sont disponibles), confirmant le scénario d'une réduction progressive des tensions sur les prix. L'inflation intérieure demeure toutefois élevée. Les salaires continuent d'augmenter à un rythme soutenu, compensant la poussée inflationniste récente. En raison du caractère progressif du processus d'ajustement des salaires et du rôle important joué par les paiements exceptionnels, les coûts de main-d'œuvre devraient fluctuer à court terme, comme en témoigne le rebond des salaires négociés au premier trimestre. Dans le même temps, les indicateurs prospectifs signalent une modération de la hausse des salaires au cours de l'année. Les bénéfices absorbent une partie de l'augmentation prononcée des coûts unitaires de main-d'œuvre, ce qui en réduit les effets inflationnistes. Les mesures des anticipations d'inflation à long terme restent globalement stables, s'établissant pour la plupart autour de 2 %.

L'inflation totale devrait continuer de se modérer pour revenir à des niveaux proches de la cible courant 2025. Cette évolution reflète une atténuation des tensions sur les coûts, notamment de main-d'œuvre, et les répercussions différées et graduelles du récent resserrement de la politique monétaire sur les prix à la consommation. L'inflation totale mesurée par l'indice des prix à la consommation harmonisé (IPCH) devrait être relativement volatile pendant le reste de l'année 2024, en raison d'effets de base et du renchérissement des matières premières énergétiques. À moyen terme, la hausse des prix de l'énergie devrait s'établir à des taux faiblement positifs, compte tenu des anticipations des marchés concernant l'évolution future des cours du pétrole et du gaz et des mesures budgétaires prévues en lien avec le changement climatique. Au cours des derniers trimestres, le renchérissement des produits alimentaires s'est nettement ralenti, les tensions en amont s'étant atténuées grâce à la baisse des prix de l'énergie et des matières premières alimentaires.

À plus long terme, la hausse des prix des produits alimentaires devrait fluctuer autour de ses niveaux actuels avant de se modérer davantage à partir de fin 2025. L'IPCH hors énergie et produits alimentaires (IPCHX) devrait rester supérieur à l'inflation totale sur la majeure partie de l'horizon de projection, mais poursuivre sa trajectoire désinflationniste, bien qu'à un rythme lent et principalement en 2025 et 2026. Un point central des projections de juin est le ralentissement progressif attendu de l'augmentation des salaires nominaux par rapport à des niveaux toujours élevés initialement, à mesure que s'estomperont les effets haussiers exercés par la compensation de l'inflation dans un contexte de marché du travail tendu. Le redressement escompté de la croissance de la productivité devrait favoriser la modération des tensions sur les coûts de main-d'œuvre. De plus, la croissance des bénéfices devrait se ralentir et amortir en partie la répercussion des coûts de main-d'œuvre sur les prix, en particulier en 2024. Dans l'ensemble, la hausse annuelle moyenne de l'IPCH total devrait se modérer, revenant de 5,4 % en 2023 à 2,5 % en 2024, 2,2 % en 2025 et 1,9 % en 2026. Par comparaison avec les projections de mars 2024, l'augmentation de l'IPCH a été révisée à la hausse de 0,2 point de pourcentage pour 2024 et 2025. Cela tient principalement au renchérissement des matières premières énergétiques et à des données récentes légèrement plus élevées que prévu en ce qui concerne l'inflation mesurée par l'IPCHX. En outre, les tensions sur les coûts de main-d'œuvre devraient légèrement s'intensifier en raison d'une croissance plus forte des salaires, s'accompagnant de perspectives un peu plus prudentes concernant la hausse de la productivité. S'agissant tant de l'inflation totale que de l'inflation mesurée par l'IPCHX, les perspectives pour 2026 sont inchangées.

Évaluation des risques

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

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

à une hausse des prix des produits alimentaires. En revanche, l'inflation pourrait surprendre à la baisse si la politique monétaire freine davantage la demande qu'anticipé ou si l'environnement économique dans le reste du monde se détériore de manière inattendue.

Conditions financières et monétaires

Les taux d'intérêt de marché ont augmenté depuis la réunion du Conseil des gouverneurs du 11 avril 2024. Les coûts de financement se sont stabilisés à des niveaux restrictifs du fait de la transmission au système financier des hausses passées des taux d'intérêt directeurs. Les taux d'intérêt moyens des nouveaux crédits aux entreprises et des nouveaux prêts hypothécaires sont restés inchangés en avril, à 5,2 % et 3,8 % respectivement.

La dynamique du crédit reste faible. Les prêts bancaires aux entreprises ont progressé à un rythme annuel de 0,3 % en avril, légèrement plus bas qu'au mois précédent. La progression des prêts aux ménages s'est quant à elle maintenue à 0,2 % en rythme annuel. La croissance annuelle de la monnaie au sens large, mesurée par l'agrégat monétaire M3, est passée de 0,9 % en mars à 1,3 % en avril.

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 restent robustes. L'amélioration de l'environnement économique a favorisé la stabilité financière, mais les importants risques géopolitiques assombrissent les perspectives. Un resserrement inattendu des conditions de financement mondiales pourrait provoquer une revalorisation des actifs financiers et non financiers, ce qui aurait des effets négatifs sur l'économie dans son ensemble. La politique macroprudentielle reste la première ligne de défense contre l'accumulation de vulnérabilités financières. Les mesures en place, ou qui entreront bientôt en vigueur, visent à maintenir la capacité de résistance du système financier.

Décisions de politique monétaire

Les taux d'intérêt des opérations principales de refinancement, de la facilité de prêt marginal et de la facilité de dépôt ont été abaissés à respectivement 4,25 %, 4,50 % et 3,75 % à compter du 12 juin 2024.

Le portefeuille du programme d'achats d'actifs (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.

Le Conseil des gouverneurs continuera de réinvestir, en totalité, les remboursements au titre du principal des titres arrivant à échéance acquis dans le cadre du PEPP jusqu'à fin juin 2024. Il réduira le portefeuille du PEPP de 7,5 milliards d'euros par mois en moyenne au second semestre de l'année. Le

Conseil des gouverneurs entend mettre un terme aux réinvestissements dans le cadre du PEPP fin 2024.

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

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

Conclusion

Le Conseil des gouverneurs a décidé, lors de sa réunion du 6 juin 2024, d'abaisser les trois taux d'intérêt directeurs de la BCE de 25 points de base. Le Conseil des gouverneurs est déterminé à assurer le retour au plus tôt de l'inflation au niveau de sa cible de 2 % à moyen terme. Il conservera les taux directeurs à un niveau suffisamment restrictif aussi longtemps que nécessaire pour atteindre cet objectif. Le Conseil des gouverneurs maintiendra une approche s'appuyant sur les données, réunion par réunion, pour déterminer de manière appropriée le degré et la durée de cette orientation restrictive. Plus particulièrement, les décisions relatives aux taux d'intérêt seront basées sur l'évaluation par le Conseil des gouverneurs des perspectives d'inflation compte tenu des données économiques et financières, de la dynamique de l'inflation sous-jacente et de la force de la transmission de la politique monétaire. Le Conseil des gouverneurs ne s'engage pas à l'avance sur une trajectoire de taux particulière.

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

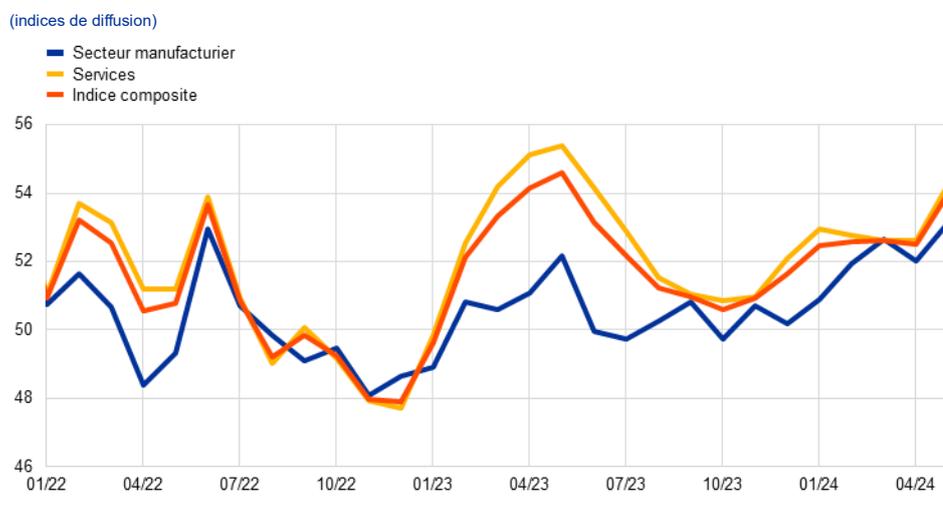
L'activité économique mondiale montre des signes de renforcement, même si des facteurs défavorables à la croissance subsistent. Les données disponibles relatives à l'activité mondiale (hors zone euro) confirment une amélioration très progressive depuis le début de l'année, les données quantitatives s'alignant de plus en plus sur les signaux positifs ressortant des données qualitatives. Comme le montrent les projections macroéconomiques de juin 2024 établies par les services de l'Eurosystème pour la zone euro, les perspectives de croissance mondiale sont globalement inchangées par rapport aux projections macroéconomiques de mars 2024 établies par les services de la BCE pour la zone euro, avec un léger ralentissement de la croissance mondiale prévu pour cette année. Le commerce mondial devrait se redresser cette année et croître ensuite plus en phase avec l'activité mondiale, tout en restant au-dessous de son niveau tendanciel historique sur l'horizon de projection et globalement inchangé par rapport aux projections macroéconomiques de mars 2024 établies par les services de la BCE. L'inflation au niveau mondial devrait se ralentir progressivement sur l'horizon de projection.

Les données disponibles confirment une dynamique haussière de l'activité mondiale, les signaux provenant des enquêtes et les données quantitatives s'alignant plus étroitement. L'indice composite des directeurs d'achat (PMI) pour la production mondiale (hors zone euro) a augmenté en mai 2024, la production s'étant améliorée dans les secteurs manufacturier et des services (graphique 1)¹. Cette évolution est en ligne avec les éléments tirés de l'indicateur de suivi de l'activité mondiale de la BCE, qui indique une amélioration de la dynamique soutenue par des résultats positifs ressortant des données quantitatives et qualitatives. Cet indicateur de suivi a fait état d'une amélioration progressive de l'activité mondiale depuis le début de l'année, les données quantitatives récentes s'alignant de plus en plus sur les signaux positifs tirés des données qualitatives. Toutefois, des facteurs défavorables continuent de peser sur la croissance mondiale, y compris la diminution du stock d'épargne excédentaire dans les économies avancées et l'atonie de la demande intérieure en Chine dans un contexte de difficultés dans le secteur de l'immobilier résidentiel. En outre, les marchés du travail dans les grandes économies avancées connaissent une accalmie progressive et la croissance des salaires nominaux se modère, apportant un soutien moindre à la croissance des revenus disponibles. Par conséquent, les dépenses de consommation mondiales, qui ont soutenu la reprise de l'activité économique à la suite de la pandémie de COVID-19, restent modérées. Selon les estimations, la croissance du PIB mondial en volume se serait légèrement ralentie, ressortant à 0,8 % au premier trimestre 2024 contre 0,9 % au quatrième trimestre 2023.

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

Graphique 1

Indice PMI pour la production mondiale



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

Note : Les dernières observations se rapportent à mai 2024.

Les perspectives projetées relatives à la croissance mondiale restent globalement inchangées par rapport aux projections de mars 2024 établies par les services de la BCE.

Le léger ralentissement de la croissance cette année reflète l'impact des facteurs défavorables mentionnés précédemment, des politiques monétaires toujours restrictives et de l'incertitude accrue liée aux tensions géopolitiques. Dans l'ensemble, la croissance du PIB mondial en volume devrait s'établir à 3,3 % cette année, contre 3,5 % en 2023. La croissance du PIB mondial en volume devrait ressortir à 3,3 % en 2025 et à 3,2 % en 2026, légèrement au-dessous du taux de croissance mondial moyen de la dernière décennie.

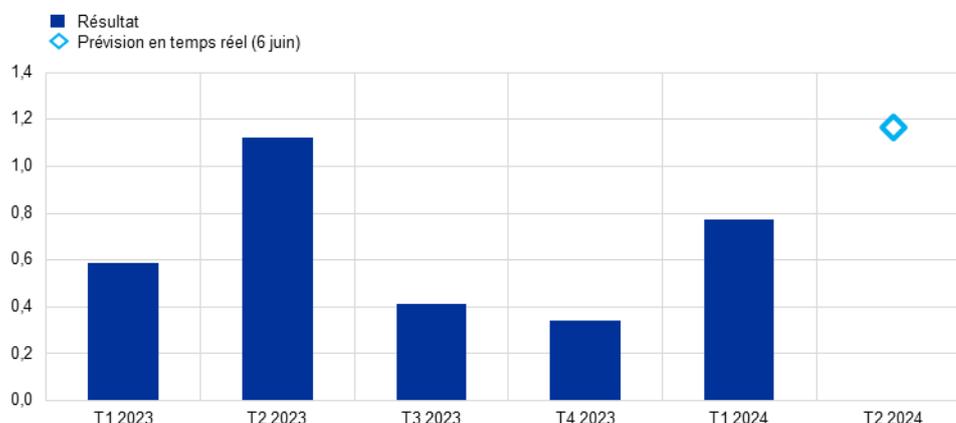
Le commerce mondial devrait se redresser progressivement à mesure que les profils d'évolution post-pandémie de la demande se normalisent.

Au premier trimestre 2024, la croissance du commerce mondial s'est accélérée à mesure que les effets de composition post-pandémie commençaient à se dissiper. La demande soutenue de services observée au niveau mondial tout au long de l'année dernière s'oriente désormais vers une demande plus forte de biens. À l'avenir, la croissance des importations mondiales devrait encore augmenter, en ligne avec les signaux émanant de l'outil de prévision en temps réel de la BCE, qui intègre des données quantitatives et qualitatives relatives au commerce mondial (graphique 2). En particulier, l'indice mondial des directeurs d'achat relatif aux nouvelles commandes à l'exportation indique que la dynamique de croissance va s'accroître progressivement. En outre, les données tirées d'enquêtes au niveau sectoriel font état d'une reprise plus dynamique dans les secteurs fortement dépendants des échanges commerciaux, tels que le tourisme et les équipements technologiques. Enfin, l'impact sur le commerce mondial des perturbations en mer Rouge reste limité et en ligne avec les projections de mars 2024, même si une éventuelle intensification de ces perturbations continue de faire peser un risque à la baisse sur le commerce mondial à court terme.

Graphique 2

Importations mondiales

(variations trimestrielles en pourcentage)



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

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

À plus long terme, le commerce mondial devrait continuer de se redresser progressivement sur l'horizon de projection et croître plus en ligne avec l'activité mondiale par la suite. Dans l'ensemble, la croissance des importations mondiales devrait augmenter pour s'établir à 2,6 % cette année, après 1,0 % en 2023, avant de s'accélérer progressivement pour atteindre 3,3 % par an en 2025-2026, globalement en ligne avec le précédent exercice de projections. Dans les marchés émergents et dans les principales économies avancées, en particulier aux États-Unis, le redressement des importations devrait contribuer à la reprise des échanges commerciaux cette année. Toutefois, les niveaux du commerce mondial devraient rester au-dessous de leur niveau tendanciel de 2012-2019, en raison de la croissance modérée du PIB en volume et des changements structurels en cours dans les relations commerciales induits par le renforcement des tensions géopolitiques. Le redressement de la demande extérieure adressée à la zone euro cette année devrait être moins dynamique et s'établir à 2,1 %. Cette évolution reflète dans une large mesure la baisse, au second semestre 2023 et au premier trimestre 2024, des importations de certains des principaux partenaires commerciaux de la zone euro, tels que le Royaume-Uni et les pays d'Europe centrale et orientale. Sur l'horizon de projection, la demande extérieure adressée à la zone euro devrait augmenter de 3,4 % en 2025 et de 3,3 % en 2026, s'alignant plus étroitement sur la dynamique de croissance des importations mondiales.

L'inflation dans les pays membres de l'Organisation de coopération et de développement économiques devrait se ralentir progressivement sur l'horizon de projection. L'inflation totale mesurée par l'indice des prix à la consommation (IPC) dans les pays membres de l'Organisation de coopération et de développement économiques (OCDE) s'est établie à 3,4 % en avril 2024, légèrement au-dessous

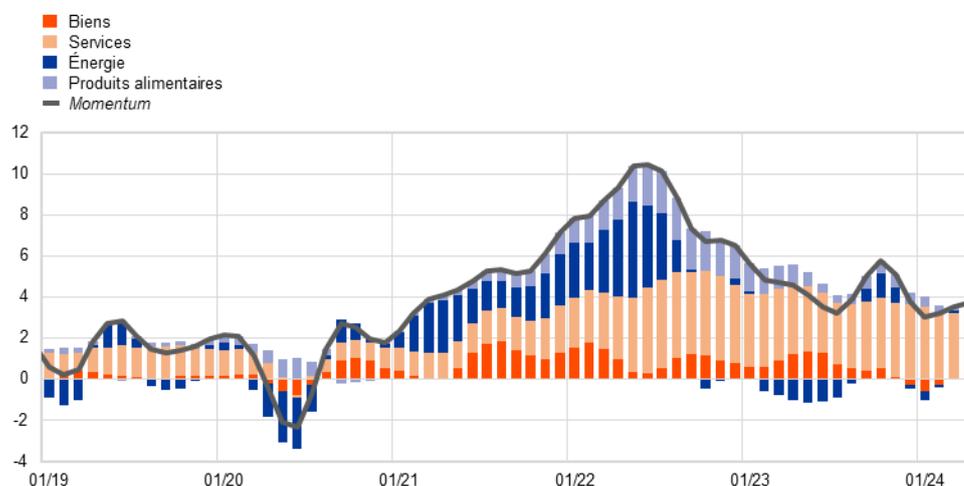
des chiffres observés depuis le début de l'année ². L'inflation *core* (hors produits alimentaires et énergie) a diminué en avril, revenant à 3,8 % après 4,0 % en mars. Le ralentissement du rythme de la désinflation dans les pays de l'OCDE semble résulter principalement de la persistance de la hausse des prix des services dans un environnement où les tensions sur les marchés du travail dans les principales économies ne s'ajustent que très progressivement. Le *momentum* (variation en pourcentage en glissement sur trois mois annualisée) plus élevé de l'inflation mesurée par l'IPC total indique que l'inflation dans l'ensemble des pays de l'OCDE pourrait augmenter à court terme (graphique 3). C'est ce que corroborent les derniers signaux provenant des données tirées d'enquêtes. Les indices PMI relatifs aux prix des intrants dans le secteur manufacturier indiquent que la hausse des prix des biens pourrait rebondir à court terme à partir de ses niveaux actuellement très bas, tandis que les indices PMI relatifs aux prix des intrants dans les services suggèrent que la hausse des prix des services, qui représente près des deux tiers de l'inflation *core* mesurée par l'IPC, pourrait continuer de se modérer progressivement vers sa moyenne historique. S'agissant des tensions sur les prix d'origine extérieure, la croissance des prix à l'exportation des concurrents de la zone euro, en monnaies nationales et en rythme annuel, devrait devenir positive cette année et demeurer proche de sa moyenne de long terme estimée sur le reste de l'horizon de projection. Ces perspectives ont été légèrement révisées à la baisse par rapport aux projections macroéconomiques de mars 2024 établies par les services de la BCE en raison des hausses plus faibles qu'anticipé précédemment des prix à l'exportation, ce qui compense l'incidence des hypothèses de renchérissement des matières premières formulées dans l'exercice de projection actuel.

² La Turquie n'est pas incluse dans les agrégats de l'OCDE pour l'inflation totale et l'inflation *core*, son inflation demeurant à un niveau élevé à deux chiffres. L'inflation totale et l'inflation *core* mesurées par l'IPC dans les pays membres de l'OCDE, y compris la Turquie, s'établiraient sinon à 5,8 % en mars 2024 (5,7 % en février) et à 6,4 % en mars 2024 (6,4 % en février), respectivement.

Graphique 3

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

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



Sources : OCDE et calculs de la BCE.

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

En ce qui concerne les prix des matières premières, les prix du gaz et des produits alimentaires en Europe ont augmenté depuis la dernière réunion du Conseil des gouverneurs, tandis que les prix du pétrole ont baissé. Si les prix du gaz en Europe ont augmenté, ils restent à des niveaux bas par rapport à ceux observés à la suite de l'invasion de l'Ukraine par la Russie. La hausse des prix du gaz reflète les perturbations de l'offre liées aux exportations de gaz naturel liquéfié en provenance des États-Unis et du Qatar, aux travaux de maintenance prolongés sur les gazoducs en Norvège et aux agressions russes contre les infrastructures ukrainiennes de stockage de gaz. Les prix du pétrole brut ont diminué, car les tensions au Moyen-Orient ont continué de n'avoir que des effets de courte durée sur les prix du pétrole, l'offre mondiale n'ayant pratiquement pas été touchée. En outre, une demande mondiale de pétrole plus faible que prévu a compensé l'impact sur les prix de la réduction de l'offre de pétrole et des risques en matière d'approvisionnement. L'Agence internationale de l'énergie prévoit un léger déficit de l'offre mondiale de pétrole en 2024 et 2025, mais les réserves nécessaires pour absorber de nouveaux chocs semblent plus importantes qu'avant l'invasion de l'Ukraine par la Russie. Les risques pesant sur les prix du pétrole restent orientés à la hausse, en particulier si les tensions au Moyen-Orient devaient s'intensifier. Les prix des matières premières alimentaires ont fortement augmenté, reflétant en grande partie les évolutions des prix du cacao dans un contexte de graves perturbations de l'offre en Afrique de l'Ouest. Les prix du cacao ont récemment baissé par rapport aux pics observés fin avril 2024, mais restent volatils. Les prix des céréales ont augmenté sous l'effet des évolutions défavorables de l'offre.

Aux États-Unis, l'activité économique toujours robuste et l'inflation persistante ont amené le Comité fédéral de l'*open market* à reporter sa première réduction des taux. La croissance du PIB en volume s'est ralentie au premier trimestre 2024

pour s'établir à 0,3 %, après 0,5 % au quatrième trimestre de l'année dernière. Toutefois, la demande intérieure est restée solide, la contribution négative des exportations nettes reflétant une forte augmentation des importations. La croissance du revenu disponible réel s'est ralentie et le taux d'épargne a de nouveau diminué au premier trimestre. Les estimations disponibles basées sur des données à haute fréquence suggèrent que la croissance du PIB en volume pourrait augmenter légèrement au deuxième trimestre 2024, mais resterait inférieure au rythme de croissance enregistré au second semestre 2023. Même si les tensions restent très fortes, le marché du travail aux États-Unis continue de montrer des signes d'accalmie. Si l'emploi non agricole a progressé en avril, il était nettement inférieur à la moyenne observée au premier trimestre 2024 et le taux de chômage a légèrement augmenté. Le ratio vacance d'emploi-chômage et la croissance des salaires restent élevés mais diminuent, bien que seulement lentement. La hausse des prix à la consommation s'est légèrement ralentie en avril, l'inflation totale et l'inflation *core* s'établissant respectivement à 3,4 % et 3,6 %³. À l'avenir, l'inflation devrait continuer de se ralentir lentement, mais rester au-dessus de la cible de 2 % de la Réserve fédérale pendant une période prolongée. Dans ce contexte macroéconomique, le Comité fédéral de l'*open market* a récemment souligné dans ses communications que les taux d'intérêt resteront « élevés plus longtemps ».

La demande intérieure reste atone en Chine, même si la croissance s'est avérée plus forte que prévu au premier trimestre 2024.

La croissance trimestrielle du PIB en volume a augmenté pour atteindre 1,6 % au premier trimestre, contre 1,2 % au trimestre précédent. Cela reflète l'augmentation de l'investissement public liée au report de mesures de relance budgétaire résultant d'une révision du budget fin 2023, tandis que les sources privées de la demande intérieure, notamment la consommation privée, sont restées faibles et se sont ralenties en avril 2024. En revanche, la croissance élevée de la production industrielle a repris et l'investissement continue de s'améliorer de façon régulière, sous l'effet de la relance des projets d'infrastructure. Le marché de l'immobilier résidentiel semble montrer de premiers signes de stabilisation. Si le marché du logement continue de stagner, les ventes et les investissements dans le secteur de l'immobilier résidentiel ont affiché une hausse récente, accompagnée d'un ralentissement de la réduction du nombre de mises en chantier. Les autorités ont déclaré en avril 2024 augmenter les aides publiques au marché du logement via l'acquisition directe de projets immobiliers inachevés auprès des promoteurs, suscitant un certain optimisme des intervenants de marché. L'inflation totale annuelle mesurée par l'IPC a augmenté en avril pour s'établir à 0,3 %, contre 0,1 % le mois précédent, tandis que l'inflation *core* mesurée par l'IPC a également légèrement augmenté, s'inscrivant à 0,7 %, après 0,6 % au cours de la même période. La faiblesse persistante des évolutions des prix à la production, ainsi que l'atonie de la demande intérieure, suggèrent que les tensions inflationnistes dans l'économie chinoise demeurent modérées.

³ La hausse des prix à la consommation en mai 2024, publiée après la date d'arrêt du présent *Bulletin économique*, s'est davantage ralentie que prévu. La hausse annuelle totale des prix à la consommation s'est établie à 3,3 %, contre 3,4 % en avril 2024. L'inflation *core* annuelle est revenue à 3,4 %, après 3,6 % en avril 2024.

La croissance économique au Royaume-Uni a de nouveau rebondi au premier trimestre 2024 et le marché du travail montre des signes d'assouplissement. À

la suite de la récession technique au second semestre 2023, le PIB en volume a augmenté de 0,6 % en rythme trimestriel au premier trimestre 2024, nettement au-dessus des anticipations officielles et de celles des marchés. La contribution du solde commercial a été positive en raison d'une forte contraction des importations qui a plus que compensé la baisse des exportations. Si les données disponibles indiquent un démarrage solide pour le deuxième trimestre, l'activité économique devrait croître à un rythme plus modéré pour le reste de l'année. En outre, la consommation privée reste relativement faible en raison de la baisse des salaires réels, des taux d'intérêt élevés et des politiques monétaires et budgétaires restrictives. L'inflation totale a continué de diminuer, mais les tensions sur les prix des services subsistent. L'inflation totale mesurée par l'IPC a continué de se ralentir en avril 2024, revenant de 3,2 % en mars à 2,3 %. Toutefois, la hausse des prix des services a surpris à la hausse, ne se ralentissant que légèrement pour s'établir à 5,9 % en avril, contre 6,0 % le mois précédent, ce qui reflète la forte progression des salaires et la persistance des pénuries de main-d'œuvre. Les tensions sur le marché du travail demeurent supérieures à leur moyenne d'avant la pandémie. La croissance des salaires nominaux – un facteur clé à l'origine de la hausse tenace des prix des services – a continué de se ralentir au premier trimestre de cette année, mais reste à des niveaux très élevés. Selon la Banque d'Angleterre, les tensions sur les salaires devraient continuer de se dissiper au cours des prochains mois.

2 Activité économique

Le PIB en volume de la zone euro a augmenté de 0,3 %, en glissement trimestriel, au premier trimestre 2024. Ce redressement de la croissance, qui fait suite à cinq trimestres de stagnation globale de l'activité, a reflété une contribution positive des exportations nettes et de la demande intérieure ainsi qu'une contribution négative des variations des stocks. Les données d'enquêtes font état d'une poursuite de la croissance au deuxième trimestre. Si la production dans l'industrie reste affectée par une faible demande, en particulier dans les secteurs à forte intensité en énergie, le secteur des services montre des signes plus clairs d'une amélioration généralisée. Du côté de l'offre, la reprise au premier trimestre a été entièrement tirée par l'emploi, tandis que la productivité a stagné. L'économie de la zone euro devrait continuer de se redresser au cours de cette année sous l'effet de la hausse des revenus réels, résultant de la baisse de l'inflation, de l'augmentation des salaires et de l'amélioration des termes de l'échange, qui s'ajoutent à la dissipation progressive de l'impact du resserrement de la politique monétaire. En outre, les exportations devraient continuer de croître en ligne avec la demande mondiale au cours des prochains trimestres, même si les défis liés à la compétitivité extérieure demeurent un risque à la baisse.

Ces perspectives se reflètent globalement dans les projections macroéconomiques de juin 2024 établies par les services de l'Eurosystème pour la zone euro, qui tablent sur une croissance annuelle du PIB en volume de 0,9 % en 2024, s'accroissant à 1,4 % en 2025 et 1,6 % en 2026 ⁴.

La production dans la zone euro s'est redressée début 2024, après plus d'un an de stagnation. Selon l'estimation rapide d'Eurostat, le PIB en volume a augmenté de 0,3 % en rythme trimestriel au premier trimestre 2024, soit sa plus forte hausse trimestrielle depuis le troisième trimestre 2022 (graphique 4) ⁵. Les indicateurs à court terme et les données disponibles par pays font état de contributions positives de la demande intérieure et des exportations nettes, parallèlement à une contribution négative des variations des stocks ⁶. L'amélioration de la demande agrégée semble avoir résulté principalement des services, comme le confirment les données disponibles relatives à la valeur ajoutée par pays, ainsi que les données mensuelles relatives à la production.

⁴ Cf. les « [Projections macroéconomiques pour la zone euro établies par les services de l'Eurosystème, juin 2024](#) », publiées sur le site internet de la BCE le 6 juin 2024.

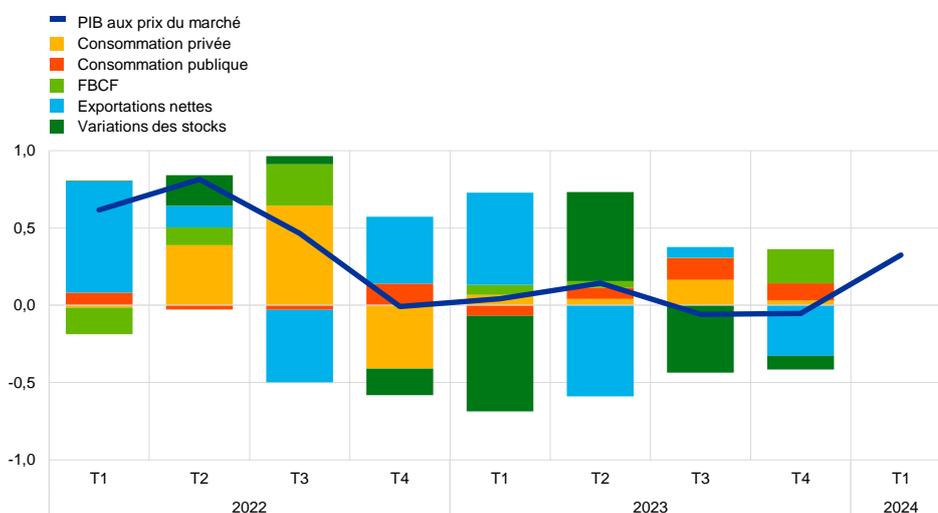
⁵ Cf. l'encadré 1 du présent *Bulletin économique*.

⁶ La décomposition du PIB selon les dépenses pour le premier trimestre 2024 a été publiée le 7 juin, après la date d'arrêt (5 juin) des données incluses dans le présent *Bulletin économique*.

Graphique 4

PIB en volume de la zone euro et ses composantes

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



Sources : Eurostat et calculs de la BCE.

Note : Les dernières observations se rapportent au premier trimestre 2024 pour le PIB et au quatrième trimestre 2023 pour toutes les autres rubriques.

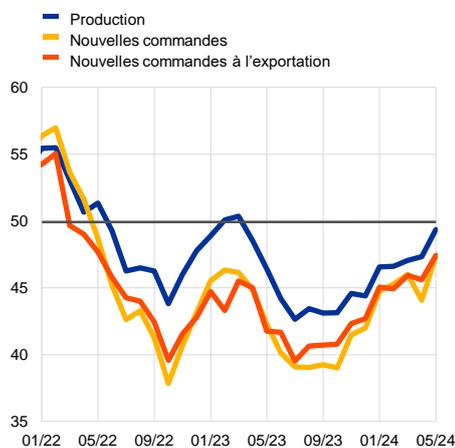
Les données d'enquêtes font état d'une poursuite de l'expansion tirée par les services au deuxième trimestre 2024. L'indice composite des directeurs d'achat (PMI) relatif à la production est ressorti à 51,9 en moyenne en avril et mai, après 49,2 au premier trimestre 2024. L'indice, qui indique désormais une croissance positive, poursuit ainsi son mouvement haussier amorcé en octobre 2023. S'agissant des différents secteurs, l'indice des directeurs d'achat pour la production dans le secteur manufacturier a continué de faire état d'une contraction en mai, et il a enregistré une hausse régulière par rapport à l'été 2023 (graphique 5, partie a). L'indice relatif aux nouvelles commandes, qui devrait être plus prospectif, a enregistré une amélioration similaire, quoiqu'un peu plus marquée. Globalement, ces indicateurs suggèrent que la baisse de l'activité dans le secteur manufacturier a atteint un point bas. Le redressement de l'activité dans le secteur des services a été plus prononcé, ce qui laisse penser que les résultats du deuxième trimestre seront également caractérisés par une expansion tirée par les services (graphique 5, partie b). L'évaluation pour le deuxième trimestre est corroborée par les éléments fournis dans l'encadré 2, qui montrent que le sentiment relatif à la demande et celui relatif à l'offre se sont largement normalisés depuis 2022, sur la base des téléconférences sur les résultats (*earnings calls*) des entreprises. Dans le même temps, le sentiment à l'égard du risque s'est légèrement atténué, tout en demeurant élevé au regard des normes historiques.

Graphique 5

Indices PMI dans les différents secteurs de l'économie

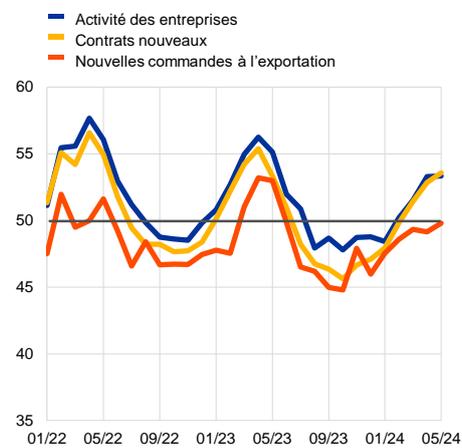
a) Secteur manufacturier

(indices de diffusion)



b) Services

(indices de diffusion)



Source : S&P Global Market Intelligence.

Note : Les dernières observations se rapportent à mai 2024.

La croissance de l'emploi a été en phase avec l'activité économique au premier trimestre 2024.

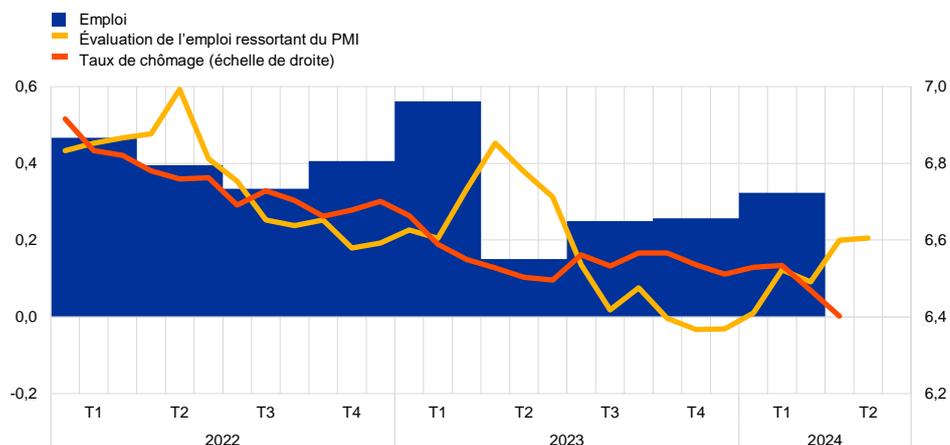
L'emploi a augmenté de 0,3 % au premier trimestre 2024 (graphique 6, partie a), principalement sous l'effet de la poursuite de la croissance de la population active. La population active implicite, déduite du taux de chômage et du nombre de chômeurs, a également augmenté de 0,3 %. La productivité par salarié est demeurée inchangée au premier trimestre de l'année, étant donné la croissance similaire du PIB et de l'emploi. S'agissant de la marge intensive, les données préliminaires font état d'une hausse du nombre d'heures travaillées au premier trimestre 2024. Le taux de chômage a légèrement diminué pour s'établir à 6,4 % en avril, après 6,5 % en mars, atteignant son plus bas niveau depuis l'introduction de l'euro. La demande de main-d'œuvre reste à des niveaux élevés, même si le taux de vacance d'emploi a légèrement diminué au premier trimestre 2024, ressortant à 2,8 %, soit 0,1 point de pourcentage de moins qu'au trimestre précédent.

Graphique 6

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

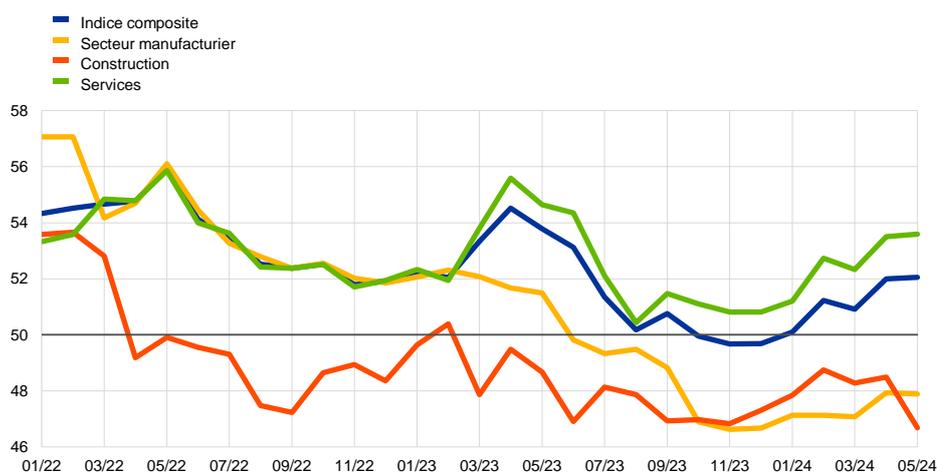
a) Emploi, évaluation de l'emploi ressortant du PMI et taux de chômage dans la zone

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



b) Indices PMI relatifs à l'emploi par secteur

(indices de diffusion)



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

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

Les indicateurs à court terme du marché du travail continuent de faire état d'une croissance de l'emploi au deuxième trimestre 2024.

L'indice composite mensuel des directeurs d'achat (PMI) relatif à l'emploi a augmenté, passant de 52,0 en avril à 52,1 en mai, suggérant une hausse de l'emploi. Cet indicateur avait nettement diminué par rapport à son pic d'avril 2023, mais a de nouveau légèrement augmenté au cours des derniers mois, sous l'effet du secteur des services (graphique 6, partie b). L'indice des directeurs d'achat pour les services est passé de 53,5 en avril à 53,6 en mai. En revanche, l'indice relatif au secteur manufacturier a continué d'indiquer une contraction.

Selon les estimations, la consommation privée a augmenté au premier trimestre 2024 et devrait continuer de se raffermir à court terme.

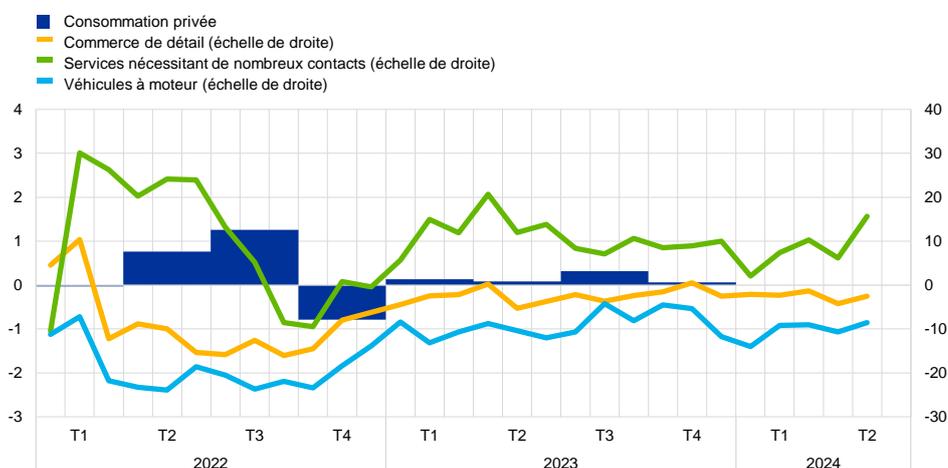
L'agrégation des données par pays disponibles au moment de la réunion du Conseil des gouverneurs de juin indique une légère hausse au premier trimestre de l'année, la consommation de biens étant probablement restée modérée et celle de services dynamique ⁷. L'atonie des dépenses en biens se reflète dans la faiblesse persistante des volumes de ventes au détail, qui se sont établis, au premier trimestre 2024, seulement 0,1 % au-dessus du niveau observé au quatrième trimestre 2023. S'agissant des dépenses consacrées aux services, la production de services en janvier et février s'est établie, en moyenne, 1,6 % au-dessus du niveau observé au quatrième trimestre 2023. Même si les données d'enquêtes disponibles suggèrent que les dépenses en biens pourraient rester faibles à court terme, certains signes indiquent une reprise progressive. L'indicateur de la Commission européenne relatif à la confiance des consommateurs a continué d'augmenter en mai. Dans le même temps, les indicateurs de la Commission relatifs aux anticipations des entreprises concernant le commerce de détail et les ventes de véhicules à moteur se sont améliorés, tout en demeurant inférieurs à leurs moyennes de long terme. Les anticipations des entreprises relatives aux services nécessitant de nombreux contacts ont continué d'indiquer une croissance et ont fortement augmenté en mai (graphique 7). Dans l'ensemble, la divergence persistante entre la consommation de biens et de services est corroborée par la dernière enquête de la BCE sur les anticipations des consommateurs, qui fait état d'une résilience de la demande attendue de réservations pour les vacances et d'une amélioration seulement progressive de la propension à dépenser pour les postes importants.

⁷ La couverture des pays par les données disponibles pour calculer la décomposition du PIB selon les dépenses est d'environ 85 %.

Graphique 7

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

(variations trimestrielles en pourcentage ; soldes nets en pourcentage)



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

Notes : Les anticipations des entreprises concernant le commerce de détail (hors véhicules à moteur), la demande attendue de services nécessitant de nombreux contacts et les ventes attendues de véhicules à moteur pour les trois prochains mois 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 quatrième trimestre 2023 pour la consommation privée et à mai 2024 pour les anticipations des entreprises relatives au commerce de détail, aux services nécessitant de nombreux contacts et aux véhicules à moteur.

Selon les estimations, l'investissement des entreprises s'est redressé début 2024, après s'être fortement contracté fin 2023, et la reprise devrait se poursuivre à l'avenir.

Selon l'agrégation des données de comptes nationaux disponibles, l'investissement hors construction (hors actifs incorporels irlandais) devrait avoir renoué avec la croissance au premier trimestre 2024, n'inversant que partiellement la contraction sévère observée à la fin de l'année dernière.

Le redressement observé au premier trimestre est globalement en ligne avec les données d'enquêtes, qui font état d'une amélioration après avoir atteint un point bas au début du quatrième trimestre 2023. Toutefois, l'amélioration de l'indice des directeurs d'achat (PMI) pour le secteur des biens d'équipement s'est interrompue au premier trimestre de cette année. Les données de l'indice PMI indiquent une poursuite de la croissance modeste de l'investissement des entreprises à court terme, la confiance ayant été faible en avril et en mai, avec de nouvelles baisses de la production et des nouvelles commandes toujours fortement négatives (graphique 8, partie a). Les enquêtes de la Commission européenne suggèrent également une nouvelle augmentation du nombre de producteurs de biens d'équipement citant la faiblesse de la demande comme une limite à la production dans le secteur. L'enquête semestrielle sur l'investissement réalisée en mars/avril par la direction générale des affaires économiques et financières de la Commission européenne suggère un ralentissement du rythme annuel de croissance de l'investissement des entreprises en 2024, qui est revenu à un niveau compatible avec une stabilisation en rythme annuel, avec toutefois des intentions généralement plus positives dans les pays qui bénéficient le plus des fonds nouvellement versés

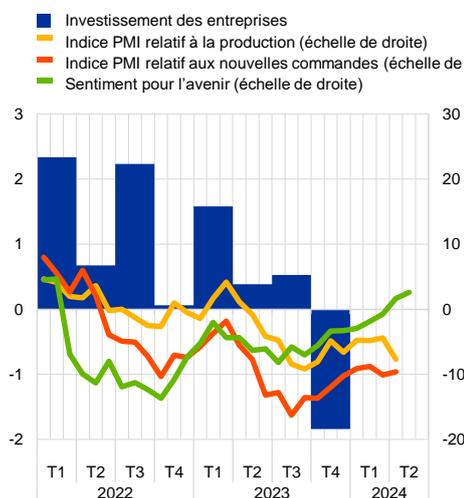
au titre du programme *Next Generation EU*⁸. Les données préliminaires tirées des téléconférences sur les résultats (earnings calls) font état d'une amélioration du sentiment à l'égard des bénéficiaires et de l'investissement au second semestre 2024, indiquant une reprise de l'investissement à l'avenir. Dans le même ordre d'idées, l'indicateur Sentix relatif à la confiance des investisseurs à six mois dans la zone euro est passé au-dessus du seuil indiquant une croissance en avril pour la première fois depuis février 2022 et s'est encore renforcé en mai, ce qui laisse également présager une plus grande appétence pour l'investissement au second semestre de l'année.

Graphique 8

Dynamique de l'investissement réel et données d'enquêtes

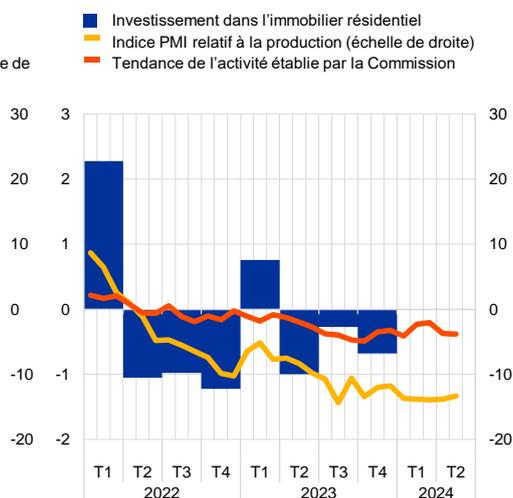
a) Investissement des entreprises

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



b) Investissement dans l'immobilier résidentiel

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



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

Notes : Les courbes indiquent les évolutions mensuelles, tandis que les barres se rapportent aux données trimestrielles. Les indices PMI sont exprimés en termes d'écart par rapport à 50. Dans la partie a, l'investissement des entreprises est mesuré par l'investissement hors construction en excluant les actifs incorporels irlandais. Les courbes relatives au PMI correspondent aux réponses pour le secteur des biens d'équipement. Le « sentiment pour l'avenir » correspond au sous-indice à l'horizon de six mois de l'indice Sentix relatif au sentiment des investisseurs de la zone euro (recalculé avec un facteur de trois). Les dernières observations se rapportent au quatrième trimestre 2023 pour l'investissement des entreprises, à mai 2024 pour l'indice Sentix et à avril 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 quatrième trimestre 2023 pour l'investissement dans l'immobilier résidentiel et à mai 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 devrait avoir augmenté au premier trimestre 2024 malgré la faible dynamique sous-jacente, qui devrait persister à court terme. Selon l'agrégation des données de comptes nationaux disponibles, l'investissement dans l'immobilier résidentiel dans la zone euro a fortement augmenté au premier trimestre 2024 par rapport au trimestre précédent. Cette évolution a largement résulté de conditions météorologiques exceptionnellement clémentes en Allemagne et des effets importants, bien qu'en diminution, des incitations budgétaires antérieures en Italie. Elle a également été

⁸ Cf. également Commission européenne, « *Prévisions économiques européennes – printemps 2024* », *Institutional Paper*, n° 286, mai 2024, p. 31-32.

globalement en ligne avec la production dans la construction de bâtiments et la construction spécialisée dans la zone euro, qui a augmenté de 0,8 % au premier trimestre 2024 par rapport au trimestre précédent. Toutefois, les indicateurs récents tirés d'enquêtes signalent une baisse de l'investissement dans l'immobilier résidentiel au deuxième trimestre, le PMI relatif à l'activité dans ce secteur et l'indicateur de la Commission européenne relatif à l'activité dans la construction de bâtiments et la construction spécialisée continuant tous deux de faire état d'une contraction au cours des premiers mois du deuxième trimestre (graphique 8, partie b). Globalement, la tendance baissière de l'investissement dans l'immobilier résidentiel reflète la forte hausse des taux hypothécaires et le ralentissement de la hausse des prix des logements résultant du resserrement antérieur de la politique monétaire, qui a exercé un impact négatif sur l'accessibilité financière et la rentabilité du logement. Le niveau durablement élevé des taux d'intérêt devrait maintenir l'accessibilité financière et la rentabilité du logement à un niveau faible et continuer de peser sur la dynamique de l'investissement dans l'immobilier résidentiel.

La croissance des exportations de la zone euro a commencé à se normaliser au premier trimestre 2024, après le retard de croissance enregistré par les importations mondiales durant près d'un an. Les volumes des exportations de biens hors zone euro se sont légèrement redressés au premier trimestre, avec une hausse de 0,1 %, l'atonie de la demande mondiale continuant de freiner les exportations. Les exportations de biens devraient avoir enregistré une performance inférieure à celle des exportations de services, ce qui continue de refléter un frein à la compétitivité résultant de la crise européenne du gaz. Les prix élevés de l'énergie semblent avoir joué un rôle important dans la faible performance des exportations de la zone euro ces dernières années, les variations des parts de marché à l'exportation dans les différents secteurs depuis 2019 semblant être corrélées négativement avec l'intensité énergétique sectorielle. La corrélation est plus forte pour la Chine, où les pertes de parts de marché à l'exportation de la zone euro ont été substantielles. Pour l'avenir, les exportations devraient continuer d'enregistrer des performances en ligne avec la demande étrangère. Toutefois, les indicateurs tirés d'enquêtes font état d'une faiblesse persistante des exportations à court terme. Les nouvelles commandes à l'exportation de biens manufacturés et de services se sont améliorées en mai 2024, mais demeurent inférieures au seuil indiquant une expansion (graphique 5). En dépit d'une augmentation des dépenses domestiques dans la zone euro, la reprise des importations a été faible et les volumes de biens ont continué de diminuer, enregistrant un recul de 1,7 % au premier trimestre 2024. Sur ce même trimestre, les exportations nettes ont apporté une contribution positive au PIB, reflétant une meilleure performance des exportations par rapport aux importations. L'effet combiné de la baisse des prix à l'importation et du redressement des prix à l'exportation devrait entraîner une nouvelle amélioration des termes de l'échange.

L'économie de la zone euro devrait se redresser courant 2024, en grande partie grâce à la consommation privée. Cette évolution sera facilitée par la hausse des revenus réels, résultant du ralentissement de l'inflation, de la croissance des salaires et de l'amélioration des termes de l'échange. Si la forte hausse des exportations nettes début 2024 reflète largement la volatilité qui a suivi le recul

temporaire observé fin 2023, la demande étrangère devrait continuer de croître et soutenir la croissance des exportations de la zone euro. À moyen terme, la reprise devrait également être soutenue par la dissipation progressive de l'impact négatif du resserrement passé de la politique monétaire et par l'hypothèse d'un assouplissement des conditions financières, conformément aux anticipations des marchés relatives à la trajectoire future des taux d'intérêt. En outre, la croissance sera soutenue par la résistance du marché du travail, le chômage continuant de diminuer plus tard sur l'horizon de projection pour atteindre des niveaux historiquement bas.

Les projections macroéconomiques de juin 2024 établies par les services de l'Eurosystème pour la zone euro tablent sur une croissance annuelle du PIB en volume de 0,9 % en 2024, se redressant à 1,4 % en 2025 et 1,6 % en 2026.

Par rapport aux projections de mars 2024, les perspectives de croissance du PIB ont été révisées à la hausse pour 2024, sous l'effet de la surprise positive du début de l'année et de l'amélioration des informations les plus récentes. Ces perspectives ont été légèrement revues à la baisse pour 2025 et demeurent inchangées pour 2026.

3 Prix et coûts

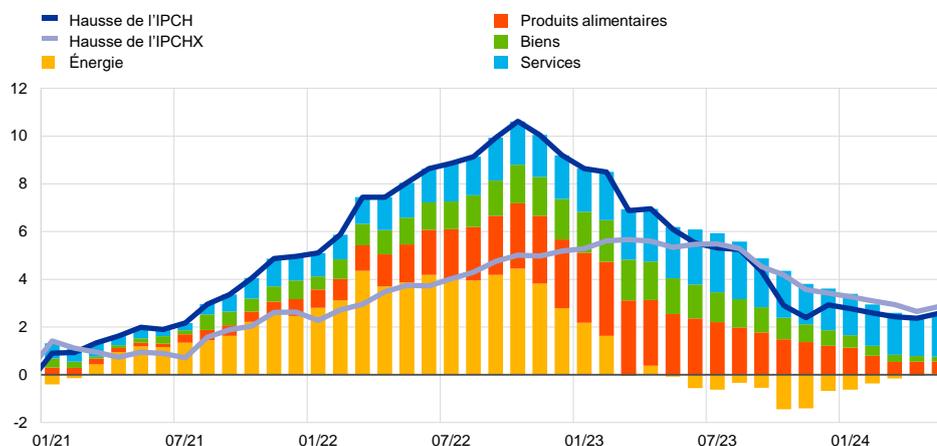
L'inflation totale de la zone euro s'est accélérée à 2,6 % en mai 2024, après s'être établie à 2,4 % en mars et en avril. La plupart des mesures de l'inflation sous-jacente ont de nouveau diminué en avril. Les tensions intérieures sur les prix se sont modérées au premier trimestre de l'année, reflétant un affaiblissement des profits. Les mesures des anticipations d'inflation à long terme sont restées globalement stables, s'établissant pour la plupart autour de 2 %. Les projections macroéconomiques de juin 2024 établies par les services de l'Eurosystème pour la zone euro prévoient que l'inflation totale se ralentira progressivement, revenant, en moyenne, de 2,5 % en 2024 à 2,2 % en 2025 et 1,9 % en 2026.

L'inflation totale de la zone euro s'est inscrite en hausse, à 2,6 % en mai (selon l'estimation rapide d'Eurostat), après 2,4 % en avril (graphique 9)⁹. Cette évolution résulte de l'accélération de la hausse des prix de l'énergie et des services, tandis que la hausse des prix des produits alimentaires et des biens industriels non énergétiques s'est atténuée. En rythme annuel, la variation des prix de l'énergie est ressortie en hausse pour s'établir à 0,3 % en mai, après avoir enregistré des taux négatifs au cours des douze mois précédents. Cette augmentation reflète un effet de base haussier, qui s'explique par une baisse significative en mai 2023. La hausse des prix des produits alimentaires a continué de s'atténuer, revenant de 2,8 % en avril à 2,6 % en mai. Cette diminution est due à une baisse du taux de variation annuel des prix des produits alimentaires transformés, tandis que ce taux a augmenté pour la composante produits alimentaires non transformés. L'inflation mesurée par l'IPCH hors énergie et produits alimentaires (IPCHX) s'est établie à 2,9 % en mai, après 2,7 % en avril, en raison d'une accentuation de la hausse des prix des services (4,1 % en mai, après 3,7 % en avril). La baisse des taux de croissance pour les produits alimentaires transformés et les biens industriels non énergétiques reflète l'atténuation continue des tensions en amont sur les prix, tandis que la hausse plus persistante des prix des services est liée, entre autres facteurs, au rôle plus important des coûts de main d'œuvre pour certaines composantes de ce secteur.

⁹ L'inflation totale est mesurée par l'indice des prix à la consommation harmonisé (IPCH).

Graphique 9 Inflation totale et ses composantes principales

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



Sources : Eurostat et calculs de la BCE.

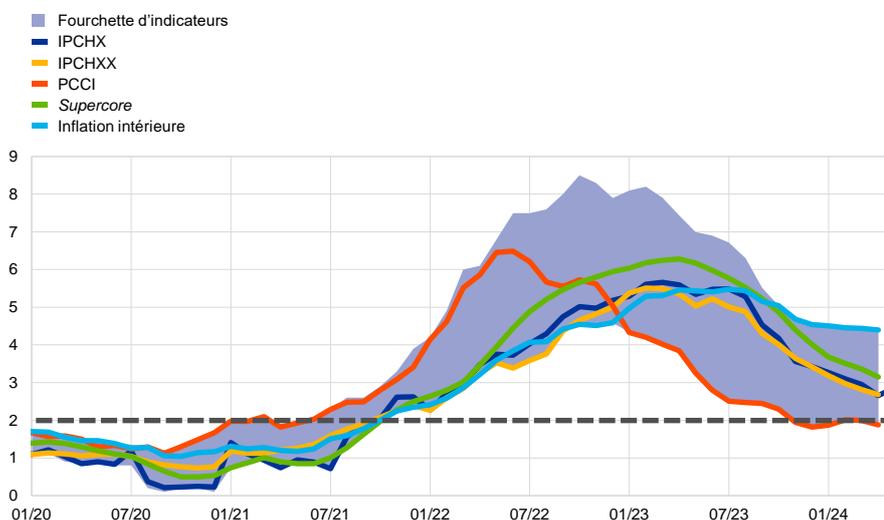
Notes : Les biens se réfèrent aux biens industriels non énergétiques. Les dernières observations se rapportent à mai 2024 (estimation rapide).

La plupart des indicateurs de l'inflation sous-jacente ont continué de baisser, reflétant la dissipation des effets des grands chocs précédents, ainsi qu'une plus faible demande dans un contexte de politique monétaire restrictive (graphique 10). Les valeurs des indicateurs étaient comprises entre 1,9 % et 4,4 % en avril, la composante persistante et commune de l'inflation (PCCI) se situant au bas de la fourchette et l'indicateur de l'inflation intérieure (à l'exclusion des postes ayant un fort contenu en importations) en haut de la fourchette. L'inflation mesurée par l'IPCHXX (qui correspond à l'inflation mesurée par l'IPCHX hors postes liés aux voyages, habillement et chaussure) s'est ralentie, revenant de 2,8 % en mars à 2,7 % en avril. L'indicateur *Supercore*, qui comprend les composantes de l'IPCH sensibles au cycle d'activité, est revenu de 3,4 % en mars à 3,1 % en avril, tandis que la mesure PCCI fondée sur un modèle est revenue de 2,0 % à 1,9 % sur la même période. L'indicateur de l'inflation intérieure a été la mesure la plus élevée et la plus persistante, ressortant à 4,4 % en mars et avril 2024, ce qui reflète le poids important des composantes des services telles que les activités d'assurance ou la santé dans son calcul. Les prix de ces composantes s'ajustent généralement moins fréquemment et ont réagi avec retard aux hausses de coûts antérieures.

Graphique 10

Indicateurs de l'inflation sous-jacente

(variations annuelles en pourcentage)



Sources : Eurostat et calculs de la BCE.

Notes : La fourchette des indicateurs de l'inflation sous-jacente inclut l'IPCH hors énergie, l'IPCH hors énergie et produits alimentaires non transformés, l'IPCHX, l'IPCHXX, l'inflation intérieure, les moyennes tronquées à 10 % et à 30 %, la composante persistante et commune de l'inflation (PCCI), l'indicateur *Supercore* et une médiane pondérée. La ligne grise en pointillés représente la cible d'inflation de la BCE de 2 % à moyen terme. Les dernières observations se rapportent à mai 2024 (estimation rapide) pour l'IPCHX et à avril 2024 pour le reste.

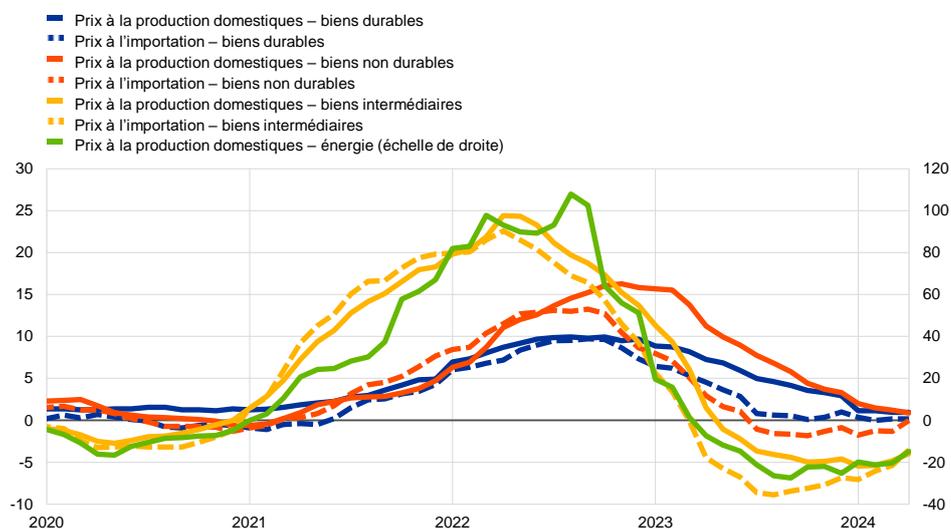
La plupart des indicateurs de tensions en amont ont continué de s'atténuer à mesure que les effets cumulés des chocs antérieurs se dissipaient (graphique 11).

En amont de la chaîne des prix, la contraction des prix à la production de l'énergie, qui s'est amorcée en mars 2023, s'est atténuée, s'établissant à - 14,7 % en avril après - 20,3 % en mars. Le taux de croissance annuel des prix à la production pour les ventes domestiques de biens intermédiaires est également resté négatif (- 3,9 % en avril, contre - 4,8 % en mars), tout comme le taux de variation des prix à l'importation de ces biens (- 3,5 % en avril, après - 5,4 % en mars). Dans le même temps, en aval de la chaîne des prix, la hausse des prix à la production domestiques des biens de consommation durables s'est stabilisée à 1,0 % en mars et avril, après 1,1 % en février. Le taux de croissance annuel correspondant pour les prix à l'importation s'est établi à 0,2 % en avril et en mars, après une croissance nulle en février. L'atténuation des tensions accumulées en amont s'est également poursuivie s'agissant de la hausse des prix à la production des biens non durables, qui s'est encore ralentie en avril, ressortant à 0,9 %. Le taux de croissance annuel des prix à l'importation des biens non durables a été égal à zéro en avril, après - 1,3 % en mars. Les biens de consommation non durables incluent les produits alimentaires, dont les taux annuels de variation des prix à la production ont initialement enregistré une baisse plus rapide que ceux des biens non alimentaires. Toutefois, plus récemment, le rythme de modération des biens alimentaires a convergé vers celui des biens non alimentaires.

Graphique 11

Indicateurs des tensions en amont de la chaîne des prix

(variations annuelles en pourcentage)



Sources : Eurostat et calculs de la BCE.

Note : Les dernières observations se rapportent à avril 2024.

Selon les dernières données disponibles au moment de l'analyse, les tensions d'origine interne sur les coûts, mesurées par la croissance du déflateur du PIB, ont commencé à s'atténuer. Le taux de croissance annuel du déflateur du PIB est revenu à 5,1 % au quatrième trimestre 2023, contre 6,0 % au trimestre précédent, en raison d'une faible contribution des profits et des coûts de main-d'œuvre unitaires (graphique 12). La moindre incidence des coûts unitaires de main-d'œuvre s'explique par une croissance légèrement moins négative de la productivité du travail et par un ralentissement de la croissance des salaires, mesurée en termes de rémunération par tête, qui est revenue de 5,3 % au troisième trimestre à 4,9 % au dernier trimestre 2023¹⁰. De même, la croissance des salaires mesurée en termes de rémunération horaire a diminué pour s'établir à 4,7 % au quatrième trimestre, après 5,1 % au troisième trimestre. Ces pressions baissières exercées par les profits et les coûts de main-d'œuvre unitaires ont été partiellement contrebalancées par une contribution plus importante des impôts unitaires nets, en raison d'une augmentation des impôts unitaires et d'un taux de croissance plus négatif des subventions unitaires. Dans le même temps, la croissance des salaires négociés s'est accélérée, ressortant à 4,7 % au premier trimestre 2024, après avoir légèrement diminué pour s'établir à 4,5 % au quatrième trimestre 2023. Cette hausse a reflété à la fois l'ajustement progressif des salaires aux chocs d'inflation passés et les tensions sur les marchés du travail. Néanmoins, les données relatives aux derniers accords salariaux indiquent une atténuation progressive en cours des tensions sur les salaires, bien que celles-ci soient susceptibles de demeurer à des niveaux

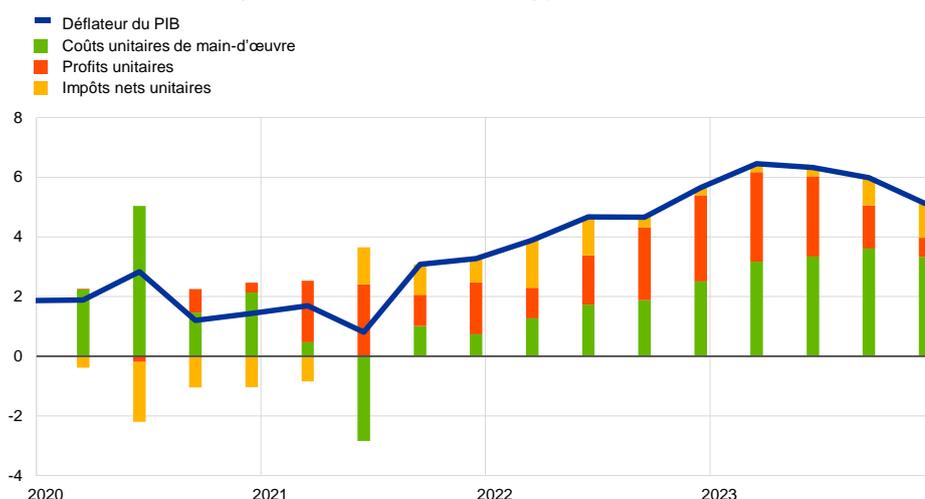
¹⁰ La date d'arrêt des données incluses dans le présent *Bulletin économique* est le 5 juin 2024. Les données des comptes nationaux publiées le 7 juin 2024 indiquent une croissance annuelle plus forte de la rémunération par tête au premier trimestre 2024 (5,0 % après 4,9 % au quatrième trimestre), et une croissance annuelle plus faible des coûts unitaires de main-d'œuvre (5,7 % après 6,0 % au quatrième trimestre). Le taux de croissance annuel du déflateur du PIB a poursuivi sa décélération, pour revenir à 3,6 % au premier trimestre 2024 après 5,1 % au quatrième trimestre 2023.

relativement élevés pour le reste de l'année ¹¹. La hausse annuelle de la rémunération par tête pour 2024 devrait s'établir à 4,8 % en moyenne. Toutefois, elle devrait ensuite poursuivre sa décélération sur l'horizon de projection, tout en demeurant supérieure aux niveaux de long terme en raison de tensions persistantes sur les marchés du travail, de la compensation de l'inflation et de relèvements des salaires minimums.

Graphique 12

Décomposition du déflateur du PIB

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



Sources : Eurostat et calculs de la BCE.

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

Les indicateurs tirés d'enquêtes relatifs aux anticipations d'inflation à plus long terme et les mesures de la compensation de l'inflation extraites des instruments de marché sont demeurés globalement inchangés, la plupart s'établissant autour de 2 % (graphique 13). Dans l'enquête de la BCE auprès des prévisionnistes professionnels (EPP) pour le deuxième trimestre 2024 et dans l'enquête réalisée en juin 2024 par la BCE auprès des analystes monétaires (*Survey of Monetary Analysts*), la moyenne des anticipations d'inflation à plus long terme (pour 2028) s'établit à 2,0 %. Les mesures de la compensation de l'inflation extraites des instruments de marché (basées sur l'IPCH hors tabac) sur la partie longue de la courbe des rendements sont restées globalement inchangées, le taux des *swaps* indexés sur l'inflation à cinq ans dans cinq ans s'établissant à 2,3 % environ, bien au-dessous du pic pluriannuel atteint début août 2023. Toutefois, il convient de noter que ces mesures de la compensation de l'inflation extraites des instruments de marché ne constituent pas une évaluation directe des véritables anticipations d'inflation des intervenants de marché, car elles incluent des primes de risque sur l'inflation. Les estimations fondées sur des modèles des véritables anticipations d'inflation, hors primes de risque sur l'inflation, indiquent que les intervenants de marché s'attendent à ce que l'inflation s'établisse autour de 2 % à plus long terme.

¹¹ Cf. Górnicka et Koester (eds), « *A forward-looking tracker of negotiated wages in the euro area* », *Occasional Paper Series*, n° 338, BCE, février 2024.

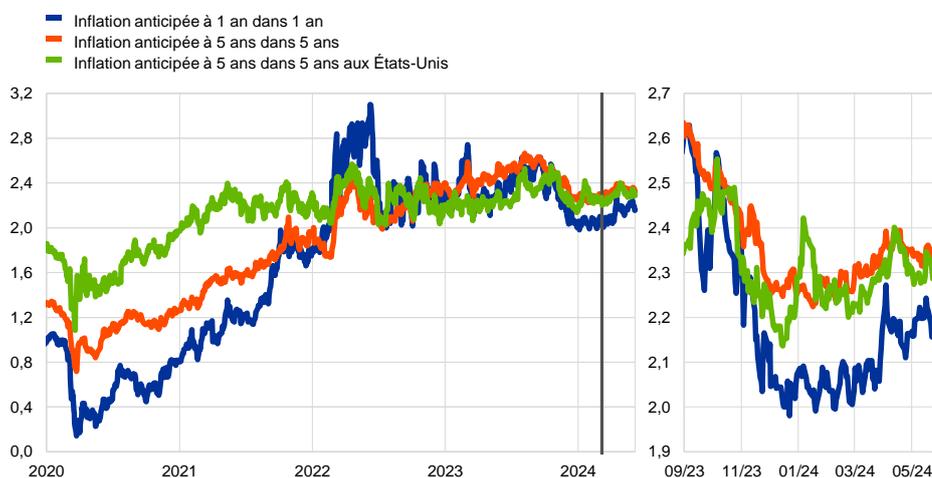
Les mesures extraites des instruments de marché pour les résultats d'inflation à court terme dans la zone euro suggèrent que les investisseurs s'attendent à ce que l'inflation fléchisse encore en 2024, pour s'établir en moyenne à 2,1 % au second semestre de l'année. Le taux des *swaps* indexés sur l'inflation à un an dans un an est resté globalement inchangé au cours de la période sous revue, pour s'établir à 2,2 %. Du côté des consommateurs, les anticipations d'inflation se sont légèrement modérées dans l'ensemble. Selon l'enquête de la BCE sur les anticipations des consommateurs d'avril 2024, les anticipations médianes pour l'inflation totale au cours de l'année suivante se situent à 2,9 %, contre 3,0 % en mars, tandis que les anticipations d'inflation pour les trois années à venir reviennent à 2,4 %, après 2,5 % en mars.

Graphique 13

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

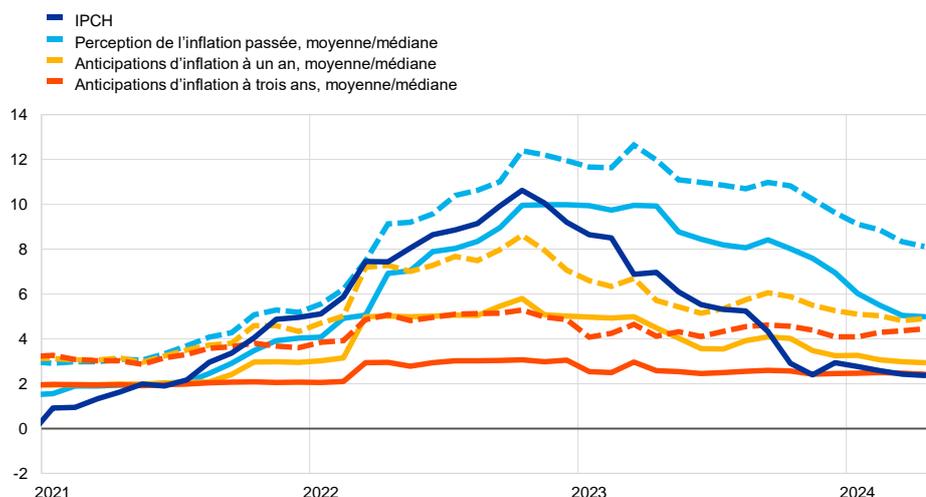
a) Mesures de la compensation de l'inflation extraites des instruments de marché

(variations annuelles en pourcentage)



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

(variations annuelles en pourcentage)



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

Notes : La partie a présente les taux à terme des *swaps* indexés sur l'inflation à différents horizons pour la zone euro et les points morts d'inflation anticipés à cinq ans dans cinq ans pour les États-Unis. La ligne verticale grise indique le début de la période sous revue (7 mars 2024). Dans la partie b, les lignes en pointillés représentent la moyenne et les lignes continues, la médiane. Les dernières observations se rapportent au 5 juin 2024 pour les taux à terme, à mai 2024 (estimation rapide) pour l'IPCH et à avril 2024 pour le reste.

Les projections macroéconomiques de juin 2024 établies par les services de l'Eurosystème prévoient que l'inflation totale devrait encore se modérer, s'établissant à 2,5 % en 2024, 2,2 % en 2025 et 1,9 % en 2026 (graphique 14) ¹².

Cette modération reflète la poursuite de la dissipation des tensions en amont ainsi que l'incidence du resserrement de la politique monétaire. Elle est favorisée par une croissance plus faible des coûts de main-d'œuvre et par la dissipation des effets de la crise énergétique. Par rapport aux projections de mars 2024, les projections

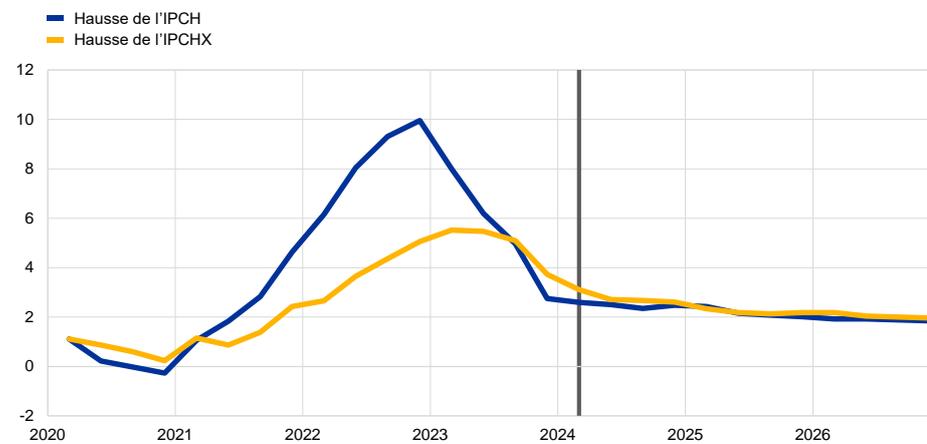
¹² Cf. « [Projections macroéconomiques établies par les services de l'Eurosystème pour la zone euro, juin 2024](#) » pour plus de détails.

relatives à l'inflation totale ont été revues à la hausse pour 2024 et 2025, de 0,2 point de pourcentage pour les deux années, en raison principalement d'effets de base résultant de la hausse des prix de l'énergie et du retrait des mesures budgétaires liées à l'énergie. L'inflation mesurée par l'IPCHX devrait encore s'atténuer au cours des prochaines années et s'établir en moyenne à 2,8 % en 2024, 2,2 % en 2025 et 2,0 % en 2026. Par rapport aux projections de mars 2024, l'inflation mesurée par l'IPCHX a été révisée à la hausse pour 2024 et 2025, de 0,2 et 0,1 point de pourcentage respectivement.

Graphique 14

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

(variations annuelles en pourcentage)



Sources : Eurostat et [projections macroéconomiques de juin 2024 établies par les services de l'Eurosystème](#).

Notes : La ligne verticale grise indique le dernier trimestre avant le début de l'horizon de projection. Les dernières observations se rapportent au premier trimestre 2024 pour les données et au quatrième trimestre 2026 pour les projections. Les projections macroéconomiques de juin 2024 établies par les services de l'Eurosystème pour la zone euro ont été finalisées le 22 mai 2024 et la date d'arrêt des hypothèses techniques est le 15 mai 2024. Les données historiques et effectives relatives à l'inflation mesurée par l'IPCH et l'IPCHX sont déclarées trimestriellement.

4 Évolutions sur les marchés financiers

Au cours de la période sous revue, du 7 mars au 5 juin 2024, les marchés financiers de la zone euro sont restés particulièrement attentifs au rythme de désinflation et à ses implications pour le calendrier et l'ampleur des baisses éventuelles des taux directeurs. Les taux sans risque à court terme se sont déplacés vers le haut pour toutes les échéances, à l'exception de celles à très court terme, les intervenants de marché ayant internalisé les surprises macroéconomiques de part et d'autre de l'Atlantique, ce qui a entraîné une modération de leurs anticipations concernant un assouplissement de la politique monétaire. La partie courte de la courbe à terme du taux à court terme de l'euro (€STR) a peu varié, intégrant presque totalement une première baisse de taux d'intérêt de 25 points de base lors de la réunion du Conseil des gouverneurs de juin. En revanche, l'intégration par les marchés des baisses de taux pour le reste de l'année a diminué pour s'établir à 65 points de base de baisses cumulées. La courbe des taux à terme indique que le cycle d'assouplissement devrait se stabiliser entre 2 % et 2,5 % d'ici fin 2026. Les taux sans risque à plus long terme ont également évolué légèrement à la hausse, les rendements des obligations souveraines évoluant globalement en ligne avec les taux sans risque. Les écarts de rendement souverains par rapport au taux des swaps au jour le jour (OIS) ont peu évolué, la forte activité d'émission d'obligations ayant continué d'être bien absorbée par les investisseurs. Les cours des actions de la zone euro ont encore augmenté, soutenus par une amélioration des anticipations de bénéfices et une forte appétence pour le risque, malgré des tensions géopolitiques toujours élevées. Enfin, sur les marchés des changes, l'euro s'est légèrement apprécié en termes pondérés des échanges commerciaux, mais est resté globalement stable par rapport au dollar américain.

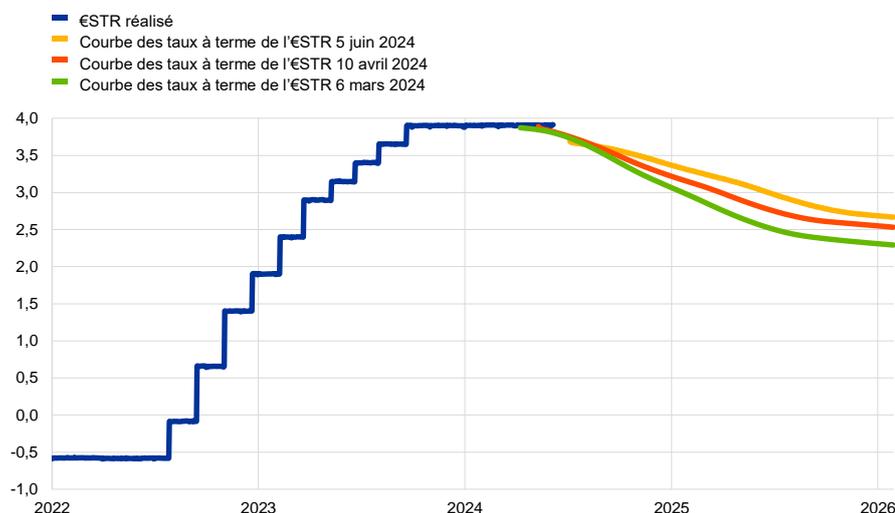
La courbe à terme des taux OIS s'est déplacée vers le haut depuis la réunion du Conseil des gouverneurs de mars dans un contexte de modération des anticipations des intervenants de marché concernant les réductions des taux pour 2024 (graphique 15). Le taux de référence à court terme de l'euro (€STR) est demeuré stable à 3,9 % au cours de la période sous revue, reflétant le taux inchangé de la facilité de dépôt, que le Conseil des gouverneurs a maintenu à 4 % depuis la réunion de politique monétaire de septembre 2023. L'excédent de liquidité a diminué de 302 milliards d'euros environ du 7 mars au 4 juin pour s'établir à 3 198 milliards. Cela reflète principalement les remboursements en mars dans le cadre de la troisième série d'opérations de refinancement à plus long terme ciblées (TLTRO III) et, dans une moindre mesure, la réduction de la taille du portefeuille du programme d'achats d'actifs (APP), l'Eurosystème ne réinvestissant plus les remboursements au titre du principal des titres arrivant à échéance dans ce portefeuille. La partie courte de la courbe à terme des taux OIS basés sur l'€STR a intégré presque totalement une première baisse de taux de 25 points de base lors de la réunion de juin. En revanche, les taux à terme associés aux prochaines réunions du Conseil des gouverneurs ont augmenté depuis la réunion de mars. Ce mouvement indique que les intervenants de marché s'attendent à ce que des baisses ultérieures des taux directeurs sur le reste de l'année soient moins nombreuses et plus tardives que prévu précédemment. Dans l'ensemble, la courbe

à terme n'intègre plus que 65 points de base de réductions cumulées au cours de 2024, contre environ 100 points de base en mars.

Graphique 15

Taux à terme de l'€STR

(en pourcentage annuel)



Sources : Bloomberg et calculs de la BCE.

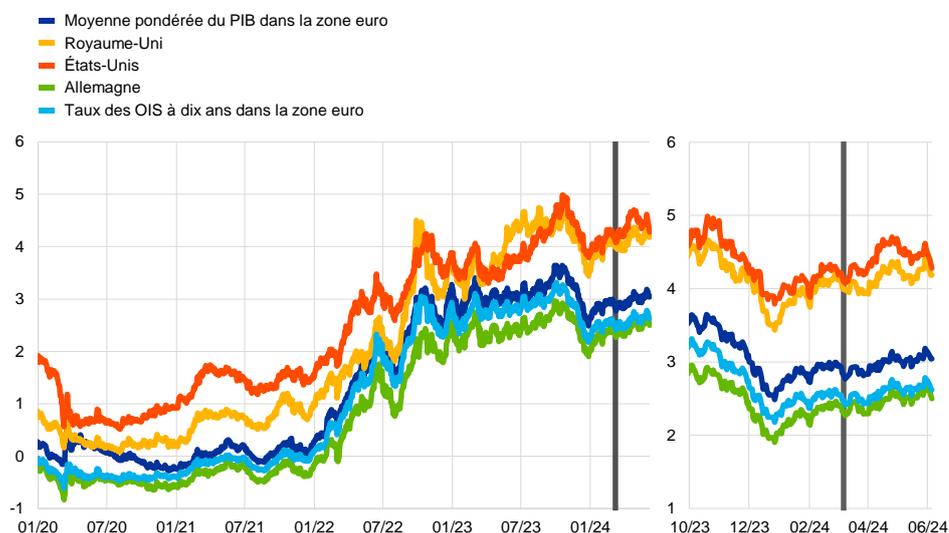
Note : La courbe des taux à terme est estimée à l'aide des taux OIS (€STR) au comptant.

Les taux sans risque à long terme de la zone euro ont légèrement augmenté, mais moins que leurs taux correspondants aux États-Unis (graphique 16). Les taux sans risque à long terme ont fortement augmenté au premier semestre de la période sous revue, principalement sous l'effet de la réévaluation des perspectives relatives aux taux d'intérêt aux États-Unis, avant de diminuer modérément. Le taux des OIS à dix ans de la zone euro a augmenté de 30 points de base jusqu'à fin avril et a terminé la période sous revue à 2,6 % environ, soit 16 points de base au-dessus du niveau observé lors de la réunion de mars. Aux États-Unis, les taux sans risque à long terme ont généralement fluctué plus significativement et ont augmenté plus sensiblement au cours de la période sous revue, en particulier les jours de publication des données relatives à l'indice des prix à la consommation (IPC). Le rendement des titres du Trésor américain à dix ans a augmenté de 19 points de base pour s'établir à 4,3 %, le différentiel entre les taux sans risque à long terme dans la zone euro et aux États-Unis demeurant presque inchangé. Le rendement des obligations souveraines britanniques a augmenté de 19 points de base pour s'établir à 4,2 %.

Graphique 16

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

(en pourcentage annuel)



Sources : LSEG et calculs de la BCE.

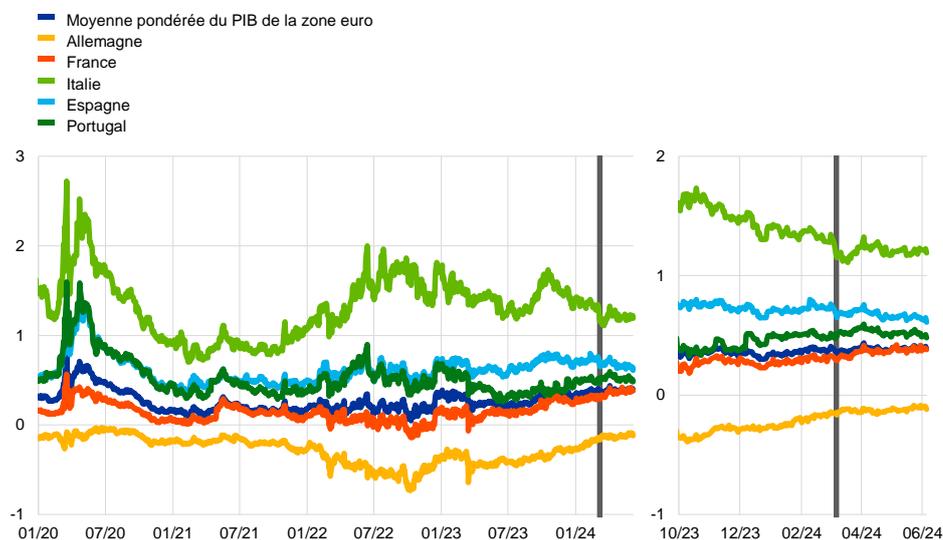
Notes : La ligne verticale grise indique le début de la période sous revue (7 mars 2024). Les dernières observations se rapportent au 5 juin 2024.

Les rendements des obligations souveraines de la zone euro ont évolué globalement en ligne avec les taux sans risque, les *spreads* sur les obligations souveraines demeurant pratiquement inchangés (graphique 17). À la fin de la période sous revue, le rendement pondéré du PIB des obligations souveraines à dix ans de la zone euro s'est établi à un niveau supérieur de 24 points de base, à 3,04 % environ, entraînant seulement une légère augmentation de 5 points de base de son écart de rendement par rapport au taux OIS basé sur l'€STR. Les écarts de rendement souverains entre les différents pays, y compris ceux des pays moins bien notés de la zone euro, ont peu évolué au cours de la période sous revue. Celle-ci a été marquée par la résilience du marché des obligations souveraines, où des émissions exceptionnellement fortes ont été bien absorbées par la demande soutenue d'investisseurs cherchant à verrouiller les rendements en anticipation d'un cycle imminent de baisses des taux directeurs.

Graphique 17

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

(en points de pourcentage)



Sources : LSEG et calculs de la BCE.

Notes : La ligne verticale grise indique le début de la période sous revue (7 mars 2024). Les dernières observations se rapportent au 5 juin 2024.

Les écarts de rendement des obligations d'entreprises à haut rendement ont légèrement diminué dans un contexte de forte appétence globale pour le risque. Au cours de la période sous revue, les écarts de rendement des obligations d'entreprises à haut rendement ont diminué de 14 points de base, les écarts de rendement des sociétés financières baissant de 23 points de base, et ceux des sociétés non financières (SNF), de 12 points de base. Les écarts de rendement des obligations d'entreprises bien notées (*investment-grade*) ont légèrement fluctué, s'établissant à un niveau inférieur de 8 points de base à la fin de la période sous revue. Les écarts de rendement sur la partie mieux notée du compartiment à rendement élevé (B-BB) continuent d'être bien inférieurs à leur médiane historique, malgré une hausse des taux de défaut attendus sur ce compartiment de marché au cours des derniers mois. La résilience du secteur des entreprises de la zone euro a contribué à contenir les coûts du financement par obligations.

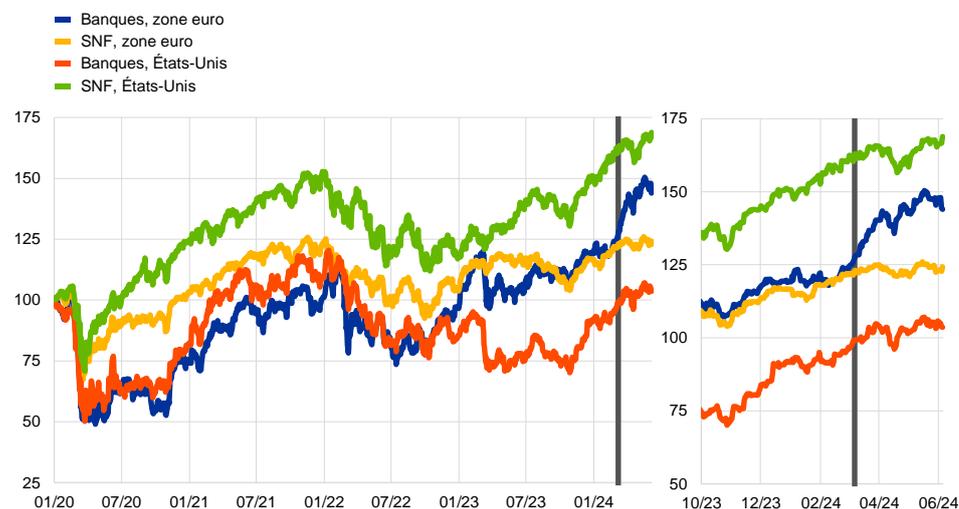
Les prix des actions de la zone euro ont encore légèrement augmenté en dépit de la forte incertitude macroéconomique et de taux d'actualisation plus élevés (graphique 18). Les indices boursiers larges, dans la zone euro et aux États-Unis, ont encore augmenté au cours de la période sous revue, même si les tensions géopolitiques sont demeurées élevées. Les indices de la zone euro et des États-Unis ont augmenté d'environ 2,5 % et 3,8 %, respectivement. Les prix des actions de la zone euro ont été soutenus par la baisse des primes de risque sur actions et par des anticipations de bénéfices à court et à long terme plus élevées, qui ont plus que compensé l'impact des taux d'actualisation plus élevés. Les prix des actions des SNF dans la zone euro et aux États-Unis au cours de la période sous revue ont augmenté de 0,9 % et 3,6 % respectivement. Les prix des actions bancaires de la

zone euro, qui ont augmenté de 12,4 %, ont continué d'afficher de meilleurs résultats que leurs contreparties américaines, qui ont enregistré une hausse de 4,5 %.

Graphique 18

Indices boursiers dans la zone euro et aux États-Unis

(indice : 1er janvier 2020 = 100)



Sources : LSEG et calculs de la BCE.

Notes : La ligne verticale grise indique le début de la période sous revue (7 mars 2024). Les dernières observations se rapportent au 5 juin 2024.

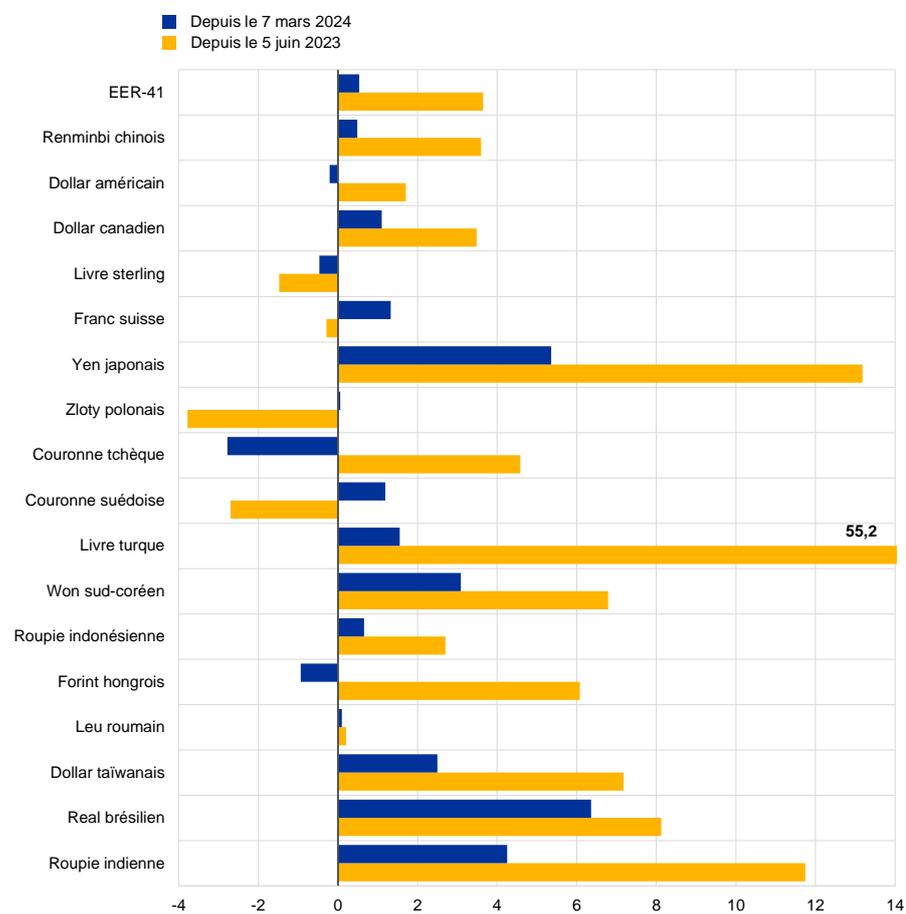
Sur les marchés des changes, l'euro s'est légèrement apprécié en termes pondérés des échanges commerciaux mais est resté globalement stable par rapport au dollar américain (graphique 19).

Au cours de la période sous revue, le taux de change effectif nominal de l'euro, mesuré par rapport aux devises des 41 principaux partenaires commerciaux de la zone euro, s'est apprécié de 0,5 %. La légère appréciation de l'euro s'explique principalement par des gains vis-à-vis des devises de plusieurs économies avancées. Il s'est apprécié de 5,2 % par rapport au yen japonais, de 1,3 % par rapport au franc suisse, de 1,2 % par rapport à la couronne suédoise et de 1,1 % par rapport au dollar canadien. Ces évolutions reflètent principalement des évolutions hétérogènes de la politique monétaire. Par exemple, la Banque nationale suisse a réduit ses taux d'intérêt de 25 points de base à 1,5 % en mars, la Banque de Suède (Sveriges Riksbank) a abaissé son taux directeur de 4,00 % à 3,75 %, lors de sa réunion de mai, et la Banque du Canada a réduit son taux d'intérêt de 25 points de base à 4,75 %, le 5 juin. L'euro s'est déprécié de 0,4 % par rapport à la livre sterling, les intervenants de marché repoussant leurs anticipations concernant le calendrier des baisses éventuelles des taux directeurs par la Banque d'Angleterre. L'euro est demeuré relativement stable vis-à-vis du dollar américain (-0,2 %), malgré quelques fluctuations sur la période.

Graphique 19

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

(variations en pourcentage)



Source : BCE.

Notes : Le « TCE-41 » est le taux de change effectif nominal de l'euro par rapport aux monnaies des 41 principaux partenaires commerciaux de la zone euro. Une variation positive (négative) correspond à une appréciation (dépréciation) de l'euro. Toutes les évolutions sont calculées en utilisant les taux de change enregistrés le 5 juin 2024.

5 Conditions de financement et évolutions du crédit

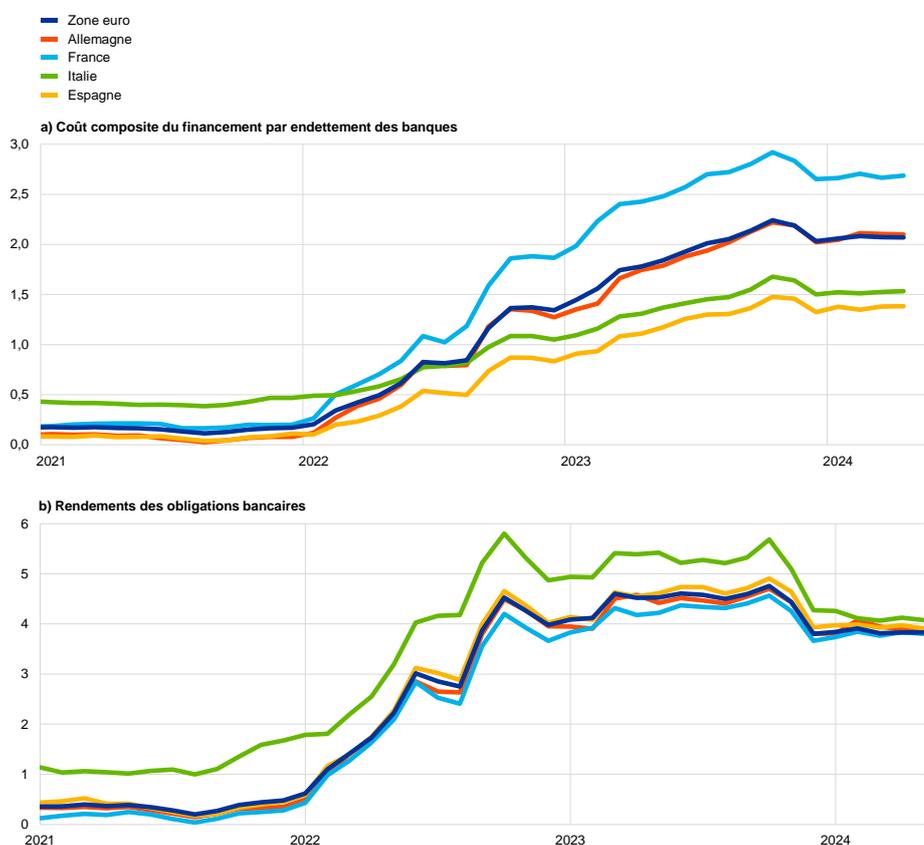
En avril 2024, dans la zone euro, les coûts composites du financement des banques et les taux débiteurs bancaires composites sont demeurés stables à des niveaux élevés. Le coût de l'endettement de marché et du financement par émission d'actions a augmenté pour les sociétés non financières (SNF) entre le 7 mars et le 5 juin 2024. En avril, les prêts bancaires aux entreprises et aux ménages se sont stabilisés à de bas niveaux, reflétant des taux débiteurs élevés, une croissance économique atone et des critères d'octroi stricts. Le taux de croissance annuel de la monnaie au sens large (M3) a poursuivi son redressement progressif, en raison d'importants flux entrants nets étrangers.

Les coûts de financement des banques de la zone euro sont demeurés élevés au regard des évolutions historiques. La composition du financement ayant continué de s'orienter vers des sources plus onéreuses, les coûts de financement des banques sont demeurés élevés. En avril 2024, le coût de financement composite du financement par endettement des banques de la zone euro est resté inchangé par rapport à mars, à 2,07 % (graphique 20, partie a). Les rendements des obligations bancaires ont légèrement augmenté en avril et les taux des dépôts agrégés, qui représentent la plus grande part des coûts de financement des banques, sont restés inchangés (graphique 20, partie b). Cette évolution masque une hétérogénéité considérable entre les pays et d'importantes variations selon les instruments et les secteurs. Les taux des dépôts à vue sont restés stables en avril, alors que les taux sur les dépôts à terme assortis d'une échéance inférieure ou égale à deux ans ont baissé, entraînant un léger resserrement du large écart entre les deux taux. Les taux sur les dépôts remboursables avec un préavis inférieur ou égal à trois mois se sont inscrits en légère hausse, toutefois.

Graphique 20

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

(pourcentages annuels)



Sources : BCE, S&P Dow Jones Indices LLC et/ou ses affiliés 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 avril 2024 pour le coût composite du financement par endettement des banques et au 5 juin 2024 pour les rendements des obligations bancaires.

En avril 2024, les taux débiteurs appliqués aux entreprises et aux prêts au logement sont demeurés stables à des niveaux élevés.

En avril, les taux débiteurs appliqués aux entreprises sont restés inchangés, à 5,18 %, et n'ont été que légèrement inférieurs au pic de 5,27 % atteint en octobre 2023 (graphique 21), dans un contexte d'hétérogénéité entre les pays de la zone euro et entre les échéances. Sous l'effet de la courbe des taux inversée, les taux sur les prêts assortis de périodes de fixation des taux d'intérêt plus longues ont continué à être plus bas que ceux des prêts assortis de périodes de fixation courtes. L'écart entre les taux d'intérêt appliqués aux prêts de faibles montants et aux prêts de montants élevés consentis aux entreprises de la zone euro s'est encore resserré en avril, à 0,23 point de pourcentage, soit le niveau le plus bas depuis la pandémie, reflétant des taux moins hauts pour les prêts de faible montant et inchangés pour les prêts de montant élevé. Après quatre baisses de suite, les taux débiteurs appliqués aux nouveaux prêts au logement consentis aux ménages sont restés inchangés à 3,80 % en avril et inférieurs au point haut de 4,02 % observé en novembre 2023

(graphique 21). Cette stabilisation a concerné l'ensemble des compartiments d'échéance. En avril, les taux appliqués par les banques aux nouveaux prêts à la consommation accordés aux ménages ont légèrement augmenté par rapport à leur niveau de mars et dans un contexte de volatilité, tandis que ceux appliqués aux prêts consentis aux entrepreneurs individuels ont enregistré une légère baisse.

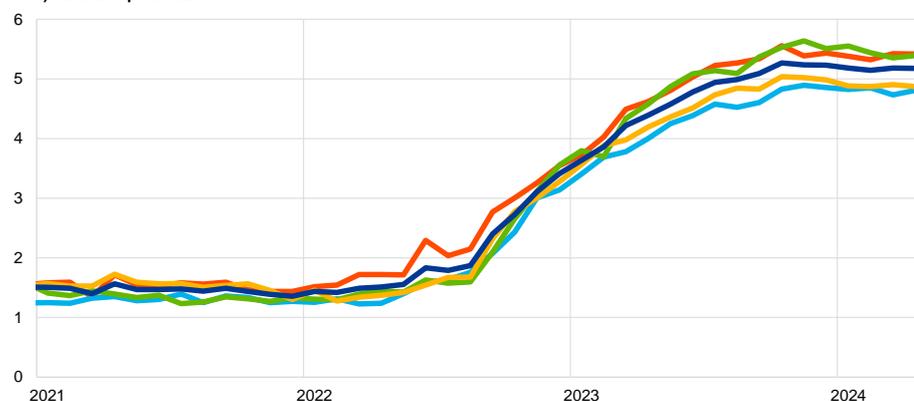
Graphique 21

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

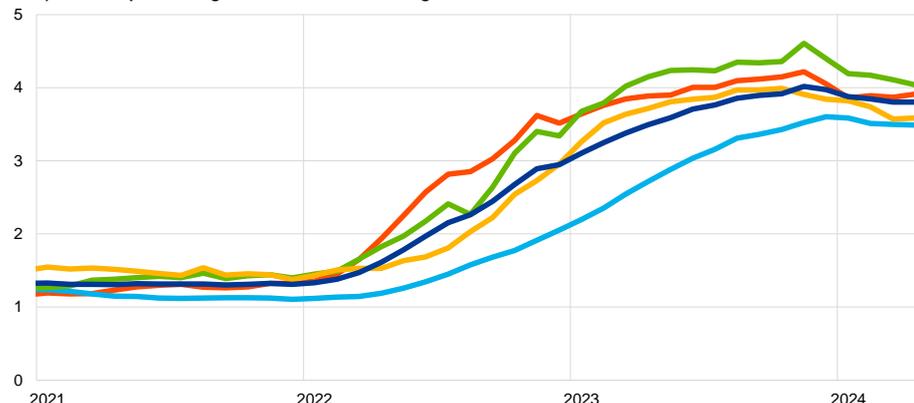
(pourcentages annuels)

- Zone euro
- Allemagne
- France
- Italie
- Espagne

a) Taux des prêts aux SNF



b) Taux des prêts au logement accordés aux ménages



Sources : BCE et calculs de la BCE.

Notes : Les taux débiteurs bancaires composites sont calculés en agrégeant les taux à court et à long terme à l'aide de la moyenne mobile sur 24 mois des volumes de contrats nouveaux. Les dernières observations se rapportent à avril 2024.

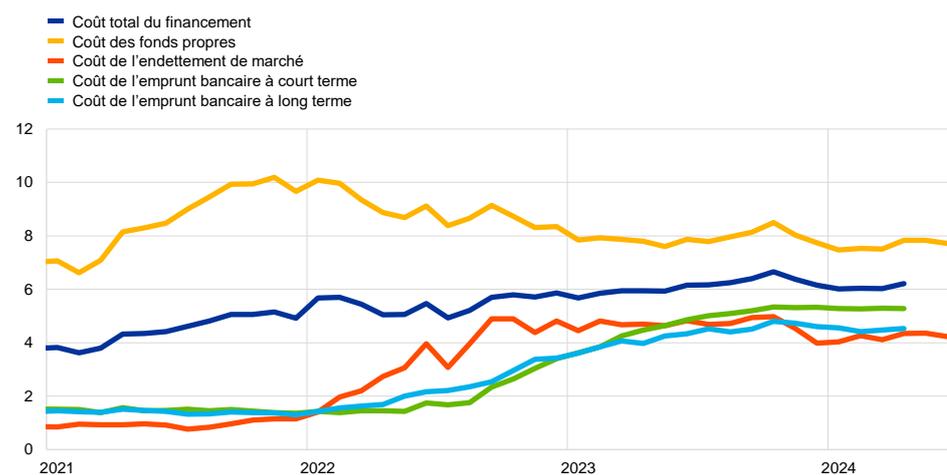
Sur la période allant du 7 mars au 5 juin 2024, le coût de l'endettement de marché et celui du financement par émission d'actions a augmenté pour les SNF. Sur la base des données mensuelles disponibles, le coût total du financement des SNF, c'est-à-dire le coût composite de l'emprunt bancaire, de l'endettement de marché et des fonds propres, s'est établi à 6,2 % en avril, soit 20 points de base au-dessus du niveau de mars, mais toujours au-dessous du point haut sur plusieurs

années atteint en octobre 2023 (graphique 22)¹³. Toutes les composantes ont contribué à la hausse de l'indice global relatif aux coûts, hormis les coûts des prêts à court terme, qui sont demeurés globalement inchangés. D'après les données quotidiennes relatives au coût de l'endettement de marché et à celui du financement par émission d'actions, les deux indicateurs ont augmenté entre le 7 mars et le 5 juin 2024. Le coût de l'endettement de marché est ressorti en légère augmentation, la hausse du taux d'intérêt sans risque, approximé par le taux des *swaps* au jour le jour à dix ans, n'ayant pas été compensée par la compression des écarts de rendement des obligations émises par les SNF tant pour le segment bien noté (*investment grade*) que pour le segment à haut rendement (*high yield*). De même, le coût du financement par émission d'actions a augmenté au cours de la même période, reflétant la hausse du taux sans risque qui a plus que compensé la légère baisse de la prime de risque sur actions (section 4).

Graphique 22

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

(pourcentages annuels)



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

Notes : Le coût total du financement des sociétés non financières (SNF) est fondé sur des données mensuelles et calculé comme une moyenne pondérée des coûts de l'emprunt auprès des banques (données moyennes mensuelles), de l'endettement de marché et des fonds propres (données de fin de mois), sur la base de leurs encours respectifs. Les dernières observations se rapportent au 5 juin 2024 pour le coût de l'endettement de marché et le coût des fonds propres (données quotidiennes) et à avril 2024 pour le coût total du financement et le coût de l'emprunt bancaire à court et à long terme (données mensuelles).

En avril 2024, le taux de croissance annuel des prêts bancaires aux entreprises et aux ménages est demeuré pratiquement nul, reflétant des taux débiteurs élevés, une croissance économique atone et des critères d'octroi restrictifs.

La croissance annuelle des prêts aux SNF a enregistré une légère baisse, revenant à 0,3 % en avril, après 0,4 % en mars (graphique 23, partie a). Le taux de croissance annuel des prêts aux ménages est resté inchangé, à 0,2 % en avril (graphique 23, partie b). Si les prêts à la consommation ont continué de résister, les prêts au logement ont enregistré une variation légèrement positive et les prêts aux entrepreneurs individuels ont continué d'enregistrer des taux de variation

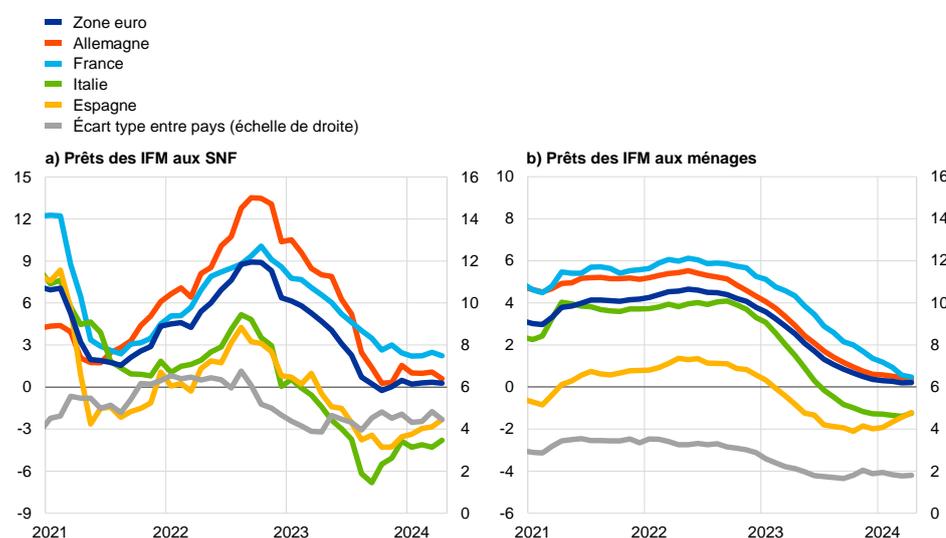
¹³ En raison de décalages dans la disponibilité des données relatives au coût de l'emprunt auprès des banques, les données relatives au coût total du financement des SNF ne sont disponibles que jusqu'à avril 2024.

négatifs. D'après l'enquête de la BCE sur les anticipations des consommateurs (*Consumer Expectations Survey*) en avril 2024, un pourcentage net encore important, mais en baisse, de participants à l'enquête avaient l'impression que l'accès au crédit était devenu plus difficile au cours des 12 mois précédents et prévoient qu'il deviendrait encore plus difficile au cours des 12 prochains mois. La faiblesse persistante de la croissance des prêts reflète l'atonie de la dynamique des prêts observée depuis début 2023, en raison de la faiblesse de la demande agrégée, de critères d'octroi stricts et de l'impact de la politique monétaire restrictive sur les taux débiteurs.

Graphique 23

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

(variations annuelles en pourcentage ; écart type)



Sources : BCE et calculs de la BCE.

Notes : Les prêts des institutions financières monétaires (IFM) sont corrigés des cessions de prêts et de la titrisation ; dans le cas des sociétés non financières (SNF), les prêts sont également corrigés de la centralisation de trésorerie (*cash-pooling*) notionnelle. L'écart type entre pays est calculé pour un échantillon fixe de 12 pays de la zone euro. Les dernières observations se rapportent à avril 2024.

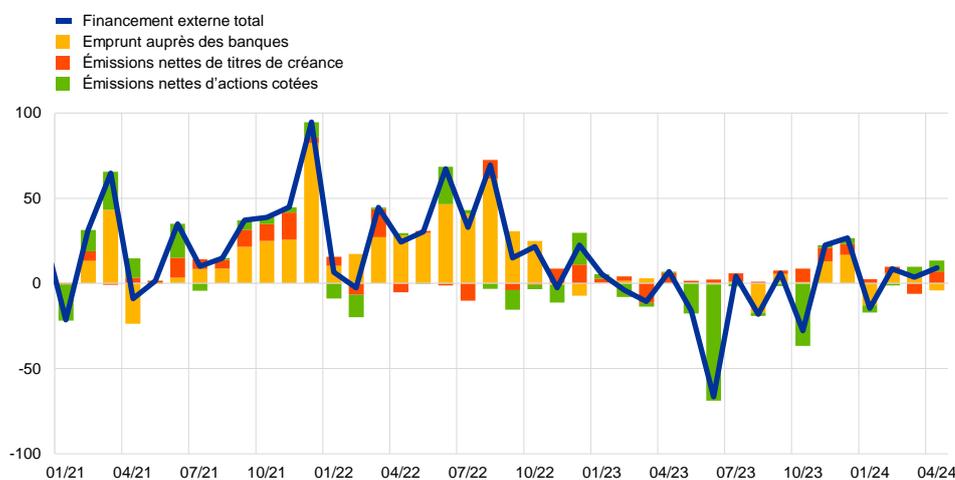
Le financement externe net des entreprises de la zone euro a été modéré au premier trimestre 2024 et en avril.

Les flux nets de financement externe sont restés faibles par rapport aux moyennes historiques (graphique 24). Cette évolution s'explique par les bas niveaux des émissions de titres de créance par les entreprises et de l'emprunt auprès des banques, l'activité économique étant restée atone et que les taux directeurs étant restrictifs. La forte baisse du volume des prêts à court terme est cohérente avec des besoins moins élevés en fonds de roulement et avec la hausse du stock de produits finis observée mi-2023, tandis que les flux de prêts pour les échéances à long terme sont également demeurés faibles, dans un contexte d'atonie de la demande à des fins d'investissement. Dans le même temps, l'émission d'actions cotées s'est légèrement redressée en mars et en avril, mais elle est restée faible globalement.

Graphique 24

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

(flux mensuels ; en milliards d'euros)



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

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

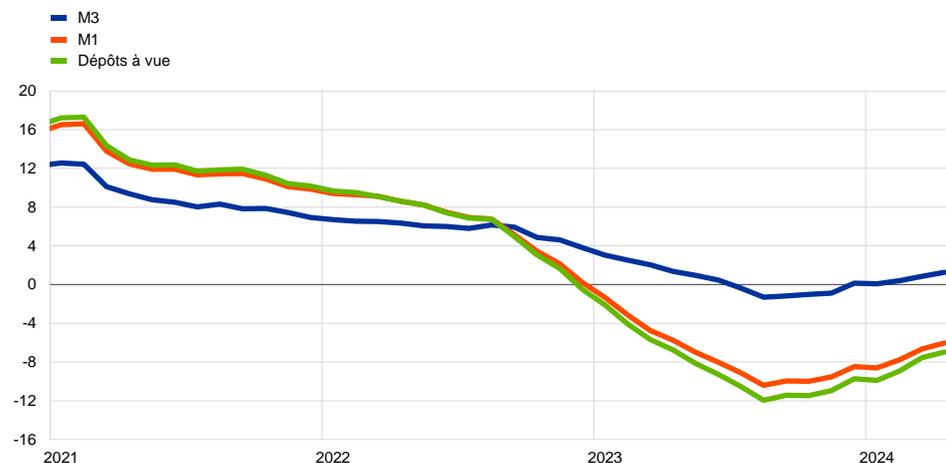
Les entreprises et les ménages ont enregistré une nouvelle hausse des dépôts à terme, dans un contexte de ralentissement de la réallocation en cours des dépôts à terme en avril 2024. Le taux de variation annuel des dépôts à vue s'est contracté moins vite, à un rythme de $-7,0\%$ en avril, après $-7,5\%$ en mars (graphique 25). La préférence actuelle des entreprises et des ménages pour les dépôts à terme et les instruments négociables s'explique toujours par leur rémunération plus élevée que pour les dépôts à vue¹⁴. Même si les flux de dépôts restent nettement plus orientés vers les dépôts à terme que dans le passé, cette réallocation est train de s'essouffler, avec la stabilisation de l'écart de rendement entre les deux instruments. L'allocation des dépôts des entreprises se rapproche d'un niveau plus conforme aux évolutions historiques et les dépôts à vue des ménages ont enregistré un premier flux mensuel entrant positif depuis septembre 2022. Les taux d'intérêt à court terme élevés ont continué de soutenir la forte croissance des fonds d'investissement monétaires.

¹⁴ Comme lors des précédents cycles de resserrement, les taux d'intérêt des dépôts à vue se sont ajustés plus lentement aux variations des taux directeurs que les taux des dépôts à terme. Cf. également l'encadré intitulé « [La dynamique monétaire durant le cycle de resserrement](#) », *Bulletin économique*, n° 8, BCE, 2023.

Graphique 25

M3, M1 et dépôts à vue

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



Sources : BCE.

Notes : Les dernières observations se rapportent à avril 2024.

Le taux de croissance annuel de l'agrégat monétaire large (M3) a poursuivi son redressement progressif, sous l'effet d'importants flux entrants nets étrangers.

La croissance de la monnaie s'est progressivement accentuée au cours des derniers mois, même si les prêts aux ménages et aux entreprises sont restés faibles. En avril, la croissance de M3 dans la zone euro est ressortie à 1,3 %, après 0,9 % en mars (graphique 20). La variation annuelle de l'agrégat monétaire étroit (M1), qui comprend les actifs les plus liquides de M3, est restée en territoire négatif, mais a encore augmenté, ressortant à – 6,0 % en avril par rapport à – 6,6 % en mars. En avril, la création monétaire a été tirée par un flux entrant élevé en provenance de l'étranger, sur fond d'excédent du compte des transactions courantes lié à la faiblesse des importations, et a été soutenue par une forte émission nette d'obligations d'État de la zone euro. Ces flux entrants ont été partiellement compensés par la poursuite de la contraction du bilan de l'Eurosysteme, tandis que la contribution des prêts aux entreprises et aux ménages est restée atone.

6 Évolutions budgétaires

D'après les projections macroéconomiques de juin 2024 établies par les services de l'Eurosystème, le déficit budgétaire des administrations publiques de la zone euro, qui se chiffrait à 3,6 % du PIB en 2023, devrait retomber à 3,1 % du PIB en 2024, puis diminuer progressivement pour ressortir à 2,8 % en 2025 et 2,6 % en 2026. L'orientation budgétaire de la zone euro devrait se resserrer sensiblement en 2024 et encore légèrement au cours des deux années suivantes. Le durcissement prévu en 2024 reflète principalement les attentes selon lesquelles les gouvernements lèveront une large part de leurs mesures de soutien liées à l'énergie et à l'inflation. Ce facteur contribuera aussi quelque peu au resserrement de l'orientation budgétaire en 2025, tandis qu'un léger ralentissement de la croissance des dépenses ainsi que l'adoption dans certains pays de mesures d'assainissement additionnelles du côté des recettes viendront s'ajouter au faible resserrement supplémentaire prévu pour 2025-2026. Le ratio dette/PIB de la zone euro devrait se stabiliser globalement à un niveau élevé, proche de 89 %, sous l'effet de la persistance des déficits primaires et d'ajustements dette-déficit positifs, compensés par des différentiels entre les taux d'intérêt et la croissance en recul, bien que toujours négatifs. Il importe désormais que les gouvernements mettent en œuvre sans délai et intégralement le cadre de gouvernance économique révisé de l'UE afin de réduire durablement les déficits budgétaires et les taux d'endettement. Parallèlement, une mise en application rapide et effective du programme Next Generation EU (NGEU) est capitale aux fins de soutenir l'innovation et de stimuler les investissements dans les transitions verte et numérique.

D'après les projections macroéconomiques de juin 2024 établies par les services de l'Eurosystème, le solde budgétaire des administrations publiques de la zone euro s'améliorera modérément sur l'horizon de projection (graphique 26)¹⁵.

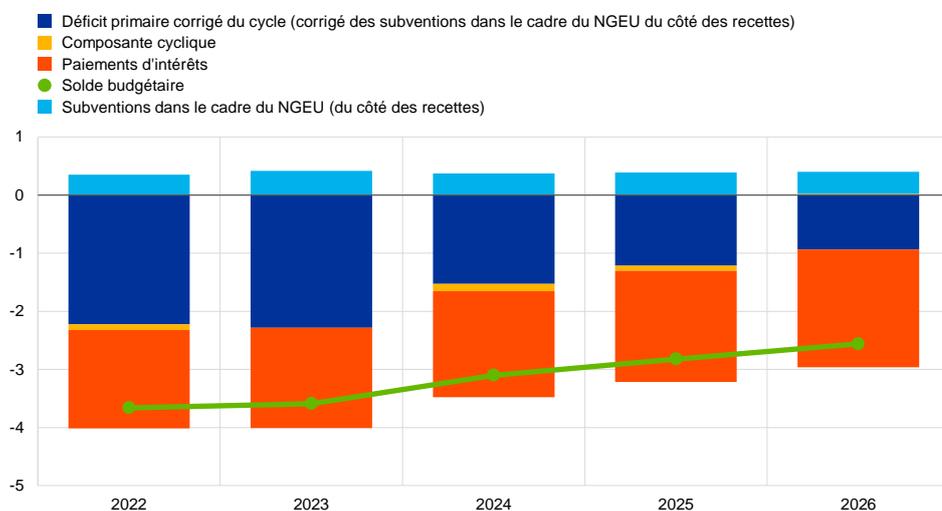
Rétrospectivement, le déficit budgétaire de la zone euro a affiché un recul très marginal, de 3,7 % du PIB en 2022 à 3,6 % du PIB en 2023. À l'avenir, le déficit devrait se résorber de manière plus significative pour s'établir à 3,1 % du PIB en 2024, puis à 2,8 % du PIB en 2025 et à 2,6 % du PIB en 2026. La trajectoire projetée reflète principalement une réduction progressive du solde primaire corrigé du cycle, bien qu'il demeure négatif sur l'horizon de projection, étant entendu que la diminution la plus importante se produira en 2024. Cette incidence sera toutefois partiellement compensée par l'élévation graduelle des charges d'intérêts sur l'ensemble de la période, reflétant la lente répercussion des hausses passées des taux d'intérêt compte tenu des longues échéances résiduelles de la dette souveraine. La baisse sensible du déficit primaire corrigé du cycle en 2024 est largement attribuable à la levée généralisée des mesures de soutien budgétaire mises en œuvre par les pouvoirs publics, à la faveur de l'atténuation du choc énergétique et de l'inflation générale des prix à la consommation.

¹⁵ Cf. les « [Projections macroéconomiques pour la zone euro établies par les services de l'Eurosystème, juin 2024](#) », publiées sur le site internet de la BCE le 6 juin 2024.

Graphique 26

Solde budgétaire et ses composantes

(en pourcentage du PIB)



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

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

Par rapport aux projections macroéconomiques de mars 2024 établies par les services de la BCE, le déficit budgétaire en 2023 s'est avéré supérieur de 0,4 point de pourcentage. À l'échelle de la zone euro, cet imprévu découle principalement d'un alourdissement plus élevé qu'escompté des dépenses primaires. Qui plus est, les résultats plus défavorables devraient se répercuter en 2024 également, entraînant un ajustement à la baisse de 0,2 point de pourcentage du solde budgétaire sous l'effet d'une contraction du solde primaire. Si les révisions du solde budgétaire et de ses composantes sont négligeables pour 2025, un ajustement à la hausse de 0,2 point de pourcentage est prévu pour 2026 à la faveur d'une amélioration du solde primaire.

L'orientation budgétaire de la zone euro devrait se resserrer sensiblement en 2024 et encore légèrement au cours des deux années suivantes¹⁶

La variation annuelle du solde primaire corrigé du cycle, déduction faite des subventions accordées aux pays dans le cadre du programme NGEU, pointe un durcissement significatif des politiques budgétaires dans la zone euro en 2024 (de 0,7 point de pourcentage du PIB). Cette évolution reflète principalement les prévisions selon lesquelles les gouvernements lèveront progressivement les mesures de soutien liées à l'énergie et à l'inflation. Cet effet contribuera également quelque peu au resserrement de l'orientation en 2025, conjugué à un relèvement des impôts et des cotisations de sécurité sociale ainsi qu'à un ralentissement de la

¹⁶ L'orientation budgétaire reflète la direction et l'ampleur de la relance des politiques budgétaires sur l'économie, au-delà de la réaction automatique des finances publiques au cycle conjoncturel. Elle est mesurée ici comme la variation du ratio du solde primaire corrigé du cycle, déduction faite du soutien des pouvoirs publics au secteur financier. Étant donné que les recettes budgétaires plus importantes liées aux subventions au titre du plan NGEU provenant du budget de l'UE n'ont pas pour effet de comprimer la demande, le solde primaire corrigé du cycle est ajusté 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.

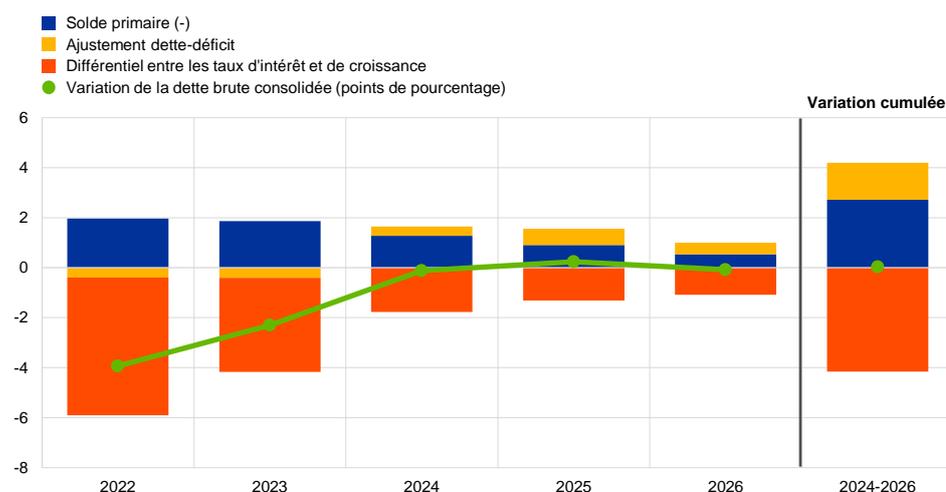
croissance des transferts budgétaires. Ce durcissement ne devrait être que partiellement compensé par le faible accroissement des investissements publics. La poursuite du resserrement de l'orientation budgétaire en 2026 est principalement due à la diminution des subventions et autres transferts budgétaires. Le resserrement total de l'orientation budgétaire sur l'horizon s'étendant de 2024 à 2026 s'élève à 1,3 point de pourcentage du PIB.

Le ratio dette/PIB de la zone euro devrait rester élevé et stable autour de 88,5 % sur l'ensemble de l'horizon de projection (graphique 27). Le taux d'endettement a augmenté significativement pendant la pandémie pour avoisiner 97 % en 2020, mais il a progressivement reflué depuis lors. Cette tendance à l'amélioration semble néanmoins s'être interrompue. Le ratio de la dette devrait plutôt demeurer assez stable sur l'horizon de prévision, affichant une augmentation marginale en 2025 alimentée par les déficits primaires et les ajustements dette-déficit positifs attendus, contrebalancés par des différentiels de taux d'intérêt et de croissance en recul, bien que toujours négatifs.

Graphique 27

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

(en pourcentage du PIB, sauf mention contraire)



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

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

La mise en œuvre intégrale et sans délai du cadre de gouvernance économique révisé de l'UE sera capitale pour aider les pouvoirs publics à réduire les déficits budgétaires et les taux d'endettement de manière durable.

Un tel assainissement des finances publiques, pensé de manière à favoriser la croissance, sera nécessaire dans les prochaines années, au regard d'une période pendant laquelle les politiques budgétaires ont dû faire face à des chocs économiques répétés. Dans le même temps, une mise en œuvre efficace et prompte du programme NGEU est essentielle pour encourager l'innovation, stimuler la croissance potentielle et accroître les investissements dans les transitions verte et numérique. En effet, comme l'a souligné la Commission dans son [évaluation à mi-parcours de la facilité pour la reprise et la résilience \(FRR\)](#), les décaissements et

les investissements au titre du programme accusent à ce jour des retards, ce qui a conduit à une incidence positive sur la croissance nettement inférieure à ce qui avait été escompté au départ.

Encadrés

1 La reprise post-pandémie : pourquoi la croissance est-elle plus lente en zone euro qu’aux États-Unis ?

Malin Andersson, Cristina Checherita-Westphal, António Dias Da Silva et Michel Soudan

La croissance du PIB en volume est nettement plus faible dans la zone euro qu’aux États-Unis depuis le début de la pandémie¹. Entre le quatrième trimestre 2019 et le quatrième trimestre 2023, l’économie de la zone euro a enregistré une croissance d’environ 3 % en données cumulées, tandis qu’aux États-Unis, le PIB en volume a augmenté de plus de 8 % (graphique A), soit un différentiel de croissance cumulé d’environ 5 points de pourcentage². Cet écart est principalement attribuable à une consommation privée plus faible dans la zone euro qu’aux États-Unis, où elle a été très fortement stimulée par le soutien direct au revenu et par une réduction relativement plus importante de l’épargne excédentaire. La zone euro a subi un choc important sur les termes de l’échange à la suite de la crise de l’énergie déclenchée par l’invasion de l’Ukraine. Si les résultats concernant l’ampleur relative de l’impact de la politique monétaire dans ces deux régions sont contrastés, il se peut que le soutien budgétaire ait été plus fort aux États-Unis au regard de l’intensité des différents chocs, bien que des différences en matière de conventions de déclaration rendent plus difficile l’établissement de comparaisons. Cet encadré examine ces éléments ainsi que d’autres facteurs contributifs ; il n’évalue pas les tendances divergentes de la croissance structurelle sous-jacente observées avant la pandémie³.

Une ventilation par composante de la dépense montre que le dynamisme de la croissance de la consommation privée aux États-Unis explique la majeure partie de l’écart de croissance (graphique A). La consommation privée a contribué pour environ 7 points de pourcentage à la différence de croissance entre la zone euro et les États-Unis du début de la pandémie jusqu’au quatrième trimestre 2023. Un investissement et des échanges d’actifs incorporels particulièrement volatils en Irlande ont affecté de manière notable la zone euro, pesant sur l’investissement et dopant les exportations nettes de la zone au cours de cette période. Dans le même

¹ Cf. également de Soyres (F.), Garcia-Cabo Herrero (J.), Goernemann (N.), Jeon (S.), Lofstrom (G.), et Moore (D.), « *Why is the U.S. GDP recovering faster than other advanced economies?* », *FEDS Notes*, Conseil des gouverneurs du Système fédéral de réserve, Washington, 17 mai 2024.

² En excluant les données sur les actifs incorporels en Irlande, qui sont volatils (cf. l’encadré intitulé « *Les actifs incorporels des entreprises multinationales en Irlande et leur impact sur le PIB de la zone euro* », *Bulletin économique*, n° 3, BCE, 2023), le différentiel de croissance entre la zone euro et les États-Unis s’élève, sur la même période, à 5,7 points de pourcentage.

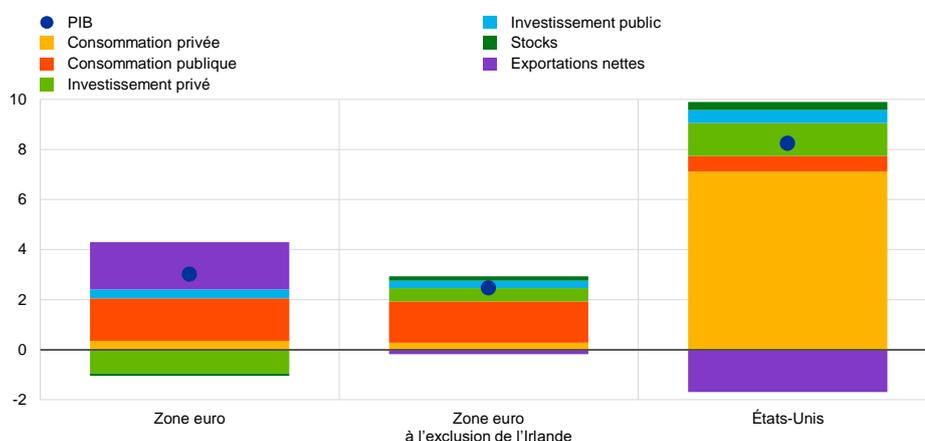
³ Une analyse des facteurs structurels à l’origine des différentiels de croissance entre les États-Unis et la zone euro au cours des dernières décennies – tels que les structures économiques moins favorables pour la zone euro (c’est-à-dire les structures de production et de consommation et les réglementations et politiques sectorielles qui déterminent les incitations, pour les acteurs économiques, à investir, consommer et faire du commerce au sein comme à l’extérieur des frontières), des dépenses de R&D moins élevées, une innovation et une adoption des technologies numériques moindres, un potentiel de croissance plus faible, des coûts de financement des administrations publiques plus importants et un accès au crédit plus difficile – n’entre pas dans le champ de cet encadré.

temps, l'investissement privé s'est révélé plus solide aux États-Unis que dans la zone euro, même corrigé des actifs incorporels irlandais et malgré une baisse de l'investissement résidentiel américain. En revanche, la contribution des échanges commerciaux nets à la croissance reste plus négative aux États-Unis que dans la zone euro après correction des échanges commerciaux irlandais à forte intensité d'actifs incorporels et ce, en raison du niveau élevé d'importations déterminées par la demande à destination des États-Unis. L'investissement public a légèrement moins augmenté dans la zone euro, malgré des niveaux bien plus élevés que les années précédentes, grâce au soutien du programme *Next Generation EU*. Dans le même temps, la consommation publique a davantage contribué à la croissance du PIB dans la zone euro qu'aux États-Unis.

Graphique A

Croissance du PIB en volume de la zone euro et des États-Unis

(variations et contributions cumulées en pourcentage, T4 2019-T4 2023)



Sources : Eurostat, *Bureau of Economic Analysis* et calculs de la BCE.

Notes : L'investissement public dans la zone euro est approximé comme l'investissement réel total moins la somme des moyennes mobiles sur quatre trimestres de l'investissement nominal brut des sociétés non financières, des sociétés financières et des ménages tiré des séries de données des comptes sectoriels trimestriels, déflaté du déflateur de l'investissement total. Les dernières observations se rapportent au quatrième trimestre 2023.

Le choc lié à la pandémie semble avoir eu un impact plus important sur la croissance réelle de la zone euro que sur celle des États-Unis ces dernières années⁴. Depuis le début de la pandémie, les dépenses de consommation se sont révélées plus fortes aux États-Unis que dans la zone euro. Entre autres facteurs, cela reflète la réaction de politique budgétaire à la pandémie en 2020 conjuguée à un marché du travail vigoureux par la suite, qui ont dopé le revenu disponible plus fortement aux États-Unis (graphique B). L'épargne excédentaire, par rapport aux tendances d'avant la pandémie, s'est accumulée dans les deux régions. Alors qu'elle est restée élevée dans la zone euro, sa résorption plus rapide aux États-Unis a apporté un soutien important à la consommation privée américaine en 2022 et 2023 (graphique B). La composition des actifs se reflétant dans l'épargne excédentaire a découragé les dépenses dans la zone euro car, contrairement aux consommateurs américains, les ménages de la zone euro avaient accumulé relativement un niveau

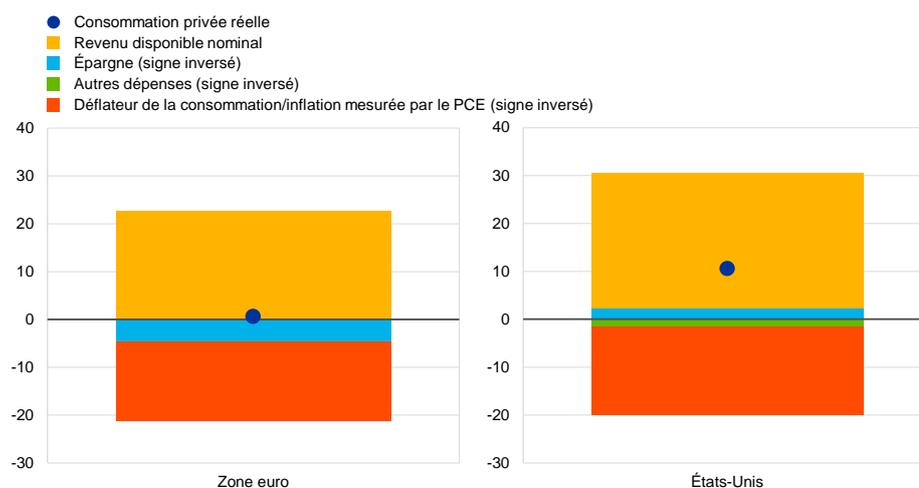
⁴ Cf. l'encadré intitulé « Évolutions économiques dans la zone euro et aux États-Unis en 2020 », *Bulletin économique*, n° 2, BCE, 2021.

relativement faible d'actifs liquides ⁵. Si ces ménages avaient réduit leur taux d'épargne dans la même mesure que leurs homologues américains au cours de la période post-pandémie, toutes choses égales par ailleurs, le différentiel cumulé de croissance de la consommation se serait établi à environ 3 points de pourcentage au lieu des 10 points de pourcentage effectivement enregistrés depuis le quatrième trimestre 2019.

Graphique B

Consommation privée, revenu et épargne dans la zone euro et aux États-Unis

(variations et contributions cumulées en pourcentage, T4 2019-T4 2023)



Sources : Eurostat, *Bureau of Economic Analysis* et calculs de la BCE.

Notes : « Autres dépenses » se rapporte aux paiements d'intérêt et aux transferts. « PCE » représente l'indice des prix des dépenses de consommation des ménages (*Personal Consumption Expenditures*).

L'économie de la zone euro est également plus lourdement affectée par les retombées de la guerre menée par la Russie contre l'Ukraine.

L'impact économique de l'invasion de l'Ukraine par la Russie début 2022 ainsi que la crise de l'énergie et les pics d'inflation dans le secteur des produits alimentaires qui ont suivi ont exercé un impact particulièrement sévère sur l'économie de la zone euro. Cela tient à la proximité géographique, au niveau de dépendance aux importations de produits alimentaires et d'énergie en provenance de cette région et à l'impact négatif sur la confiance des consommateurs de la zone euro. La forte détérioration des termes de l'échange s'est intensifiée avec la dépréciation de l'euro vis-à-vis du dollar et en termes effectifs, c'est-à-dire par rapport à un panier de monnaies (graphique C, partie a) ⁶. En revanche, les termes de l'échange se sont révélés beaucoup plus stables aux États-Unis, reflétant principalement le degré plus élevé d'indépendance énergétique de ce pays. Dans la zone euro, l'important choc sur les termes de l'échange s'est traduit par des revenus réels moins élevés et une compétitivité plus faible, dans un contexte de baisse de la confiance et de hausse de l'incertitude. Cela a freiné la consommation privée, en particulier s'agissant des biens. Si l'activité dans les services a été stimulée par les effets de réouverture dans les deux régions, la

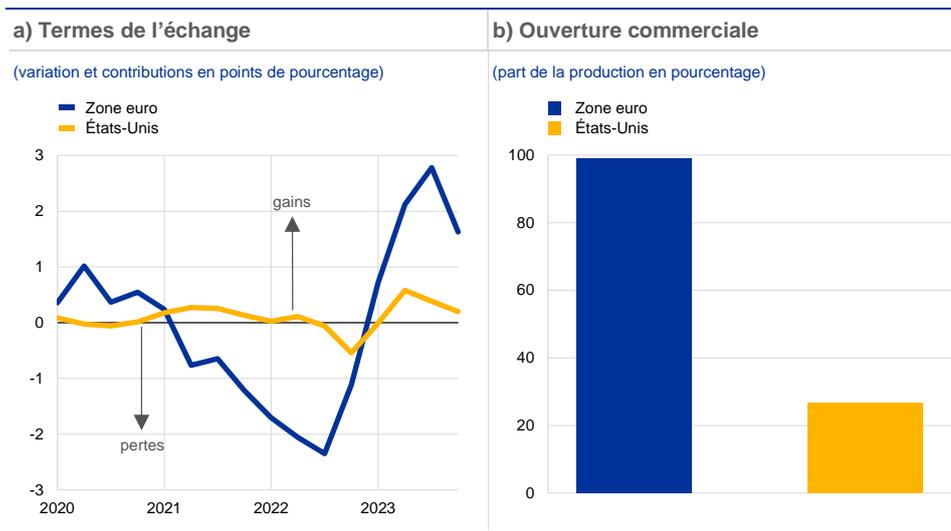
⁵ Cf. l'encadré intitulé « L'impulsion de consommation liée à l'épargne accumulée durant la pandémie – la composition de l'épargne est-elle importante ? », *Bulletin économique*, n° 4, BCE, 2023.

⁶ Cf. l'encadré intitulé « Implications de la détérioration des termes de l'échange pour le revenu réel et le compte des transactions courantes » *Bulletin économique*, n° 3, BCE, 2022.

croissance de la production dans les services a été plus forte aux États-Unis. En outre, en raison de la plus grande ouverture commerciale de la zone euro, son secteur manufacturier a été particulièrement exposé aux goulets d'étranglement du côté de l'offre et au ralentissement économique mondial (graphique C, partie b).

Graphique C

Termes de l'échange et ouverture commerciale de la zone euro et des États-Unis



Sources : Eurostat et *Bureau of Economic Analysis*.

Notes : La partie b) présente la somme des exportations et des importations réelles extra-zone euro en part de la production réelle en 2023, reflétant l'engagement plus prononcé de la zone euro dans le système des échanges mondiaux et donc une sensibilité de l'activité aux échanges commerciaux plus élevée pour la zone euro que pour les États-Unis. Les dernières observations dans la partie a) se rapportent au quatrième trimestre 2023, tandis que les observations de la partie b) concernent 2023.

Les États-Unis ont enregistré une croissance de la productivité du travail nettement plus forte que la zone euro depuis la pandémie.

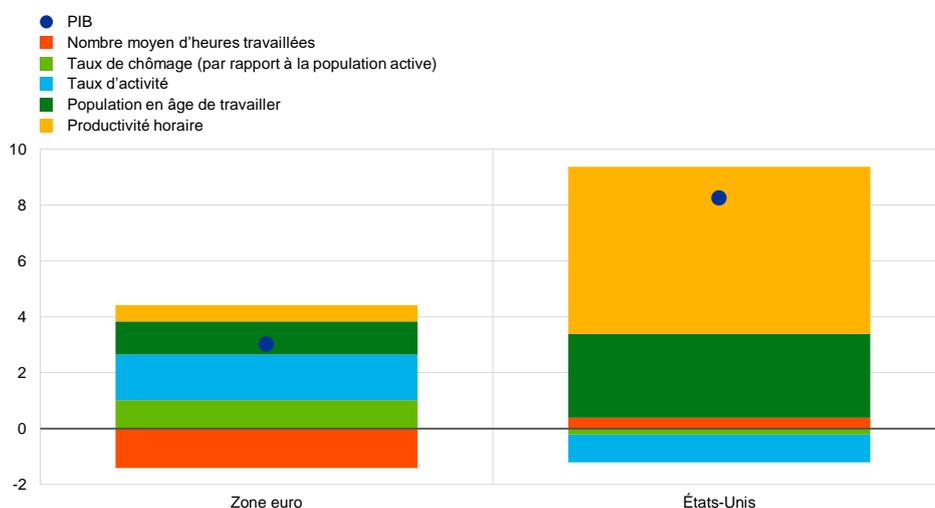
Une décomposition de la croissance du PIB entre productivité du travail, situation sur le marché du travail et tendances démographiques montre une différence de productivité du travail particulièrement importante (graphique D). Sur la période qui a commencé avec l'émergence de la pandémie, la productivité du travail par heure travaillée a augmenté de 0,6 % seulement dans la zone euro contre 6,0 % aux États-Unis. Cette trajectoire divergente de la croissance de la productivité a commencé au deuxième trimestre 2020, le facteur travail total en part du PIB s'étant ajusté plus fortement aux États-Unis que dans la zone euro. Cela s'explique en partie par la mise en œuvre de dispositifs de maintien de l'emploi dans la zone euro, par opposition à une forte hausse du chômage aux États-Unis. Après s'être brièvement resserré, cet écart en matière de croissance de la productivité s'est de nouveau inscrit en hausse après mi-2022, la croissance de la productivité dans la zone euro ayant été affectée par le choc énergétique. Les évolutions sectorielles ont joué un rôle important dans la croissance de la productivité dans la zone euro, le secteur de la construction, en particulier, apportant une contribution négative à la croissance de la productivité horaire. Dans le même temps, les services liés aux TIC et les services professionnels ont fortement contribué à la croissance de la productivité aux États-Unis. De plus, la productivité du travail tend à se révéler plus cyclique dans la zone euro qu'aux États-Unis. Cela entraîne une croissance de la productivité moins forte en période de faible croissance de la production (comme c'est actuellement le cas

dans la zone euro) et une croissance de la productivité plus forte quand l'économie rebondit ⁷. La croissance vigoureuse de la population aux États-Unis, qui reflète principalement une immigration en hausse, a été en partie contrebalancée par une baisse du taux d'activité global. S'agissant des contributions à la croissance du PIB dans la zone euro sur cette période, l'augmentation de la population active, tirée par une plus forte hausse des taux d'activité et un afflux de travailleurs migrants, a été en partie compensée par une baisse du nombre moyen d'heures travaillées. Dans la zone euro, la hausse de la population active s'est accompagnée d'une hausse du taux d'emploi, qui a également contribué à la croissance du PIB.

Graphique D

Croissance du PIB en volume et marché du travail

(variations et contributions cumulées en pourcentage, T4 2019-T4 2023)



Sources : Eurostat et *Bureau of Economic Analysis*.

Par rapport à un scénario sans soutien budgétaire, les mesures budgétaires discrétionnaires ont, selon les estimations, apporté globalement une contribution positive à la croissance dans les deux régions, bien qu'il soit difficile d'établir des comparaisons précises ⁸. Au pic de la pandémie en 2020,

les mesures discrétionnaires prises en réponse ont contribué à atténuer les effets du choc pandémique. La relance (approximée par la variation du solde primaire corrigé du cycle en 2020 par rapport à 2019) s'est révélée substantielle dans les deux régions, bien que plus forte aux États-Unis, à plus de 5 % du PIB, contre 4 % du PIB dans la zone euro (graphique E). En ce qui concerne sa composition, aux États-Unis, des mesures liées au revenu des ménages relativement importantes et généralisées ont soutenu la consommation privée, tandis que dans la zone euro, la relance budgétaire a davantage ciblé le soutien de l'emploi, notamment par le biais

⁷ Cf. Arce (O.) et Sondermann (D.), « *Low for long? Reasons for the recent decline in productivity* », *The ECB Blog*, BCE, 6 mai 2024.

⁸ Des estimations comparables pour l'ampleur et la composition des mesures discrétionnaires (au-delà de l'orientation budgétaire), ainsi que leur impact sur la croissance, ne sont pas aisément disponibles. Pour la zone euro, cf. l'encadré intitulé « Impact des mesures budgétaires discrétionnaires sur la croissance du PIB en volume de 2020 à 2022 » dans l'article « *Le rôle de l'offre et de la demande dans la reprise post-pandémie en zone euro* », *Bulletin économique*, n° 4, BCE, 2023. Pour 2023, l'impact des mesures budgétaires discrétionnaires sur la croissance est estimé comme modérément négatif.

de dispositifs de maintien de l'emploi ⁹. L'orientation budgétaire s'est resserrée dans les deux régions en 2021 et 2022, mais de façon plus prononcée aux États-Unis que dans la zone euro ¹⁰. En 2022, la crise énergétique commençant à se dissiper dans la zone euro, les gouvernements ont adopté des mesures significatives pour réduire les prix de l'énergie et soutenir les revenus, pour un montant proche de 2 % du PIB ; dans le même temps, la situation budgétaire s'est consolidée nettement plus aux États-Unis, reflétant le retrait des mesures de soutien de la période de pandémie, entre autres facteurs. En 2023, la situation budgétaire s'est à nouveau assouplie aux États-Unis, sous l'effet des insuffisances des recettes de l'impôt sur les plus-values ainsi que des mesures discrétionnaires, notamment les mesures prises dans le cadre de la loi américaine de réduction de l'inflation (*Inflation Reduction Act*) qui soutiennent l'investissement dans le secteur manufacturier. Globalement, même si l'impulsion budgétaire cumulée sur la période 2020-2023 a été comparable dans les deux régions, elle répondait à des chocs plus importants dans la zone euro. De plus, compte tenu d'un déficit primaire nettement plus élevé aux États-Unis avant la pandémie (et de l'inertie des dépenses), les États-Unis ont accumulé des déficits primaires (et une dette) bien plus importants sur cette période que la zone euro, en particulier entre 2020 et 2021 puis en 2023 ¹¹.

⁹ Cf. l'encadré intitulé « [Évolutions économiques dans la zone euro et aux États-Unis en 2020](#) », *Bulletin économique*, n° 2, BCE, 2021. Pour une analyse de la zone euro, cf. également l'encadré intitulé « [Les dispositifs de chômage partiel et leurs effets sur les salaires et le revenu disponible](#) », *Bulletin économique*, n° 4, BCE, 2020.

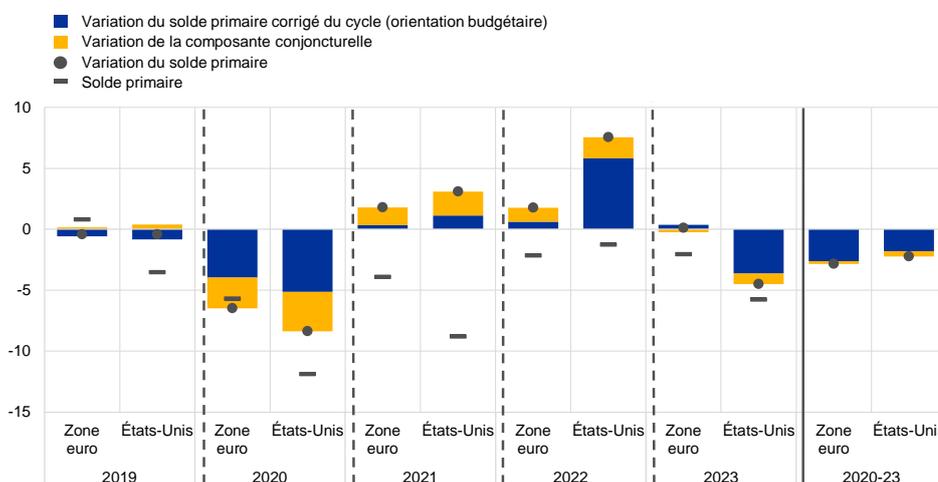
¹⁰ Les mesures de relance discrétionnaires se sont poursuivies dans la zone euro en 2021, en particulier pour la consommation publique (notamment les dépenses de santé) et les subventions (dispositifs de maintien de l'emploi et autre soutien aux entreprises). D'importants facteurs non discrétionnaires, principalement des recettes exceptionnelles, ont contribué au resserrement de l'orientation budgétaire présenté dans le graphique E.

¹¹ D'après les Perspectives de l'économie mondiale d'avril 2024 du FMI, les déficits primaires cumulés sur la période 2020-2023 sont ressortis à 28 % du PIB aux États-Unis contre 14 % du PIB dans la zone euro. Sur la même période, le ratio dette publique/PIB a augmenté de 14 points de pourcentage aux États-Unis (à 122,1 % en 2023), contre 5 points de pourcentage dans la zone euro (à 88,6 % en 2023). Les données pour 2023 sont encore provisoires et susceptibles d'être révisées.

Graphique E

Impulsion budgétaire – contributions de l'orientation budgétaire et des conditions conjoncturelles – et soldes primaires globaux

(en points de pourcentage du PIB, en pourcentages du PIB)



Sources : Perspectives de l'économie mondiale d'avril 2024 du FMI.

Notes : L'orientation budgétaire constitue une approximation de la réponse de politique budgétaire discrétionnaire. L'impulsion budgétaire (variation du solde primaire) inclut en outre les stabilisateurs automatiques (variation de la composante conjoncturelle). Des variations négatives (positives) indiquent un assouplissement (resserrement) budgétaire. La dernière partie présente les variations cumulées sur la période 2020-2023. Le solde primaire est exprimé en pourcentage du PIB. Les résultats pour 2023 sont provisoires et sujets à révisions.

S'agissant de la politique monétaire, les résultats de son impact relatif dans les deux régions sont contrastés. Les deux régions ont enregistré un degré globalement comparable de resserrement monétaire et une forte transmission aux taux débiteurs dans le secteur privé. Toutefois, l'impact sur les différentes composantes de la dépense est contrasté¹². La transmission des changements de politique monétaire est entourée d'un fort degré d'incertitude¹³ et dépend largement des structures financières en place, avec, par exemple, une part moins élevée de prêts hypothécaires à taux fixe et de dette des entreprises, des effets de richesse moins importants¹⁴, ainsi qu'une plus grande dépendance au système bancaire, dans la zone euro qu'aux États-Unis. Ainsi, certains éléments montrent que les répercussions ont été plus prononcées pour l'investissement des entreprises dans la zone euro, tandis que l'impact sur l'investissement dans l'immobilier résidentiel a été plus élevé aux États-Unis¹⁵. De plus, les chocs de politique monétaire américains tendent à exercer un fort impact négatif sur les conditions financières et sur l'activité

¹² Cf. « *The analytics of the monetary policy tightening cycle* », conférence de Philip R. Lane, membre du Directoire de la BCE, Stanford, 2 mai 2024.

¹³ Cf. « *The transmission of monetary policy* », discours de Philip R. Lane, membre du Directoire de la BCE, New York, 11 octobre 2022.

¹⁴ Les données des comptes sectoriels montrent une part plus élevée de la richesse financière et une plus forte propension à consommer cette richesse aux États-Unis que dans la zone euro. Cf. également l'encadré intitulé « *L'impulsion de consommation liée à l'épargne accumulée durant la pandémie – la composition de l'épargne est-elle importante ?* », *Bulletin économique*, n° 4, BCE, 2023.

¹⁵ Cf. l'encadré intitulé « *Politique monétaire et investissement dans l'immobilier résidentiel dans la zone euro et aux États-Unis* » *Bulletin économique*, n° 3, BCE, 2023.

réelle de la zone euro, alors que les chocs de politique monétaire de la zone euro n'ont pas d'effet comparable sur les États-Unis ¹⁶.

Pour l'avenir, les dernières projections macroéconomiques établies par les services de l'Eurosystème vont dans le sens d'un différentiel de croissance moins élevé entre la zone euro et les États-Unis sur les deux prochaines années. Contrairement aux États-Unis, dans la zone euro, la croissance du PIB en volume devrait s'accélérer en raison d'une consommation relativement plus forte ¹⁷. L'écart de croissance de la productivité devrait également se resserrer, sous l'effet d'un redressement plus prononcé de la productivité du travail dans la zone euro, dû en partie à une atténuation conjoncturelle du maintien de sureffectifs.

¹⁶ Cf. Ca' Zorzi (M.) *et al.*, « *Making Waves: Monetary Policy and Its Asymmetric Transmission in a Globalized World* », *International Journal of Central Banking*, juin 2023.

¹⁷ Cf. les « *Projections macroéconomiques pour la zone euro établies par les services de l'Eurosystème, juin 2024* » publiées le 6 juin 2024 sur le site internet de la BCE.

2 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 ?

Malin Andersson, Juliette Guillotin et Pedro Neves

Le présent encadré évalue les risques perçus et le sentiment à l'aide des éléments tirés des téléconférences sur les résultats des entreprises ¹. À l'aide d'une analyse textuelle des téléconférences sur les résultats effectuées par de grandes entreprises de la zone euro, cet encadré produit des mesures rapidement disponibles de la perception par les entreprises des risques spécifiques, ainsi que des indices de sentiment relatif à la demande et à l'offre. Cette analyse fournit des informations particulièrement intéressantes lorsqu'on évalue la façon dont les entreprises perçoivent les répercussions de graves chocs mondiaux.

Dans les recherches textuelles, on fait correspondre les mots d'un groupe de synonymes aux transcriptions des téléconférences sur les résultats, ce qui permet de construire des indices relatifs au risque et au sentiment à une fréquence trimestrielle ². Plus précisément, les risques sélectionnés sont liés à la pandémie de COVID-19, à la géopolitique, à l'inflation, à la politique monétaire, aux conditions financières et aux contraintes d'offre. L'indice de risque agrégé de la zone euro qui en résulte est bien corrélé avec l'indicateur d'incertitude économique de la Commission européenne (dans ses enquêtes mensuelles auprès des entreprises et des consommateurs), tandis que les indices de sentiment relatif à la demande et à l'offre présentent un co-mouvement, respectivement, avec la demande et les équipements en tant que facteurs limitant la production (dans ses enquêtes trimestrielles auprès des entreprises et des consommateurs) ³.

¹ « *earnings call* » est une téléconférence organisée (généralement une fois par trimestre) entre le conseil d'administration d'une entreprise cotée, les investisseurs, les analystes et la presse afin de discuter des résultats financiers de l'entreprise. Les résultats de l'analyse pour le premier trimestre 2024 couvrent 6 072 entreprises au total, dont 563 ont leur siège social dans la zone euro. Des informations complémentaires sont disponibles sur le [site internet de NL Analytics](#). Cf. également l'encadré intitulé « *Earnings calls : de nouvelles données sur les bénéficiaires, l'investissement et les conditions de financement des entreprises* », *Bulletin économique*, n° 4, 2023 ; et Hassan (T.A.), Schreger (J.), Schwedeler (M.) et Tahoun (A.), « *Sources and Transmission of Country Risk* », *NBER Working Paper*, n° 29526, novembre 2021.

² L'indice de risque indique le nombre de phrases dans lesquelles un mot tiré d'un groupe spécifique de mots, associé à des mots clés tels que « risque » ou des notions similaires, est mentionné, exprimé en pourcentage du nombre total de phrases comportant le mot « risque ». L'indice de sentiment reflète le nombre net de phrases dans lesquelles le sujet choisi implique des nouvelles positives ou négatives, en pourcentage de l'ensemble des phrases, et est calculé pour les conditions de l'offre et de la demande.

³ Malgré ce co-mouvement, l'« incertitude » diffère du « risque » au sens où l'incertitude apparaît lorsque les informations nécessaires pour prévoir et anticiper les évolutions sont insuffisantes ou indisponibles. Le risque est plutôt associé à la probabilité économique qu'un phénomène économique spécifique se produise. Le risque peut être considéré comme résultant de l'incertitude, c'est-à-dire que tous les risques contiennent de l'incertitude, tandis que toutes les situations incertaines ne sont pas considérées comme des situations de risque, cf. Park (K. F.) et Shapira (Z.), « *Risk and Uncertainty* », dans Augier (M.) et Teece (D.J.) (eds.), *The Palgrave Encyclopaedia of Strategic Management*, 2017 ; et l'encadré intitulé « *L'impact de la forte hausse récente de l'incertitude sur l'activité économique dans la zone euro* », *Bulletin économique*, n° 6, BCE, 2020.

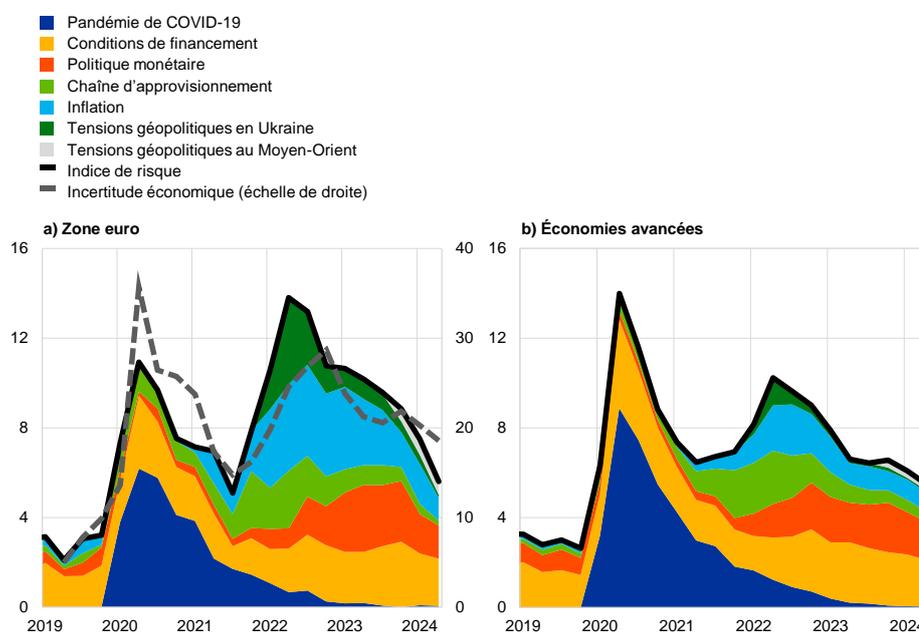
D'après les téléconférences sur les résultats, la perception des risques par les entreprises demeure plus élevée dans la zone euro que dans les autres pays.

La zone euro a été particulièrement exposée aux chocs importants qui ont frappé l'économie mondiale ces dernières années et a subi les fortes répercussions économiques qui en ont résulté. La perception agrégée des risques dans les grandes entreprises – capturée par les indices de risque tirés des téléconférences sur les résultats – a atteint simultanément un pic dans la zone euro et dans d'autres économies avancées au moment de la première vague de la pandémie et de l'invasion injustifiée de l'Ukraine par la Russie. Toutefois, sauf au plus fort de la pandémie, les risques ont été perçus comme étant plus importants dans la zone euro qu'ailleurs (graphique A). Par exemple, la pandémie a entraîné des goulets d'étranglement au niveau de l'offre sans précédent dans le secteur manufacturier de la zone euro et l'invasion de l'Ukraine par la Russie a alimenté la hausse des prix des matières premières et l'inflation totale. Les risques associés au resserrement de la politique monétaire au cours de 2022 ont également été perçus comme étant plus importants dans la zone euro. Au premier semestre 2024, l'indice de risque était nettement supérieur à son niveau de 2019, mais est resté inférieur aux points hauts antérieurs (graphique A). Les entreprises de la zone euro considèrent actuellement que les risques associés à l'inflation et à la politique monétaire sont élevés, mais en baisse. La perception des risques liés à l'offre et à la guerre menée par la Russie contre l'Ukraine s'est atténuée, mais reste présente. Les risques perçus liés aux tensions au Moyen-Orient sont jusqu'à présent marginaux. Les conditions de financement (différentes de la politique monétaire) semblent représenter un risque permanent pour les entreprises, ce qui était également visible avant la pandémie, même si ce risque est actuellement légèrement plus élevé.

Graphique A

Indices de risque – perceptions par les entreprises de certains risques macroéconomiques majeurs

(en pourcentage de toutes les phrases comportant « risque » ; soldes nets en pourcentage)



Sources : NL Analytics, Commission européenne (DG ECFIN) et calculs des services de la BCE.

Notes : Le risque reflète la fréquence de l'apparition, dans les téléconférences sur les résultats des entreprises, de mots tels que le « risque » ou des mots similaires, ainsi que de synonymes de *pandémie de COVID-19* (coronavirus, COVID-19, risque de COVID-19, crise de COVID) ; *conditions de financement* (finance ET (crise OU instabilité OU volatilité), défaut, faillite *, dette souveraine, dette, liquidité, prêt, prêter*, coût de financement*, capacité de crédit, disponibilité du crédit, conditions de financement, emprunt*) ; *politique monétaire* (taux d'intérêt*, monétaire, Réserve fédérale, Fed, Banque centrale européenne, BCE, FOMC, Banque de Chine, banque centrale, autorité monétaire) ; *chaîne d'approvisionnement* (chaîne d'approvisionnement, goulets d'étranglement au niveau des chaînes d'approvisionnement, goulets d'étranglement, perturbation de l'offre, pénurie d'approvisionnement, goulet d'étranglement au niveau de l'offre, choc d'offre, contrainte d'offre, resserrement de l'offre, risque lié à la chaîne d'approvisionnement) ; *inflation* (inflation) ; *tensions géopolitiques en Ukraine* (Ukraine* OU Russie*) ET (guerre OU invasion OU conflit OU géopoliti* OU violence OU crise OU armée OU tension*), Russie* ET gaz) ; *tensions géopolitiques au Moyen-Orient* (Gaza, Israël, Hamas, Palestine, Palestiniens, Israéliens, Liban*, Houthi*, Iran, Yémen, Moyen-Orient ET (conflit OU guerre OU violence OU tension* OU crise OU invasion OU armée OU géopoliti*), mer Rouge, canal de Suez). Les entreprises de la zone euro représentent environ 8 % de l'ensemble de l'échantillon. Parmi les autres économies avancées, les entreprises américaines représentent 61 % de l'échantillon, les entreprises britanniques 3 % et les entreprises d'autres économies avancées 15 % (y compris le Canada, l'Australie, la Nouvelle-Zélande, le Japon, la Corée du Sud, la Norvège, la Suisse et les États membres de l'UE n'appartenant pas à la zone euro). Les dernières observations se rapportent au deuxième trimestre 2024 pour les téléconférences sur les résultats (réalisées jusqu'au 31 mai) et mai pour l'indice d'incertitude.

Les transcriptions des téléconférences sur les résultats peuvent également être utilisées pour calculer des indices de sentiment dans les entreprises.

Ces indices fournissent une prévision en temps réel (*now cast*) et une vision à court terme combinées du cycle conjoncturel de la zone euro, les dirigeants communiquant souvent non seulement leur point de vue sur les perspectives de l'entreprise, mais également leur évaluation du cycle conjoncturel et de ses perspectives au niveau sectoriel et macroéconomique. Les indices de sentiment relatif à la demande et à l'offre contribuent par conséquent à détecter rapidement les évolutions du cycle d'activité de la zone euro. La méthode fournit une approche complémentaire – ainsi qu'un message cohérent – aux autres méthodes

d'identification des chocs d'offre et de demande qui déterminent le PIB, tels que celles fondées sur des modèles vectoriels autorégressifs structurels ⁴.

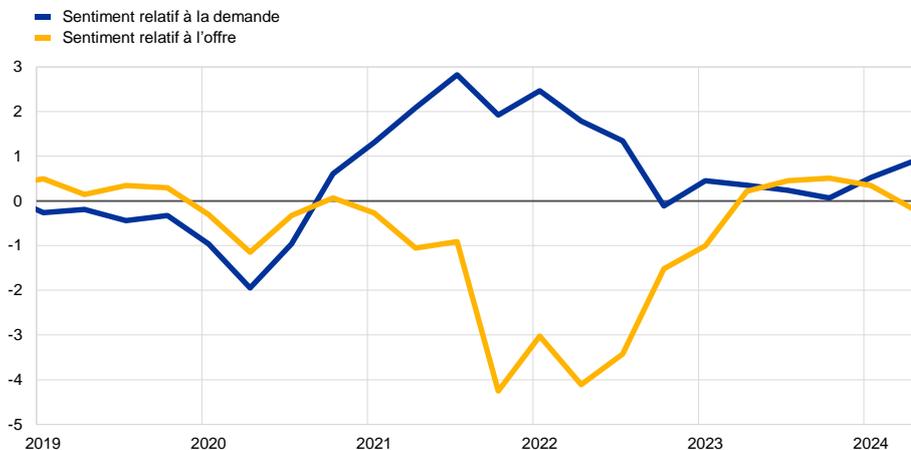
Le sentiment relatif à la demande et le sentiment relatif à l'offre se sont globalement normalisés (graphique B). Les conditions de la demande dans la zone euro – telles qu'illustrées par un indice de sentiment relatif à la demande fondé sur les téléconférences sur les résultats – sont revenues à leur moyenne historique en 2023. Le sentiment relatif à la demande a été particulièrement élevé en 2021 et 2022 avec la réouverture de l'économie après la pandémie. Au second semestre 2022, il a commencé à baisser et il s'est encore légèrement dégradé au cours de 2023, en ligne avec une croissance du PIB en volume proche de zéro. Jusqu'à présent, le premier semestre 2024 a enregistré une nouvelle amélioration du sentiment relatif à la demande, ce qui est cohérent avec le redressement de l'activité au premier trimestre 2024. S'agissant de l'offre, l'indice de sentiment a fortement diminué en 2021 et 2022, en raison de l'apparition de sérieux goulets d'étranglement au niveau de l'offre et de perturbations des chaînes d'approvisionnement dans un contexte de hausse de la demande liée à la réouverture de l'économie. Début 2023, il a fortement augmenté, dépassant sa moyenne historique de fin d'année, en ligne avec la dissipation des goulets d'étranglement au niveau de l'offre. Au premier semestre 2024, il a légèrement diminué, mais est resté proche de sa moyenne historique, ce qui suggère que les tensions au Moyen-Orient n'ont pas pesé significativement sur les conditions de l'offre perçues par les entreprises. Ce tableau concorde avec les résultats de l'enquête de la Commission européenne auprès des entreprises et des consommateurs pour le deuxième trimestre 2024, qui montrent que la perception du poste équipements comme facteur limitant la production a légèrement augmenté et que la demande est perçue comme soutenant généralement la production.

⁴ Cf. l'encadré 3 de l'article intitulé « [Le rôle de l'offre et de la demande dans la reprise post-pandémie en zone euro](#) », *Bulletin économique*, n° 4, 2023 ; et Ruch (F.U.) et Taskin (T.), « [Global Demand and Supply Sentiment: Evidence From Earnings Calls](#) », *Oxford Bulletin of Economics and Statistics*, vol. 86, n° 2, avril 2024.

Graphique B

Indices de sentiment relatif à la demande et à l'offre dans la zone euro

(scores Z)



Sources : NL Analytics et calculs des services de la BCE.

Notes : Le sentiment net reflète la fréquence des occurrences des mots « *demande* » (demande) et « *offre* » (chaîne d'approvisionnement, goulets d'étranglement au niveau des chaînes d'approvisionnement, goulet d'étranglement, perturbation de l'offre, pénurie d'approvisionnement, goulet d'étranglement au niveau de l'offre, choc d'offre, contrainte d'offre, resserrement de l'offre, risque lié à la chaîne d'approvisionnement) dans les téléconférences sur les résultats des entreprises. Le score Z est calculé en soustrayant la moyenne historique de chaque point de données et en divisant cette série centrée par l'écart type. Les dernières observations se rapportent au deuxième trimestre 2024 (pour les téléconférences réalisées jusqu'au 31 mai).

3 L'augmentation des marges bénéficiaires a aidé les entreprises à maintenir leurs sureffectifs

Vasco Botelho

L'indicateur du maintien de sureffectifs (*labour hoarding indicator*) de la BCE mesure la part des entreprises qui n'ont pas réduit leurs effectifs en dépit d'une dégradation de leurs perspectives. Pour la première fois, cet indicateur est élaboré à l'aide de l'enquête de la BCE et de la Commission européenne sur l'accès des entreprises au financement (SAFE) dans la zone euro. L'indicateur du maintien de sureffectifs peut être décomposé en deux marges : une « marge d'activité », qui reflète la part des entreprises ayant fait face à une dégradation de leurs perspectives, et une « marge d'emploi » indiquant la part des entreprises qui n'ont pas réduit leurs effectifs en dépit d'une dégradation de leurs perspectives. La marge d'activité illustre la mesure dans laquelle les chocs défavorables pèsent sur les perspectives des entreprises dans la zone euro, tandis que la marge d'emploi reflète la capacité des entreprises à maintenir leurs sureffectifs lorsqu'elles font face à un choc défavorable ¹.

Au premier trimestre 2024, la part d'entreprises ayant maintenu leurs sureffectifs est restée supérieure aux niveaux d'avant la pandémie (graphique A) ². L'indicateur de maintien de sureffectifs s'est établi à 22,2 % au premier trimestre 2024, à un niveau relativement élevé par rapport à la moyenne de 12,7 % avant la pandémie (pour la période allant du troisième trimestre 2014 au troisième trimestre 2019). Cet indicateur révèle qu'une part importante des entreprises (30,2 %) ont fait face à une dégradation de leurs propres perspectives économiques au cours des six mois précédents. Parmi ces entreprises, 73,5 % ont choisi de ne pas réduire leurs effectifs pendant cette période. La capacité des entreprises à retenir leurs salariés a légèrement diminué au premier trimestre 2024, après 76,1 % au troisième trimestre 2023, mais elle reste proche du niveau moyen enregistré avant la pandémie. Ainsi, la marge d'activité a considérablement augmenté par rapport à la période d'avant la pandémie, tandis que la marge d'emploi est restée globalement inchangée.

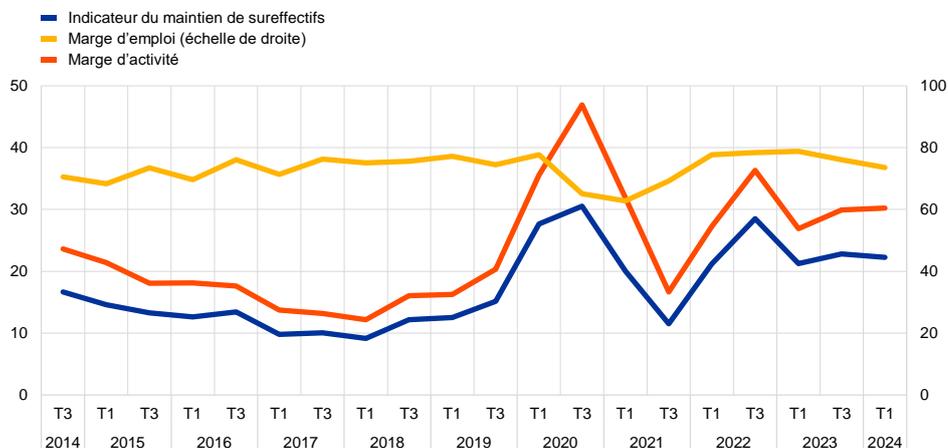
¹ Les perspectives propres à une entreprise sont évaluées à l'aide de la réponse à la question « Pour chacun des facteurs suivants, diriez-vous que [les expériences et les opinions de votre entreprise] se sont améliorées, sont restées inchangées ou se sont détériorées au cours des six derniers mois ? » et sur la base du facteur « Les perspectives propres à votre entreprise concernant vos ventes et votre rentabilité ou votre plan d'activité ». La question est qualitative. Par conséquent, elle peut impliquer que les perspectives de l'entreprise soient restées favorables.

² Parallèlement à l'augmentation du maintien de sureffectifs, les évolutions en matière d'emploi ont été soutenues par une baisse des salaires réels. Ce facteur est présenté plus en détail dans l'encadré 4 du présent *Bulletin économique*.

Graphique A

Indicateur du maintien de sureffectifs

(part des entreprises, en pourcentages)



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

Notes : L'indicateur du maintien de sureffectifs mesure la part des entreprises qui n'ont pas réduit leurs effectifs lorsqu'elles ont fait face à une dégradation de leurs perspectives. La marge d'activité rend compte de la part d'entreprises qui ont fait face à une détérioration de leurs perspectives au cours des six mois précédents, tandis que la marge d'emploi se réfère à la part d'entreprises qui n'ont pas réduit leurs effectifs parmi toutes celles ayant fait état d'une détérioration de leurs perspectives au cours de la même période. Les vagues d'enquête pour le premier trimestre couvrent la période octobre-mars ; celles pour le troisième trimestre couvrent la période avril-septembre.

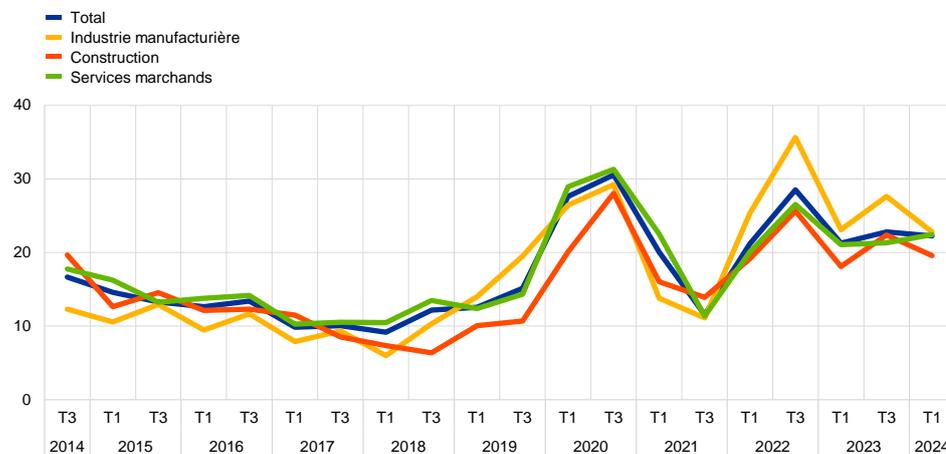
L'indicateur du maintien de sureffectifs a globalement augmenté par rapport aux niveaux observés avant le début de la pandémie, en particulier pour l'industrie manufacturière (graphique B).

Au premier trimestre 2024, l'indicateur du maintien de sureffectifs s'est établi à 22,8 % pour l'industrie manufacturière, 19,6 % pour la construction et 22,4 % pour les services marchands. Le maintien de sureffectifs est resté considérablement élevé dans tous les secteurs par rapport à la période précédant la pandémie, pendant laquelle ces trois secteurs affichaient des niveaux moyens de 11,2 %, 11,4 % et 13,3 %, respectivement. Plus récemment, à la suite de la flambée des prix de l'énergie, l'augmentation du maintien de sureffectifs a été la plus marquée dans le secteur de l'industrie manufacturière, où elle a atteint un pic à 35,6 % au troisième trimestre 2022. Les entreprises d'autres secteurs ont également eu recours au maintien de sureffectifs face à la détérioration des conditions de l'activité, 25,6 % des entreprises dans la construction et 26,5 % des entreprises du secteur des services marchands déclarant n'avoir pas réduit leurs effectifs dans le sillage d'une dégradation de leurs propres perspectives économiques.

Graphique B

Indicateur du maintien de sureffectifs dans les différents secteurs

(part des entreprises, en pourcentages)



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

Notes : L'indicateur sectoriel du maintien de sureffectifs mesure la part des entreprises n'ayant pas réduit leurs effectifs lorsqu'elles ont fait face à une dégradation de leurs perspectives, parmi toutes les entreprises d'un secteur d'activité économique donné.

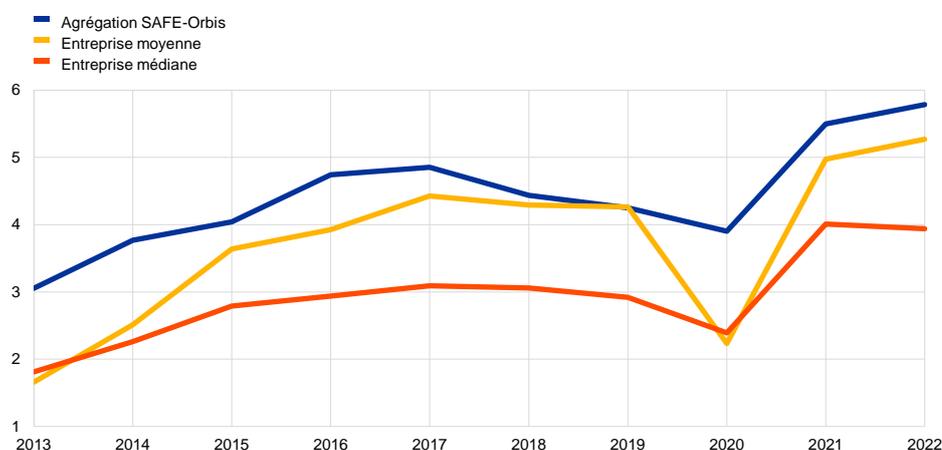
Les marges bénéficiaires des entreprises ont fortement augmenté avec la reprise à la suite de la pandémie, et en 2022, elles ont atteint leurs niveaux les plus élevés en dix ans (graphique C) ³. Les marges bénéficiaires (avant impôts) des entreprises ont augmenté, de 4,3 % des recettes d'exploitation en moyenne sur la période 2014-2019 à près de 5,8 % en 2022. Au niveau des entreprises, une hausse similaire a été observée pour les entreprises moyennes et médianes. Pour l'entreprise moyenne, les marges bénéficiaires ont augmenté, de 3,8 % en 2014-2019 à 5,3 % en 2022, tandis que pour l'entreprise médiane, elles sont passées de 2,8 % en 2014-2019 à 3,9 % en 2022.

³ Nous complétons les informations tirées de l'enquête SAFE par des données de bilan des entreprises pour l'année passée, provenant de la base Orbis. Les marges bénéficiaires sont définies comme le ratio entre les bénéfices avant impôts d'une entreprise et ses recettes d'exploitation. Même si elle n'est pas directement comparable avec la hausse des profits unitaires enregistrés au niveau macroéconomique, la croissance des marges bénéficiaires pour 2021-2022 dans l'ensemble de données SAFE-Orbis est cohérente avec cette hausse. Les données de bilan étant disponibles dans Orbis avec un décalage, 2022 est la dernière année disponible pour les marges bénéficiaires SAFE-Orbis dans notre analyse.

Graphique C

Marges bénéficiaires des entreprises dans le temps

(en pourcentages)



Sources : Enquête de la BCE et de la Commission européenne sur l'accès des entreprises au financement (enquête SAFE) et base de données Orbis de Moody's.

Notes : La marge bénéficiaire agrégée SAFE-Orbis est calculée en additionnant les bénéfices avant impôts et les recettes de toutes les entreprises pour chaque année de bilans Orbis, avant de calculer le ratio de marge bénéficiaire. Les données de bilan sont disponibles dans Orbis avec un décalage ; la dernière année disponible pour les marges bénéficiaires dans notre analyse est 2022.

On estime que la hausse des marges bénéficiaires a renforcé la capacité des entreprises à maintenir des sureffectifs en cas de choc défavorable sur leurs perspectives économiques (graphique D). Des régressions au niveau des

entreprises sont réalisées afin d'estimer la relation entre les marges bénéficiaires et le maintien de sureffectifs⁴. Une hausse de 1 point de pourcentage de la marge bénéficiaire d'une entreprise ferait croître d'environ 0,2 point de pourcentage la part d'entreprises maintenant leurs sureffectifs en réponse à une dégradation des perspectives. L'augmentation du maintien de sureffectifs s'explique par la marge d'emploi, qui croîtrait de 0,4 point de pourcentage environ, tandis que la marge d'activité ne serait globalement pas affectée par la hausse de la marge bénéficiaire⁵. Cela signifie que la croissance des marges bénéficiaires a évité aux entreprises de devoir réduire leurs effectifs après avoir subi des chocs qui ont dégradé leurs perspectives économiques à la suite de la pandémie.

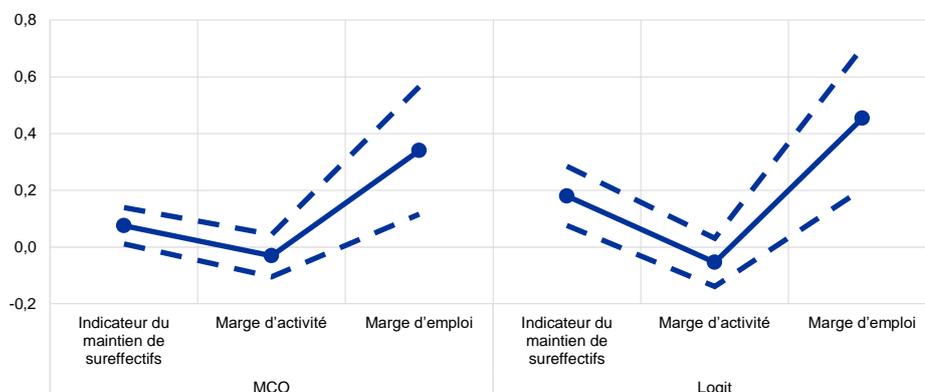
⁴ Ces régressions comportent des effets fixes au niveau de l'entreprise pour tenir compte de ses caractéristiques non observables, ainsi que des effets fixes de temps qui reflètent les évolutions du cycle d'activité et la composition changeante des entreprises à chaque vague de l'enquête SAFE.

⁵ Il est important de souligner que la décision des entreprises de maintenir des sureffectifs est rationnelle et cohérente avec les objectifs de maximisation des profits à long terme. Les entreprises cherchant à maximiser leurs profits choisissent de maintenir leurs sureffectifs lorsque les coûts de licenciement, de réemploi et de formation dépassent les coûts de rétention des effectifs.

Graphique D

Effet sur le maintien de sureffectifs d'une augmentation d'un point de pourcentage de la marge bénéficiaire d'une entreprise

(en points de pourcentage)



Sources : Enquête de la BCE et de la Commission européenne sur l'accès des entreprises au financement (enquête SAFE) et base de données Orbis de Moody's.

Notes : L'effet d'une variation de la marge bénéficiaire d'une entreprise est estimé à l'aide de méthodes fondées sur des données de panel, en régressant l'indicateur du maintien de sureffectifs de l'entreprise sur : a) la marge bénéficiaire de l'entreprise pour le précédent exercice comptable ; b) un effet temporel pour tenir compte des évolutions du cycle d'activité ; et c) des effets fixes propres à l'entreprise. Le modèle des moindres carrés ordinaires (MCO) utilise des pondérations variables dans le temps au niveau de l'entreprise. Le modèle logit utilise des pondérations fixes au niveau de l'entreprise.

L'effet d'une hausse des marges bénéficiaires sur le maintien de sureffectifs est généralisé à l'ensemble des secteurs, mais davantage marqué dans la construction. L'effet estimé d'une marge bénéficiaire plus élevée sur l'indicateur du maintien de sureffectifs se situe à 0,1 point de pourcentage pour le secteur industriel, à 0,5 point de pourcentage pour la construction et à 0,2 point de pourcentage pour les services marchands. Alors que les variations globales dans le maintien de sureffectifs étaient principalement dues à des chocs extérieurs qui ont dégradé les perspectives économiques des entreprises dans l'ensemble des secteurs, les marges bénéficiaires élevées observées ont continué de jouer un rôle important pour aider les entreprises à maintenir une capacité de rétention de main-d'œuvre élevée.

Une réduction des marges bénéficiaires pourrait avoir des implications sur la croissance de l'emploi pour la période à venir⁶. Les marges bénéficiaires élevées de 2021-2022 commencent à se normaliser et à revenir à leurs niveaux d'avant la pandémie. Cette baisse pourrait être un facteur de réduction de la capacité des entreprises à maintenir leurs sureffectifs. Pour la période à venir, les marges bénéficiaires devraient soutenir la croissance de l'emploi dans une moindre mesure qu'auparavant.

⁶ Les dernières évolutions du maintien de sureffectifs ont également eu un effet sur la productivité de la main-d'œuvre, comme le montrent Arce (O.) et Sondermann (D.), « *Low for long? Reasons for the recent decline in productivity* », *Le blog de la BCE*, 6 mai 2024.

Les déterminants de la croissance de l'emploi dans la zone euro après la pandémie – une perspective fondée sur un modèle

Agostino Consolo et Claudia Foroni

L'ajustement des salaires réels a été essentiel pour soutenir la croissance de l'emploi dans la zone euro après la pandémie. Cet encadré examine les évolutions de la croissance de l'emploi après la fin de la pandémie, en se concentrant sur la période depuis début 2022. La forte croissance de l'emploi par rapport à l'activité économique a été notable dans un environnement économique caractérisé par des prix de l'énergie très élevés. Le mécanisme d'ajustement a été différent de celui observé à la suite de la crise énergétique des années 1970, quand les salaires réels avaient augmenté sensiblement et dépassé la croissance de la productivité. Depuis début 2022, en revanche, la baisse des salaires réels a été plus forte que celle de la productivité, offrant aux entreprises une latitude au niveau de leurs marges et contribuant ainsi à soutenir la création d'emplois dans un contexte de pénurie de main-d'œuvre qualifiée. L'analyse empirique qui suit apporte un éclairage sur les principaux déterminants à l'origine de la croissance récente de l'emploi.

Depuis la fin de la pandémie, la dynamique de l'emploi dans la zone euro a été significativement plus soutenue que l'activité économique (graphique A, partie a) ¹. La croissance de l'emploi observée depuis le premier trimestre 2022 a été exceptionnellement forte d'un point de vue historique. La dynamique de l'emploi peut être examinée à travers le prisme de la « loi d'Okun » qui décrit la relation entre croissance de l'emploi et croissance économique ². Selon les estimations empiriques de cette relation pour la zone euro, la croissance de l'emploi devrait représenter la moitié environ de celle du PIB en volume, tant à court terme qu'à long terme ³ (les estimations simples des élasticités d'Okun sont comprises entre 0,2 et 0,5). Au lieu de cela, la croissance de l'emploi a connu un ajustement marqué depuis le premier trimestre 2022, dépassant récemment celle du PIB en volume. Cette évolution ne peut être attribuée uniquement à la reprise après la pandémie, le réalignement étant intervenu dès la fin 2021.

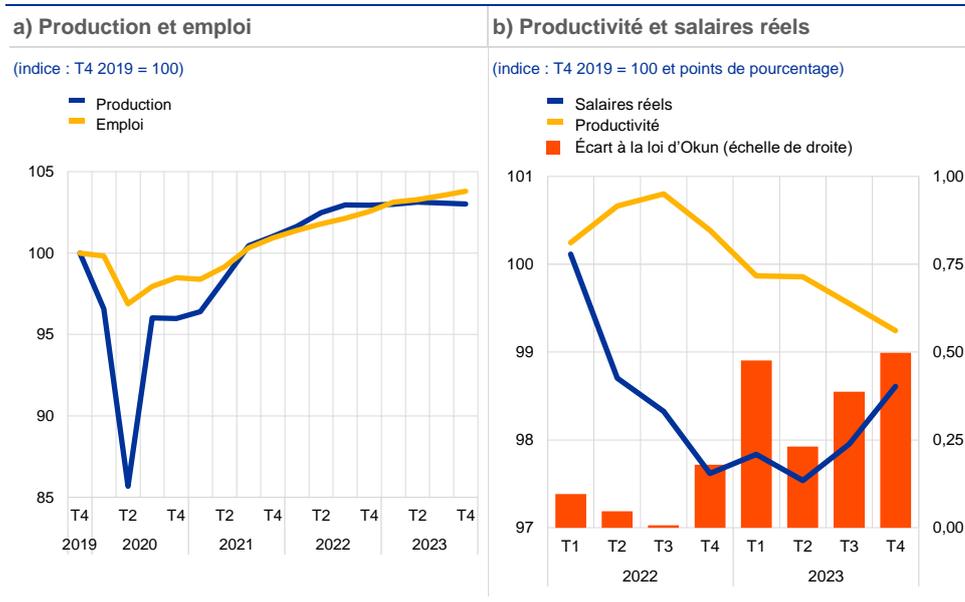
¹ Pour un examen complet du marché du travail de la zone euro complétant les résultats présentés dans cet encadré, cf. l'encadré intitulé « [Population active de la zone euro : évolutions et déterminants récents](#) », *Bulletin économique*, n° 6, BCE, 2023 ; Arce (O.), Consolo (A.), Dias da Silva (A.) et Mohr (M.), « [More jobs but fewer working hours](#) », *ECB Blog*, 7 juin 2023 ; et l'encadré intitulé « [Le rôle de l'emploi public pendant la crise de la COVID-19](#) », *Bulletin économique*, n° 6, BCE, 2022.

² Pour une analyse, cf. Ball (L.), Leigh (D.) et Loungani (P.), « *Okun's Law: Fit at 50?* », *Journal of Money, Credit and Banking*, vol. 49, Issue 7, 2017, p. 1413-1441.

³ Cf. Anderton (R.), Arank (T.), Bonthuis (B.) et Jarvis (V.), « *Disaggregating Okun's law* », *Working Paper Series*, n° 1747, BCE, Francfort-sur-le-Main, décembre 2014.

Graphique A

Loi d'Okun, productivité et salaires réels



Sources : Eurostat et calculs de la BCE.

Notes : La partie b) présente les salaires réels déflatés du déflateur de la consommation privée. En utilisant le déflateur du PIB, l'écart entre la productivité et les salaires réels demeure positif, mais il est quantitativement plus faible et se referme au quatrième trimestre 2023. La productivité est mesurée par la production par salarié. Les barres rouges représentent les écarts (en points de pourcentage) à la loi d'Okun. Les dernières observations se rapportent au quatrième trimestre 2023.

La création d'emplois a été soutenue par le fait que les salaires réels ont baissé davantage que la productivité. Contrairement aux évolutions observées durant les années 1970, les salaires réels ont connu un ajustement plus marqué que la productivité du travail à la suite de la crise énergétique de 2022, soutenant ainsi la création d'emplois (graphique A, partie b). Du fait de l'apparition d'un écart entre la croissance des salaires réels et celle de la productivité, la croissance de l'emploi est devenue supérieure au taux correspondant à sa relation historique avec le PIB, en ligne avec ce que prédirait un écart positif important à la loi d'Okun. Non seulement un tel ajustement des salaires réels justifie la création d'emplois, mais il peut également limiter la destruction d'emplois par l'enrichissement des relations existantes entre les entreprises et les salariés (encourageant ainsi la rétention de main-d'œuvre) en période de rentabilité robuste des entreprises et de pénurie de qualifications sur le marché du travail ⁴.

À travers le prisme d'un modèle empirique de la loi d'Okun, nous constatons que les fluctuations de la demande et les ajustements des salaires réels à la suite de la crise énergétique ont contribué à découpler la croissance de l'emploi de la dynamique de la production. Nous utilisons un modèle vectoriel autorégressif bayésien structurel (BVAR) comprenant un choc de demande agrégée et trois chocs d'offre agrégée (technologie neutre, substitution des facteurs et un choc spécifique au marché du travail) pour expliquer les principaux déterminants des

⁴ S'agissant du rôle de la rentabilité, cf. l'encadré 3 du présent *Bulletin économique*.

fluctuations de l'emploi ⁵. Le choc de technologie neutre peut être vu comme une baisse de la productivité globale des facteurs générant une contraction proportionnelle de l'utilisation du capital et du travail, et il recouvre généralement aussi d'autres perturbations, telles que les goulets d'étranglement au niveau des chaînes d'approvisionnement mondiales ⁶. Le choc de substitution des facteurs, quant à lui, rend compte de la substitution directe entre le travail et les autres facteurs de production, pas nécessairement le capital seulement. Face à une forte hausse des prix de l'énergie et des intrants intermédiaires, il est naturel de supposer que des effets de réallocation et de substitution sont également à l'œuvre ⁷. L'importance quantitative de chaque facteur est mesurée en appliquant le modèle aux données. Le graphique B présente la ventilation historique de la manière dont les quatre chocs ont contribué à la croissance de la production et de l'emploi. À compter de début 2022, la contribution des chocs de technologie neutre (barre rouge) a été largement négative tant pour la production que pour l'emploi, reflétant principalement les goulets d'étranglement mondiaux au niveau de l'offre. Le choc de substitution des facteurs (barre verte) a joué un rôle important dans la baisse de la production et la hausse de l'emploi, soulignant l'importance potentielle de la substitution entre les facteurs de production. Cela reflète une variation des prix relatifs des facteurs de production, le travail devenant moins cher que l'énergie et le capital.

⁵ Le modèle BVAR distingue les différents facteurs potentiels à l'origine de la croissance de la production et de l'emploi (cf. Consolo (A.) et Foroni (C.), « *The euro area labour market: and yet, it moves!* », mimeo). Le modèle est estimé à l'aide de données trimestrielles relatives à l'emploi, au PIB en volume, à l'inflation mesurée par l'indice des prix à la consommation harmonisé (IPCH), aux salaires réels (déflatés par le déflateur du PIB) et aux taux d'intérêt nominaux de 1970 à 2023. La stratégie d'identification est mise en œuvre via des restrictions de signes calculées à partir de modèles théoriques du marché du travail (cf. Abbritti (M.) et Consolo (A.), « *Labour market skills, endogenous productivity and business cycles* », *Working Paper Series*, n° 2651, BCE, février 2022, et Foroni (C.), Furlanetto (F.) et Le Petit (A.), « *Labor supply factors and economic fluctuations* », *International Economic Review*, 2018, vol. 59, p. 1491-1510).

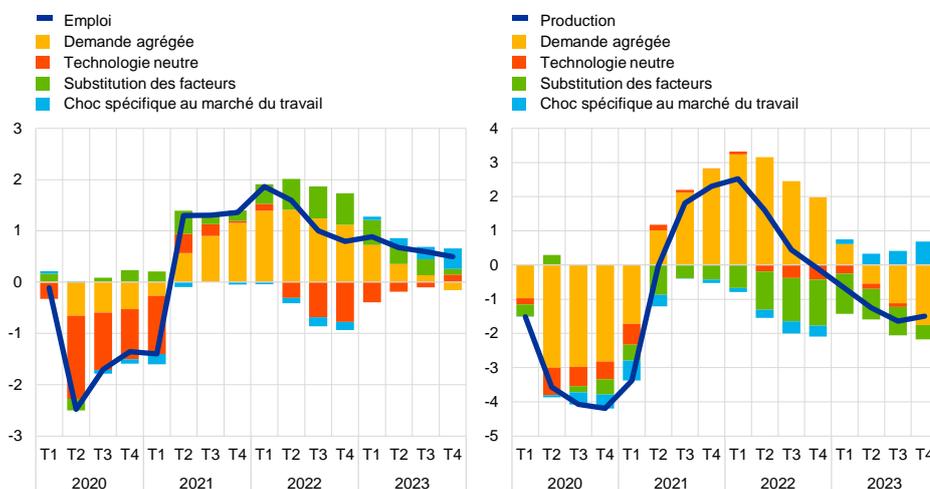
⁶ Cf. Blanchard (O.) et Galí (J.), « *The Macroeconomic Effects of Oil Price Shocks: Why Are the 2000s so Different from the 1970s?* », *Working Papers Series*, n° 15467, NBER, 2010.

⁷ La littérature se concentre de plus en plus sur les chocs qui créent un co-mouvement négatif similaire entre la production et l'emploi. Ceux-ci incluent ceux qui sont parfois définis comme des chocs d'automatisation (cf. Foroni (C.) et Furlanetto (F.), « *Explaining deviations from Okun's law* », *Working Paper Series*, n° 2699, BCE, août 2022) et des chocs sectoriels qui modifient l'intensité capitaliste dans les différents secteurs, dans l'esprit d'Acemoglu (D.) et Guerrieri (V.), « *Capital Deepening and Nonbalanced Economic Growth* », *Journal of Political Economy*, 2008, vol. 116, p. 467-498.

Graphique B

Décomposition historique de l'emploi et de la production

(variations en pourcentage et contributions en points de pourcentage)



Source : Consolo (A.) et Foroni (C.), « *The euro area labour market: and yet, it moves!* », mimeo.

Notes : Les lignes représentent les taux de croissance annuels de l'emploi (partie gauche) et de la production (partie droite) en termes d'écart par rapport à leur composante déterministe respective. Les barres représentent la contribution en points de pourcentage de chaque choc. Une description de la signification économique de chaque choc est présentée dans le corps du texte. Les dernières observations se rapportent au quatrième trimestre 2023.

La reprise de la demande a soutenu la croissance de l'emploi et de la production jusqu'à début 2023.

Depuis lors, le fléchissement de la demande a entraîné un ralentissement plus prononcé de l'activité économique que de la croissance de l'emploi, contribuant à un écart plus important par rapport à la loi d'Okun. Les facteurs de demande – notamment les politiques monétaire et budgétaires – ont été favorables à la croissance de l'emploi, comme le montrent les barres jaunes du graphique B. La hausse de l'emploi public ainsi que les effets indirects des dispositifs d'apprentissage et des crédits d'impôt dans certains pays de la zone euro constituent des exemples de politiques budgétaires soutenant l'emploi. Conjugué aux effets sur la demande agrégée des politiques ciblées en matière d'énergie, cela a soutenu la demande et les emplois, avec un impact plus marqué sur l'emploi que sur la production⁸. Toutefois, les effets du resserrement monétaire ont considérablement freiné la demande, provoquant un ralentissement de la croissance de l'emploi et un affaiblissement de l'activité économique. Le modèle suggère que la demande a pesé plus rapidement sur l'activité que sur l'emploi. En 2022, le modèle n'attribue que des effets négatifs limités aux facteurs spécifiques au marché du travail (barres bleues) résultant d'une diminution du taux d'activité et d'un pouvoir de négociation plus important des travailleurs⁹. Ces effets sont en partie revenus à leurs niveaux antérieurs en 2023, reflétant possiblement l'absence de dispositifs d'indexation automatique des salaires et le fait que les anticipations d'inflation étaient bien ancrées en 2022. Contrairement aux crises énergétiques

⁸ Cf. l'encadré intitulé « Le point sur les réactions de la politique budgétaire de la zone euro à la crise énergétique et à l'inflation élevée », *Bulletin économique*, n° 2, BCE, 2023.

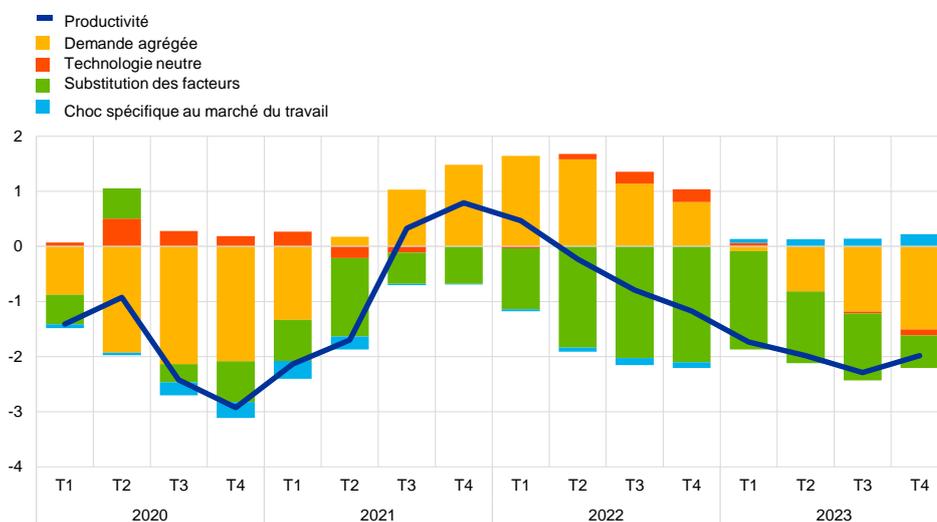
⁹ Un choc spécifique au marché du travail recouvre l'ampleur du pouvoir de négociation des salariés ou les déterminants de l'offre de main-d'œuvre. Il a été démontré que ces chocs provenant du marché du travail sont quantitativement pertinents pour expliquer l'emploi et les salaires (cf. Consolo (A.), Foroni (C.) et Martínez Hernández (C.), « *A Mixed Frequency BVAR for the Euro Area Labour Market* », *Oxford Bulletin of Economics and Statistics*, 2023, vol. 85, p. 1048-1082).

précédentes (telles que celle des années 1970), ces facteurs ont conduit à un ajustement du marché du travail par le biais des salaires réels plutôt que via une hausse du taux de chômage.

D’après le modèle, une part importante de la baisse récente de la productivité résulte de facteurs conjoncturels. Après un rebond positif de la productivité à la suite de la pandémie, la crise énergétique a fortement pesé sur la productivité. La cyclicité de la productivité dans la zone euro a été encore davantage amplifiée par la vigueur exceptionnelle du marché du travail. Le modèle montre que la résistance de l’emploi, résultant du choc de substitution des facteurs, a amplifié la baisse de la productivité du travail (graphique C). Le même choc a également réduit le coût des salaires réels et, ce faisant, a amplifié l’effet positif sur l’emploi et l’effet négatif sur la productivité. De plus, l’ajustement de la productivité est également lié à des facteurs de demande (barres jaunes), dont la contribution est devenue plus négative récemment, mais devrait s’atténuer à plus long terme. Le choc de substitution des facteurs se dissipe, reflétant également les variations des prix de l’énergie et des taux d’intérêt réels, mais d’autres facteurs d’offre, tels que l’innovation et la numérisation, le vieillissement de la population et d’autres tendances structurelles pourraient avoir des effets plus persistants sur la dynamique à long terme de la productivité dans la zone euro.

Graphique C
Décomposition historique de la productivité du travail

(variation en pourcentage et contributions en points de pourcentage)



Source : Consolo (A.) et Foroni (C.), « *The euro area labour market: and yet, it moves!* », mimeo.

Notes : La productivité est mesurée par la production par salarié. La ligne 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 quatrième trimestre 2023.

Pour l’avenir, plusieurs facteurs pesant actuellement sur la croissance de la productivité devraient se dissiper. Les effets des mesures de soutien budgétaire qui ont favorisé l’emploi devraient s’atténuer au cours des trimestres à venir. Les prix de l’énergie se normalisent, réduisant l’effet de la substitution des facteurs entre le travail, l’énergie et le capital. Et, avec le recul du taux d’inflation de la zone euro vers la cible, l’effet restrictif de la politique monétaire sur la demande devrait se

normaliser. Tous ces facteurs à l'origine de la baisse de la productivité devraient s'atténuer, contribuant ainsi à combler l'écart entre la croissance des salaires réels et celle de la productivité. Dans la mesure où les entreprises sont moins incitées à embaucher des salariés ou à maintenir des sureffectifs, la relation entre l'emploi et le PIB devrait revenir à la normale, avec pour conséquence un ajustement cyclique de la croissance de la productivité ¹⁰.

¹⁰ Cf. Arce (O.) et Sondermann (D.), « *Low for long? Reasons for the recent decline in productivity* », *ECB Blog*, mai 2024.

5 Le secteur automobile de la zone euro va-t-il se redresser ?

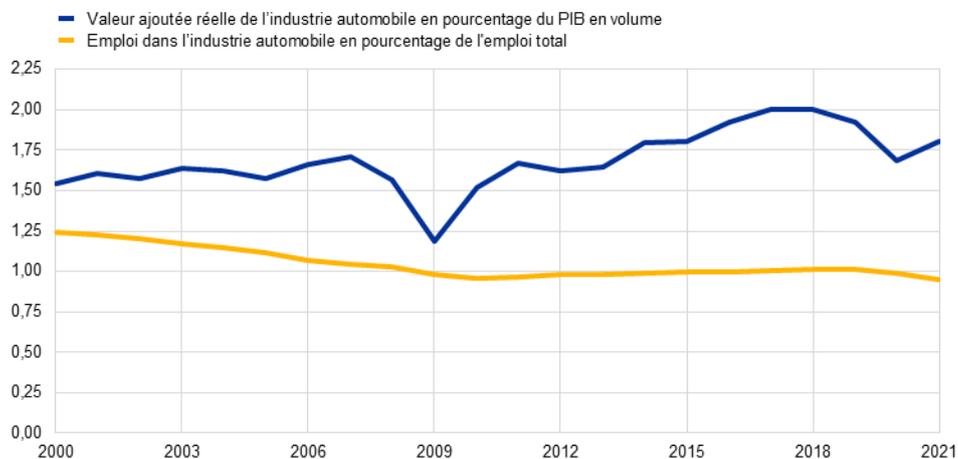
Roberto A. De Santis, Virginia Di Nino, Nina Furbach, Ulla Neumann et Pedro Neves

L'industrie automobile contribue fortement à la valeur ajoutée de l'économie de la zone euro. La part de l'industrie automobile dans la valeur ajoutée réelle du secteur manufacturier s'élève à 10 % et la part dans le PIB en volume est légèrement inférieure à 2 %. L'industrie automobile représente 1 % de l'emploi total dans la zone euro et 4 % des exportations hors zone euro. Lorsque les liens intersectoriels sont pris en compte, la valeur ajoutée double presque, ce qui met en évidence le poids important du secteur au sein de l'économie ¹. Ses performances historiques, comparées au PIB agrégé, témoignent de sa résilience. Hormis pendant la crise financière mondiale et la période la plus récente, le secteur a enregistré une croissance supérieure à celle du PIB agrégé, atteignant un pic début 2018. En outre, la part du secteur dans l'emploi total de la zone euro est restée relativement stable depuis 2012 (graphique A).

Graphique A

Taille du secteur automobile de la zone euro par rapport à l'ensemble de l'économie

(en pourcentages)



Sources : Eurostat et calculs des services de la BCE.
Note : La dernière observation se rapporte à 2021.

Toutefois, depuis le pic de début 2018, l'industrie automobile de la zone euro a été confrontée à des défis importants, la production et les exportations ayant sensiblement diminué et demeurant inférieures aux niveaux pré-Covid. Les volumes de production et d'exportation ont eu du mal à se redresser et sont inférieurs à ceux de leurs concurrents internationaux, s'établissant à environ un dixième au-dessous des niveaux pré-Covid et à un cinquième au-dessous de leurs pics de début 2018 (graphiques B et C). Leurs concurrents ont enregistré de bien

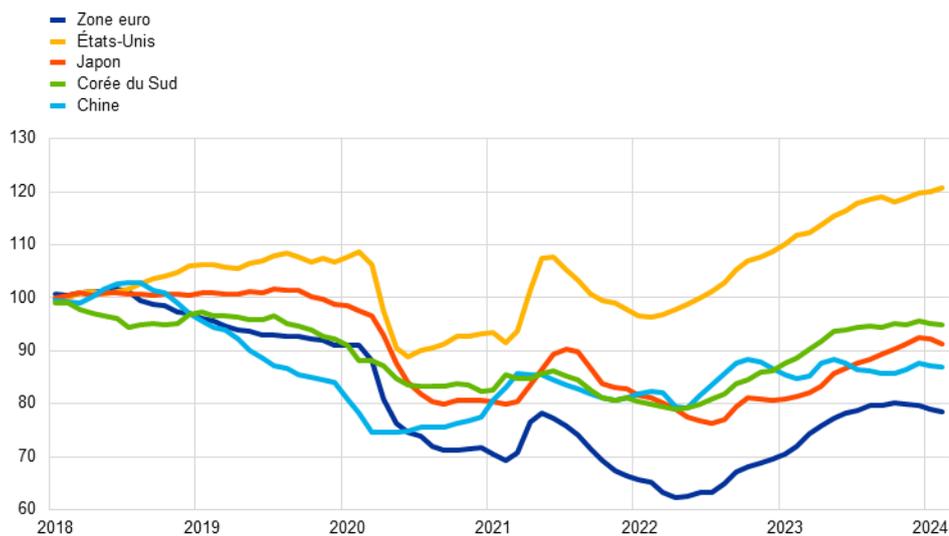
¹ Cf. l'article intitulé « Dynamique sectorielle et cycle économique dans la zone euro » du présent *Bulletin économique*.

meilleurs résultats : l'industrie automobile de pays tels que la Chine, le Japon, les États-Unis et la Corée a affiché des performances plus robustes, la Chine apparaissant peu à peu comme un exportateur important vers la zone euro.

Graphique B

Volumes de production automobile parmi les concurrents mondiaux

(moyenne mobile sur 12 mois, décembre 2017 = 100)

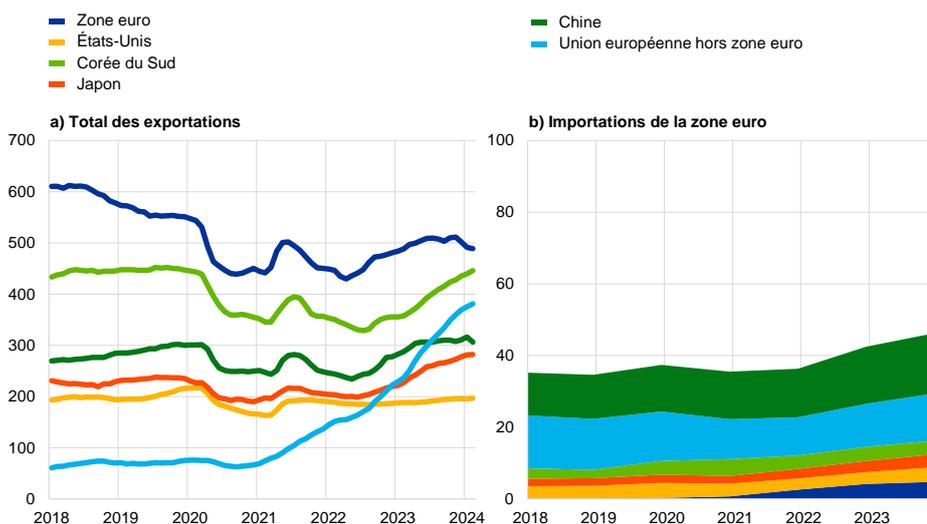


Sources : Eurostat, instituts nationaux de statistique et calculs des services de la BCE.
Note : Les dernières observations se rapportent à février 2024.

Graphique C

Volumes des exportations de voitures et parts des importations

(partie a : en milliers de voitures, moyenne mobile sur 12 mois ; partie b : en pourcentage de la demande intérieure de voitures)

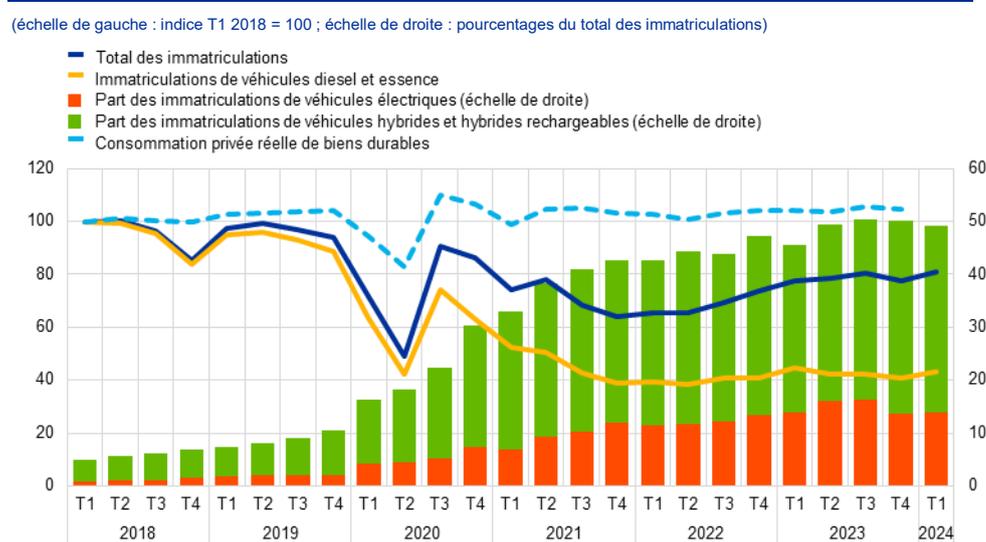


Sources : Trade Data Monitor, Eurostat, Office de statistique de l'Union européenne et calculs des services de la BCE
Notes : Les volumes des exportations sont exprimés en unités de véhicules exportés. Les dernières observations pour la partie a) se rapportent à janvier 2024 (et à décembre 2023 pour la Chine, et à 2023 pour la partie b).

Cette baisse de l'activité a été déclenchée par une forte diminution des ventes de voitures équipées d'un moteur à combustion, qui n'a été que partiellement compensée par la hausse de la demande en voitures hybrides et électriques.

Les normes réglementaires de l'UE pour les véhicules à moteur ont été modifiées mi-2018, renforçant les normes sur les émissions de dioxyde de carbone (CO2) et l'exigence des tests d'émissions, ce qui a dissuadé l'achat de voitures à moteur à combustion. Les ventes de véhicules hybrides et électriques ont augmenté de façon constante, passant d'un dixième des immatriculations totales en 2018 à la moitié des immatriculations totales en 2023 (graphique D). Les immatriculations de voitures dans la zone euro sont restées inférieures de 20 % environ au premier trimestre 2024 par rapport à début 2018 (graphique D). La forte disparité entre les immatriculations de voitures et la consommation des ménages en biens durables, qui demeure relativement stable, suggère que les ménages pourraient repousser l'achat de nouveaux véhicules, quel que soit leur type.

Graphique D
Immatriculations de voitures par type



Sources : Association européenne des constructeurs automobiles, Eurostat et calculs des services de la BCE.
 Note : Les dernières observations se rapportent au premier trimestre 2024 et, pour la consommation de biens durable, au quatrième trimestre 2023.

La demande de véhicules à moteur a également été freinée par les augmentations des prix résultant des perturbations des chaînes d'approvisionnement, les coûts plus élevés de l'énergie et le durcissement des conditions de financement. Les délais de livraison des composants automobiles se sont allongés pendant la pandémie, en particulier dans la zone euro, où les chaînes de production sont fortement intégrées au niveau mondial. En outre, depuis septembre 2021, les flambées des prix de l'énergie se sont répercutées sur les prix à la production et les prix finaux des voitures ². Enfin, la hausse des taux d'intérêt résultant du resserrement de la politique monétaire a découragé le recours au crédit-bail et au crédit pour l'achat de voitures, ce qui a réduit la demande en voitures domestiques et étrangères.

² Cf. l'encadré intitulé « [Le secteur automobile : expliquer la baisse de la production et la hausse des prix](#) », *Bulletin économique*, n° 7, BCE, 2022, et De Santis (R. A.), « [Supply Chain Disruption and Energy Supply Shocks : Impact on Euro Area Output and Prices](#) », *International Journal of Central Banking*, 2024, vol. 20, p. 193-236.

Malgré ces défis, la zone euro a largement réussi à défendre sa position sur les marchés mondiaux en opérant une transition plus rapide que ses concurrents vers les véhicules électriques et, en particulier, hybrides. Dans ces segments, les exportations ont augmenté à partir de bas niveaux, pour représenter aujourd'hui plus d'un tiers du total des unités exportées. Même si la zone euro a perdu des parts de marché au cours des dernières années, la baisse en valeur a été relativement modeste (une réduction de 2,5 % en valeur depuis 2017) ³. En outre, ces pertes n'ont concerné que le segment des voitures traditionnelles et ont été partiellement compensées par des gains importants dans les segments des véhicules hybrides et électriques (graphique E). Si la Chine a réussi d'importantes percées dans le segment des véhicules électriques, cela a jusqu'à présent concerné principalement les véhicules de petite taille et économiques. La zone euro est restée le deuxième producteur le plus important de voitures électriques et hybrides depuis 2020 et 2022, respectivement. De plus, les constructeurs automobiles de la zone euro se sont historiquement spécialisés dans le segment de marché haut de gamme, bénéficiant d'une demande relativement inélastique aux prix ⁴. En effet, les constructeurs de la zone euro sont restés très rentables, affichant systématiquement les marges bénéficiaires nettes les plus élevées parmi leurs principaux concurrents mondiaux en 2022 et 2023. Cela démontre la résilience de l'industrie de la zone euro et son avantage concurrentiel sur le marché mondial de l'automobile.

³ Cf. Schnabel (I.), « *The future of inflation (forecast) targeting* », discours prononcé lors de l'*International Research Forum on Monetary Policy*, Conseil de la Réserve fédérale, Washington, D.C., (diapositive 8), 17 avril 2024.

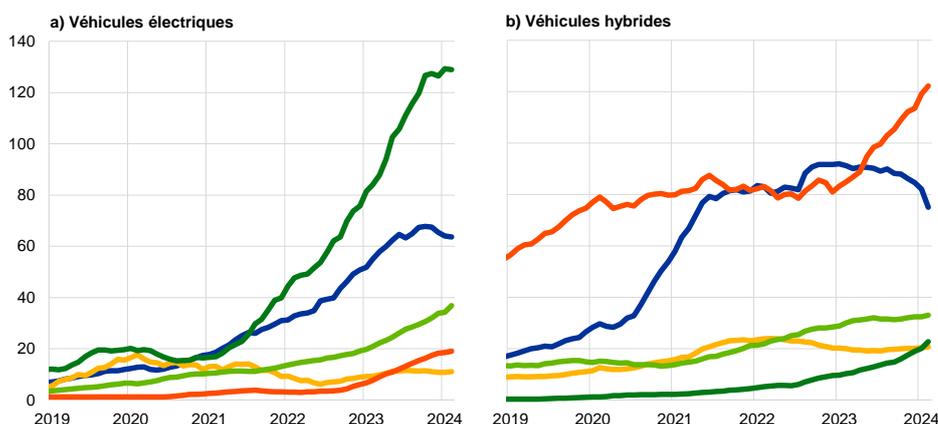
⁴ Les analyses empiriques internes suggèrent que les unités exportées depuis la zone euro sont moins sensibles aux variations des prix des voitures que les unités exportées depuis les autres principaux producteurs mondiaux (Japon, États-Unis et Corée) et nettement moins sensibles que celles en provenance de la Chine.

Graphique E

Volumes des exportations de voitures électriques et hybrides

(en milliers de voitures, moyenne mobile sur 12 mois)

■ Zone euro
■ États-Unis
■ Corée du Sud
■ Japon
■ Chine



Sources : Trade Data Monitor et calculs de la BCE.

Notes : Les volumes des exportations sont exprimés en unités de véhicules exportés. Les dernières observations se rapportent à février 2024.

La résilience de l'industrie automobile de la zone euro face à l'intensification de la concurrence étrangère se reflète également dans sa position de pivot mondial pour la construction automobile.

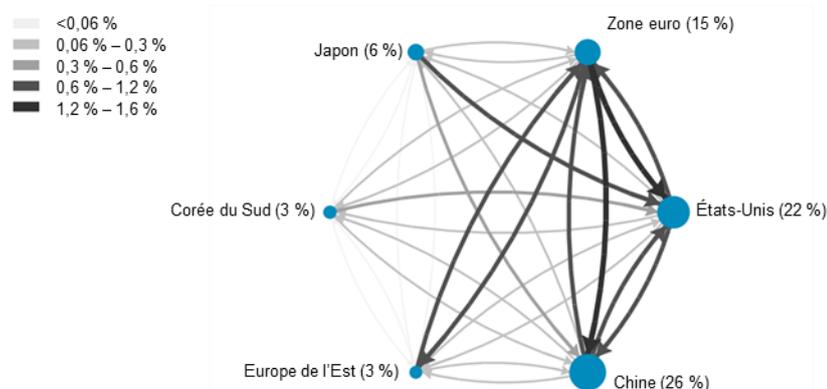
Malgré des défis tels que l'augmentation des importations et la pénétration des importations⁵ en provenance de Chine, la zone euro semble conserver un avantage concurrentiel dans le matériel de transport, comme le montre son solde commercial net favorable⁶. En 2022, la zone euro a exporté davantage de matériel de transport vers le monde entier qu'elle n'en a importé, ce qui souligne sa robustesse en tant qu'exportateur (graphique F). Malgré la présence croissante des importations en provenance de Chine sur le marché intérieur (graphique B) et la position prépondérante de la Chine dans la production mondiale de batteries, le solde commercial net de la zone euro avec la Chine pour le matériel de transport est resté positif, représentant 3,8 % de la production intérieure de l'industrie.

⁵ La pénétration des importations est mesurée par le ratio des importations sur la consommation intérieure totale.

⁶ Au sein de la composante matériel de transport, les véhicules à moteur, les remorques et les semi-remorques représentent 76 % de la valeur ajoutée exportée de la zone euro et 89 % de son solde commercial net.

Graphique F

Réseau de valeur ajoutée mondial dans les équipements de transport en 2022



Sources : Données d'entrées-sorties multirégionales et calculs des services de la BCE.

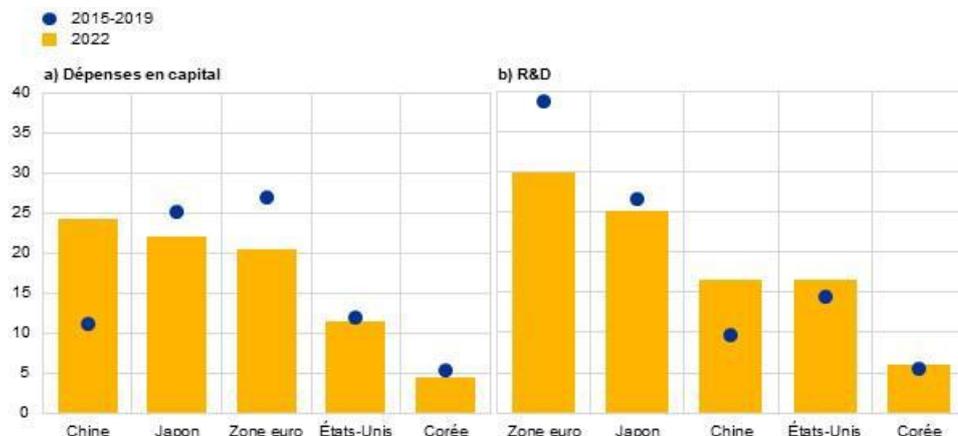
Notes : La taille des nœuds est proportionnelle à la valeur ajoutée domestique dans le matériel de transport en dollars américains. L'épaisseur des flèches représente les entrées et sorties bilatérales de valeur ajoutée dans le matériel de transport. Les pourcentages affectés aux nœuds et dans la légende indiquent la part de la valeur ajoutée respective par rapport à la valeur ajoutée totale mondiale dans le matériel de transport.

Les constructeurs automobiles de la zone euro investissent massivement dans l'électrification et les technologies numériques pour rester compétitifs sur un marché de l'automobile en rapide évolution. On peut l'observer au travers de l'importance des dépenses en capital (CAPEX) et en recherche et développement (R&D), les constructeurs automobiles de la zone euro représentant environ 20 % et 30 % au niveau mondial en 2022 (graphique G). Si la Chine est devenue un leader en matière de dépenses en capital, les constructeurs automobiles de la zone euro restent chefs de file en matière d'investissements en R&D, reflétant ainsi leur engagement dans l'innovation. En témoigne le grand nombre de nouveaux brevets liés aux transports déposés par les entreprises de la zone euro auprès de l'Office européen des brevets entre 2020 et 2022, qui dépasse le nombre de brevets déposés par les concurrents. Toutefois, les entreprises de la zone euro accusent un retard dans les dépôts de brevets relatifs à la communication numérique, signalant les défis potentiels auxquels est confronté le secteur automobile de la zone euro en matière de transformation numérique.

Graphique G

Part du secteur automobile dans les dépenses en capital et de R&D

(en pourcentage, parités de pouvoir d'achat)



Sources : Reuters et calculs de la BCE.

À moyen terme, le redressement de la production automobile dans la zone euro devrait principalement résulter de la demande des consommateurs, mais des risques importants se profilent. Si les obstacles à l'adoption des voitures électriques se dissipent et que les chocs temporaires s'estompent, la demande intérieure devrait se redresser. Toutefois, plusieurs risques importants pourraient peser sur ces perspectives. Il sera essentiel pour les constructeurs automobiles de la zone euro de réussir à intégrer les processus numériques aux processus traditionnels, d'accélérer l'innovation et de lancer des technologies qui emportent les faveurs du marché. En outre, la forte dépendance des constructeurs automobiles de la zone euro vis-à-vis de fournisseurs concentrés dans quelques régions (par exemple, les semi-conducteurs et les batteries produits dans un petit nombre de pays d'Asie) fait peser des risques sur la chaîne d'approvisionnement, surtout en période de tensions géopolitiques accrues. Des efforts doivent être faits pour améliorer la résistance face aux perturbations des chaînes d'approvisionnement et pour diversifier les sources des composants stratégiques afin de maintenir la compétitivité. Les politiques industrielles, en particulier celles liées à la transition verte, telles que les infrastructures de recharge, détermineront également les perspectives du secteur automobile de la zone euro ⁷.

⁷ En 2021, le Parlement européen a approuvé un règlement sur le [déploiement d'infrastructures pour les carburants alternatifs](#), qui prépare le terrain à l'adoption de stratégies vertes de l'UE. Parmi les initiatives similaires figurent le [passeport numérique pour les véhicules](#) et le [passeport numérique pour les batteries](#), qui visent à renforcer la transparence et la durabilité dans l'industrie automobile. L'UE a également adopté une législation sur les [matériaux de recyclage des batteries](#) afin d'inciter l'industrie à adopter des méthodes de conception et de production innovantes et durables. En outre, l'UE offre des incitations économiques telles que le [mécanisme d'ajustement du carbone aux frontières](#), qui impose des frais sur les importations fortement émettrices de carbone afin de réduire les fuites de carbone et d'encourager des pratiques plus vertes au sein de l'industrie.

6 Des indicateurs de profits tenant compte du rôle des coûts totaux pour analyser l'inflation

Elke Hahn et Théodore Renault

Les indicateurs standard de profits dans l'économie, qui sont calculés à partir des comptes nationaux, utilisent le PIB comme référence plutôt que la production économique. Si le terme « production » est souvent utilisé comme synonyme du PIB, les comptes nationaux établissent une distinction entre ces deux notions. La production, contrairement au PIB, inclut la consommation intermédiaire, c'est-à-dire la consommation de biens et de services utilisés pour générer le PIB ou le concept connexe de « valeur ajoutée »¹. La « production » est un concept bien défini, mais les comptes nationaux trimestriels n'intègrent pas de données actualisées sur la production pour la zone euro². Les indicateurs standard de profits des comptes nationaux basés sur le PIB permettent donc d'évaluer l'évolution des profits – mesurée par l'excédent brut d'exploitation et le revenu mixte – par rapport aux coûts de main-d'œuvre, mais pas par rapport aux coûts totaux. Ces indicateurs sont donc utiles pour évaluer la façon dont les profits amortissent actuellement la hausse des coûts de main-d'œuvre, mais ils ne montrent pas précisément dans quelle mesure cet effet a été freiné ou facilité par les évolutions des coûts des intrants intermédiaires tels que l'énergie. Ces informations seraient fournies par des indicateurs de profits fondés sur la production.

Les indicateurs de profits qui tiennent compte du coût total des intrants peuvent être approximés en remplaçant la production par le concept d'« offre totale ». L'offre totale est définie comme la somme du PIB et des importations, qui sont tous deux disponibles dans les comptes nationaux trimestriels de la zone euro. L'approximation de la production via l'offre totale se fonde sur le fait que l'offre totale moins les importations est égale au PIB, qui est égal à la production moins la consommation intermédiaire³. Même si la valeur des importations est nettement inférieure à celle de la consommation intermédiaire, les prix des importations et les prix des biens intermédiaires évoluent en étroit co-mouvement⁴. Dès lors, l'offre totale constitue une approximation raisonnable de la production pour le calcul des évolutions des marges bénéficiaires, qui sont mesurées comme le ratio des évolutions des prix rapportées à celles des coûts. Si l'indicateur standard des marges bénéficiaires est calculé comme le ratio déflateur du PIB aux prix de base/coûts unitaires de main-d'œuvre, l'indicateur des marges bénéficiaires basé sur l'offre totale peut être calculé comme le ratio déflateur de l'offre totale/coûts unitaires

¹ La production est définie comme la somme de la valeur ajoutée brute et de la consommation intermédiaire. Le PIB est égal à la somme de la valeur ajoutée brute et des taxes nettes sur les produits. Pour une description complète, cf. [le Système européen des comptes 2010](#).

² Les données relatives à la production pour la zone euro sont disponibles selon une périodicité annuelle. Elles sont également disponibles selon une périodicité trimestrielle, mais seulement pour un nombre limité de pays de la zone euro.

³ Par souci de simplicité, nous n'avons pas tenu compte du rôle des taxes nettes sur les produits.

⁴ Le coefficient de corrélation de 0,9 entre les taux de variation trimestriels annualisés du déflateur des importations et les prix à la production des biens intermédiaires pour la période 1999-2023 est une indication de ce co-mouvement au niveau de la zone euro.

totaux (la somme des coûts de main-d'œuvre et des coûts des importations par unité) ⁵. Les indicateurs des marges bénéficiaires mettent l'accent sur les aspects distributionnels, car ils fournissent des informations sur les évolutions des profits par rapport aux évolutions des coûts de la main-d'œuvre ou des coûts totaux. Par exemple, si le taux de croissance d'un indicateur des marges bénéficiaires est positif, cela indique que les profits unitaires (définis comme l'excédent brut d'exploitation et le revenu mixte par unité de PIB en volume ou d'offre totale en volume) augmentent à un rythme plus élevé que la composante de coût unitaire considérée.

Globalement, l'indicateur du PIB (valeur ajoutée) et celui des marges bénéficiaires fondé sur l'offre totale suggèrent qu'en 2023, les profits ont commencé à amortir l'impact des évolutions des coûts de main d'œuvre sur les tensions sur les prix, mais ont bénéficié de la baisse d'autres coûts.

Selon l'indicateur fondé sur le PIB, les marges bénéficiaires ont augmenté en 2022 mais ont commencé à se contracter en 2023, en ligne avec un effet d'amortisseur sur les coûts de main-d'œuvre au second semestre 2023 ⁶. Toutefois, l'indicateur fondé sur l'offre totale suggère que les marges bénéficiaires ont diminué en 2022 et, après avoir légèrement augmenté courant 2023, ont commencé à se ralentir plus récemment mais sont restées positives ⁷. En d'autres termes, il suggère que les marges bénéficiaires ont eu un effet amortisseur sur les coûts totaux en 2022 lors de la forte hausse des prix à l'importation, mais qu'elles ont augmenté en 2023, sous l'effet de la baisse des prix à l'importation.

⁵ Pour une analyse d'une panoplie plus large d'indicateurs relatifs aux profits et du lien entre le concept de profits utilisé dans les comptes nationaux (excédent brut d'exploitation et revenu mixte) et celui de profits des entreprises, cf. l'encadré intitulé « [Comment les profits unitaires ont-ils contribué à la récente accentuation des tensions sur les prix domestiques de la zone euro ?](#) », *Bulletin économique*, n° 4, BCE, 2023.

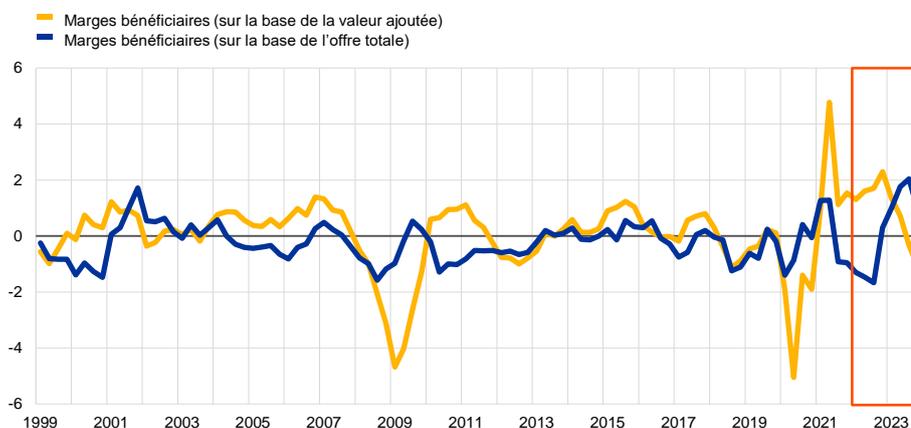
⁶ Les fluctuations importantes de l'indicateur standard des marges bénéficiaires pendant et après la récession liée à la pandémie reflètent les fortes variations de certaines données sous-jacentes, telles que la productivité du travail, au cours de la récession.

⁷ S'agissant des bénéfices unitaires, qui sont un autre indicateur de profits fréquemment utilisé pour l'analyse de l'inflation, il convient de noter que les évolutions de l'indicateur standard (excédent brut d'exploitation et revenu mixte divisé par le PIB en volume) et de l'indicateur correspondant fondé sur l'offre totale (excédent brut d'exploitation et revenu mixte divisé par l'offre totale en volume) ont été très comparables au cours des deux dernières années. Cela n'est pas surprenant, car les prix à l'importation ont affiché des évolutions exceptionnelles, mais pas les volumes d'importations.

Graphique A

Taux de croissance des marges bénéficiaires sur la base du PIB (valeur ajoutée) et de l'offre totale

(variations annuelles en pourcentage)



Sources : Eurostat et calculs de la BCE.

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

Le déflateur de l'offre totale, utilisé comme approximation des prix à la production, indique que les tensions globales sur les prix dans l'économie de la zone euro ont atteint un certain plancher au second semestre 2023.

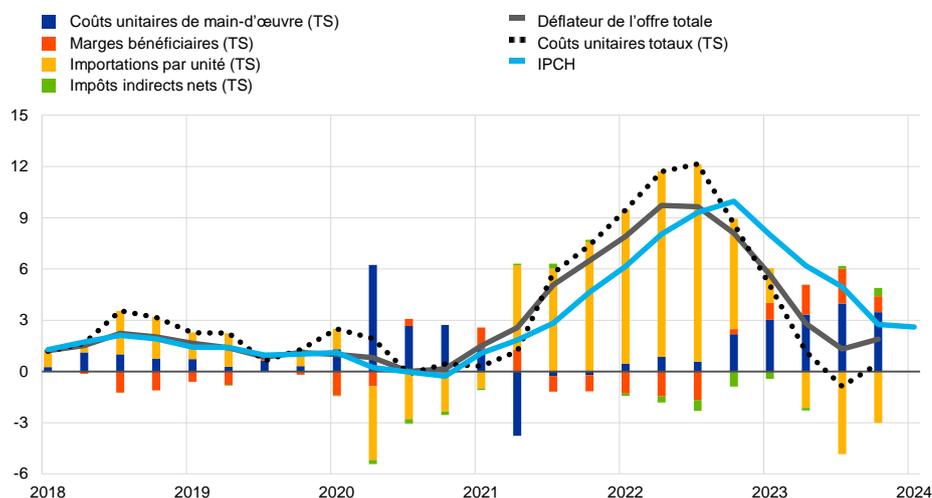
La croissance du déflateur de l'offre totale s'est accélérée de 2021 à mi-2022, puis s'est fortement ralentie, avant de montrer les signes d'une certaine stabilisation au second semestre 2023 (graphique B, partie a). De même que pour le déflateur du PIB (graphique B, partie b), les évolutions du déflateur de l'offre totale peuvent être décomposées en différentes composantes. Cette décomposition indique les origines de la hausse et de la baisse des tensions globales sur les prix et leur évolution au fil du temps. Elle suggère que la hausse de l'inflation a d'abord été déclenchée par une forte accentuation des tensions sur les prix à l'importation (intrants). Sur le plan domestique, cette évolution a été suivie, avec un décalage et dans une moindre mesure, par une hausse des profits puis des coûts de main-d'œuvre. Le séquençage implique une croissance positive des marges bénéficiaires sur la base de la valeur ajoutée au moment de la poussée d'inflation, mais une croissance négative sur la base de l'offre totale. Le même séquençage est visible pour la diminution des tensions sur les prix, avec des évolutions inverses des marges bénéficiaires. Les tensions sur les prix à l'importation ont commencé à s'atténuer mi-2022, et une atténuation des tensions sur les prix est visible depuis plusieurs trimestres au niveau domestique dans la modération de la croissance des profits avec la dissipation de la pandémie et de la crise de l'énergie. Au quatrième trimestre 2023, la croissance des coûts unitaires de main-d'œuvre s'est légèrement ralentie.

Graphique B

Déflateur de l'offre totale et déflateur du PIB

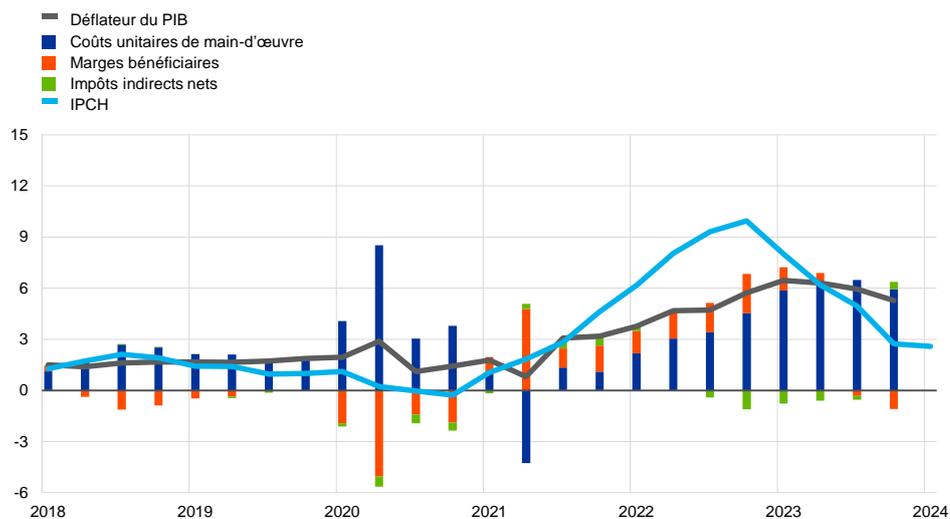
a) Déflateur de l'offre totale

(variations annuelles en pourcentage)



b) Déflateur du PIB

(variations annuelles en pourcentage)



Sources : Eurostat et calculs de la BCE.

Notes : Les dernières observations se rapportent au premier trimestre 2024 pour l'IPCH et au quatrième trimestre 2023 pour les autres données. Partie a) : les coûts unitaires de main-d'œuvre (TS) et les importations par unité (TS) sont présentés comme des contributions en points de pourcentage aux coûts unitaires totaux (TS).

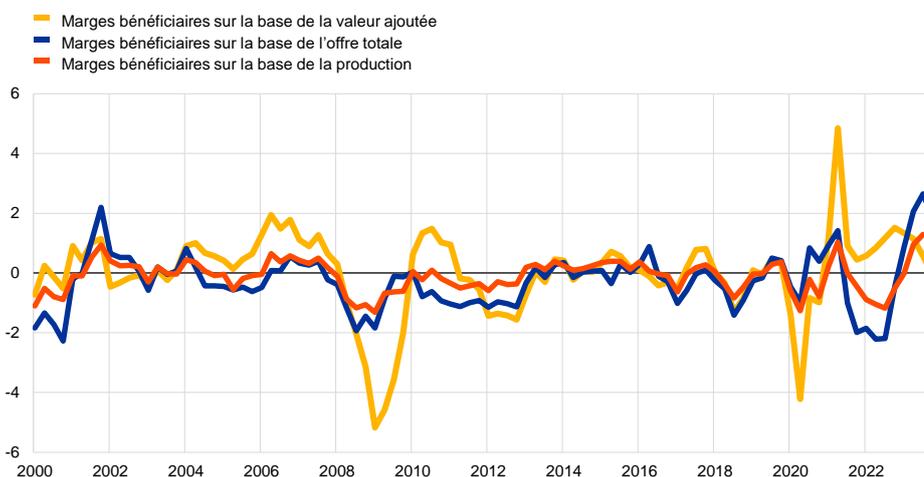
Un indicateur de profits fondé sur la « véritable » production peut être calculé pour un échantillon limité de pays de la zone euro, et ses évolutions suivent en grande partie celles des indicateurs fondés sur l'offre totale. L'indicateur des marges bénéficiaires fondé sur l'offre totale peut constituer l'approximation imparfaite d'un indicateur fondé sur la production si les prix à l'importation évoluent très différemment des prix de la consommation intermédiaire. Les comptes nationaux trimestriels de la zone euro fournissent des informations sur la production et la consommation intermédiaire pour six pays de la zone euro, représentant

ensemble 60 % du PIB de la zone euro ⁸. Cela permet d'effectuer une comparaison directe entre les indicateurs de marges bénéficiaires fondés respectivement sur l'offre totale et sur la production. En ce qui concerne l'échantillon limité, les deux indicateurs ont évolué en étroite corrélation au fil du temps et leurs périodes de croissance positive et négative coïncident en grande partie, y compris au cours de la période la plus récente ⁹. L'indicateur fondé sur la production est légèrement moins volatil, ce qui peut être attribué en partie au fait que les prix des biens intermédiaires ont été un peu moins volatils que les prix des biens importés. Cela suggère que, pour la zone euro dans son ensemble, l'indicateur de marges bénéficiaires fondé sur l'offre totale peut être utilisé comme une approximation fiable de l'indicateur de marges bénéficiaires fondé sur la production.

Graphique C

Taux de croissance des marges bénéficiaires sur la base de la valeur ajoutée, de l'offre totale et de la production pour un échantillon limité de pays de la zone euro

(variations annuelles en pourcentage)



Sources : Eurostat et calculs de la BCE.

Notes : Les dernières observations se rapportent au quatrième trimestre 2023 pour les indicateurs fondés sur la valeur ajoutée et l'offre totale, et au troisième trimestre 2023 pour l'indicateur fondé sur la production. L'échantillon de taille limitée des pays de la zone euro comprend l'Allemagne, l'Estonie, la Grèce, la France, les Pays-Bas et la Finlande.

En résumé, en période d'évolutions exceptionnelles des prix des intrants intermédiaires, un indicateur de profits fondé sur l'offre totale peut compléter l'indicateur standard de profits fondé sur la valeur ajoutée. À l'avenir, après les écarts relativement importants entre les deux indicateurs observés au cours des deux dernières années, la dissipation des évolutions exceptionnelles des prix à l'importation entraînera probablement un réalignement plus étroit de la croissance des marges bénéficiaires fondées sur la valeur ajoutée et sur l'offre totale en termes de sens et d'amplitudes positives/négatives.

⁸ Des données sur la production et la consommation intermédiaire sont disponibles pour l'Allemagne, l'Estonie, la Grèce, la France, les Pays-Bas et la Finlande.

⁹ Les évolutions de l'indicateur de marges bénéficiaires fondé sur la valeur ajoutée et de l'indicateur de marges bénéficiaires fondé sur l'offre totale, sur la base de l'échantillon limité, sont comparables à celles observées pour l'agrégat de la zone euro (cf. graphique A).

Conditions de la liquidité et opérations de politique monétaire du 31 janvier au 16 avril 2024

Juliane Kinsele et Vagia Iskaki

Le présent encadré décrit les conditions de la liquidité et les opérations de politique monétaire de l'Eurosystème durant les première et deuxième périodes de constitution des réserves de 2024. Ces deux périodes de constitution se sont déroulées du 31 janvier au 16 avril 2024 (la « période sous revue »).

L'excédent de liquidité moyen dans le système bancaire de la zone euro a continué à diminuer durant la période sous revue. Cela s'explique par l'arrivée à échéance de la septième opération de la troisième série d'opérations de refinancement à long terme ciblées (TLTRO III.7) et par les remboursements anticipés, par les banques, d'encours dans le cadre d'autres opérations TLTRO III le 27 mars 2024. La fourniture de liquidité a également baissé, en raison de l'arrêt des réinvestissements dans le cadre du programme d'achats d'actifs (*asset purchase programme*, APP) début juillet 2023. Cependant, la réduction de la fourniture de liquidité a été partiellement compensée par la baisse continue du solde des facteurs autonomes de retrait de liquidité.

Besoins de liquidité

Au cours de la période sous revue, le besoin de refinancement quotidien du système bancaire, qui se définit comme la somme du solde des facteurs autonomes et des réserves obligatoires, a diminué de 99,7 milliards d'euros pour s'établir à 1 531,2 milliards. Cette évolution résulte presque entièrement d'une baisse de 98 milliards d'euros du solde des facteurs autonomes, qui s'établit à 1 369,7 milliards (cf. la section du tableau A intitulée « Autres informations fondées sur la liquidité »), en raison du recul des facteurs autonomes de retrait de liquidité et de l'augmentation des facteurs autonomes d'apport de liquidité. Les réserves obligatoires ont diminué de 1,7 milliard d'euros pour s'établir à 161,5 milliards.

Les facteurs autonomes de retrait de liquidité ont diminué de 33,7 milliards au cours de la période sous revue pour s'établir à 2 619,7 milliards, principalement en raison d'une baisse continue des dépôts ne relevant pas de la politique monétaire et des billets en circulation. Les dépôts des administrations publiques (cf. la section du tableau A intitulée « Engagements ») ont diminué de 27,7 milliards d'euros en moyenne au cours de la période sous revue, pour s'établir à 154,6 milliards. Cette baisse reflète la poursuite de la normalisation du volume global des avoirs en numéraire détenus par les trésors publics nationaux auprès de l'Eurosystème, également encouragée par la modification de la rémunération des dépôts des administrations publiques auprès de l'Eurosystème, entrée en vigueur le 1^{er} mai 2023. Le 16 avril 2024, le Conseil des gouverneurs a confirmé le plafond de rémunération de ces dépôts, au taux à court terme de l'euro (€STR) minoré de 20 points de base, bien que les banques centrales nationales

puissent décider d'appliquer un taux plus faible en vertu de considérations nationales ¹. Les autres dépôts ne relevant pas de la politique monétaire compris dans les autres facteurs autonomes ont également continué à diminuer ². Le placement sur le marché de dépôts ne relevant pas de la politique monétaire est également devenu une option plus attractive en raison de la normalisation des conditions sur le marché repo dans un contexte d'atténuation des problèmes de rareté des garanties. La valeur moyenne des billets en circulation a diminué de 9,1 milliards d'euros durant la période sous revue, pour s'établir à 1 544,6 milliards, reflétant la réduction en cours de la détention de billets, observée depuis la sortie progressive des taux directeurs de leur territoire négatif.

Les facteurs autonomes d'apport de liquidité ont augmenté de 64,1 milliards d'euros, pour s'établir à 1 250,3 milliards. Les actifs nets libellés en euros ont augmenté de 29,3 milliards d'euros durant la période sous revue, principalement en raison de la réduction continue des engagements en euros vis-à-vis des non-résidents de la zone euro. Cela reflète l'ajustement des stratégies de gestion de la trésorerie des clients des services de gestion des réserves de l'Eurosysteme (*Eurosystem reserve management services*, ERMS) constaté depuis que la modification de la rémunération des dépôts détenus dans le cadre de l'ERMS, fixée au taux de l'€STR minoré de 20 points de base, est entrée en vigueur le 1^{er} mai 2023 et a été confirmée le 16 avril 2024 ³. Les avoirs extérieurs nets ont augmenté de 34,8 milliards d'euros, principalement en raison de la réévaluation, pendant la deuxième période de constitution des réserves, de certains avoirs de réserve de change, qui ont augmenté de 29 milliards d'euros. Cependant, cette hausse a été contrebalancée par des ajustements liés à des réévaluations au sein des autres facteurs autonomes.

Le tableau A fournit une vue d'ensemble des facteurs autonomes mentionnés précédemment, ainsi que de leurs variations ⁴.

¹ Cf. « [La BCE confirme le plafond appliqué à la rémunération des dépôts des administrations publiques de la zone euro et ajuste la rémunération des autres dépôts ne relevant pas de la politique monétaire](#) », *communiqué de presse*, BCE, 17 avril 2024.

² Cependant, en termes nets, les autres facteurs autonomes ont légèrement augmenté en raison de la diminution des dépôts ne relevant pas de la politique monétaire et de l'augmentation des comptes de réévaluation.

³ Cf. « [La BCE confirme le plafond appliqué à la rémunération des dépôts des administrations publiques de la zone euro et ajuste la rémunération des autres dépôts ne relevant pas de la politique monétaire](#) », *communiqué de presse*, BCE, 17 avril 2024.

⁴ Pour plus de détails sur les facteurs autonomes, consulter l'article « [The liquidity management of the ECB](#) », *Bulletin Mensuel*, BCE, mai 2002.

Tableau A

Conditions de la liquidité dans l'Eurosystème

Engagements

(moyennes ; en milliards d'euros)

	Période sous revue actuelle : 31 janvier 2024 - 16 avril 2024						Précédente période sous revue : 1er novembre 2023 - 30 janvier 2024	
	Première et deuxième périodes de constitution		Première période de constitution : 31 janvier - 12 mars 2024		Deuxième période de constitution : 13 mars - 16 avril 2024		Septième et huitième périodes de constitution	
Facteurs autonomes de retrait de liquidité	2 619,7	(- 33,7)	2 620,9	(- 29,4)	2 618,3	(- 2,6)	2 653,5	(- 67,1)
Billets en circulation	1 544,6	(- 9,1)	1 543,2	(- 13,5)	1 546,3	(+ 3,0)	1 553,7	(- 6,1)
Dépôts des administrations publiques	154,6	(- 27,7)	168,5	(+ 0,1)	137,8	(- 30,7)	182,3	(- 40,3)
Autres facteurs autonomes (nets) ¹⁾	920,6	(+ 3,1)	909,2	(- 16,0)	934,3	(+ 25,1)	917,5	(- 20,7)
Excédents des avoirs en compte courant par rapport aux réserves obligatoires	7,0	(- 1,1)	7,2	(- 0,9)	6,8	(- 0,5)	8,1	(- 1,4)
Réserves obligatoires ²⁾	161,5	(- 1,7)	161,4	(- 1,0)	161,6	(+ 0,2)	163,2	(- 1,8)
Facilité de dépôt	3 421,3	(- 99,1)	3 490,9	(+ 3,5)	3 337,9	(- 153,0)	3 520,5	(- 94,6)
Opérations de réglage fin de retrait de liquidité	0,0	(+ 0,0)	0,0	(+ 0,0)	0,0	(+ 0,0)	0,0	(+ 0,0)

Source : BCE

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

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

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

Avoirs

(moyennes, en milliards d'euros)

	Période sous revue actuelle : 31 janvier 2024 - 16 avril 2024						Précédente période sous revue : 1er novembre 2023 - 30 janvier 2024	
	Première et deuxième périodes de constitution		Première période de constitution : 31 janvier - 12 mars 2024		Deuxième période de constitution : 13 mars - 16 avril 2024		Septième et huitième périodes de constitution	
Facteurs autonomes d'apport de liquidité	1 250,3	(+ 64,1)	1 232,1	(+ 14,4)	1 272,1	(+ 40,0)	1 186,2	(+ 35,4)
Avoirs extérieurs nets	979,6	(+ 34,8)	966,5	(+ 8,1)	995,4	(+ 29,0)	944,8	(+ 17,3)
Avoirs nets libellés en euros	270,7	(+ 29,3)	265,6	(+ 6,3)	276,7	(+ 11,1)	241,4	(+ 18,1)
Instruments de politique monétaire	4 959,5	(- 199,9)	5 048,5	(- 42,4)	4 852,6	(- 195,9)	5 159,4	(- 200,0)
<i>Opérations d'open market</i>	4 959,5	(- 199,9)	5 048,5	(- 42,4)	4 852,6	(- 195,9)	5 159,4	(- 200,0)
Opérations de crédit	334,0	(- 123,5)	402,1	(- 2,0)	252,2	(- 149,9)	457,4	(- 110,8)
Opérations principales de refinancement	3,9	(- 3,7)	4,8	(- 3,1)	2,8	(- 2,0)	7,6	(+ 0,8)
Opérations de refinancement à plus long terme d'une durée de trois mois	6,4	(+ 2,0)	5,0	(+ 1,1)	7,9	(+ 2,9)	4,4	(- 3,8)
TLTRO III	323,7	(- 121,8)	392,3	(+ 0,0)	241,5	(- 150,8)	445,5	(- 107,8)
Portefeuilles d'achats fermes de titres ¹⁾	4 625,5	(- 76,5)	4 646,4	(- 40,4)	4 600,4	(- 46,0)	4 702,0	(- 89,3)
Facilité de prêt marginal	0,0	(+ 0,0)	0,0	(+ 0,0)	0,0	(+ 0,0)	0,0	(+ 0,0)

Source : BCE

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

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

Autres informations fondées sur la liquidité

(moyennes ; en milliards d'euros)

	Période sous revue actuelle : 31 janvier 2024 - 16 avril 2024						Précédente période sous revue : 1er novembre 2023 - 30 janvier 2024	
	Première et deuxième périodes de constitution		Première période de constitution : 31 janvier - 12 mars 2024		Deuxième période de constitution : 13 mars - 16 avril 2024		Septième et huitième périodes de constitution	
Besoin global de financement ¹⁾	1 531,2	(- 99,7)	1 550,4	(- 45,1)	1 508,1	(- 42,3)	1 630,9	(- 104,1)
Solde des facteurs autonomes ²⁾	1 369,7	(- 98,0)	1 389,0	(- 44,1)	1 346,5	(- 42,6)	1 467,7	(- 102,3)
Excédent de liquidité ³⁾	3 428,3	(- 100,2)	3 498,1	(+ 2,7)	3 344,7	(- 153,4)	3 528,5	(- 96,0)

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 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 : 31 janvier 2024 - 16 avril 2024				Précédente période sous revue : 1er novembre 2023 - 30 janvier 2024			
	Première période de constitution : 31 janvier - 12 mars 2024		Deuxième période de constitution : 13 mars - 16 avril 2024		Septième période de constitution		Huitième période de constitution	
Opérations principales de refinancement	4,50	(+ 0,00)	4,50	(+ 0,00)	4,50	(+ 0,00)	4,50	(+ 0,00)
Facilité de prêt marginal	4,75	(+ 0,00)	4,75	(+ 0,00)	4,75	(+ 0,00)	4,75	(+ 0,00)
Facilité de dépôt	4,00	(+ 0,00)	4,00	(+ 0,00)	4,00	(+ 0,00)	4,00	(+ 0,00)
€STR	3,907	(+ 0,006)	3,908	(+ 0,001)	3,903	(+ 0,00)	3,901	(- 0,001)
RepoFunds Rate Euro	3,955	(+ 0,049)	3,947	(- 0,008)	3,945	(+ 0,019)	3,905	(- 0,040)

Sources : BCE, CME Group et Bloomberg

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

Fourniture de liquidité par le biais des instruments de politique monétaire

Le montant moyen de la liquidité fournie par le biais des instruments de politique monétaire a diminué de 199,9 milliards d'euros, pour s'établir à 4 959,5 milliards au cours de la période sous revue (graphique A). Cette baisse est principalement due à la poursuite de la diminution du montant de la liquidité fournie par le biais d'opérations de crédit.

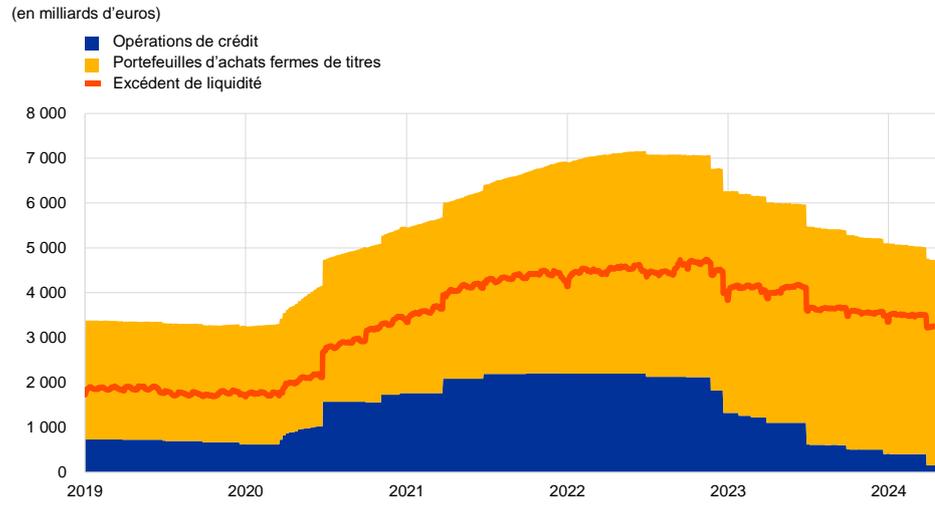
Le montant moyen de liquidité fournie par le biais d'opérations de crédit a diminué de 123,5 milliards d'euros, pour s'établir à 334 milliards au cours de la période sous revue. Cette diminution reflète largement la baisse des encours des TLTRO III résultant de l'arrivée à échéance des TLTRO III.7 (215,4 milliards d'euros) et des remboursements anticipés d'autres fonds TLTRO à hauteur de 35,8 milliards d'euros le 27 mars 2024. Dans le même temps, l'encours global des opérations standard de refinancement de l'Eurosystème – opérations principales de refinancement (MRO) et opérations de refinancement à plus long terme d'une durée de trois mois (LTRO) – a légèrement baissé. Cela s'explique principalement par la réduction de 3,7 milliards d'euros en moyenne de l'encours des MRO, tandis que l'encours des LTRO d'une durée de trois mois a augmenté de 2 milliards d'euros. La participation limitée des banques à ces opérations et leur capacité à rembourser des montants significatifs de fonds LTRO sans se tourner vers des opérations de refinancement classiques reflètent la situation de liquidité globalement confortable des banques et la disponibilité d'autres sources de financement à des taux attractifs.

Le montant moyen de liquidité fournie par le biais des encours des portefeuilles d'achats fermes de titres a diminué de 76,5 milliards d'euros durant la période sous revue. Cette baisse est imputable à l'arrêt, le 1^{er} juillet 2023, des réinvestissements du principal des titres à échéance dans le cadre de l'APP. Dans le cadre du programme d'achats d'urgence face à la pandémie, le

principal des titres arrivant à échéance a été réinvesti en totalité depuis que les achats nets ont été interrompus fin mars 2022 ^{5,6}.

Graphique A

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



Source : BCE

Note : Les dernières observations se rapportent au 16 avril 2024.

Excédent de liquidité

Au cours de la période sous revue, l'excédent de liquidité a diminué de 100,2 milliards d'euros, pour s'établir à 3 428,3 milliards (graphique A).

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

⁵ 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.

⁶ En décembre 2023, la BCE a annoncé son intention, au second semestre 2024, de ne réinvestir que partiellement les remboursements au titre du principal des titres arrivant à échéance dans le cadre du programme d'achats d'urgence face à la pandémie.

Évolutions des taux d'intérêt

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

L'€STR moyen est resté globalement inchangé au cours de la période sous revue, tout en maintenant un écart stable avec les taux d'intérêt directeurs de la BCE. Au cours de la période sous revue, l'€STR s'est échangé, en moyenne, 9,2 points de base au-dessous du taux de la facilité de dépôt, soit un niveau légèrement supérieur à la moyenne de 9,9 points de base pour les périodes de constitution des réserves de 2023. La baisse de l'excédent de liquidité n'a donc pas eu pour le moment d'effet haussier significatif sur l'€STR.

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. Le taux repo s'est établi, en moyenne, 4,9 points de base au-dessous du taux de la facilité de dépôt au cours de la période sous revue, enregistrant une hausse de 2,5 points de base environ par rapport à la précédente période sous revue. Cette évolution reflète la poursuite de l'inversion des facteurs ayant exercé une pression à la baisse sur les taux repo depuis le dernier trimestre 2023. Ceux-ci comprennent la réévaluation des anticipations relatives aux taux d'intérêt, qui incite les intermédiaires financiers à prendre des positions longues sur des obligations financées par les repos, et la plus grande disponibilité de garanties, dans un contexte de diminution de l'encours des avoirs au titre de l'APP et de libération des garanties mobilisées à la suite de l'arrivée à échéance des TLTRO.

Francesca Barbiero et Maria Dimou

Le risque de crédit s'est progressivement accentué au cours des derniers trimestres, sans toutefois atteindre les niveaux de détérioration suggérés par les mesures globales du risque de crédit bancaire sur la base des données historiques, en raison de perspectives économiques faibles pour la zone euro, de taux d'intérêt plus élevés et de la hausse du nombre de faillites. Les ratios de prêts non performants et les mesures plus larges du risque de crédit, comme les arriérés à court terme et les prêts sous-performants (stade 2), ont augmenté de manière constante au cours des derniers trimestres, avec une certaine hétérogénéité entre les pays résultant notamment de la différence des expositions à des secteurs plus sensibles aux taux d'intérêt tels que le secteur de l'immobilier commercial. Toutefois, la hausse est restée contenue dans l'ensemble ¹. En outre, les probabilités de défaut sur les expositions de bilan des banques n'ont que légèrement augmenté depuis le début du récent cycle de resserrement monétaire, en dépit d'une charge de taux d'intérêt accrue et d'une dégradation des perspectives économiques ². De manière générale, la fréquence des défauts déclarés est inférieure au niveau pouvant être attendu sur la base des régularités historiques, compte tenu des perspectives macroéconomiques actuelles ³.

Une part de l'évolution favorable du risque de crédit aux bilans des banques peut être attribuée au fait que, depuis le début du cycle de resserrement, les banques ont activement réorienté leurs portefeuilles vers des actifs plus sûrs (graphique A). Si l'on considère les portefeuilles de prêts des banques aux entreprises depuis fin 2021, tels qu'ils ressortent d'AnaCredit, le registre des crédits de la zone euro, il y a effectivement eu une détérioration de la solvabilité des emprunteurs, reflétant probablement une hausse des charges de taux d'intérêt et l'affaiblissement progressif des conditions macroéconomiques (graphique A, barres jaunes). On aurait pu s'attendre à ce que cela entraîne une dégradation marquée des portefeuilles de prêts des banques. Toutefois, en plus de la contraction généralisée de l'offre de crédit depuis le début du resserrement de la politique monétaire, les banques ont réorienté de manière sélective l'octroi de crédits vers des contreparties plus sûres au sein de leurs portefeuilles de prêts aux entreprises (graphique A, barres bleues). Ce rééquilibrage a plus que compensé la détérioration passive de la qualité des expositions des banques résultant des modifications de la solvabilité des contreparties préexistantes. Par conséquent, la part des prêts moins risqués dans les portefeuilles de prêts aux entreprises (graphique A, cercles bleus) a effectivement augmenté, entraînant une détérioration moins prononcée que prévu de la qualité globale de l'encours de prêts. Ce résultat est cohérent avec l'augmentation

¹ Cf., par exemple, la série relative aux [prêts non performants](#) et aux [prêts de stade 2](#) des statistiques bancaires prudentielles de la BCE.

² Cf., par exemple, l'encadré intitulé « [Vulnérabilités déclarées par les entreprises participant à l'enquête SAFE](#) », *Bulletin économique*, n° 1, BCE, 2024.

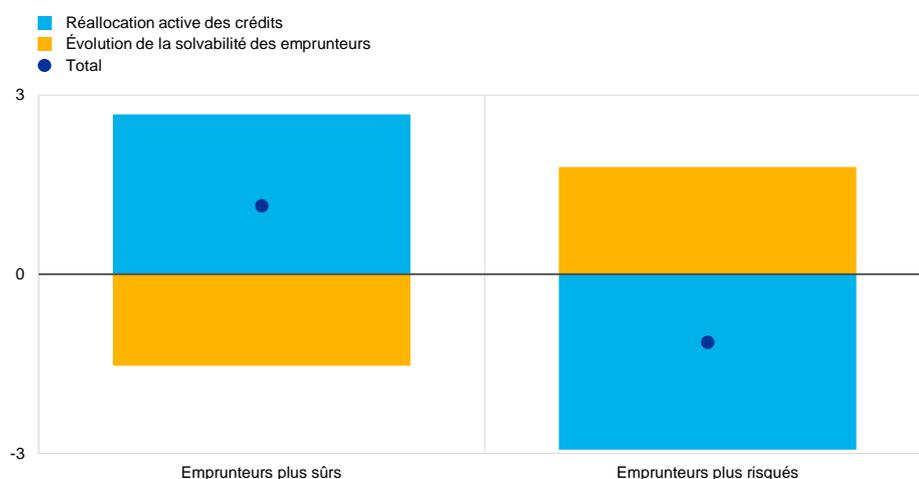
³ Cf. également af Jochnick (K.), « [The single supervisor ten years on: experience and way forward](#) », *LBBW Fixed Income Forum*, Francfort, 13 mars 2024 ; et « [Euro area banking sector](#) », *Financial Stability Review*, BCE, mai 2024.

de l'aversion au risque déclarée par les banques dans l'enquête sur la distribution du crédit bancaire dans la zone euro (*euro area bank lending survey*, BLS) depuis le début du cycle de resserrement, associée à une perception accrue des risques ⁴. Le fait que les actifs plus sûrs et potentiellement plus liquides soient considérés comme plus attractifs a également incité les banques à réorienter leurs actifs vers la détention de titres plutôt que de prêts, une configuration qui reflète largement l'activité de titrisation ⁵.

Graphique A

Décomposition des évolutions des portefeuilles de prêts des banques aux entreprises entre le quatrième trimestre 2021 et le quatrième trimestre 2023

(variations des parts du volume des prêts et des contributions, en points de pourcentage)



Sources : BCE (AnaCredit) et calculs de la BCE.

Notes : Ce graphique présente les variations trimestrielles cumulées de la part des prêts appartenant à chaque catégorie d'emprunteurs entre le premier trimestre 2022 et le quatrième trimestre 2023. Les catégories d'emprunteurs reflètent la correspondance entre les taux de défaut réalisés et les notations fournies par les agences de notation. Les « emprunteurs plus sûrs » comprennent les emprunteurs dont la probabilité de défaut est inférieure ou égale à 5 %. Les « emprunteurs plus risqués » comprennent les emprunteurs dont la probabilité de défaut est supérieure à 5 %. Les calculs sont fondés sur les encours de prêts octroyés par les banques de la zone euro aux résidents de la zone euro. Les définitions sont conformes au règlement BCE/2021/2 (« règlement BSI »). Les barres bleues représentent les cumuls des variations trimestrielles des parts de prêts au sein de chaque catégorie, calculés en appliquant les probabilités de défaut observées au trimestre précédent.

Une réallocation des portefeuilles des banques vers des actifs plus sûrs pourrait refléter les efforts entrepris pour contenir le coût du risque de crédit, en évitant une plus forte augmentation des provisions pour pertes sur prêts et des mesures plus larges du risque de crédit. Après avoir atteint des niveaux record à la suite de la crise financière mondiale et de la crise de la dette souveraine, le coût du risque de crédit est resté contenu ces dernières années (graphique B, zone verte) ⁶. En raison de l'accroissement des pressions prudentielles, les banques ont entrepris des efforts coûteux pour assainir leurs bilans, et leurs pratiques de gestion des risques ont fait l'objet d'un examen continu. Les coûts liés au risque de crédit, conjugués à d'autres inefficacités opérationnelles, ont contribué à de faibles niveaux de rentabilité, à un coût élevé des fonds propres et à un manque de redistribution de capital au cours des années qui ont précédé le récent cycle de

⁴ Cf. « *The euro area bank lending survey – First quarter of 2024* », BCE, avril 2024.

⁵ Le rééquilibrage des actifs bancaires en faveur des titres à partir de fin 2021 n'a pas été associé à des modifications du profil de risque global des portefeuilles de prêts.

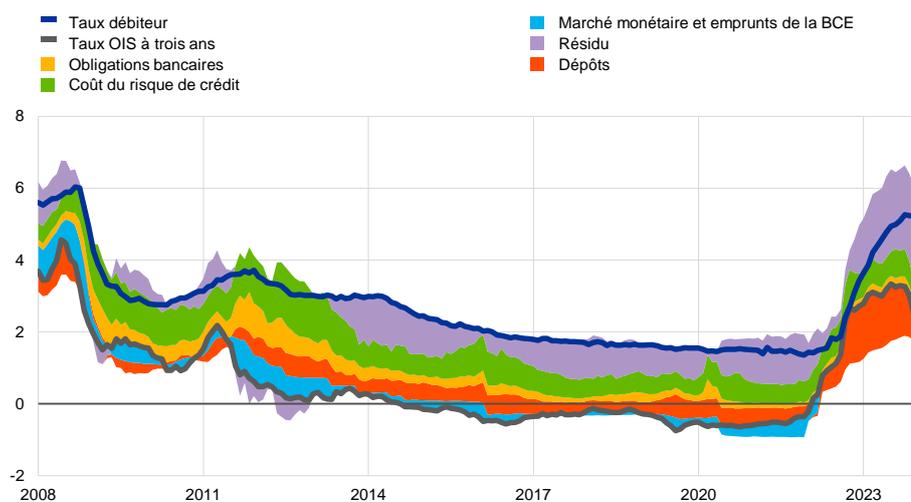
⁶ Dans ce contexte, le coût du risque de crédit correspond à la somme des exigences de fonds propres et des pertes (de crédit) attendues.

resserrement, en particulier lors des crises passées. Par conséquent, une aversion au risque prononcée serait cohérente avec les efforts déployés par les banques pour maîtriser le coût du risque de crédit afin d'atteindre des niveaux de rentabilité leur permettant de continuer à distribuer du capital à leurs investisseurs ⁷. Actuellement, en raison de ces stratégies bancaires adaptatives, les provisions pour pertes sur prêts et les mesures plus larges du risque de crédit restent contenues malgré un regain d'attention de la part des autorités de surveillance et des marchés. Pour la même raison, les provisions pour pertes sur prêts et les mesures du risque de crédit figurant au bilan des banques ont perdu une partie de leur capacité à refléter pleinement la mesure dans laquelle le resserrement de la politique monétaire affecte les entreprises et les ménages. Cela suggère qu'une vision plus globale de la transmission de la politique monétaire à l'économie réelle serait justifiée. En outre, cela reflète probablement le fait que les bilans des entreprises et des ménages se trouvaient dans une situation favorable au début du cycle de resserrement, ce qui, conjugué à une rentabilité et à un emploi solides, a pu empêcher une plus forte détérioration de la solvabilité.

Graphique B

Taux débiteur appliqué aux sociétés non financières et ses composantes

(en pourcentage annuel)



Sources : BCE (postes du bilan, statistiques relatives aux taux d'intérêt des IFM), Bloomberg, Moody's et calculs de la BCE.

Notes : Ce graphique décompose le taux débiteur réalisé appliqué aux sociétés non financières (ligne bleue) en contributions des composantes des coûts bancaires. Le résidu entre le taux débiteur réalisé et les différentes composantes du coût offre une mesure de la marge d'intermédiation. Les coûts des dépôts, des obligations bancaires et des emprunts auprès des marchés monétaires et de la BCE sont exprimés par les *spreads* vis-à-vis du taux de base, c'est-à-dire le taux des *swaps* au jour le jour à trois ans (ligne noire), pondérés par leur importance respective dans les structures de financement des banques. Les dernières observations se rapportent à décembre 2023.

Les données empiriques suggèrent que les banques se montrent plus prudentes dans l'octroi de crédits, en raison de considérations réglementaires et prudentielles (graphique C, partie a). L'attention prudentielle accrue oblige les banques à faire preuve de plus d'aversion au risque dans leurs activités de prêt ⁸.

⁷ Cf. l'encadré intitulé « Les distributions de capital des banques et leurs implications pour la politique monétaire », *Bulletin économique*, n° 6, BCE, 2023.

⁸ Cf. Altavilla (C.), Boucinha (M.), Peydró (J.-L.) et Smets (F.), « *Banking supervision, monetary policy and risk-taking: big data evidence from 15 credit registers* », *Working Paper Series*, n° 2349, BCE, janvier 2020.

À mesure de l'augmentation de la pression réglementaire, les banques sont de plus en plus incitées à respecter les normes d'adéquation des fonds propres et à réduire leur exposition aux actifs risqués. Par conséquent, les banques réallouent stratégiquement les crédits vers des emprunteurs plus sûrs ou des actifs moins risqués afin de respecter les exigences réglementaires, de faire face aux pressions prudentielles et d'éviter une augmentation injustifiée des besoins de provisionnement *ex post* pour les pertes sur prêts. Le rôle des pressions réglementaires et prudentielles est capturé via les réponses des banques à la question de l'enquête BLS relative à l'incidence sur les critères d'octroi de crédit des mesures réglementaires et prudentielles au cours des douze derniers mois. L'analyse empirique suggère que les banques qui ont fait état d'un effet de durcissement lié aux mesures prudentielles ou réglementaires ont nettement réduit l'octroi de prêts aux emprunteurs plus risqués par rapport aux emprunteurs plus sûrs sur l'horizon considéré⁹. Plus précisément, une banque durcissant ses critères d'octroi de crédit en raison des pressions prudentielles et réglementaires dans la même mesure qu'une banque moyenne entre 2021 et 2023 (pourcentage net cumulé de 20 %), a réduit son activité de prêt aux emprunteurs plus risqués de 3 points de pourcentage, alors que le volume global des prêts a diminué de 9,8 % pour l'échantillon d'emprunteurs plus risqués sur l'horizon considéré. Cela confirme l'hypothèse selon laquelle la surveillance continue exercée par les autorités prudentielles a incité les banques à se montrer prudentes dans leur allocation de crédit aux emprunteurs présentant de faibles capacités de remboursement, même si d'autres facteurs, comme une baisse de la demande de prêts, ont peut-être également joué un rôle important pour ces emprunteurs.

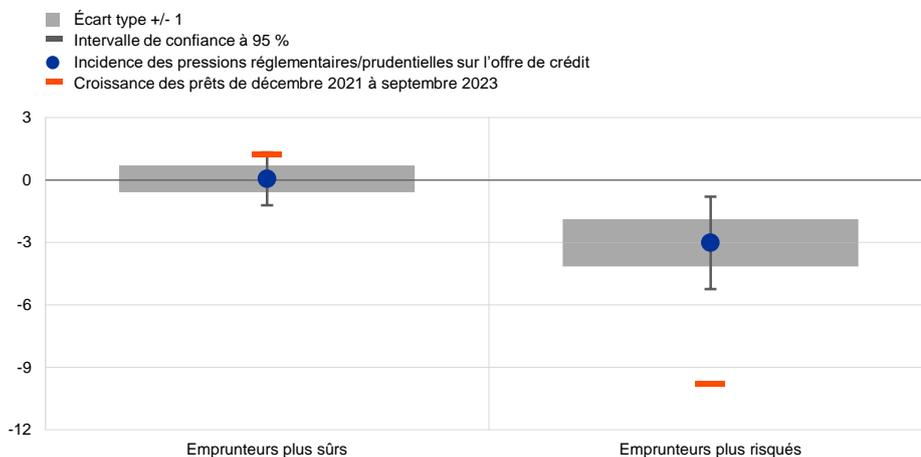
⁹ Afin de tester d'autres hypothèses susceptibles d'expliquer le comportement des banques en matière de risque de crédit, nous avons construit un ensemble de données banque-entreprise en reliant AnaCredit aux réponses individuelles des banques à l'enquête BLS, ainsi qu'aux situations bilancielle à partir des statistiques relatives aux différents postes du bilan. Nous nous sommes intéressées à la variation du volume de prêts au niveau des couples banque-entreprise entre décembre 2021, avant le cycle de resserrement, et septembre 2023. Afin de caractériser les facteurs ayant influé sur la variation de l'allocation relative du crédit aux emprunteurs plus sûrs ou plus risqués *ex ante* au cours de cette période, nous avons utilisé une approche empirique standard qui nous a permis d'inclure les entreprises en relation avec une seule banque pour l'identification des chocs d'offre de crédit bancaire, en faisant l'hypothèse que les chocs affectent de manière similaire les entreprises appartenant à un même secteur, ayant une même localisation et une même classification de taille (cf. Degryse (H.), De Jonghe (O.), Jakovljević (S.), Mulier (K.) et Schepens (G.), « *Identifying credit supply shocks with bank-firm data: Methods and applications* », *Journal of Financial Intermediation*, vol. 40, octobre 2019.) Nous spécifions ensuite un modèle de régression transversal, qui intègre des variables de contrôle pour les banques et les entreprises tels que la taille de la banque et l'ancienneté de l'entreprise, ainsi que des effets fixes correspondant à la taille du secteur et à sa localisation, comme indiqué ci-dessus.

Graphique C

Données empiriques sur les facteurs déterminant l'allocation de l'offre de crédit

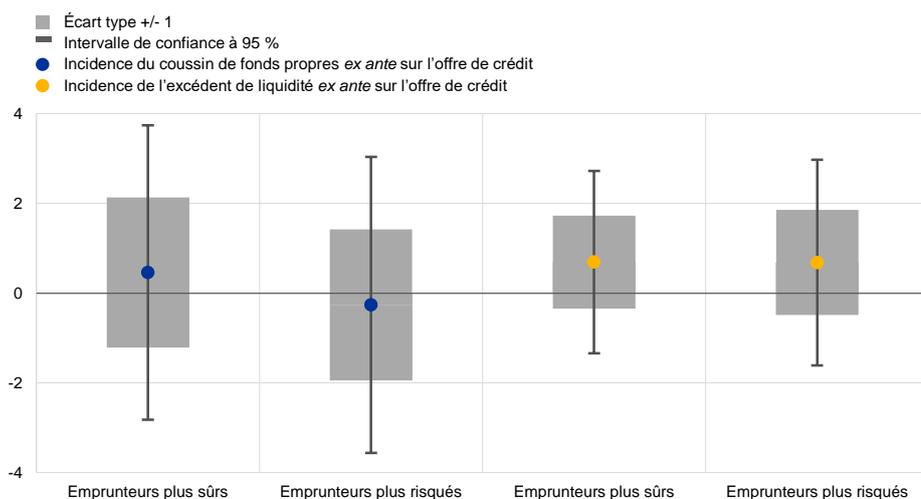
a) Incidence des pressions réglementaires/prudentielles

(en points de pourcentage, volumes de prêts *ex ante*)



b) Incidence des coussins de fonds propres et de l'excédent de liquidité *ex ante*

(en points de pourcentage, volumes de prêts *ex ante*)



Sources : BCE (postes de bilan individuels, AnaCredit), enquête BLS, déclarations d'informations prudentielles de la BCE et calculs de la BCE.

Notes : Le graphique présente les coefficients de la régression : $Loan\ growth_{b,f} = Riskier_f + \beta^1 Safer_f \times X_b + \beta^2 Riskier_f \times X_b + Y_b + Z_f + \gamma_{ILS} + \epsilon_{b,f}$, où $Loan\ growth_{b,f}$ est la variation (en logarithme) du volume de prêts au niveau banque-entreprise entre décembre 2021 et septembre 2023. $Safer_f$ et $Riskier_f$ sont des variables muettes complémentaires égales à 1 si la probabilité de défaut *ex ante* de l'emprunteur est, respectivement, supérieure (inférieure) à 5 %. X_b est une variable égale à 1 si les mesures prudentielles ou réglementaires des douze mois précédents ont eu un effet de durcissement sur les critères d'octroi (partie a), ou sur le coussin de fonds propres *ex ante* ou le ratio de liquidité excédentaire sur les actifs (partie b). La régression inclut des variables de contrôle pour les banques et les entreprises (Y_b et Z_f) telles que la taille de la banque et l'âge de l'entreprise, ainsi que des effets fixes secteur-localisation-taille (γ_{ILS}). Les erreurs type sont regroupées au niveau des banques. Les coefficients sont recalculés à l'aide du durcissement net cumulé des critères d'octroi résultant des pressions réglementaires et prudentielles sur la période 2021-2023, en moyenne pour les prêts aux petites et moyennes entreprises et aux grandes entreprises, comme indiqué dans l'enquête BLS.

En revanche, la solidité des bilans des banques et leur capacité d'absorption avant le cycle de resserrement ne semblent pas avoir eu d'incidence notable sur l'allocation qualitative du crédit (graphique C, partie b). D'amples coussins de fonds propres et de liquidité influent sur la façon dont la politique monétaire se

transmet et peuvent interagir avec la gestion du risque de crédit des banques ¹⁰. Au début du récent cycle de resserrement, les banques détenaient des niveaux élevés de liquidité et leurs coussins de fonds propres étaient nettement supérieurs aux exigences réglementaires. Cette situation résultait de plusieurs années d'un contrôle réglementaire et prudentiel rigoureux, qui avaient rendu le système bancaire de la zone euro plus résistant à des chocs tels que les perturbations bancaires de mars 2023. Toutefois, les niveaux *ex ante* des coussins de fonds propres et des ratios de liquidité excédentaire ne semblent pas déterminants pour expliquer les changements intervenus dans l'allocation du crédit en faveur d'emprunteurs plus sûrs ou plus risqués au cours du cycle de resserrement, alors que les pressions réglementaires et prudentielles semblent jouer un rôle important, comme évoqué précédemment.

¹⁰ En particulier, la réallocation du crédit des emprunteurs plus risqués vers des emprunteurs plus sûrs devrait être moins fréquente parmi les banques dont les niveaux de fonds propres et de liquidité excédentaire sont plus élevés, conformément à Gambacorta (L.) et Shin (H.S.), « *Why bank capital matter for monetary policy* », *Journal of Financial Intermediation*, vol. 35, juillet 2018, p. 17-29.

Articles

1 Dynamique sectorielle et cycle conjoncturel dans la zone euro

Niccolò Battistini et Johannes Gareis

1 Introduction

La dynamique sectorielle est essentielle pour comprendre le cycle conjoncturel et ce, pour deux raisons. Premièrement, les secteurs sont une importante source de fluctuations agrégées. Par exemple, un secteur individuel peut subir des modifications inattendues de ses processus de production, ou des chocs, notamment de graves perturbations de ses chaînes d’approvisionnement. Parmi les exemples récents de ce phénomène figurent la pénurie de semi-conducteurs qui a frappé le secteur automobile ou les difficultés rencontrées par le secteur des transports pour trouver de la main-d’œuvre ¹. Deuxièmement, les secteurs jouent un rôle prépondérant dans la propagation des chocs à l’activité économique globale. En effet, les différents secteurs interagissent par un réseau de liens entrées-sorties, qui à leur tour relie les principaux intrants de production, tels que le travail et le capital, aux utilisations finales des biens et des services, telles que la consommation et l’investissement. Globalement, ces interconnexions façonnent la structure sectorielle de l’économie et affectent la manière dont les différents secteurs réagissent aux chocs et les propagent au cycle conjoncturel ².

Des évolutions récentes, telles que d’importants chocs sectoriels et des changements visibles dans les tendances à long terme, ont ravivé l’intérêt pour la compréhension des implications de la dynamique sectorielle pour l’activité économique. D’une part, la série exceptionnelle de chocs sectoriels observée ces dernières années – les restrictions de déplacement qui ont entravé les services nécessitant de nombreux contacts, les goulets d’étranglement au niveau de l’offre qui ont perturbé les longues chaînes d’approvisionnement dans l’industrie et la volatilité des prix du gaz qui a affecté les secteurs à forte intensité énergétique – a ravivé l’intérêt pour la dynamique sectorielle. D’autre part, les évolutions récentes des tendances à long terme, telles que le ralentissement de la mondialisation, l’accélération de la numérisation et les progrès réalisés dans la

¹ Pour une analyse détaillée des évolutions récentes et une évaluation des perspectives à court terme du secteur automobile dans la zone euro, cf. l’encadré 5 du présent *Bulletin économique*. Pour une analyse récente de la manière dont les entreprises sont parvenues à faire face aux pénuries de main-d’œuvre, cf. l’encadré 3 du présent *Bulletin économique*.

² Pour une étude des différentes sensibilités de l’activité sectorielle aux chocs agrégés et de leurs implications pour l’activité économique globale, cf. l’encadré intitulé « [La politique monétaire et le ralentissement récent du secteur manufacturier et des services](#) », *Bulletin économique*, n° 8, BCE, 2023.

transition verte, peuvent entraîner des modifications de la structure sectorielle de l'économie et justifier une réévaluation du mécanisme de propagation des chocs ³.

Quelles informations la dynamique sectorielle peut-elle fournir pour l'évaluation à court terme du cycle conjoncturel ? Pour répondre à cette question, le présent article examine les principales caractéristiques des évolutions sectorielles récentes dans la zone euro en utilisant la décomposition de la valeur ajoutée brute réelle trimestrielle pour onze secteurs, fournie par Eurostat ⁴. Il s'agit du meilleur moyen de mesurer l'activité économique au niveau de granularité et de fréquence le plus élevé possible et d'une manière cohérente entre les pays ⁵. Après un bref examen de la littérature existante, l'article présente de nouveaux éléments concernant les implications des évolutions sectorielles pour les perspectives à court terme de l'activité économique dans la zone euro.

2 La littérature existante

Une littérature abondante montre que les secteurs sont des sources importantes de fluctuations du cycle conjoncturel et que leurs interactions déterminent la propagation des chocs à l'économie. Selon Gabaix, les chocs idiosyncratiques affectant les grandes entreprises pourraient expliquer une part importante des évolutions agrégées de l'activité économique ⁶. Acemoglu, Carvalho, Ozdaglar et Tahbaz-Salehi étendent cette intuition à une économie caractérisée par des liens entrées-sorties intersectoriels statiques, montrant que les chocs idiosyncratiques dans les secteurs qui sont d'importants fournisseurs directs et indirects d'autres secteurs – tels que les producteurs de biens de transport ou les prestataires de services d'activités professionnelles (par exemple, l'ingénierie ou la recherche et le développement) – peuvent déterminer les fluctuations agrégées ⁷. Baqaee et Fahri, Acemoglu et Azar, et Elliott, Golub et Leduc enrichissent encore ce

³ Cet article ne mentionne que brièvement le rôle des tendances à long terme de la dynamique de la composition sectorielle de l'économie. L'évaluation approfondie de leur impact dépasse le cadre du présent article.

⁴ Il convient de noter que l'activité économique dans la zone euro a été de plus en plus affectée par les évolutions en Irlande au cours des dix dernières années, principalement en raison du rôle important joué par les sociétés multinationales dans l'activité du secteur manufacturier et dans les domaines de l'information et de la communication. Cf. l'encadré intitulé « [Les actifs incorporels des entreprises multinationales en Irlande et leur impact sur le PIB de la zone euro](#) », *Bulletin économique*, n° 3, BCE, 2023. Toutefois, tous les résultats empiriques présentés dans cet article sont robustes, si l'on exclut l'Irlande.

⁵ Les onze secteurs correspondent aux données relatives à la valeur ajoutée brute réelle, sur la base de la nomenclature NACE Rév.2, pour les secteurs A (l'agriculture), B, D et E (industries extractives et énergie), C (industrie manufacturière), G, H et I (commerce, transport et hébergement), J (information et communication), K (activités financières et d'assurance), L (activités immobilières), M et N (activités professionnelles), O, P et Q (administration publique) et R, S, T et U (arts et loisirs). À noter que, en raison de la disponibilité limitée des données, la valeur ajoutée brute réelle pour l'industrie extractive et l'énergie est approximée par la différence entre la valeur ajoutée brute réelle pour B, C, D et E et celle pour C.

⁶ Gabaix (X.), « *The Granular Origins of Aggregate Fluctuations* », *Econometrica*, vol. 79, n° 3, 2011, p. 733-772, en s'appuyant sur les contributions de Long (Jr.), (J.B.) et Plosser (C.I.), « *Real Business Cycles* », *Journal of Political Economy*, vol. 91, n° 1, 1983, p. 39-69 ; Horvath (M.), « *Sectoral shocks and aggregate fluctuations* », *Journal of Monetary Economics*, vol. 45, n° 1, 2000, p. 69-106 ; et Dupor (W.), « *Aggregation and irrelevance in multi-sector models* », *Journal of Monetary Economics*, vol. 43, n° 2, 1999, p. 391-409.

⁷ Acemoglu (D.), Carvalho (V.M.), Ozdaglar (A.) et Tahbaz-Salehi (A.), « *The Network Origins of Aggregate Fluctuations* », *Econometrica*, vol. 80, n° 5, 2012, p. 1977-2016.

cadre avec des réseaux de production endogènes afin de montrer comment la complexité des liens de réseau et les caractéristiques structurelles microéconomiques déterminent la propagation des chocs ⁸. Dans leurs travaux empiriques sur les économies avancées, Foerster, Sarte et Watson, Atalay, Garin, Pries et Sims, ainsi que De Graeve et Schneider, montrent que les chocs spécifiques aux différents secteurs sont les principaux déterminants des fluctuations agrégées ⁹. De plus, Joya et Rougier ainsi que Caraianni *et al.* montrent comment l'impact économique des chocs sectoriels et agrégés dépend des caractéristiques du réseau de production ¹⁰.

La littérature existante accorde relativement peu d'attention au pouvoir prédictif des caractéristiques sectorielles de l'économie pour les fluctuations du cycle conjoncturel. Une grande partie de la littérature théorique utilise des modèles quantitatifs statiques des réseaux de production ou fait l'hypothèse d'une propagation complète des chocs au cours d'une période donnée. En outre, la littérature empirique se concentre principalement sur le pouvoir explicatif des chocs sectoriels pour les fluctuations macroéconomiques globales sans étudier la dynamique de leur propagation. Toutefois, les travaux récents de Baqaee, Fahri et Rubbo, fondés sur des modèles dynamiques avec une transmission incomplète des chocs à travers de longues chaînes d'approvisionnement, montrent que les chocs ne se répercutent que progressivement dans l'économie ¹¹. En s'appuyant sur ces éléments, cet article examine dans quelle mesure les évolutions sectorielles peuvent constituer des indicateurs avancés de l'activité économique agrégée ¹².

⁸ Baqaee (D.R.) et Farhi (E.), « *The Macroeconomic Impact of Microeconomic Shocks: Beyond Hulten's Theorem* », *Econometrica*, vol. 87, 2019, p. 1155-1203 ; Acemoglu (D.) et Azar (P.D.), « *Endogenous Production Networks* », *Econometrica*, vol. 88, n° 1, 2020, p. 33-82 ; et Elliott (M.), Golub (B.) et Leduc (M.V.), « *Supply Network Formation and Fragility* », *American Economic Review* vol. 112, n° 8, 2022, p. 2701-47.

⁹ Foerster (A.T.), Sarte (P-D.G.) et Watson (M.W.), « *Sectoral versus Aggregate Shocks: A Structural Factor Analysis of Industrial Production* », *Journal of Political Economy*, vol. 119, n° 1, 2011, p. 138 ; Atalay (E.), « *How Important Are Sectoral Shocks?* », *American Economic Journal: Macroeconomics*, vol. 9, n° 4, 2017, p. 254-280 ; Garin (J.), Pries (M.J.) et Sims (E.R.), « *The Relative Importance of Aggregate and Sectoral Shocks and the Changing Nature of Economic Fluctuations* », *American Economic Journal: Macroeconomics*, vol. 10, n° 1, 2018, p. 119-48 ; et De Graeve (F.) et Schneider (J.D.), « *Identifying sectoral shocks and their role in business cycles* », *Journal of Monetary Economics*, vol. 140, 2023, p. 124-141.

¹⁰ Joya (O.) et Rougier (E.), « *Do (all) sector shocks lead to aggregate volatility? Empirics from a production network perspective* », *European Economic Review*, vol. 113, Issue C, p. 77-107 ; et Caraianni (P.), Dutescu (A.), Hoinaru (R.) et Stănilă (G.O.), « *Production network structure and the impact of the monetary policy shocks: Evidence from the OECD* », *Economics Letters*, vol. 193, Issue C, 2020.

¹¹ Baqaee (D.R.) et Farhi (E.), « *Networks, Barriers, and Trade* », *Econometrica*, vol. 92, 2024, p. 505-541 ; et Baqaee (D.R.) et Rubbo (E.), « *Micro Propagation and Macro Aggregation* », *Annual Review of Economics*, vol. 15, 2023.

¹² L'évaluation des propriétés d'indicateur avancé des évolutions sectorielles est importante, en particulier à la lumière du décalage dans la disponibilité des données quantitatives sectorielles sur la valeur ajoutée. En effet, la présence de propriétés d'indicateur avancé justifierait d'utiliser des indicateurs à haute fréquence et à court terme récents pour la production sectorielle ainsi que les données quantitatives sectorielles antérieures sur la valeur ajoutée pour obtenir des informations sur les perspectives à court terme de l'activité économique globale.

3 Modifications intersectorielles de l'activité et cycle conjoncturel

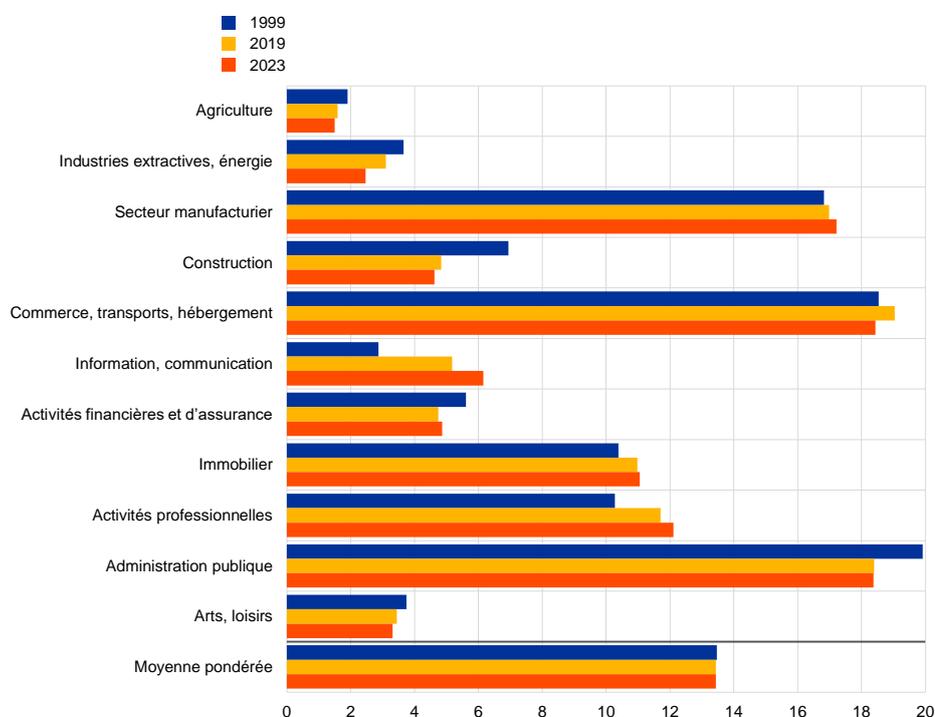
Entre 1999 et 2023, la composition sectorielle de l'activité économique dans la zone euro est demeurée globalement similaire malgré des épisodes de déplacements importants de l'activité d'un secteur à l'autre. S'agissant des

parts sectorielles de la valeur ajoutée brute réelle dans la zone euro en 1999, 2019 et 2023 (graphique 1), la composition sectorielle de l'activité économique dans la zone euro semble largement stable, le classement par taille des secteurs et la concentration sectorielle de l'activité (mesurée par la moyenne pondérée des parts sectorielles) étant demeurés globalement inchangés. Plus précisément, l'administration publique, le commerce, les transports et l'hébergement, ainsi que le secteur manufacturier restent les principaux secteurs, suivis des activités professionnelles et de l'immobilier. Sur la même période, la composition de l'activité n'a changé de manière visible que pour des secteurs relativement petits. Certains ont affiché un recul régulier, comme la construction, principalement en raison de la contraction du marché de l'immobilier résidentiel après la crise financière mondiale, et les industries extractives et l'énergie, notamment après la récente crise énergétique, tandis que d'autres ont enregistré une croissance régulière, comme l'information et la communication, en particulier à la suite de la numérisation croissante de l'économie. Toutefois, ces évolutions à long terme font largement abstraction des déplacements à court terme de l'activité entre les secteurs au cours d'épisodes particuliers.

Graphique 1

Composition sectorielle de l'activité économique dans la zone euro

(part sectorielle ; pourcentages de la valeur ajoutée brute réelle)



Sources : Eurostat et calculs de la BCE.

Note : La moyenne pondérée utilise les parts sectorielles de la valeur ajoutée brute réelle comme pondérations et il s'agit d'une mesure synthétique du degré de concentration sectorielle de l'économie, dans l'esprit d'un [indice de Herfindahl-Hirschmann](#) (couramment utilisé pour mesurer la concentration du marché au niveau des entreprises) appliqué à la valeur ajoutée brute réelle sectorielle.

Des épisodes relativement courts de déplacements importants de l'activité entre les différents secteurs se sont produits durant les deux plus grandes récessions de la zone euro. Ces modifications intersectorielles de l'activité peuvent être mises en évidence par un indice global simple mesurant l'ampleur agrégée en valeur absolue des variations des parts sectorielles selon une périodicité trimestrielle, comme détaillé dans l'encadré 1 ¹³. Cet indice global des modifications intersectorielles augmente avec l'ampleur des variations des parts sectorielles, indiquant ainsi une plus forte réallocation de l'activité entre les secteurs de l'économie. S'agissant de l'évolution de cet indice entre 1999 et 2023 (graphique 2), les modifications intersectorielles se sont fortement accrues à deux reprises : la première fois au cours de la crise financière mondiale et la seconde, durant la crise liée à la pandémie ¹⁴. Ces évolutions suggèrent l'existence d'une corrélation

¹³ Cet indice des modifications intersectorielles de l'activité s'inspire des travaux fondateurs de Lilien (D. M.), « *Sectoral Shifts and Cyclical Unemployment* », *Journal of Political Economy*, vol. 90, n° 4, 1982, p. 777-793, et plus récemment de Chodorow-Reich (G.) et Wieland (J.), « *Secular Labor Reallocation and Business Cycles* », *Journal of Political Economy*, vol. 128, n° 6, 2020, p. 2245-2287. Dans cet article, l'indice est calculé comme proposé par Tase (M.), « *Sectoral dynamics and business cycles* », *Economics Letters*, vol. 175, 2019, p. 60-63. Il repose uniquement sur des décompositions comptables et ne s'appuie pas sur des hypothèses de modèles visant à exclure l'impact du cycle conjoncturel, telles que la mesure proposée par Rissman (E.R.), « *Measuring labor market turbulence* », *Economic Perspectives*, Federal Reserve Bank of Chicago, vol. 21, n° 3, 1997, p. 2-14.

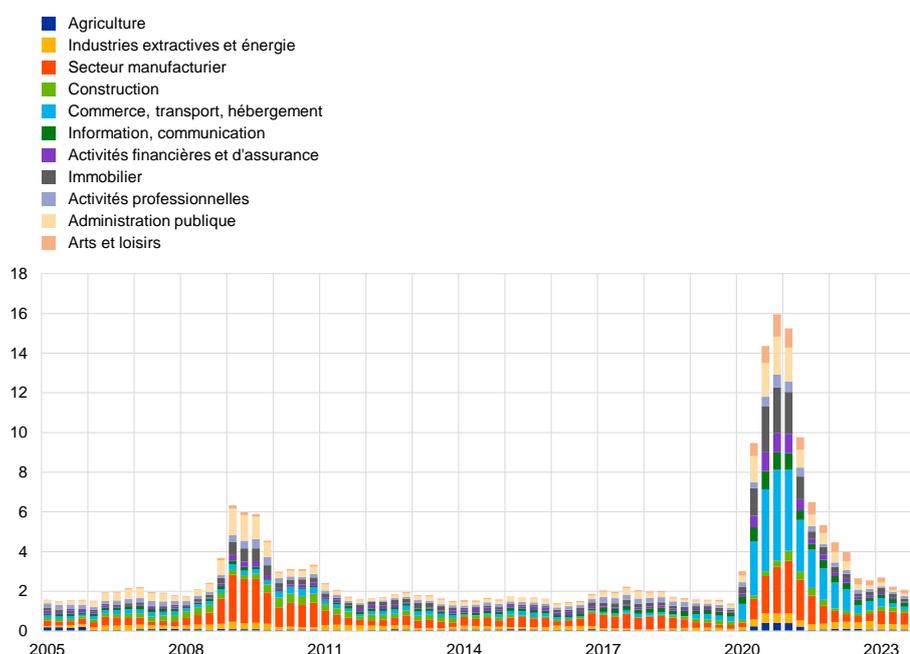
¹⁴ En l'absence de l'Irlande, l'indice des modifications intersectorielles présenterait une dynamique presque identique à celle de l'indice présenté dans le graphique 2.

évidente entre les grandes récessions et les réallocations importantes de l'activité entre les différents secteurs. De plus, l'indice des modifications intersectorielles fournit des informations sur l'ampleur des récessions, indiquant que des valeurs d'indice plus élevées sont associées à des contractions plus prononcées de l'activité économique. En effet, en glissement annuel, l'indice a augmenté d'environ 6 points de pourcentage de la valeur ajoutée brute réelle en moyenne en 2009, tandis que le PIB en volume a diminué d'environ 4 %, et il a augmenté d'environ 11 points de pourcentage en moyenne en 2020 par rapport à une contraction du PIB en volume d'environ 6 % en moyenne. Cette corrélation entre l'ampleur des modifications intersectorielles et la profondeur des récessions résulte principalement du rééquilibrage de l'activité *au sein* du secteur des services observé pendant la crise liée à la pandémie ¹⁵.

Graphique 2

Déplacements de l'activité économique entre les secteurs au sein de la zone euro

(variations en glissement annuel et contributions ; en points de pourcentage de la valeur ajoutée brute réelle)



Sources : Eurostat et calculs de la BCE.

Notes : Les barres représentent la valeur absolue des variations en glissement annuel de la part de chaque secteur dans la valeur ajoutée brute réelle totale. Par construction, les variations effectives (qui ne sont pas en valeur absolue) entre les secteurs sont égales à zéro à chaque moment considéré. Les dernières observations se rapportent au quatrième trimestre 2023.

Les modifications intersectorielles de l'activité reflètent une réallocation de l'activité entre et au sein des pays. L'indice global des modifications

¹⁵ Il convient de noter qu'un indice moins détaillé des modifications intersectorielles construit uniquement avec l'industrie et les services marchands n'afficherait pas la corrélation en termes d'ampleur, car il ne tiendrait pas compte de la réallocation de l'activité au sein du secteur des services durant la crise liée à la pandémie et afficherait une hausse similaire durant la crise financière mondiale et la crise liée à la pandémie. Concernant le rôle des services nécessitant de nombreux contacts dans l'évolution de l'activité économique au lendemain de la crise liée à la pandémie, cf. l'encadré intitulé « [L'impact des mesures d'endiguement sur les différents secteurs et pays durant la pandémie de COVID-19](#) », *Bulletin économique*, n° 2, BCE, 2021, l'encadré intitulé « [Évolutions et perspectives économiques des services nécessitant de nombreux contacts dans la zone euro](#) », *Bulletin économique*, n° 7, BCE, 2021, et l'encadré intitulé « [Le rôle des effets de réouverture selon les pays et les secteurs](#) », *Bulletin économique*, n° 6, BCE, 2023.

intersectorielles peut être décomposé en indices des déplacements intersectoriels entre et au sein des pays (cf. encadré 1)¹⁶. Si l'on considère l'ampleur en valeur absolue des modifications intersectorielles, comme dans le cas de l'indice global, l'indice des déplacements entre pays mesure la réallocation de l'activité d'un pays à l'autre en faisant l'hypothèse que les parts sectorielles restent inchangées, tandis que l'indice des déplacements au sein d'un pays mesure les déplacements de l'activité d'un secteur à l'autre en faisant l'hypothèse que les parts des pays restent inchangées¹⁷. L'indice des déplacements entre pays peut donc refléter des chocs qui induisent des asymétries entre les pays, ces chocs entraînant une délocalisation des processus de production d'un pays à l'autre afin de réaliser des gains d'efficacité via la spécialisation et l'avantage comparatif, mais qui nécessitent d'importants coûts d'ajustement et se produisent donc généralement de façon progressive¹⁸. En revanche, l'indice des déplacements au sein des pays peut refléter des chocs entraînant des asymétries entre les secteurs, car ces chocs impliquent des modifications dans l'utilisation des facteurs de production par les différents secteurs, tels que les heures travaillées et l'utilisation du facteur capital, que les entreprises pourraient être amenées à mettre en œuvre pendant une crise, puis à retirer lorsque l'économie s'améliore. Cette interprétation semble être confirmée par l'analyse empirique présentée dans l'encadré 1, selon laquelle les mouvements inattendus des déplacements intersectoriels entre et au sein des pays entraînent des effets persistants, respectivement positifs et négatifs, sur l'activité économique¹⁹. En effet, les indices de déplacements au sein et entre les pays présentent des dynamiques significativement différentes entre 1999 et 2023, ce qui indique leur rôle potentiellement différent dans la prévision des fluctuations de l'activité économique (graphique 3). Si l'indice des déplacements au sein des pays explique en grande partie l'indice global et est étroitement lié à l'occurrence des récessions, l'indice des déplacements entre pays présente des variations nettement plus faibles et tend à augmenter en période de reprise, comme entre la crise financière mondiale et la crise de la dette souveraine, puis à nouveau avant et après la crise pandémique,

¹⁶ Dans un contexte différent, une décomposition comptable similaire a été utilisée pour comprendre le recul séculaire de la part des salaires dans le revenu par Karabarbounis (L.) et Neiman (B.), « *The Global Decline of the Labor Share* », *Quarterly Journal of Economics*, vol. 129, n° 1, 2014, p. 61-103.

¹⁷ Cette méthodologie permet d'identifier les chocs symétriques ainsi que les chocs asymétriques entre secteurs et entre pays. Il contribue ainsi à la littérature sur l'évaluation de l'importance des chocs sectoriels et agrégés en matière de fluctuations macroéconomiques, comme dans Foerster *et al*, *op. cit*, Garin *et al*, *op. cit*, et l'encadré intitulé « [Distinguer les chocs agrégés des chocs sectoriels](#) », *Bulletin économique*, n° 3, BCE, 2020.

¹⁸ Dans leur analyse du recul séculaire de la part des salaires, Karabarbounis et Neiman, *op. cit*. concluent que les réallocations intra-sectorielles expliquent la majeure partie de la variation de la part des salaires dans le temps et entre les pays, tandis que les réallocations entre secteurs jouent un rôle relativement mineur dans l'évolution de la part des salaires. Sur la base de cette dynamique, les auteurs avancent que les déplacements entre les secteurs peuvent être liés à des évolutions à long terme, telles que la mondialisation plus généralement.

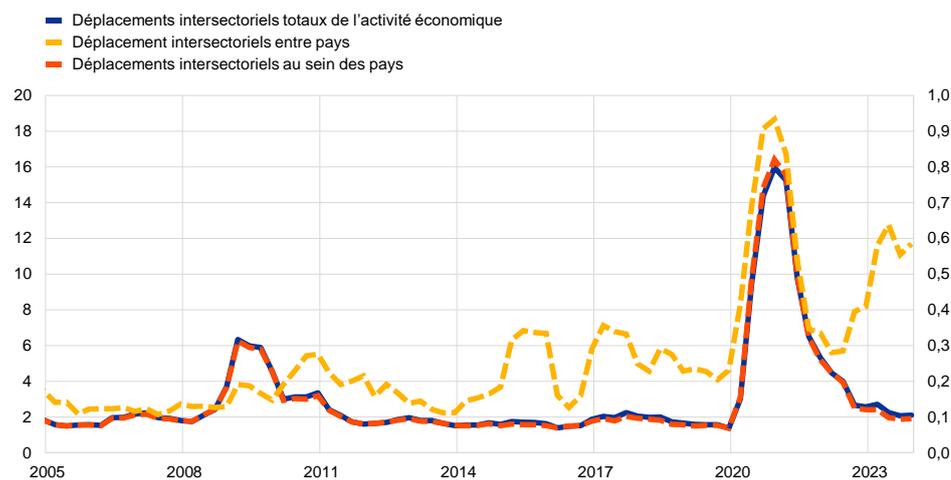
¹⁹ Cette interprétation est également cohérente avec les données empiriques et les principes théoriques proposés par Garin *et al*. qui montrent que les chocs liés à la réallocation de l'offre de main-d'œuvre entre les secteurs – quelle que soit la direction de la réallocation – accélèrent la réduction de l'emploi et donc de la production.

malgré une augmentation marquée également pendant cette crise, comme dans le cas de l'indice des déplacements au sein des pays ²⁰.

Graphique 3

Déplacements intersectoriels de l'activité économique de la zone euro entre et au sein des pays

(variations en glissement annuel et contributions ; en pourcentages et points de pourcentage de la valeur ajoutée brute réelle)



Sources : Eurostat et calculs de la BCE.

Notes : Les déplacements intersectoriels entre les pays représentent l'ampleur en valeur absolue des variations en glissement annuel des parts sectorielles de la valeur ajoutée brute réelle résultant des déplacements de l'activité entre les pays, à condition qu'il n'y ait pas de changement dans la composition sectorielle de l'activité économique au sein des pays. Les déplacements intersectoriels au sein des pays représentent l'ampleur en valeur absolue des variations en glissement annuel des parts sectorielles de la valeur ajoutée brute réelle résultant des déplacements de l'activité entre les secteurs au sein de chaque pays, à condition qu'il n'y ait pas de changement dans la composition par pays de l'activité économique dans la zone euro. Les dernières observations se rapportent au quatrième trimestre 2023.

Un modèle empirique montre que les deux plus grandes récessions dans la zone euro ont principalement résulté de chocs asymétriques entre les secteurs.

Le modèle empirique établit une distinction entre la contribution des chocs symétriques et celle des chocs asymétriques entre les secteurs et entre les pays sur l'activité économique globale (cf. encadré 1). À cette fin, le modèle suppose que les chocs symétriques affectent seulement le PIB en volume à l'impact, tandis que les chocs asymétriques entraînent une variation du PIB en volume ainsi que des déplacements entre les secteurs ²¹. Point important, le modèle autorise que les données indiquent la direction de la réponse du PIB en volume à des chocs

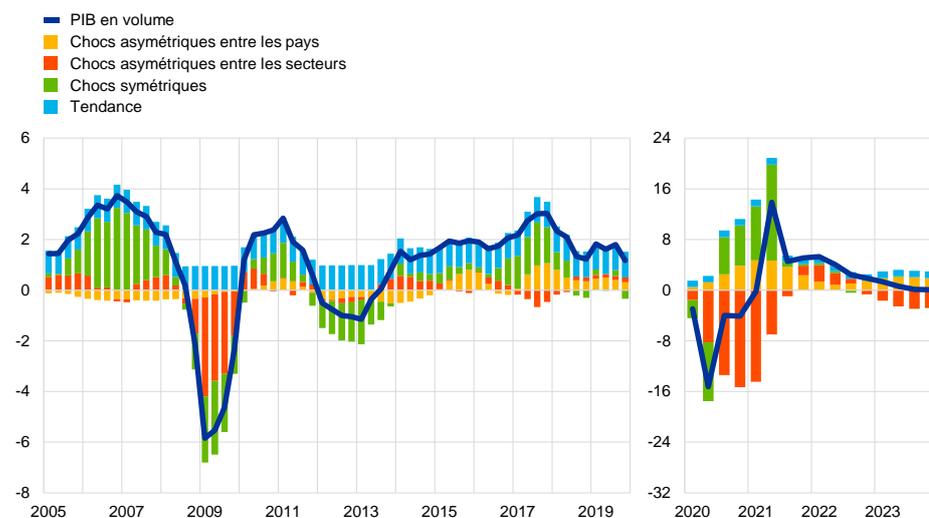
²⁰ L'indice des déplacements entre pays pour la zone euro dans son ensemble augmente à plusieurs reprises, en particulier en 2011, 2015, 2017 et à nouveau en 2022 et 2023, principalement en raison d'importants déplacements dans l'industrie manufacturière allemande et irlandaise et dans le secteur de l'information et de la communication en Irlande, mais aussi de réallocations dans le commerce, les transports et l'hébergement, l'immobilier et l'administration publique dans les principaux pays de la zone euro. En l'absence de l'Irlande, l'indice des déplacements intersectoriels au sein des pays afficherait une dynamique presque identique à celle de l'indice présenté dans le graphique 3, tandis que l'indice des déplacements intersectoriels entre les pays présenterait des hausses moins marquées mais toujours importantes en 2011, 2015 et 2017 (sous l'effet des secteurs du commerce, des transports et de l'hébergement, et de l'industrie manufacturière), ainsi qu'en 2020 et au-delà (sous l'effet également des secteurs de l'immobilier et de l'administration publique), reflétant les contributions des pays les plus importants.

²¹ Il convient de noter que cette stratégie d'identification implique que les chocs asymétriques ou symétriques entraînent ou non des déplacements de l'activité entre les pays et entre les secteurs, respectivement. Par conséquent, cette stratégie d'identification ne permet pas d'expliquer si les chocs asymétriques ou symétriques proviennent ou non d'un pays ou d'un secteur spécifique. En d'autres termes, les chocs sont identifiés sur la base de leurs effets (*ex post*), plutôt que de leurs causes (*ex ante*).

asymétriques. Le modèle suggère que les chocs asymétriques entre les pays et entre les secteurs entraînent respectivement des variations positives et négatives durables de l'activité. Il confirme ainsi que les déplacements intersectoriels entre et au sein des pays sont des indicateurs avancés importants de l'activité agrégée. En utilisant le modèle pour interpréter les fluctuations de l'activité agrégée, les résultats montrent que les chocs symétriques ont joué un rôle relativement important au fil du temps, en particulier lors de la crise de la dette souveraine, mais que les chocs asymétriques entre secteurs expliquent une grande partie des récessions économiques durant la crise financière mondiale et, dans une plus large mesure, la crise pandémique, ce qui suggère que la dynamique intersectorielle (par rapport à la dynamique entre les pays) a joué un rôle de premier plan dans le cycle d'activité de la zone euro (graphique 4)²². À plus long terme, l'impact de la pandémie s'atténuant, les chocs asymétriques entre les pays et entre les secteurs devraient avoir une incidence sur l'activité économique qui se compense globalement, ce qui implique une dynamique modérée dans l'ensemble à court terme²³.

Graphique 4 Déterminants du PIB en volume dans la zone euro liés aux déplacements intersectoriels entre et au sein des pays

(variations en glissement annuel ; en pourcentages et points de pourcentage calculés comme des écarts logarithmiques multipliés par 100)



Sources : Eurostat et calculs de la BCE.

Notes : Le graphique montre les variations en glissement annuel du niveau (logarithmique) du PIB en volume et les contributions des mouvements inattendus (chocs) dans les déplacements intersectoriels entre et au sein des pays de l'activité économique dans la zone euro, sur la base d'un modèle empirique estimé. Cf. l'encadré 1 pour plus de détails sur l'estimation du modèle empirique. Les dernières observations se rapportent au quatrième trimestre 2023.

²² Ce résultat est conforme aux données empiriques et théoriques montrant qu'un choc financier spécifique à un pays entraîne une synchronisation du cycle d'activité entre les pays intégrés sur le plan financier. Cf. Cesa-Bianchi (A.), Imbs (J.) et Saleheen (J.), « *Finance and synchronization* », *Journal of International Economics*, vol. 116, 2019, p. 74-87.

²³ Ces résultats ne sont pas fortement affectés par l'exclusion de l'Irlande et/ou la période post-pandémique.

Encadré 1

Établir une distinction entre les implications des déplacements intersectoriels de l'activité entre et au sein des pays pour le cycle d'activité

Niccolò Battistini et Johannes Gareis

Cet encadré examine les modifications de la répartition de l'activité économique entre les secteurs au fil du temps et étudie de quelle manière ces dynamiques sectorielles sont liées au cycle d'activité de la zone euro. Il explique tout d'abord la méthodologie utilisée pour construire un indice simple des dynamiques sectorielles sur la base des déplacements de l'activité économique entre secteurs dans la zone euro. Il montre ensuite comment décomposer cet indice en deux composantes reflétant les déplacements intersectoriels entre et au sein des pays de la zone euro et suggère une interprétation possible de leur dynamique comme résultant de chocs asymétriques entre les pays et entre les secteurs, respectivement. Pour confirmer cette interprétation, l'encadré applique un modèle empirique pour estimer l'impact des chocs symétriques et asymétriques (entre les pays et entre les secteurs) sur l'activité économique.

Un indice simple peut mesurer l'ampleur de la répartition de l'activité économique entre les secteurs de la zone euro ainsi que sa ventilation entre et au sein des pays. L'indice des dynamiques sectorielles est calculé comme la somme des valeurs absolues des modifications des parts sectorielles de la valeur ajoutée brute réelle de la zone euro pour l'ensemble des secteurs entre deux trimestres consécutifs²⁴. Par conséquent, plus l'indice est élevé, plus les modifications dans la composition sectorielle de l'économie sont prononcées. À son tour, chaque modification sectorielle peut être encore décomposée en une première composante reflétant la variation de la part de chaque pays dans l'économie de la zone euro (sous réserve que la part sectorielle spécifique à chaque pays soit constante) et une seconde composante reflétant la variation de la part sectorielle de chaque pays (sous réserve que la part du pays dans l'économie de la zone euro soit constante)²⁵. En d'autres termes, les première et deuxième composantes reflètent les modifications intersectorielles résultant de la répartition de l'activité entre et au sein des pays, respectivement. Comme analysé dans la section 3, les indices des déplacements intersectoriels entre et au sein des pays affichent des dynamiques nettement différentes, les premiers étant principalement associés aux reprises, les seconds aux récessions. Ces dynamiques suggèrent que ces indices peuvent être interprétés comme des réallocations de l'activité causées par des chocs asymétriques entre les pays et entre les secteurs, avec des répercussions respectivement positives et négatives sur l'activité économique.

Un modèle empirique montre le rôle différent des chocs asymétriques entre les pays et entre les secteurs dans la détermination du cycle d'activité de la zone euro. Il s'agit d'un modèle vectoriel

²⁴ Par construction, la somme des mêmes modifications serait nulle si elles n'étaient pas exprimées en valeur absolue.

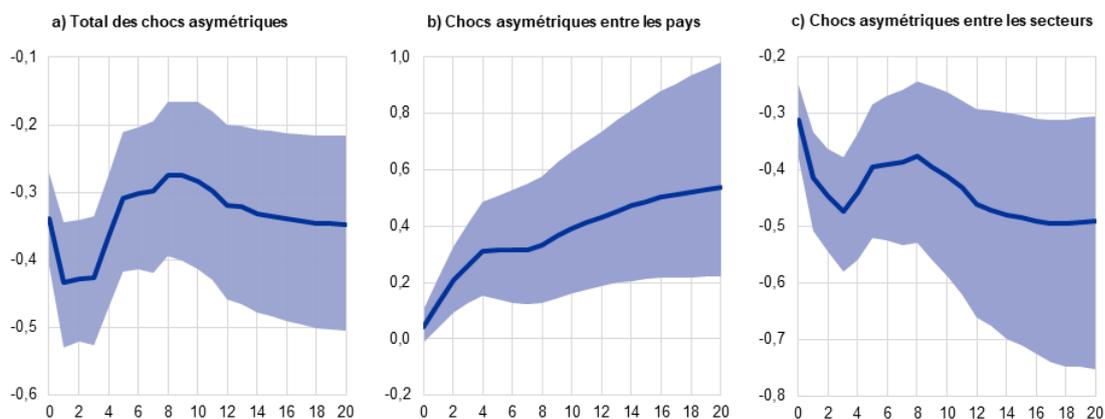
²⁵ L'indice des déplacements intersectoriels totaux (σ_t) est calculé comme suit : $\sigma_t = \sum_s |\Delta \omega_{s,t}|$ et les composantes entre les pays ($\sigma_{b,t}$) et au sein des pays ($\sigma_{w,t}$) sont calculées comme suit : $\sigma_{b,t} = \sum_s |\sum_c \mu \omega_{c,s,t} \Delta \omega_{c,t}|$ et $\sigma_{w,t} = \sum_s |\sum_c \mu \omega_{c,t} \Delta \omega_{c,s,t}|$, où $\omega_{s,t}$, $\omega_{c,t}$, et $\omega_{c,s,t}$ correspondent à la part du secteur s dans la valeur ajoutée brute réelle de la zone euro, à la part du pays c dans la valeur ajoutée brute réelle de la zone euro et à la part du secteur s dans la valeur ajoutée brute réelle c du pays, respectivement, pour chaque trimestre t . En outre, les symboles Δ et μ indiquent la modification et la somme de la variable suivante au cours des trimestres $t-1$ et t respectivement. Il convient de noter que la somme des deux composantes est supérieure ou égale à l'indice en raison des valeurs absolues et de l'identité comptable suivante : $\sum_s \Delta \omega_{s,t} = \sum_s (\sum_c \mu \omega_{c,s,t} \Delta \omega_{c,t} + \sum_c \mu \omega_{c,t} \Delta \omega_{c,s,t}) = \sum_s \sum_c \mu \omega_{c,s,t} \Delta \omega_{c,t} + \sum_s \sum_c \mu \omega_{c,t} \Delta \omega_{c,s,t}$. Le calcul de l'indice des modifications intersectorielles totales est basé sur Tase, *op. cit.* La décomposition de l'indice en composantes entre et au sein des pays suit une méthodologie analogue appliquée à la part des salaires dans le revenu par Karabarbounis et Neiman, *op. cit.*

autorégressif structurel estimé à l'aide de techniques bayésiennes sur les données agrégées de la zone euro allant du premier trimestre 1999 au quatrième trimestre 2023²⁶. La version de référence du modèle inclut l'indice des déplacements intersectoriels totaux et le PIB en volume, tandis que la version étendue inclut les deux indices des déplacements intersectoriels entre et au sein des pays et le PIB en volume. Le modèle distingue l'impact économique des chocs symétriques et asymétriques en supposant que les chocs symétriques positifs augmentent le PIB en volume et n'impliquent aucune modification dans les déplacements intersectoriels, tandis que les chocs asymétriques positifs augmentent les déplacements intersectoriels et peuvent avoir une incidence à la hausse ou à la baisse sur le PIB en volume. Selon le modèle de référence (graphique A, partie a), les chocs asymétriques totaux entraînent une réduction du PIB en volume de plus de 0,3 % en moyenne à l'impact, de 0,4 % environ au point bas et de 0,3 % environ à moyen terme²⁷. Selon le modèle étendu (graphique A, parties b et c), ces résultats masquent des effets contraires des chocs asymétriques entre secteurs, qui ont un impact négatif plus important que les chocs asymétriques totaux, et des chocs asymétriques entre les pays, qui exercent à l'inverse une pression à la hausse persistante et croissante sur le PIB en volume, atteignant près de 0,6 % en moyenne au bout de cinq ans. Par conséquent, ces résultats indiquent que les déplacements intersectoriels de l'activité au sein des pays sont associés à des récessions, tandis que les réallocations entre les pays engendrent une hausse prolongée de l'activité. Dans l'ensemble, ces résultats suggèrent que les déplacements intersectoriels entre et au sein des pays ont des répercussions importantes pour les fluctuations du cycle d'activité à court terme.

Graphique A

Impact moyen des chocs asymétriques sur le PIB en volume dans la zone euro

(axe des abscisses : trimestres ; axe des ordonnées : pourcentages, calculés comme des écarts logarithmiques multipliés par 100)



Sources : Eurostat et calculs de la BCE.

Notes : Les graphiques des parties a, b et c montrent l'impact dynamique sur le niveau logarithmique du PIB en volume d'un choc d'un écart type unitaire dans les déplacements d'un trimestre à l'autre des parts sectorielles totales, entre et au sein des pays, correspondant respectivement à 0,36, 0,04 et 0,32 point de pourcentage de la valeur ajoutée brute réelle. La ligne continue représente la médiane et les zones grisées représentent les intervalles de crédibilité de 68 %. Le modèle vectoriel autorégressif structurel est estimé à l'aide de techniques bayésiennes pour la période allant du premier trimestre 1999 au quatrième trimestre 2023, incluant douze retards et un a priori du Minnesota avec un ajustement de l'hétéroscédasticité de la pandémie du premier au quatrième trimestre 2020 (Lenza et Primiceri, *op. cit.*).

²⁶ Les modèles utilisent des données pour l'ensemble de la zone euro et prennent en compte la volatilité marquée des données macroéconomiques en 2020 en utilisant un ajustement de l'hétéroscédasticité de la pandémie entre le premier et le quatrième trimestre 2020. Cf. Lenza (M.) et Primiceri (G.), « *How to estimate a vector autoregression after March 2020* », *Journal of Applied Econometrics*, vol. 37, n° 4, juin/juillet 2022, p. 688- 699.

²⁷ Ces résultats sont qualitativement et quantitativement conformes à ceux de Tase, *op. cit.* et sont robustes à l'exclusion de l'Irlande et/ou à la période post-pandémique.

4 Évolutions sectorielles granulaires et cycle d'activité

Les déplacements entre secteurs, mesurés par l'indice global mentionné précédemment, ont des implications importantes pour le cycle d'activité à court terme, mais les dynamiques des différents secteurs sont également de précieuses sources d'information. Ces dynamiques sectorielles granulaires sont importantes, car des caractéristiques spécifiques comme la taille relative d'un secteur, sa volatilité ou sa sensibilité aux chocs agrégés influent sur ses propriétés d'indicateur avancé. En outre, les secteurs sont interconnectés par des liens entrées-sorties. Les évolutions d'une activité propre à un secteur peuvent donc avoir des effets en cascade sur d'autres secteurs et provoquer des fluctuations macroéconomiques, en particulier si le secteur affecté par le choc occupe une position centrale au sein de la structure de production de l'économie.

Les secteurs de l'industrie manufacturière, de la construction, du commerce, des transports et de l'hébergement ainsi que les activités professionnelles constituent individuellement des indicateurs avancés de l'activité économique globale dans la zone euro. Afin de mesurer les caractéristiques d'indicateur avancé de l'activité des onze secteurs de l'économie de la zone euro, on emploie un modèle vectoriel autorégressif qui permet d'évaluer si l'activité dans un secteur est utile pour la prévision du PIB en volume. Le modèle est fondé sur la « priorité causale au sens de Granger », qui prend en compte les effets indirects entre l'activité économique dans les différents secteurs et d'autres variables macroéconomiques, et estime la probabilité que l'activité dans un secteur donné prédise le PIB en volume plutôt que l'inverse²⁸. Une forte probabilité signifie que l'activité sectorielle est très importante pour la prévision du PIB en volume. Les résultats du modèle montrent que les secteurs de l'industrie manufacturière, du commerce, des transports et de l'hébergement ainsi que les activités professionnelles sont les meilleurs prédicteurs du PIB en volume, tant pour l'échantillon antérieur à la pandémie que pour l'échantillon total (graphique 5). En outre, l'activité dans la construction tend à agir comme un indicateur avancé de l'activité économique globale, tandis que la pertinence des autres secteurs est moindre. Toutefois, pour l'échantillon incluant la période post-pandémie, les probabilités estimées indiquent que l'administration publique et les arts et loisirs sont également importants en tant que secteurs présentant des caractéristiques d'indicateur avancé. Ce résultat montre que ces secteurs ont été soumis à des fluctuations fortes et symétriques au cours de la période post-pandémie, avec des effets durables sur l'ensemble de l'économie²⁹. Toutefois, avec l'atténuation des effets de la pandémie, le rôle d'indicateur avancé de ces secteurs sera susceptible de s'affaiblir à nouveau.

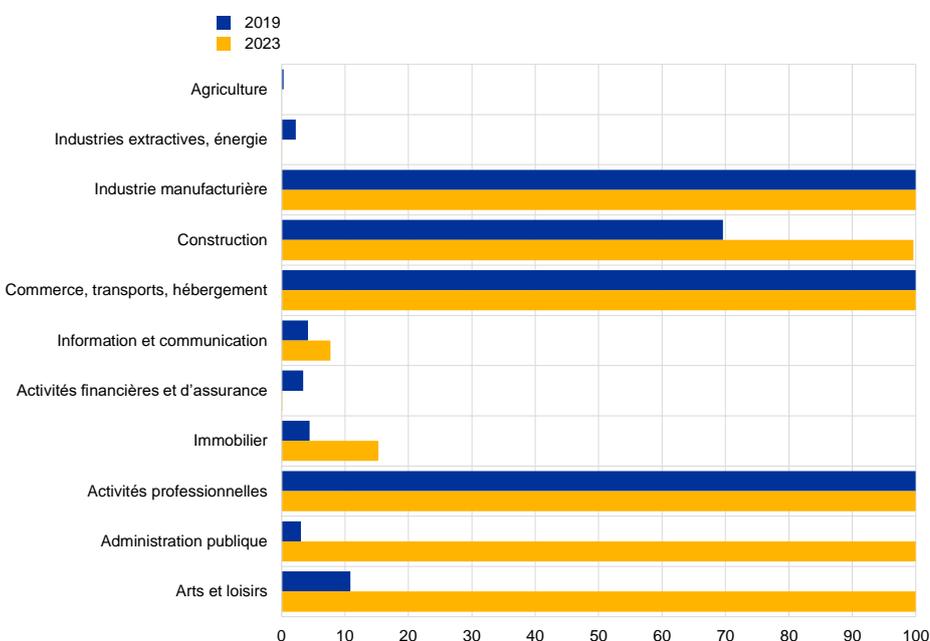
²⁸ À cette fin, le modèle utilise le schéma d'(auto-)corrélation non pondérée entre toutes les variables. Par conséquent, la priorité causale estimée au sens de Granger ne peut pas être interprétée de manière structurelle, le modèle ne mentionnant pas les causes sous-jacentes des différentes caractéristiques d'indicateur avancé des secteurs. Cf. Jarociński (M.) et Maćkowiak (B.), « *Granger Causal Priority and Choice of Variables in Vector Autoregressions* », *The Review of Economics and Statistics*, MIT Press, vol. 99, n° 2, 2017, p. 319-329.

²⁹ Cf. l'encadré intitulé « [Le rôle des effets de réouverture selon les pays et les secteurs](#) », *Bulletin économique*, n° 6, 2023.

Graphique 5

Relation d'indicateur avancé entre l'activité sectorielle et le PIB en volume dans la zone euro

(en pourcentages)



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

Notes : Le graphique montre la probabilité estimée que le PIB en volume ne soit pas une priorité causale au sens de Granger de l'activité sectorielle pour deux échantillons commençant au premier trimestre 1999 et se terminant respectivement au quatrième trimestre 2019 (barres bleues) et au quatrième trimestre 2023 (barres jaunes). Le modèle empirique suit Jarociński et Maćkowiak (cf. note de bas de page 28). En plus du PIB en volume et de la valeur ajoutée brute réelle de la zone euro dans les onze secteurs, l'IPCH, l'Euribor 3 mois, les cours du pétrole, le taux de change effectif de l'euro et le climat économique mesuré par l'enquête de la Commission européenne sont également inclus dans le modèle. Toutes les variables du modèle sont entrées en niveaux logarithmiques, à l'exception des taux d'intérêt et du climat économique, qui sont entrés en niveaux.

La position des secteurs économiques de la zone euro au sein de la structure de production varie considérablement. Intuitivement, la propriété d'indicateur avancé d'un secteur est liée à sa « centralité » au sein de l'économie ; autrement dit, si un secteur occupe une position centrale dans le réseau de production de l'économie, il peut être une source ou un vecteur important de chocs. Cette centralité peut être mesurée de différentes manières, à l'aide de tableaux entrées-sorties. La centralité de premier ordre mesure les liens directs d'un secteur en tant que fournisseur ou utilisateur d'intrants vers ou en provenance d'autres secteurs. La centralité de second ordre mesure les liens directs et indirects sur l'ensemble du réseau de secteurs. Il en résulte qu'un secteur peut aussi être central s'il a peu de liens avec d'autres secteurs importants. Les calculs fondés sur les tableaux d'entrées-sorties FIGARO produits par Eurostat montrent que l'industrie manufacturière est le secteur le plus central de l'économie de la zone euro, à la fois en termes de centralité de premier ordre et de second ordre (graphique 6, parties a

et b) ³⁰. Outre le secteur de l'industrie manufacturière, ceux du commerce, des transports et de l'hébergement présentent également une centralité de premier et une centralité de second ordre relativement élevées. Le secteur de la construction, en revanche, a relativement peu de liens directs avec d'autres secteurs sur la base d'une centralité de premier ordre de degré entrant et de degré sortant (donc une faible centralité de premier ordre), mais c'est un secteur très central du point de vue de la centralité de second ordre, car lié à d'autres secteurs importants tels que l'industrie manufacturière. Les secteurs les moins centraux au sein de la structure de production de l'économie de la zone euro sont l'agriculture et les arts et loisirs, tant en termes de centralité de premier ordre que de centralité de second ordre.

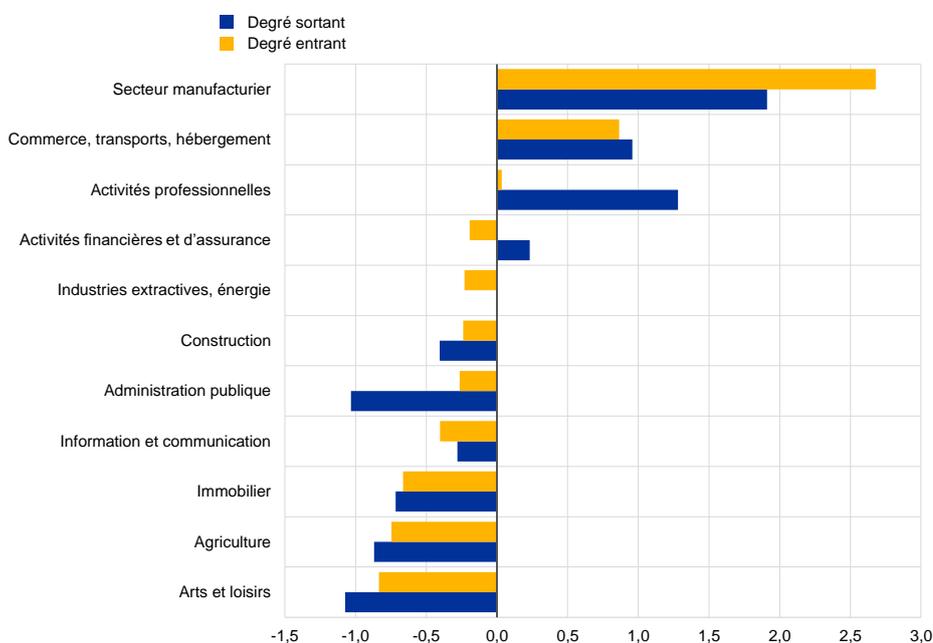
³⁰ Les tableaux entrées-sorties FIGARO produits par Eurostat contiennent des informations sur les liens de production entre les activités du niveau NACE Rév. 2 à deux chiffres, couvrant un total de 64 sous-secteurs et 46 pays, et sont disponibles sur une base annuelle de 2010 à 2021. Le tableau des entrées-sorties intérieures pour les 64 sous-secteurs de la zone euro est agrégé au niveau des onze principaux secteurs, et des mesures de la centralité de premier et de second ordres sont construites. Les mesures de la centralité de premier ordre de degré entrant et de degré sortant d'un secteur i sont définies comme l'importance du secteur i en tant que producteur et utilisateur par rapport à tous les autres secteurs, et calculées comme $fo_c_i = \sum_j a_{ij}$ et $fi_c_i = \sum_i b_{ij}$ respectivement, a_{ij} correspondant à l'utilisation des intrants du secteur i par le secteur j rapportée à la production totale du secteur j et b_{ij} à l'utilisation des intrants du secteur i par le secteur j rapportée à la production totale du secteur i . La centralité de second ordre est mesurée par le score de centralité PageRank, qui mesure l'importance d'un secteur i en tant que producteur et utilisateur par rapport à tous les autres secteurs, et est calculée comme $sc_i = (I - \delta A)^{-1} 1_i$, δ correspondant au facteur d'atténuation (soit la probabilité qu'une marche aléatoire suive un lien), A à la matrice avec les éléments a_{ij} (cf. note de bas de page précédente) et I et 1_i à la matrice d'identité et aux vecteurs de sélection (standardisés), respectivement. Cf. Acemoglu *et al.*, *op. cit.* et Joya et Rougier, *op. cit.* Parmi les sous-secteurs manufacturiers inscrits au niveau NACE Rév. 2 à deux chiffres, le secteur automobile possède la centralité de second ordre la plus élevée, suivi de la fabrication de denrées alimentaires, de boissons et de produits à base de tabac et de la fabrication de machines.

Graphique 6

Position des secteurs dans la structure de production de l'économie de la zone euro

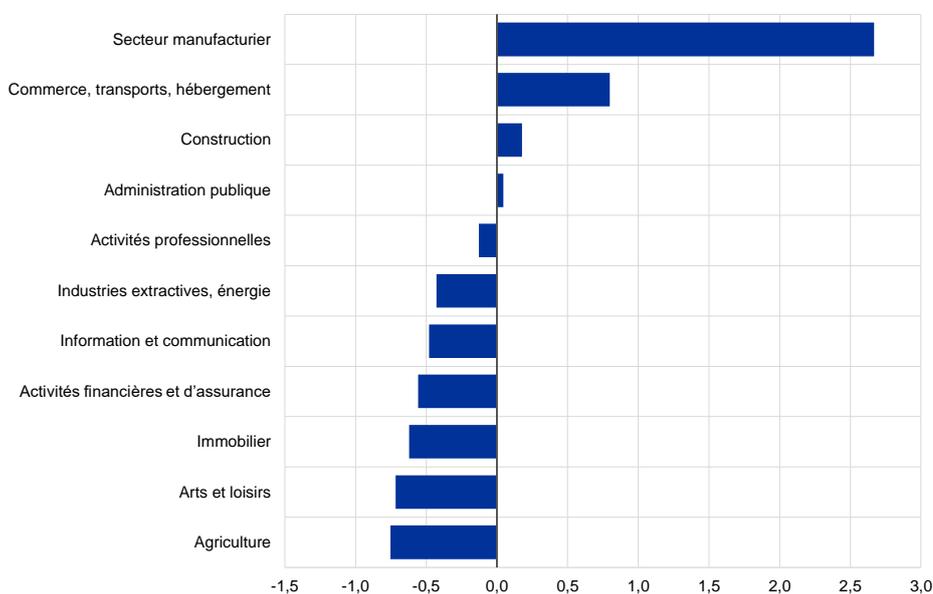
a) Centralité de premier ordre

(écart type)



b) Centralité de second ordre

(écart type)



Sources : FIGARO et calculs de la BCE.

Notes : Le graphique présente des valeurs standardisées avec une moyenne de 0 et un écart type de 1 pour les valeurs moyennes de la centralité de premier et de second ordres, pour les données disponibles de 2010 à 2021. La centralité de premier ordre est mesurée en degré entrant et en degré sortant, tandis que la centralité de second ordre est mesurée à l'aide du score de centralité PageRank. Les secteurs sont classés en fonction de leur degré de centralité, le secteur présentant la centralité la plus forte étant classé premier. Dans la partie a, cet ordre fait référence au degré entrant.

Un test formel confirme que les caractéristiques d'indicateur avancé de l'industrie manufacturière, de la construction, du commerce, des transports et de l'hébergement ainsi que des activités professionnelles sont liées à la

position centrale de ces secteurs dans l'économie de la zone euro. Afin de vérifier formellement si la centralité permet d'expliquer la pertinence de l'activité sectorielle dans la prévision du PIB en volume, on réalise une régression transversale pour les dix principaux pays de la zone euro, en reliant la caractéristique d'indicateur avancé d'un secteur à ses différentes mesures de centralité et en tenant compte de la taille et de la volatilité relatives à ce secteur ³¹. Les résultats montrent que pour l'échantillon antérieur à la pandémie, les différentes mesures de la centralité sont associées, de façon positive et statistiquement significative, à la caractéristique d'indicateur avancé d'un secteur, tandis que sa taille et sa volatilité ne semblent pas déterminantes (tableau 1, colonnes 1, 2 et 3). En effet, alors que les secteurs de l'industrie manufacturière, du commerce, des transports et de l'hébergement représentent chacun une part relativement importante de l'activité économique totale dans la zone euro, la part de la construction est relativement faible. Dans l'échantillon couvrant la période post-pandémie, les mesures de premier ordre ne sont pas significatives tandis que la centralité de second ordre reste importante, et la taille devient statistiquement pertinente pour expliquer les caractéristiques d'indicateur avancé des différents secteurs (tableau 1, colonnes 4, 5 et 6). Ce dernier résultat s'explique par le rôle joué par l'administration publique, un secteur relativement important dont les caractéristiques d'indicateur avancé ressortent dans l'échantillon portant sur la période après la pandémie.

³¹ Les résultats sont analogues à ceux enregistrés dans la zone euro pour l'échantillon antérieur à la pandémie : l'industrie manufacturière, le commerce, les transports et l'hébergement sont des secteurs présentant des caractéristiques d'indicateur avancé pour l'activité économique globale dans l'ensemble des pays considérés, et la construction ainsi que les activités professionnelles le sont également dans la grande majorité des pays. Il en va de même pour l'échantillon incluant la période de la pandémie, dans lequel les secteurs de l'administration publique et des arts et loisirs présentent également des caractéristiques d'indicateur avancé dans l'ensemble des pays considérés. En ce qui concerne la centralité, les secteurs de l'industrie manufacturière, de la construction, du commerce, des transports et de l'hébergement ainsi que les activités professionnelles sont toujours relativement centraux dans les économies respectives.

Tableau 1**Déterminants des propriétés d'indicateur avancé d'un secteur**

(estimations de coefficients et erreurs types (entre parenthèses) ; variable dépendante : probabilités de priorité causale au sens de Granger)

		1999-2019			1999-2023		
		1	2	3	4	5	6
Centralité de premier ordre	Degré entrant	0,14*** (0,004)			0,05 (0,053)		
Centralité de premier ordre	Degré sortant		0,11*** (0,034)			0,02 (0,042)	
Centralité de second ordre	PageRank			0,19*** (0,044)			0,13** (0,057)
Taille		-0,00 (0,007)	0,01 (0,005)	-0,01 (0,001)	0,028*** (0,008)	0,03*** (0,006)	0,01** (0,009)
Volatilité		-0,06 (0,032)	-0,05 (0,031)	-0,07 (0,030)	0,04 (0,054)	0,06 (0,052)	0,02 (0,054)
Observations totales		110	110	110	110	110	110
R2		0,20	0,20	0,25	0,25	0,25	0,28

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

Notes : Le tableau présente des régressions transversales pour les dix principaux pays membres de la zone euro. La variable dépendante est la probabilité de priorité causale au sens de Granger d'un secteur dans chaque pays. La centralité de premier ordre de degré sortant et de degré entrant mesure l'importance des fournisseurs d'intrants pour les autres secteurs et des utilisateurs d'intrants provenant d'autres secteurs, respectivement, tandis que le score de centralité PageRank tient compte des entrées et sorties sectorielles directes ainsi que des liens indirects sur l'ensemble du réseau de secteurs. La taille d'un secteur est mesurée par la part de valeur ajoutée brute réelle sectorielle, et sa volatilité par l'écart type du taux de croissance annuel de la valeur ajoutée brute réelle sectorielle rapportée à la valeur ajoutée brute réelle totale, en moyenne, sur l'échantillon correspondant. Erreurs types ordinaires entre parenthèses : *** p<0,01, ** p<0,05, * p<0,1, où la valeur p indique l'importance du coefficient estimé. R² correspond au pseudo R² de McFadden et indique le pouvoir explicatif relatif des régressions.

Les évolutions récentes de l'activité économique dans les secteurs de l'industrie manufacturière, de la construction, du commerce, des transports et de l'hébergement ainsi que dans les activités professionnelles signalent une dynamique modérée du PIB en volume de la zone euro à court terme.

De manière générale, la moyenne (non pondérée) des variations annuelles de la valeur ajoutée brute réelle dans les secteurs de l'industrie manufacturière, de la construction, du commerce, des transports et de l'hébergement ainsi que dans les activités professionnelles semble constituer un indicateur avancé des évolutions de l'activité économique dans les autres secteurs (graphique 7)³². Cela montre que l'activité dans ces secteurs, qui comprennent à la fois l'industrie manufacturière et certains services marchands, est plus pertinente que celle des autres secteurs pour prévoir l'activité économique dans son ensemble. S'agissant des évolutions économiques récentes, la dynamique s'est ralentie en 2023 dans les secteurs comportant des propriétés d'indicateur avancé, tandis qu'elle s'est maintenue dans les autres secteurs, principalement en raison de l'activité soutenue dans l'information et la communication ainsi que dans les arts et loisirs. Bien que l'activité dans l'information et la communication soit susceptible de poursuivre sa croissance en

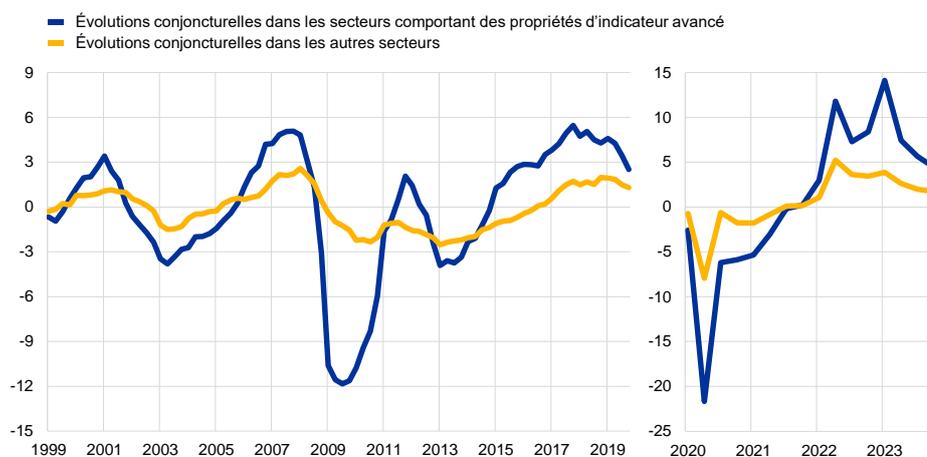
³² S'agissant de l'échantillon antérieur à la pandémie, la relation avance/retard (*lead-lag*) entre la croissance de l'activité économique dans les secteurs comportant des propriétés d'indicateur avancé et dans les autres secteurs affiche une avance de six mois pour les premiers. Si l'on inclut la période de la pandémie, l'évolution de la dynamique de la croissance dans les deux secteurs est globalement simultanée.

raison de la numérisation progressive, l'activité dans les arts et loisirs risque d'être freinée par la dissipation des effets de la réouverture. Ces évolutions, conjuguées à un affaiblissement de l'activité dans les secteurs comportant des propriétés d'indicateur avancé, suggèrent une dynamique modérée pour l'ensemble de l'économie à court terme, en ligne avec les signaux provenant des modifications intersectorielles de l'activité (section 3).

Graphique 7

Évolutions dans les secteurs comportant des propriétés d'indicateur avancé et dans les autres secteurs de la zone euro

(variations annuelles, en pourcentages)



Sources : Eurostat et calculs de la BCE.

Notes : Le graphique présente la moyenne (non pondérée) des variations annuelles en pourcentage de la valeur ajoutée brute réelle dans les secteurs présentant des propriétés d'indicateur avancé (industrie manufacturière, construction, commerce, transport et hébergement et activités professionnelles) et dans les autres secteurs de l'économie de la zone euro. Les dernières observations se rapportent au quatrième trimestre 2023.

5 Conclusion

L'article s'appuie sur des modèles pour démontrer que les modifications intersectorielles de l'activité peuvent constituer des indicateurs avancés de l'activité économique agrégée. Il montre par ailleurs que l'indice global des modifications intersectorielles (mesuré par la somme des variations absolues des parts sectorielles) masque les effets contraires des déplacements de l'activité entre pays en raison de la relocalisation progressive des processus de production afin de créer des gains d'efficacité, et des déplacements au sein des pays, reflétant des modifications préjudiciables de l'utilisation des ressources entre les secteurs. S'appuyant sur des modèles, l'article montre que les déplacements entre pays préfigurent une dynamique de croissance durable, tandis que les déplacements au sein des pays précèdent les récessions économiques.

L'article identifie en outre quatre secteurs présentant des propriétés d'indicateur avancé pour l'activité agrégée, à savoir l'industrie manufacturière, la construction, le commerce, les transports et l'hébergement, et les activités professionnelles. Il examine ensuite la position des secteurs dans la structure de production de l'économie de la zone euro sur la base de leur centralité, soit une

mesure de l'importance d'un secteur dans l'économie en termes d'influence sur les autres secteurs ; puis il relie cette centralité à l'utilité d'un secteur pour la prévision du PIB en volume. L'article constate que la centralité d'un secteur, et plus particulièrement sa centralité de second ordre, qui mesure son influence par le biais des effets directs et indirects au sein de la structure de production de l'économie, explique son pouvoir prédictif concernant l'activité économique.

Dans l'ensemble, l'article souligne l'importance du suivi et de l'analyse des évolutions sectorielles. Il fait valoir que l'examen des modifications intersectorielles au niveau agrégé ainsi que des évolutions sectorielles individuelles d'un point de vue granulaire permet d'avoir une compréhension globale de l'économie et de définir des politiques plus efficaces. En effet, une analyse sectorielle approfondie aide à comprendre l'origine des chocs et leur propagation à l'ensemble de l'économie, ce qui est essentiel pour évaluer leur ampleur et leurs effets de contagion potentiels. Enfin, le suivi et l'analyse des évolutions sectorielles permettent aux décideurs d'anticiper et d'atténuer les risques potentiels pour l'économie en ajustant leurs mesures de politique économique.

2 La politique budgétaire dans la zone euro : quels défis à long terme ?

Edmund Moshammer

1 Introduction

Dans le futur, différents défis à long terme sont susceptibles d'exercer des tensions sur les finances publiques dans la zone euro. Outre les charges budgétaires existantes, comme en témoignent les ratios de dette élevés dans un certain nombre de pays de la zone euro, qui se sont inscrits en hausse avec la pandémie et la crise de l'énergie qui a suivi, il existe plusieurs importants défis à long terme pour la dynamique budgétaire. Cet article commence par passer en revue certains des défis les plus importants et examine leur pertinence en matière budgétaire, en mettant l'accent sur le vieillissement démographique (section 2), la fin du « dividende de la paix » (section 3), la numérisation (section 4) et le changement climatique (section 5). Tout en reconnaissant les incertitudes qui entourent les tentatives de quantification de ces défis, la section 6 présente ensuite de prudentes estimations, purement indicatives, de l'effort budgétaire supplémentaire qui pourrait se révéler nécessaire pour garantir la viabilité à long terme des finances publiques en présence de telles évolutions. Les conséquences de la numérisation sont exclues de cet exercice, étant donné l'incertitude particulière qui entoure leur quantification. La section 7 présente quelques remarques de conclusion.

2 Les coûts budgétaires liés au vieillissement des sociétés

La zone euro subit un vieillissement démographique. La région enregistre un recul significatif des taux de fertilité conjugué à une hausse régulière de l'espérance de vie, se traduisant par un vieillissement de la population. Au niveau de l'Union européenne dans son ensemble, l'espérance de vie moyenne restante à l'âge de 65 ans a augmenté au cours des deux dernières décennies, passant de 17,8 ans en 2002 à 19,5 ans en 2022 ¹.

Ce vieillissement démographique présente des défis pour les finances publiques. Avec un nombre de citoyens âgés en hausse par rapport à la population en âge de travailler, les régimes de retraite par répartition sont confrontés à des tensions financières croissantes. De plus, les populations vieillissantes nécessitent généralement des services de santé et des soins de longue durée plus importants.

L'évolution des dépenses publiques liées au vieillissement varie selon les pays de la zone euro. Le rapport sur le vieillissement 2024 (*2024 Ageing Report*) récemment publié fournit des projections à long terme pour les déterminants clés des coûts liés au vieillissement et leurs composantes (qui comprennent les retraites,

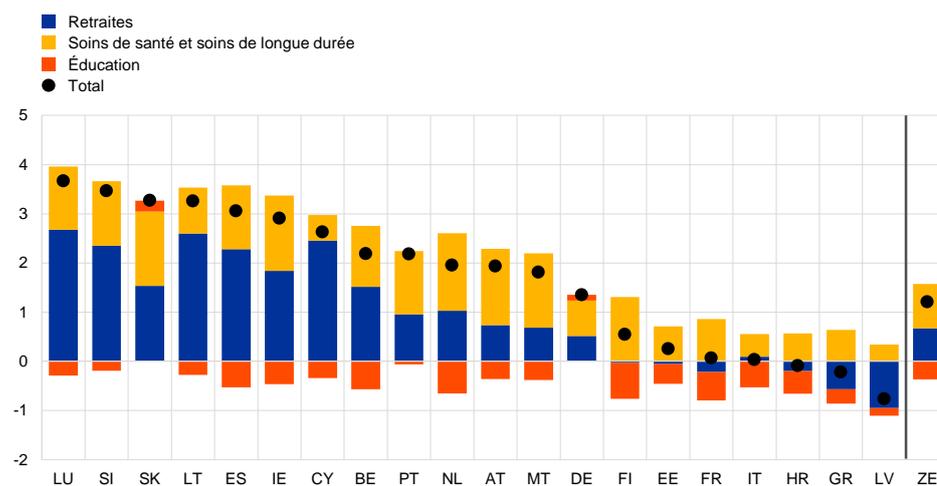
¹ Ce chiffre a atteint un pic à 20,2 ans en 2019 (c'est-à-dire avant la pandémie).

les soins de santé, les soins de longue durée et l'éducation) dans les États membres de l'UE sur la période 2022-2070 ². Dans le scénario de référence, qui fait l'hypothèse de politiques inchangées, la zone euro dans son ensemble subira une hausse des dépenses liées au vieillissement de 1,4 point de pourcentage du PIB par rapport à aujourd'hui, mais ce chiffre pourrait atteindre 4,0 points de pourcentage dans un scénario de risque. Voire même dans le scénario de référence, cinq pays pourraient avoir besoin d'accroître leurs dépenses liées au vieillissement de plus de 3 points de pourcentage du PIB (graphique 1). C'est la hausse du coût public des retraites qui présente la plus forte variabilité entre pays, étant donné la nature variée de la démographie et des régimes de retraites à l'échelle des pays (par exemple, la mesure dans laquelle l'âge de départ à la retraite est lié à l'espérance de vie). La charge accrue du vieillissement nécessitera des réformes ou une hausse structurelle des économies réalisées dans d'autres domaines.

Graphique 1

Efforts budgétaires supplémentaires rendus nécessaires par le vieillissement des populations

(en pourcentage du PIB)



Sources : 2024 Ageing Report et calculs de la BCE.

Notes : Ce graphique montre, pour chaque composante, la hausse moyenne des coûts liés au vieillissement de 2023 à 2070, pondérée du produit cumulé du différentiel réciproque entre taux d'intérêt et croissance. Cette hausse peut être interprétée comme le solde budgétaire supplémentaire constant nécessaire chaque année pour supporter la charge budgétaire d'une population vieillissante. Les dépenses publiques liées aux retraites sont nettes des recettes fiscales.

3 Les coûts budgétaires de la fin du « dividende de la paix ».

La guerre d'agression menée par la Russie contre l'Ukraine a suscité des discussions approfondies sur la sécurité, les dépenses militaires et la stabilité géopolitique. Les membres de l'OTAN dans la zone euro ont répondu à ce défi en annonçant et en opérant d'importantes hausses des dépenses de défense, ce qui représente un changement significatif par rapport aux tendances antérieures. Avec la fin de la guerre froide, toutes les grandes économies ont réduit leurs dépenses de défense (graphique 2, partie a). Les États-Unis et le Royaume-Uni les ont diminuées

² Cf. Commission européenne, « 2024 Ageing Report: Economic & Budgetary Projections for the EU Member States (2022-2070) », *European Economy – Institutional Papers*, n° 279, avril 2024.

de plus de moitié, les faisant revenir de plus de 10 % du PIB dans les années 1950 à moins de 5 % à partir des années 1990. L'Allemagne et la France ont quant à elles réduit leurs dépenses de défense de plus de 4 % du PIB à moins de 2 % aujourd'hui. Grâce à ce « dividende de la paix », les gouvernements ont réorienté leurs budgets, ciblant de nouvelles priorités telles que des dépenses de protection sociale accrues³. Après l'annexion de la Crimée par la Russie en 2014, tous les membres de l'OTAN ont décidé de consacrer au moins 2 % de leur PIB à la défense⁴. Depuis lors, et en particulier après l'invasion à grande échelle de l'Ukraine par la Russie, la vaste majorité des pays de la zone euro ont augmenté leurs dépenses de défense (graphique 2, partie b). Si tous les pays de la zone euro (y compris ceux qui ne sont pas membres de l'OTAN) portaient leurs dépenses de défense à 2 % du PIB, il en résulterait, selon les estimations, une dépense annuelle supplémentaire de 71 milliards d'euros, équivalente à 0,5 % du PIB de la zone euro⁵.

³ Cf. l'article intitulé « [Dépenses sociales, une comparaison entre les pays de la zone euro](#) », *Bulletin économique*, numéro 5, BCE, 2019.

⁴ Seuls trois des 32 pays actuellement membres de l'OTAN ont atteint cette cible en 2014. En 2023, cependant, le nombre de pays l'ayant atteinte était de 11 et il devrait être de 18 fin 2024. Cf. « [Pre-ministerial press conference by NATO Secretary General Jens Stoltenberg](#) », 14 février 2024.

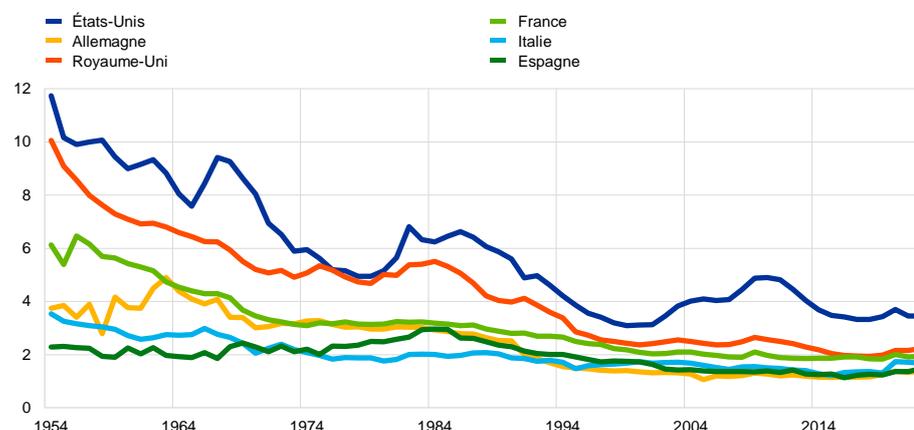
⁵ Cf. également Freier (M.), Ioannou (D.) et Vergara Caffarelli (F.), « *EU public goods and military spending* », encadré 16 in « [The EU's Open Strategic Autonomy from a central banking perspective – Challenges to the monetary policy landscape from a changing geopolitical environment](#) », *Occasional Paper Series*, n° 311, BCE, mars 2023.

Graphique 2

Dépense publique consacrée à la défense

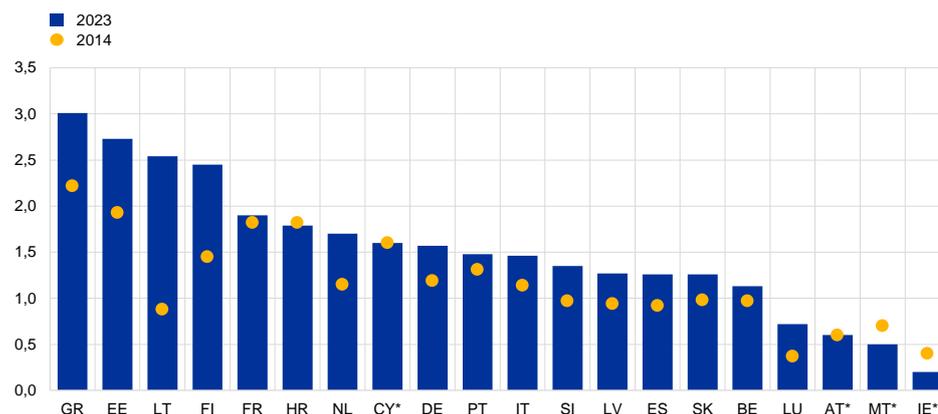
a) Recul sur le long terme depuis le pic de la guerre froide

(dépenses en pourcentage du PIB, 1954-2022)



b) Évolution depuis l'annexion de la Crimée par la Russie en 2014

(dépenses en pourcentage du PIB)



Sources : Stockholm International Peace Research Institute (SIPRI), OTAN et Eurostat.

Notes : Dans la partie a, les données sont tirées de la base SIPRI. Dans la partie b, les astérisques désignent les pays n'appartenant pas à l'OTAN, pour lesquels les données sont tirées d'Eurostat et les barres bleues se rapportent à 2022. Les données pour les autres pays proviennent de l'OTAN (communiqué de presse du 7 juillet 2023).

Les dépenses de défense supplémentaires pourraient augmenter la croissance du PIB dans l'UE, avec des conséquences positives pour la viabilité budgétaire à long terme, si a) elles se concentraient sur l'investissement à forte intensité en R&D, b) n'évinçaient pas d'autres investissements productifs et c) se concentraient sur des sources situées dans l'UE. Selon la Commission européenne, avoir recours à des fournisseurs situés dans l'UE pour les contrats de défense et, par conséquent, se tourner vers des équipements et des services de défense provenant du marché intérieur de l'UE pourrait stimuler la croissance économique à long terme. La Commission a récemment annoncé la Stratégie industrielle de défense européenne (*European Defence Industrial Strategy*), qui incite les États membres de l'UE à réaliser des investissements stratégiques dans leurs capacités de défense tout en encourageant la collaboration et la coopération intra-UE⁶. Un des piliers fondamentaux de cette stratégie implique de garantir que

⁶ Pour plus d'informations, cf. le [site internet](#) de la Commission.

les produits destinés à la défense sont rapidement disponibles via la base industrielle et technologique de défense de l'Union européenne (*European Defence Technological and Industrial Base*). Il s'agit d'inciter les États membres à se procurer des équipements et services de défense auprès de fournisseurs de l'UE, renforçant ainsi les secteurs nationaux de la défense, réduisant la dépendance aux sources externes et améliorant la capacité de résistance aux chocs géopolitiques potentiels. D'après la Commission, cela pourrait soutenir la croissance et le développement d'entreprises du secteur de la défense localisées dans l'UE et dès lors favoriser l'innovation, la création d'emplois et les avancées technologiques au sein de la région. Cela produirait également des effets multiplicateurs entre les différents secteurs et au final, accroîtrait les recettes budgétaires.

L'impact économique de la guerre menée par la Russie dépasse largement le domaine des dépenses militaires. Sur les deux années qui se sont écoulées depuis l'invasion de l'Ukraine, selon les estimations, les États membres de l'UE et les institutions européennes ont consacré 0,55 % du PIB annuel de l'UE au soutien bilatéral à court terme ⁷. De plus, l'UE a également mis en place une Facilité pour l'Ukraine de 50 milliards d'euros couvrant la période 2024-2027. La banque mondiale estime que les besoins de reconstruction et de relèvement de l'Ukraine s'élèveront au total à environ 486 milliards de dollars au cours des dix prochaines années ⁸.

De plus, en 2022 et 2023, les gouvernements ont aussi été obligés de réagir à la crise consécutive de l'énergie et aux niveaux élevés d'inflation qui ont suivi. Indirectement, la guerre en Ukraine a déclenché au niveau européen une importante réaction de politique budgétaire temporaire visant à contrebalancer les prix élevés de l'énergie et l'inflation qui a suivi, mettant en lumière les défis multidimensionnels que pose le conflit en cours ⁹. Même si, en 2024, les gouvernements devraient continuer à retirer ces mesures de soutien liées à l'énergie pour permettre au processus de désinflation de se poursuivre durablement, il restera le défi à long terme de l'amélioration de la sécurité énergétique dans l'UE.

La guerre en Ukraine se poursuivant et le paysage géopolitique se caractérisant également par une instabilité au Moyen-Orient et dans d'autres parties du monde, le coût budgétaire total à long terme de la fin du dividende de la paix demeure incertain et très difficile à estimer. Par exemple, la fragmentation du commerce mondial pourrait avoir de graves conséquences pour les producteurs comme pour les consommateurs. Si les entreprises restructurent leurs chaînes de production en vue de se fournir en intrants auprès de pays plus proches géographiquement plutôt qu'auprès des pays dont les capacités de production sont les plus efficaces, leurs coûts de production augmenteront nécessairement ¹⁰.

⁷ Cf. *Kiel Institute for the World Economy*, base de données « *Ukraine Support Tracker* ».

⁸ Cf. Banque mondiale, « *Ukraine – Third Rapid Damage and Needs Assessment (RDNA3): February 2022 – December 2023* », février 2024.

⁹ Cf. l'article intitulé « *Politique budgétaire et forte inflation* », *Bulletin économique*, n° 2, BCE, 2023, et l'encadré intitulé « *Le point sur les réactions de la politique budgétaire de la zone euro à la crise énergétique et à l'inflation élevée* » dans le même numéro.

¹⁰ Cf. Di Sano (M.), Gunnella (V.) et Lebastard (L.), « *Deglobalisation: risk or reality?* », *The ECB Blog*, 12 juillet 2023.

Les effets budgétaires indirects sont très difficiles à quantifier, mais ils pourraient être importants ¹¹. Les conséquences budgétaires à long terme de ces évolutions restent donc entourées d'une forte incertitude.

4 Coûts budgétaires de la résorption de l'écart de numérisation

L'importance croissante des chaînes de valeur numériques et des technologies transformatrices nécessite des investissements importants dans les infrastructures et services publics numériques afin de préserver la compétitivité. Avant d'établir la facilité pour la reprise et la résilience (FRR) en 2021, la Commission européenne a estimé que l'écart numérique de l'UE vis-à-vis des États-Unis et de la Chine s'élevait à 125 milliards d'euros par an (soit environ 0,9 % du PIB de l'UE), et demandé que les coûts qui en ont résulté soient partagés entre le secteur privé et le secteur public ¹². Cela impliquera d'importants investissements dans les infrastructures numériques, en particulier les réseaux de télécommunications.

En 2022, l'UE a adopté le programme d'action pour la décennie numérique à l'horizon 2030, un ensemble de cibles et d'objectifs visant à combler le retard dans le domaine de la transformation numérique, avec le soutien de l'investissement public. Environ 70 % du financement total de ce programme (117 milliards d'euros) proviendra de la FRR, 16,6 milliards d'euros ayant déjà été distribués pour financer la transition numérique en mars 2024 (graphique 3, partie a) ¹³. Selon les règles de l'UE, au moins 20 % de la totalité des fonds de la FRR distribués doivent être utilisés aux fins de la transition numérique. Toutefois, la plupart des États membres dépassent ce seuil minimal dans leurs plans pour la reprise et la résilience, les allocations spécifiques à chaque pays des fonds de la FRR à la transition numérique allant du minimum de 20 % pour la Croatie et la Slovaquie à 48,1 % pour l'Allemagne. Le degré de numérisation varie encore considérablement selon les pays. Afin de mesurer les progrès réalisés vers les cibles fixées, un indice relatif à l'économie et à la société numériques (*Digital Economy and Society Index*, DESI) a été élaboré (graphique 3, partie b). Il s'agit d'un indice composite comprenant 32 sous-indicateurs, dont 11 sont directement liés à la Décennie numérique. L'horizon à court terme limite les inférences causales, mais les estimations suggèrent une corrélation significative entre les scores DESI et

¹¹ Restructurer les chaînes de production afin d'accorder la priorité à la proximité géographique plutôt qu'à l'efficacité pourrait entraîner une hausse des coûts de production, une baisse de l'emploi et des perturbations des chaînes d'approvisionnement. Cela aurait *in fine* un impact sur les recettes publiques provenant de la taxation des entreprises, de l'impôt sur le revenu, des taxes sur les ventes et du commerce international. De plus, cela pourrait également décourager l'investissement dans l'innovation, et peser encore sur la croissance économique à long terme et les recettes fiscales.

¹² Cf. Commission européenne, « *Identifying Europe's recovery needs* » (SWD/2020/98 final), 27 mai 2020.

¹³ Cf. « *Delivering the Digital Decade with EU investments* », chapitre 5 de Commission européenne, « *Implementation of the Digital Decade objectives and the Digital Rights and Principles* » (SWD/2023/570 final), 27 septembre 2023.

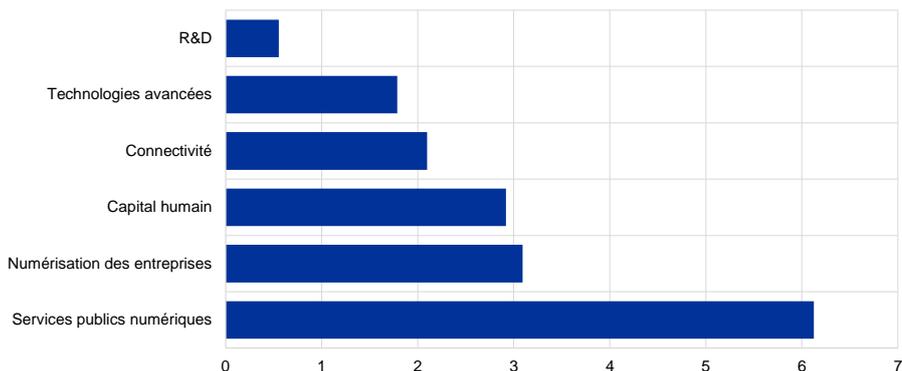
le PIB par tête, confortant encore la stratégie de la Décennie numérique ¹⁴. L'investissement numérique qui se traduit par un renforcement de la croissance économique peut aussi, au final, doper les recettes fiscales.

Graphique 3

Dépenses numériques financées par la FRR et scores DESI

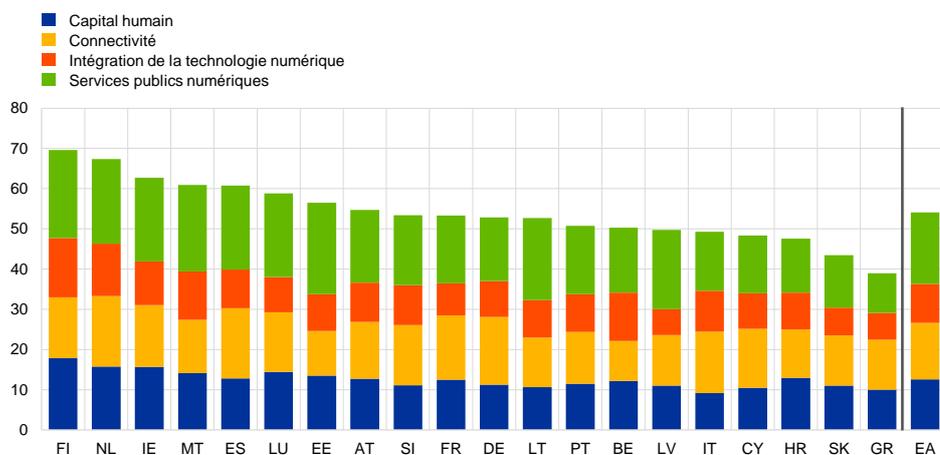
a) Versements de la FRR ciblant des objectifs numériques : ventilation par domaine subventionné

(en milliards d'euros ; mars 2024)



b) Scores DESI 2023

(en pourcentage des cibles de scores pour 2030)



Sources : Commission européenne et calculs de la BCE.

Note : Dans la partie b, la cible pour chacune des quatre grandes catégories est un score maximal de 25 points.

5 Effets budgétaires du changement climatique

Le changement climatique présente des défis budgétaires majeurs pour les économies de la zone euro. Des coûts directs des événements météorologiques extrêmes aux conséquences économiques plus larges d'une transition vers un futur à faible émission de carbone, l'impact budgétaire du changement climatique est multidimensionnel et nécessite une analyse exhaustive et des mesures globales.

¹⁴ Cf. Olczyk (M.) et Kuc-Czarnecka (M.), « Digital transformation and economic growth – DESI improvement and implementation », *Technological and Economic Development of Economy*, vol. 28, n° 3, 2022, p. 775-803.

Comme l'indique le plan sur le climat et la nature 2024-2025 de la BCE, les banques centrales devront améliorer leur compréhension de ces déterminants afin de remplir leurs objectifs clefs.

Les événements météorologiques extrêmes, dont la fréquence et la gravité pourraient s'accroître avec le changement climatique, font peser des risques immédiats et tangibles. Le coût économique des inondations, des tempêtes, des vagues de chaleur et des sécheresses a fortement augmenté ces dernières décennies, faisant porter une charge financière considérable aux administrations publiques¹⁵. Les coûts liés à l'aide aux victimes de catastrophes, à la réparation des infrastructures et aux services de santé après de tels événements exercent des tensions sur les finances publiques, détournant les ressources d'autres domaines essentiels. Dans le même temps, la charge du changement climatique est distribuée de façon inégale entre les pays de la zone euro. Par exemple, le projet PESETA IV de la Commission européenne estime que les pertes de bien-être causées par le changement climatique dans le sud de l'Europe seront plusieurs fois supérieures à ce qu'elles seront dans le nord de l'Europe, principalement en raison des températures plus élevées et des pénuries d'eau¹⁶. Cette charge inégale est encore accentuée par le fait que certains pays ayant historiquement subi de fortes pertes ont également d'importants déficits de couverture assurantielle¹⁷. Dans ce contexte, un récent document de réflexion de la Commission européenne a mis en lumière les répercussions budgétaires potentielles des événements climatiques extrêmes¹⁸. Ce document estime que dans un scénario où les températures augmentent de 2°C à long terme, huit pays de la zone euro pourraient voir leur ratio dette publique/PIB augmenter de plus de 2 points de pourcentage d'ici à 2032 en raison d'événements météorologiques extrêmes.

La transition vers une économie à faible émission de carbone entraîne des coûts initiaux élevés et des défis en matière de politique économique.

Les mesures d'atténuation (telles que l'investissement dans les infrastructures d'énergie renouvelable, l'amélioration de l'efficacité énergétique et autres stratégies de réduction des émissions) nécessitent d'importantes ressources financières et une planification à long terme. L'investissement vert, tant public que privé, sera essentiel pour faciliter la transition vers une économie durable¹⁹. Les mécanismes de tarification du carbone tels que les taxes sur le carbone offrent une source de revenu potentielle qui pourrait compenser certains des coûts budgétaires des politiques

¹⁵ Selon les estimations, les pertes économiques mondiales s'élèvent au total à 4 300 milliards de dollars. Cf. Organisation météorologique mondiale, « *Atlas of Mortality and Economic Losses from Weather, Climate and Water-Related Hazards (1970-2021)* », 22 mai 2023.

¹⁶ Cf. Feyen (L.), Ciscar (J.C.), Gosling (S.), Ibarreta (D.) et Soria (A.) (eds.), « *Climate change impacts and adaptation in Europe* », JRC PESETA IV final report, 2020.

¹⁷ Cf. BCE et AEAPP, « *Policy options to reduce the climate insurance protection gap* », *Discussion Paper*, avril 2023.

¹⁸ Cf. Gagliardi (N.), Arévalo (P.) et Pamies (S.), « *The Fiscal Impact of Extreme Weather and Climate Events: Evidence for EU Countries* », *European Economy Discussion Papers*, n° 168, Commission européenne, juillet 2022.

¹⁹ En Europe, par exemple, selon les estimations, 275 milliards d'euros provenant des fonds *Next Generation EU* et *REPowerEU* seront utilisés pour soutenir l'investissement dans les technologies propres, tandis que 118 milliards d'euros ont été mis de côté pour contribuer au financement de la transition vers les énergies propres entre aujourd'hui et 2027 dans le cadre de la politique de cohésion.

climatiques²⁰. Les récentes estimations établies par le FMI sur la base d'un modèle d'équilibre général dynamique stochastique nouveau keynésien suggèrent que les déficits primaires dans les économies avancées pourraient augmenter d'environ 0,4 point de pourcentage de PIB au cours des prochaines décennies du fait de mesures conçues pour atteindre la neutralité carbone d'ici 2050²¹. Toutefois, cela suppose qu'une large part des dépenses publiques en investissements verts et en subventions soit financée par le biais de taxes sur le carbone.

Les conséquences macroéconomiques et financières du changement climatique et les politiques qui y sont liées peuvent également exercer un impact indirect sur les finances publiques. Les conséquences économiques du changement climatique (qui incluent une perte de productivité, des perturbations des chaînes d'approvisionnement et une baisse de la production agricole) peuvent freiner la croissance du PIB. La contraction de l'activité économique qui en résulte peut ensuite éroder les recettes publiques et entraîner une hausse des coûts du service de la dette. Des simulations de modèles réalisées par le Réseau des banques centrales et des superviseurs pour le verdissement du système financier (*Network of Central Banks and Supervisors for Greening the Financial System*, NGFS) suggèrent que certains pays de la zone euro pourraient subir d'importantes pertes de production réelle. Lorsque l'on mène une telle analyse, le coût des différentes politiques de transition²² doit être mis en regard de la réduction des risques physiques provenant des événements liés au climat. Par exemple, dans le scénario « neutralité carbone d'ici 2050 », qui limite le réchauffement mondial à 1,5°C via des politiques climatiques strictes et grâce à l'innovation, la perte de production réelle est assez limitée (graphique 4, partie a) ; toutefois, les politiques de transition coûteuses entraînent des pics d'inflation et des hausses relativement persistantes des taux d'intérêt (qui augmentent de 1 point de pourcentage en moyenne ; graphique 4, partie b). Les hausses de taux d'intérêt tendent à refléter les tensions inflationnistes créées par les prix du carbone, ainsi que la demande accrue

²⁰ Cf. l'article intitulé « [Les politiques budgétaires visant à atténuer le changement climatique dans la zone euro](#) », *Bulletin économique*, n° 6, BCE, 2022.

²¹ Cf. le chapitre 1 du [Moniteur des finances publiques d'octobre 2023](#) du FMI.

²² La phase IV du NGFS simule l'impact en termes de risques physiques et de risques de transition de cinq scénarios de transition par rapport à un scénario de référence hypothétique sans risque physique ni risque de transition. La « neutralité carbone d'ici 2050 » est un scénario ambitieux qui limite le réchauffement climatique à 1,5°C par le biais de politiques climatiques strictes et de l'innovation, en atteignant la neutralité carbone autour de 2050. La « transition retardée » fait l'hypothèse que les émissions mondiales annuelles ne commencent pas à décliner avant 2030, des mesures fortes étant alors nécessaires pour maintenir le réchauffement climatique inférieur à 2°C. « Inférieur à 2°C » est un scénario dans lequel la sévérité des politiques climatiques est progressivement accentuée, ce qui donne une probabilité de 67 % de maintenir le réchauffement climatique inférieur à 2°C. Dans le scénario « CDN » (contributions déterminées au niveau national), toutes les CDN actuelles sont mises en œuvre (y compris les CDN promises mais non encore mises en œuvre). Le scénario « monde fragmenté » fait l'hypothèse d'une ambition retardée et divergente en matière de politique climatique au niveau mondial, entraînant des risques de transition élevés dans certains pays et des risques physiques importants dans l'ensemble des pays en raison de l'inefficacité globale de la transition.

d'investissement ²³. Les taux d'intérêt plus élevés dans le scénario « neutralité carbone d'ici 2050 » du NGFS sont le principal déterminant du différentiel à long terme entre taux d'intérêt et croissance. Ainsi, pour un pays dont l'endettement total s'élève à 60 % du PIB, une hausse de 1 point de pourcentage du différentiel entre taux d'intérêt et croissance entraînerait, au fil du temps, une augmentation du service annuel de la dette de 0,6 point de pourcentage du PIB. Naturellement, ces simulations sont fondées sur des hypothèses fortes et contiennent un degré élevé d'incertitude liée au modèle ²⁴. Plusieurs aspects, y compris les déterminants des taux d'intérêt à long terme en hausse et le rôle de la politique monétaire, doivent être examinés plus avant et la BCE contribue activement à ces efforts de recherche.

En vertu des règles de l'UE, au moins 37 % de la totalité des fonds de la FRR qui sont distribués doivent être utilisés aux fins de la transition verte. Même si les États membres choisissent souvent d'y consacrer une part nettement plus élevée (de 37,4 % en Lituanie à 68,8 % au Luxembourg et à Malte), les fonds de la FRR ne peuvent couvrir qu'une proportion limitée des dépenses climatiques d'un pays.

²³ Pour ces scénarios macroéconomiques, le NGFS applique le modèle NiGEM, dans lequel les banques centrales suivent la règle de Taylor et la solvabilité budgétaire à long terme est garantie. De plus, on fait l'hypothèse que 50 % du prix du carbone seront répercutés directement sur les prix à la consommation. Dans le modèle NiGEM, les niveaux d'investissement élevés peuvent entraîner des taux d'intérêt durablement plus hauts en raison de plusieurs facteurs liés les uns aux autres. Premièrement, une demande d'investissement plus élevée peut conduire à un effet d'éviction, par lequel une concurrence accrue pour les fonds disponibles sur les marchés de capitaux pousse les coûts d'emprunt à la hausse. Et deuxièmement, les anticipations d'inflation peuvent, si elles sont influencées par une activité d'investissement plus importante, inciter les prêteurs à demander des taux d'intérêt nominaux plus élevés, ce qui fera monter les taux d'intérêt réels. Dans le même temps, la formulation concrète du comportement de banque centrale a des implications majeures pour la trajectoire de taux d'intérêt dans les simulations de modèles.

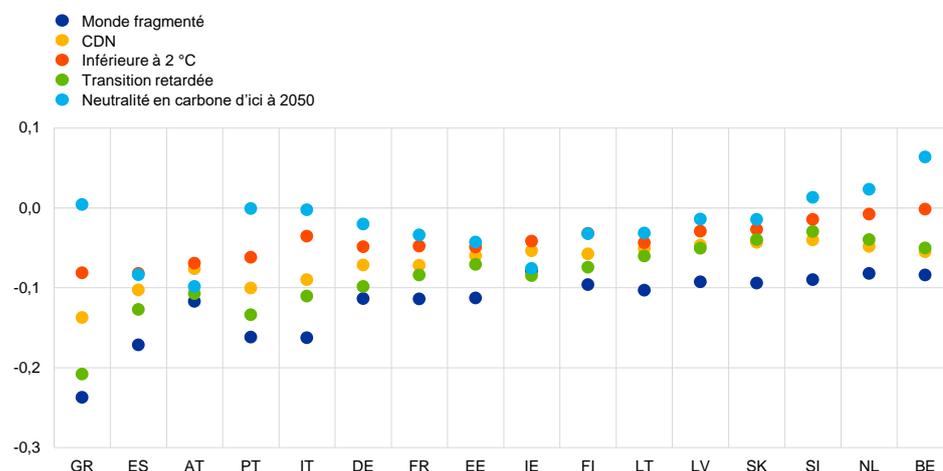
²⁴ Cf., par exemple, l'article intitulé « [Les conséquences macroéconomiques de la transition vers une économie bas carbone](#) », *Bulletin économique*, n° 5, BCE, 2023 et l'encadré intitulé « [Évaluer les effets macroéconomiques des politiques de transition en matière de changement climatique](#) », *Bulletin économique*, n° 1, BCE, 2024.

Graphique 4

Simulation de l'impact du changement climatique dans différents scénarios de transition

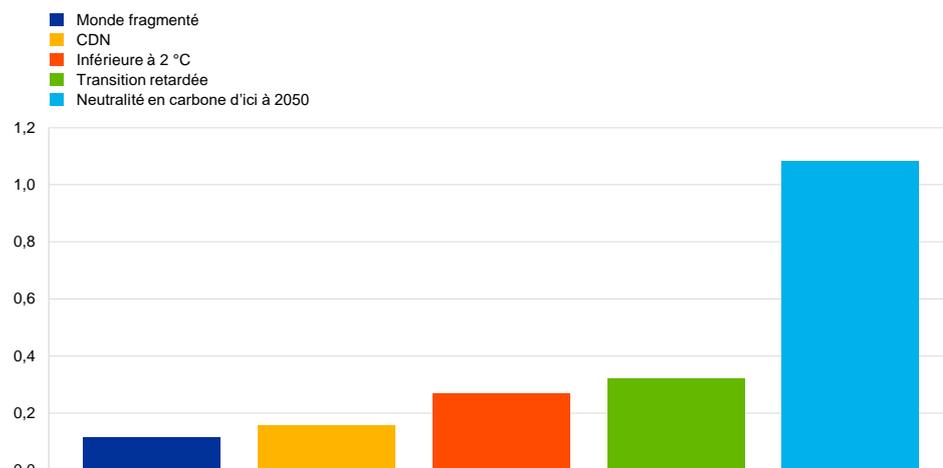
a) Impact sur les taux de croissance du PIB en volume

(variations en points de pourcentage ; moyennes pour la période 2024–2050)



b) Impact sur les taux d'intérêt à long terme

(variations en points de pourcentage ; moyennes pour la période 2024–2050)



Sources : Scénarios à long terme du NGFS (phase IV) et calculs de la BCE.

Notes : Cf. note de bas de page **Erreur ! Signet non défini.** pour une description des scénarios du NGFS. Les pays sont classés selon l'impact moyen de l'ensemble des scénarios. Les données se rapportent aux moyennes géométriques sur la période 2024-2050 et ne sont pas disponibles pour la Croatie, Chypre, le Luxembourg ou Malte. Les simulations du NGFS utilisent trois modèles différents (GCAM, MESSAGEix-GLOBIOM et REMIND-MAgPIE) et les résultats présentés ici sont des moyennes des résultats obtenus pour ces trois modèles.

6 Impact cumulé

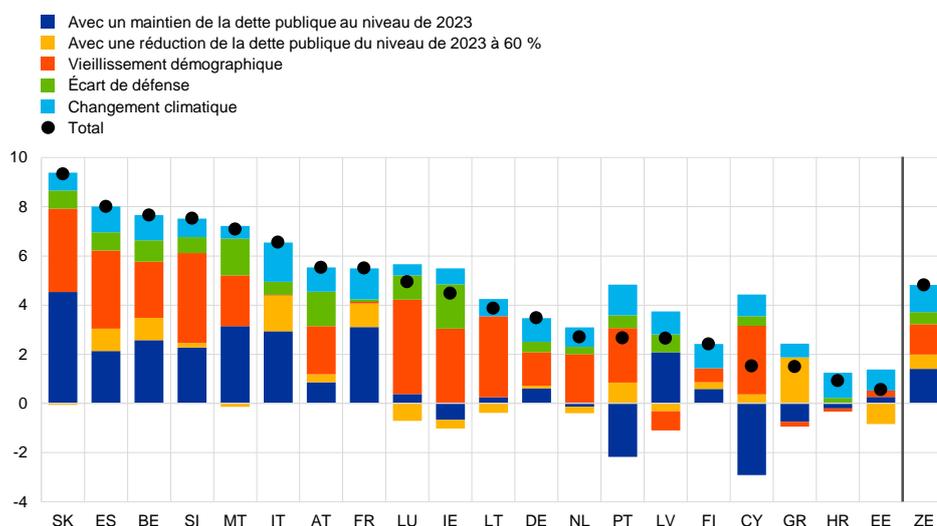
Cette section présente une estimation approximative et purement indicative de la charge budgétaire potentielle résultant des évolutions décrites dans les sections précédentes. Un indicateur unique agrège les différentes composantes (graphique 5 et encadré 1), en estimant l'ajustement budgétaire que chaque pays de la zone euro devra mettre en œuvre à partir de 2024 et conserver sur l'ensemble de

l'horizon de simulation ²⁵. La cible à long terme commune est un ratio de dette publique/PIB de 60 % (tel que figurant dans le Traité) d'ici 2070 ²⁶. Cette mesure de l'écart budgétaire est indicative et nécessite une analyse et une interprétation plus poussées pour parvenir à des conclusions normatives. Les pays devront établir et suivre leur trajectoire d'ajustement respective. De plus, la mise en œuvre de réformes structurelles plus ambitieuses, notamment celles qui soutiennent la croissance à long terme, contribuera à réduire la charge budgétaire, calculée ici sur la base des projections actuelles de taux de croissance à long terme. C'est aussi la raison pour laquelle la question de la numérisation n'est pas incluse dans cet exercice, dans la mesure où les bénéfices de celle-ci pourraient compenser certains des coûts budgétaires supportés.

Graphique 5

Vue d'ensemble des efforts budgétaires nécessaires pour relever des défis spécifiques

(en pourcentage du PIB)



Sources : 2024 Ageing Report, Debt Sustainability Monitor 2023 de la Commission européenne, simulations de la phase IV du NGFS, Moniteur des finances publiques d'octobre 2023 du FMI, OTAN, Eurostat et calculs de la BCE.

Notes : Le graphique présente l'amélioration ponctuelle immédiate et permanente du ratio solde primaire structurel/PIB nécessaire pour amener le ratio d'endettement à 60 % du PIB d'ici 2070, en intégrant le financement d'éventuelles dépenses supplémentaires résultant du vieillissement de la population, de la défense et du climat jusqu'en 2070. Cf. encadré 1 pour une description de la méthodologie.

Atteindre un ratio dette publique/PIB de 60 % d'ici 2070 à partir des niveaux d'endettement actuels nécessiterait que les gouvernements de la zone euro augmentent immédiatement et de façon permanente leurs soldes primaires de 2 % du PIB en moyenne (barres bleu foncé et jaunes dans le graphique 5).

²⁵ Cf. également la section intitulée « Fiscal Policy Sustainability and Structural Spending Pressures » dans le chapitre 1 du *Moniteur des finances publiques d'avril 2024* du FMI, qui détaille un exercice comparable et aboutit à des conclusions similaires. Le FMI montre que les économies avancées seront confrontées à des pressions supplémentaires sur les dépenses publiques équivalentes à 7,4 % du PIB d'ici 2030. Cela comprend des hausses de 1 point de pourcentage pour les paiements d'intérêt, 2 points de pourcentage pour les dépenses climatiques (dans le scénario « neutralité carbone d'ici 2050 »), 2,9 points de pourcentage pour le vieillissement démographique, 0,6 point de pourcentage pour les dépenses de défense et 1 point de pourcentage pour la politique industrielle et les Objectifs de développement durable des Nations Unies.

²⁶ Le ratio dette publique/PIB de 60 % est visé à l'article 126(2) du Traité sur le fonctionnement de l'Union européenne et spécifié dans le protocole n° 12 annexé au Traité.

16 pays de la zone euro nécessiteraient des ajustements budgétaires ne serait-ce que pour maintenir leur endettement à son niveau actuel, avec des économies moyennes nécessaires s'élevant à 1,4 % du PIB (barres bleues). Aller plus loin et ramener la dette à 60 % du PIB exigerait, en moyenne, des économies supplémentaires s'élevant à 0,6 % du PIB dans la zone euro, les pays fortement endettés ayant les besoins d'ajustement les plus importants (barres jaunes).

Les défis supplémentaires examinés ci-dessus, hors numérisation, pourraient encore accroître le déficit budgétaire moyen de la zone euro d'environ 3 % du PIB ²⁷. Parmi ces défis, c'est le vieillissement démographique qui devrait se traduire par la charge budgétaire la plus importante au cours des cinq prochaines décennies, rendant potentiellement nécessaire une hausse des dépenses pouvant aller jusqu'à 4 % du PIB pour certains pays et 1,2 % pour la zone euro en moyenne. S'agissant de la cible de l'OTAN en matière de dépenses de défense, quatre des membres de l'OTAN dans la zone euro atteignent déjà la cible de dépenses de 2 % du PIB, tandis que les 12 autres font face à des charges supplémentaires pouvant aller jusqu'à 1 % du PIB, ce qui se traduit par une charge moyenne de 0,5 % du PIB au niveau de la zone euro. Pour les quatre pays hors OTAN (l'Irlande, Chypre, Malte et l'Autriche), il n'y a pas d'exigence quant au montant des dépenses dans le domaine de la défense. Cependant, le chapitre 5 présente l'écart par rapport aux 2 % du PIB à la lumière des évolutions de l'environnement géopolitique ²⁸. Pour le changement climatique, en faisant l'hypothèse d'un scénario « neutralité carbone d'ici 2050 » qui limite la hausse de la température mondiale à 1,5°C, nous estimons la hausse de coût moyenne à 1,1 % du PIB au total au niveau de l'ensemble de la zone euro. Cela résulte de la hausse de 0,4 point de pourcentage du ratio déficit primaire/PIB calculé par le FMI et de la charge d'intérêt supplémentaire sur les encours de dette ressortant des projections du NGFS ²⁹.

L'ampleur de l'ajustement budgétaire nécessaire est importante au regard des évolutions historiques, mais elle n'est pas sans précédent. Dans le même temps, pour tous les défis analysés ci-dessus, il existe une hétérogénéité considérable entre les pays quant aux efforts budgétaires nécessaires, avec des écarts estimés allant de 0,5 % à près de 10 % du PIB. Dans le passé, des ajustements budgétaires importants ont principalement été observés en réponse à des crises budgétaires majeures et en présence de niveaux élevés d'endettement excessif. La Belgique, l'Irlande et la Finlande ont maintenu des excédents primaires corrigés du cycle supérieurs à 5 % du PIB en moyenne pendant plus d'une décennie

²⁷ L'exclusion de la numérisation est liée principalement au nombre limité de prévisions fiables et au manque de clarté concernant les interactions avec les autres variables macroéconomiques et financières majeures.

²⁸ Cf. également Commission européenne, « [Analyse des déficits d'investissement dans le domaine de la défense et voie à suivre](#) », Communication conjointe au Parlement européen, au Conseil européen, au Conseil, au Comité économique et social européen et au Comité des régions, 18 mai 2022. Pour le Luxembourg, on fait l'hypothèse d'une cible de 1,7 % du PIB, étant donné l'engagement de ce pays à consacrer 2 % de son revenu national brut.

²⁹ Les données du scénario de choc climatique, qui ne sont disponibles que jusqu'à 2050 dans les sources, font l'objet d'une extrapolation constante. Le choc climatique du NGFS pour la Grèce est ajusté pour refléter le fait que la dette à taux fixe et échéances longues représente une part importante de la dette totale.

dans les années 1990 et au début des années 2000³⁰. Dans certains pays, il se pourrait que les pressions budgétaires examinées ici ne s'accroissent pas à court terme ; il faut cependant se garder de tout excès de confiance dans la mesure où plus on reporte l'ajustement, plus son coût final sera élevé.

De plus, des charges budgétaires supplémentaires pourraient bien émerger à moyen terme. Par exemple, les simulations de modèle utilisées dans cet article excluent l'écart de numérisation, dont les conséquences à long terme restent difficiles à appréhender. En outre, nul besoin de remonter très loin dans le temps pour trouver un choc budgétaire notable qui n'avait nullement été anticipé: le ratio dette publique/PIB de la zone euro a augmenté de 13 points de pourcentage au total en 2020 en réponse à la pandémie de COVID-19. Dans le même temps, la simulation du changement climatique est fondée sur des hypothèses simplifiées et sur le postulat peu probable que limiter le réchauffement climatique mondial à 1,5°C est encore réalisable. Elle ne prend pas non plus en compte l'impact des répercussions sociales (comme les conflits), les points de basculement ou les effets macroéconomiques (comme les variations des prix et de la productivité). Cela suggère qu'il pourrait y avoir d'importants coûts budgétaires supplémentaires associés au changement climatique³¹. Point positif, cependant, la simulation pourrait sous-estimer les potentiels effets secondaires positifs au niveau économique de la hausse des dépenses publiques, telles que les dépenses dans le domaine de la numérisation. Si le vieillissement démographique et les scénarios de changement climatique sont élaborés à partir d'hypothèses cohérentes au plan interne, qui capturent aussi les effets macroéconomiques, la modélisation des dépenses de défense ne prend pas en compte leur possible impact macroéconomique (par exemple, le fait que les bénéfices des progrès technologiques puissent se transmettre du secteur de la défense à l'économie dans son ensemble).

Encadré 1

Méthodologie relative à l'indicateur de l'écart budgétaire

Afin que les différentes pressions budgétaires à long terme soient comparables dans un indicateur unique par pays, nous calculons l'amélioration immédiate et permanente du solde primaire structurel nécessaire pour ramener le ratio de dette à 60 % du PIB d'ici 2070. Outre le fait de prendre en compte l'ajustement nécessaire pour stabiliser, puis ramener le niveau initial de la dette au niveau cible, l'indicateur intègre le financement de toute dépense supplémentaire liée au vieillissement de la population, aux besoins en matière de défense et au changement climatique.

³⁰ Cf. l'encadré intitulé « *Past experience of EU countries with sustaining large primary budget surpluses* », *Monthly Bulletin*, BCE, juin 2011.

³¹ Selon le Rapport 2023 sur l'écart entre les besoins et les perspectives en matière de réduction des émissions des Nations unies, même dans le scénario le plus optimiste, la probabilité de limiter la hausse de la température mondiale à 1,5°C est de seulement 14 %, et il existe de nombreux scénarios dans lesquels le réchauffement devrait excéder 2°C, voire 3°C. Cf. Programme pour l'environnement de l'ONU, « *Rapport 2023 sur l'écart entre les besoins et les perspectives en matière de réduction des émissions : Record battu – Les températures atteignent de nouveaux sommets, mais le monde ne réduit (toujours) pas ses émissions* », novembre 2023 ; et Elderson (F.), « *Know thyself – avoiding policy mistakes in light of the prevailing climate science* », discours prononcé à l'occasion du *Delphi Economic Forum IX*, 12 avril 2024.

Calculer l'écart budgétaire et ses composantes

La dette publique en euros à la fin d'une année donnée correspond à la somme de quatre composantes : a) la dette à la fin de l'année précédente, b) les intérêts courus sur cette dette, c) le solde primaire négatif et d) tout ajustement dette-déficit (*debt-deficit-adjustment*, DDA). Exprimé en termes de PIB, dans une économie dont le budget est équilibré et où l'ajustement dette-déficit est égal à zéro, le ratio dette/PIB augmente chaque année proportionnellement à l'écart entre taux d'intérêt et taux de croissance (*interest-growth differential*, IGD). Cet écart correspond au ratio entre a) 1 plus le taux d'intérêt nominal moyen et b) 1 plus le taux de croissance du PIB nominal. Toutefois, l'évolution de la dette publique est également déterminée par les soldes primaires futurs et tout ajustement dette-déficit. À partir de l'identité comptable ci-dessus, nous pouvons appliquer l'approche fondée sur la valeur actuelle nette (*net present value*, NPV), en actualisant les flux futurs à l'aide des écarts annuels entre taux d'intérêt et taux de croissance, les rendant ainsi comparables entre différents horizons temporels. Par exemple, pour réduire le ratio de dette existant d'un pourcentage donné, un gouvernement pourrait utiliser un certain montant d'épargne dans l'année en cours ou bien la même épargne actualisée par l'écart entre taux d'intérêt et taux de croissance au cours de l'année suivante. Plus généralement, la différence entre a) la valeur actuelle nette de la dette publique en pourcentage du PIB à une date future et b) la dette publique existante est égale à la valeur actuelle nette des soldes primaires (négatifs) plus les flux liés à l'ajustement dette-déficit entre aujourd'hui et la date future.

L'amélioration permanente du ratio du solde primaire structurel rapporté au PIB nécessaire à compter de 2024 pour atteindre une dette publique de 60 % du PIB d'ici 2070 est retenue comme indicateur de l'écart budgétaire. Pour déterminer la valeur actuelle nette des flux budgétaires nécessaires pour atteindre la cible, nous prenons a) la dette publique 2023 en pourcentage du PIB, b) nous soustrayons la valeur actuelle nette de la dette égale à 60 % du PIB actualisée de 2070 à 2023, et c) nous ajoutons la valeur actuelle nette des soldes primaires négatifs, plus les flux liés à l'ajustement dette-déficit de 2024 à 2070. Cette valeur actuelle nette est ensuite convertie en un flux régulier de soldes primaires garantissant l'atteinte de la cible finale.

Cette approche peut également être utilisée pour fournir une ventilation de l'écart budgétaire entre les différents déterminants. S'agissant de l'équation ci-après, nous divisons l'effort nécessaire pour atteindre le ratio de dette de 60 % d'ici 2070 en cinq composantes. Il s'agit des ajustements nécessaires pour a) atteindre le ratio de dette 2023 (d_0) d'ici 2070 en tenant compte du solde primaire de départ et de tout ajustement dette-déficit, b) ramener le ratio de dette en 2070 à 60 % du PIB, c) couvrir les coûts liés au vieillissement de la population, d) couvrir les besoins supplémentaires en matière de dépenses de défense et e) couvrir les coûts liés au changement climatique.

$$\text{gap} = \left(\sum_{a_t} \frac{1}{a_t} \right)^{-1} \left[\left(d_0 - \frac{d_0}{a_T} - \sum_{a_t} \frac{\text{pbBase}_t - \text{dda}_t}{a_t} \right) + \left(\frac{d_0 - 60\%}{a_T} \right) + \left(\sum_{a_t} \frac{\text{age}_t}{a_t} \right) + \left(\sum_{a_t} \frac{\text{def}_t}{a_t} \right) + \left(\sum_{a_t} \frac{\text{climate}_t}{a_t} \right) \right]$$

Dans cette équation, a_t et a_T correspondent aux facteurs d'actualisation de la valeur actuelle nette à la période t et en 2070, respectivement, et Σ se rapporte à la somme des flux entre 2024 et 2070.

Hypothèses relatives aux pressions budgétaires et aux écarts futurs entre taux d'intérêt et taux de croissance

Notre approche est similaire à l'indicateur S1 présenté dans le rapport de la Commission européenne intitulé « *Debt Sustainability Monitor (DSM) 2023* », y compris en ce qui concerne les

hypothèses relatives aux soldes primaires, à l'écart entre taux d'intérêt et taux de croissance et aux coûts liés au vieillissement de la population³². Il existe toutefois trois différences notables dans l'approche utilisée ici. Premièrement, l'ajustement budgétaire ponctuel est supposé intervenir en 2024, contre un délai de deux ans dans le cadre du DSM. Deuxièmement, nous supposons un solde budgétaire primaire structurel constant sur l'horizon de projection afin d'éviter une double comptabilisation des mesures adoptées relatives au climat et à la défense. Troisièmement, nous incluons ces deux composantes supplémentaires, qui ne figurent pas dans l'indicateur de la Commission.

7 Conclusions

Des enjeux comme le vieillissement démographique, la hausse des dépenses de défense, la numérisation et le changement climatique entraîneront d'importantes charges budgétaires dans les décennies à venir. Non seulement chacune de ces évolutions posera beaucoup de difficultés, mais en plus les pays y seront confrontés simultanément. Par conséquent, il convient de prendre des mesures dès aujourd'hui, en particulier dans les pays fortement endettés faisant face à des taux d'intérêt élevés et aux risques qui y sont associés³³. Les politiques économiques doivent chercher à réduire progressivement les niveaux élevés de dette publique et à préparer l'avenir, ce qui contribuera à garantir un environnement solide pour la conduite de la politique monétaire unique de la zone euro.

³² Cf. Commission européenne, « *Debt Sustainability Monitor 2023* », *Institutional Papers*, n° 271, 22 mars 2024.

³³ Cf. Adrian (T.), Gaspar (V.) et Gourinchas (P.-O.), « *The Fiscal and Financial Risks of a High-Debt, Slow-Growth World* », *IMF Blog*, 28 mars 2024.

Statistiques

(disponible en anglais uniquement)

Statistics

Contents

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

Further information

Data published by the ECB can be accessed from the ECB Data Portal:

<https://data.ecb.europa.eu/>

Detailed tables are available in the "Publications" section of the ECB Data Portal:

<https://data.ecb.europa.eu/publications>

Methodological definitions, general notes and technical notes to statistical tables can be found in the "Methodology" section of the ECB Data Portal:

<https://data.ecb.europa.eu/methodology>

Explanations of terms and abbreviations can be found in the ECB's statistics glossary:

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

Conventions used in the tables

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

1 External environment

1.1 Main trading partners, GDP and CPI

	GDP ¹⁾ (period-on-period percentage changes)						CPI (annual percentage changes)						
	G20	United States	United Kingdom	Japan	China	Memo item: euro area	OECD countries		United States	United Kingdom (HICP)	Japan	China	Memo item: euro area ²⁾ (HICP)
							Total	excluding food and energy					
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
2021	6.6	5.8	8.7	2.6	8.4	5.9	4.0	3.0	4.7	2.6	-0.2	0.9	2.6
2022	3.2	1.9	4.3	1.0	3.0	3.4	9.5	6.8	8.0	9.1	2.5	2.0	8.4
2023	3.2	2.6	0.1	1.9	5.2	0.4	6.9	7.0	4.1	7.4	3.2	0.2	5.4
2023 Q2	0.7	0.5	0.0	1.0	0.5	0.1	6.6	7.0	4.0	8.4	3.3	0.1	6.2
Q3	0.9	1.2	-0.1	-0.9	1.8	-0.1	6.4	7.0	3.5	6.7	3.2	-0.1	5.0
Q4	0.7	0.8	-0.3	0.0	1.2	-0.1	5.9	6.8	3.2	4.2	2.9	-0.3	2.7
2024 Q1	.	0.4	0.6	-0.5	1.6	0.3	5.7	6.5	3.2	3.5	2.6	0.0	2.6
2023 Dec.	-	-	-	-	-	-	6.0	6.7	3.4	4.0	2.6	-0.3	2.9
2024 Jan.	-	-	-	-	-	-	5.7	6.6	3.1	4.0	2.2	-0.8	2.8
Feb.	-	-	-	-	-	-	5.7	6.4	3.2	3.4	2.8	0.7	2.6
Mar.	-	-	-	-	-	-	5.8	6.4	3.5	3.2	2.7	0.1	2.4
Apr.	-	-	-	-	-	-	5.7	.	3.4	2.3	2.5	.	2.4
May	-	-	-	-	-	-	.	.	.	.	.	.	2.6

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

1) Quarterly data seasonally adjusted; annual data unadjusted.

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

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

	Purchasing Managers' Surveys (diffusion indices; s.a.)									Merchandise imports ¹⁾		
	Composite Purchasing Managers' Index						Global Purchasing Managers' Index ²⁾			Global	Advanced economies	Emerging market economies
	Global ²⁾	United States	United Kingdom	Japan	China	Memo item: euro area	Manufacturing	Services	New export orders			
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
2021	-	-	-	-	-	-	-	-	-	11.1	9.9	12.5
2022	-	-	-	-	-	-	-	-	-	2.5	4.2	0.6
2023	52.0	51.2	51.2	51.8	52.5	49.7	49.8	52.3	47.6	-2.3	-3.8	-0.6
2023 Q2	54.0	53.6	53.9	53.1	53.9	52.3	50.5	54.8	47.6	-0.2	-1.2	0.9
Q3	51.5	50.8	49.3	52.3	51.5	47.5	49.3	51.4	47.0	-0.3	-0.3	-0.2
Q4	51.0	50.8	50.5	50.0	51.4	47.2	49.4	50.9	47.9	1.0	0.9	1.1
2024 Q1	52.6	52.2	52.9	51.3	52.6	49.2	51.1	52.4	49.2	-0.4	0.2	-1.1
2023 Dec.	51.6	50.9	52.1	50.0	52.6	47.6	49.4	51.6	48.1	1.0	0.9	1.1
2024 Jan.	52.5	52.0	52.9	51.5	52.5	47.9	50.3	52.3	48.8	-0.9	-0.4	-1.5
Feb.	52.6	52.5	53.0	50.6	52.5	49.2	51.2	52.4	49.3	-0.4	0.2	-1.0
Mar.	52.6	52.1	52.8	51.7	52.7	50.3	51.9	52.4	49.5	-0.4	0.2	-1.1
Apr.	52.5	51.3	54.1	52.3	52.8	51.7	51.4	52.7	50.5	.	.	.
May	.	54.4	52.8	.	.	52.2	52.6	.	50.4	.	.	.

Sources: S&P Global Market Intelligence (col. 1-9); CPB Netherlands Bureau for Economic Policy Analysis and ECB calculations (col. 10-12)

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

2) Excluding the euro area.

2 Economic activity

2.1 GDP and expenditure components

(quarterly data seasonally adjusted; annual data unadjusted)

	GDP											
	Total	Domestic demand								External balance ¹⁾		
		Total	Private consumption	Government consumption	Gross fixed capital formation				Changes in inventories ²⁾	Total	Exports ¹⁾	Imports ¹⁾
					Total	construction	Total machinery	Intellectual property products				
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
Current prices (EUR billions)												
2021	12,474.6	11,980.5	6,354.5	2,737.3	2,727.0	1,388.6	761.4	570.4	161.7	494.1	6,172.3	5,678.2
2022	13,507.4	13,266.1	7,069.4	2,901.0	3,017.6	1,560.8	847.5	602.3	278.0	241.3	7,440.0	7,198.8
2023	14,375.9	13,861.3	7,535.7	3,037.9	3,176.9	1,626.8	904.8	637.8	110.8	514.6	7,389.7	6,875.2
2023 Q1	3,540.4	3,408.5	1,855.9	741.2	782.8	405.2	223.3	152.5	28.6	131.9	1,896.0	1,764.1
Q2	3,580.7	3,445.7	1,874.5	754.8	788.5	405.7	226.0	155.0	27.8	135.0	1,859.2	1,724.1
Q3	3,602.7	3,466.5	1,899.1	767.8	794.1	407.0	228.7	156.4	5.5	136.2	1,827.8	1,691.7
Q4	3,650.9	3,529.0	1,909.1	775.3	808.5	409.0	225.3	172.3	36.1	121.9	1,836.2	1,714.3
<i>as percentage of GDP</i>												
2023	100.0	96.4	52.4	21.1	22.1	11.3	6.3	4.4	0.8	3.6	-	-
Chain-linked volumes (prices for the previous year)												
<i>quarter-on-quarter percentage changes</i>												
2023 Q2	0.1	0.8	0.1	0.3	0.2	-0.4	0.4	1.4	-	-	-1.1	-0.1
Q3	-0.1	-0.1	0.3	0.7	0.0	-0.5	0.7	0.4	-	-	-1.2	-1.4
Q4	-0.1	0.3	0.1	0.5	1.0	-0.4	-2.5	9.6	-	-	0.0	0.6
2024 Q1	0.3	.	.	.	.	.	.	.	-	-	.	.
<i>annual percentage changes</i>												
2021	5.9	4.7	4.4	4.2	3.5	5.8	8.1	-6.5	-	-	11.5	9.2
2022	3.4	3.6	4.2	1.6	2.5	1.4	4.5	2.6	-	-	7.2	7.9
2023	0.4	0.2	0.5	0.8	1.2	-0.8	3.3	3.5	-	-	-1.1	-1.6
2023 Q2	0.6	0.7	0.7	0.5	1.7	-0.6	5.3	2.6	-	-	-0.5	-0.4
Q3	0.1	-0.4	-0.3	1.3	0.5	-0.3	2.6	-0.3	-	-	-3.0	-4.1
Q4	0.1	0.3	0.6	1.2	1.5	-0.6	0.4	8.4	-	-	-2.8	-2.5
2024 Q1	0.4	.	.	.	.	.	.	.	-	-	.	.
<i>contributions to quarter-on-quarter percentage changes in GDP; percentage points</i>												
2023 Q2	0.1	0.7	0.0	0.1	0.0	0.0	0.0	0.1	0.6	-0.6	-	-
Q3	-0.1	-0.1	0.2	0.1	0.0	-0.1	0.0	0.0	-0.4	0.1	-	-
Q4	-0.1	0.3	0.0	0.1	0.2	0.0	-0.2	0.4	-0.1	-0.3	-	-
2024 Q1	0.3	.	.	.	.	.	.	.	.	.	-	-
<i>contributions to annual percentage changes in GDP; percentage points</i>												
2021	5.9	4.8	2.4	1.0	0.9	0.7	0.5	-0.3	0.6	1.4	-	-
2022	3.4	3.5	2.2	0.4	0.5	0.2	0.3	0.1	0.4	0.0	-	-
2023	0.4	0.2	0.3	0.2	0.3	-0.1	0.2	0.2	-0.5	0.2	-	-
2023 Q2	0.6	0.7	0.4	0.1	0.4	-0.1	0.3	0.1	-0.1	-0.1	-	-
Q3	0.1	-0.4	-0.1	0.3	0.1	0.0	0.2	0.0	-0.7	0.6	-	-
Q4	0.1	0.3	0.3	0.3	0.3	-0.1	0.0	0.4	-0.6	-0.3	-	-
2024 Q1	0.4	.	.	.	.	.	.	.	.	.	-	-

Sources: Eurostat and ECB calculations.

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

2) Including acquisitions less disposals of valuables.

2 Economic activity

2.2 Value added by economic activity

(quarterly data seasonally adjusted; annual data unadjusted)

	Gross value added (basic prices)											Taxes less subsidies on products
	Total	Agriculture, forestry and fishing	Manufacturing energy and utilities	Construction	Trade, transport, accommodation and food services	Information and communication	Finance and insurance	Real estate	Professional, business and support services	Public administration, education, health and social work	Arts, entertainment and other services	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
Current prices (EUR billions)												
2021	11,191.6	186.6	2,218.6	595.0	2,021.7	598.5	515.2	1,247.3	1,298.1	2,173.0	337.6	1,283.0
2022	12,165.7	215.1	2,450.1	656.6	2,333.5	633.2	532.7	1,300.2	1,398.4	2,274.6	371.3	1,341.7
2023	13,004.5	221.5	2,628.7	723.6	2,447.6	678.9	610.0	1,412.2	1,491.4	2,391.3	399.3	1,371.4
2023 Q1	3,201.4	57.1	660.9	178.2	605.1	164.1	147.5	343.9	364.4	582.8	97.4	339.1
Q2	3,244.4	55.6	662.1	180.1	612.6	169.3	152.1	349.9	372.2	591.7	98.9	336.3
Q3	3,256.3	54.8	653.2	181.8	611.7	170.9	155.0	353.3	374.5	600.8	100.2	346.3
Q4	3,297.2	54.0	662.0	184.2	618.6	173.2	155.0	359.2	381.2	609.1	100.8	353.7
<i>as percentage of value added</i>												
2023	100.0	1.7	20.2	5.6	18.8	5.2	4.7	10.9	11.5	18.4	3.1	-
Chain-linked volumes (prices for the previous year)												
<i>quarter-on-quarter percentage changes</i>												
2023 Q1	0.1	1.0	-1.3	1.9	0.1	0.9	-0.4	0.9	0.1	0.2	2.1	-0.5
Q2	0.1	-0.1	-0.2	-0.6	0.1	1.5	0.6	-0.1	0.5	0.1	0.7	0.2
Q3	-0.1	-1.2	-1.0	-0.1	0.0	0.8	0.1	0.2	0.0	0.1	1.7	0.1
Q4	0.0	0.8	-0.4	-0.1	-0.3	0.2	-0.6	0.1	0.3	0.6	-1.3	-0.2
<i>annual percentage changes</i>												
2021	5.8	1.1	8.7	3.0	7.8	9.3	5.6	2.0	6.7	3.5	4.3	7.2
2022	3.5	-2.5	1.2	1.1	7.7	6.1	0.7	1.8	4.9	1.9	12.0	2.6
2023	0.6	0.6	-1.7	0.6	0.4	4.2	0.4	1.3	1.3	1.1	4.0	-1.2
2023 Q1	1.8	0.8	0.2	0.8	2.5	5.2	0.6	1.7	1.9	1.5	6.6	-2.5
Q2	0.9	1.2	-0.6	0.3	0.2	4.8	0.8	1.2	1.5	1.1	3.3	-1.3
Q3	0.2	0.0	-2.4	1.1	-0.6	3.6	0.8	1.2	1.0	0.7	3.2	-0.3
Q4	0.1	0.4	-3.0	1.1	-0.1	3.5	-0.3	1.1	1.0	1.1	3.2	-0.5
<i>contributions to quarter-on-quarter percentage changes in value added; percentage points</i>												
2023 Q1	0.1	0.0	-0.3	0.1	0.0	0.0	0.0	0.1	0.0	0.0	0.1	-
Q2	0.1	0.0	0.0	0.0	0.0	0.1	0.0	0.0	0.1	0.0	0.0	-
Q3	-0.1	0.0	-0.2	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.1	-
Q4	0.0	0.0	-0.1	0.0	-0.1	0.0	0.0	0.0	0.0	0.1	0.0	-
<i>contributions to annual percentage changes in value added; percentage points</i>												
2021	5.8	0.0	1.8	0.2	1.4	0.5	0.3	0.2	0.8	0.7	0.1	-
2022	3.5	0.0	0.2	0.1	1.4	0.3	0.0	0.2	0.6	0.4	0.4	-
2023	0.6	0.0	-0.3	0.0	0.1	0.2	0.0	0.1	0.1	0.2	0.1	-
2023 Q1	1.8	0.0	0.0	0.0	0.5	0.3	0.0	0.2	0.2	0.3	0.2	-
Q2	0.9	0.0	-0.1	0.0	0.0	0.2	0.0	0.1	0.2	0.2	0.1	-
Q3	0.2	0.0	-0.5	0.1	-0.1	0.2	0.0	0.1	0.1	0.1	0.1	-
Q4	0.1	0.0	-0.6	0.1	0.0	0.2	0.0	0.1	0.1	0.2	0.1	-

Sources: Eurostat and ECB calculations.

2 Economic activity

2.3 Employment ¹⁾

(quarterly data seasonally adjusted; annual data unadjusted)

	Total	By employment status		By economic activity									
		Employees	Self-employed	Agriculture, forestry and fishing	Manufacturing, energy and utilities	Construction	Trade, transport, accommodation and food services	Information and communication	Finance and insurance	Real estate	Professional business and support services	Public administration, education, health and social work	Arts, entertainment and other services
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
Persons employed													
<i>as a percentage of total persons employed</i>													
2021	100.0	86.1	13.9	3.0	14.4	6.3	24.1	3.1	2.4	1.0	14.0	25.0	6.6
2022	100.0	86.2	13.8	2.9	14.2	6.4	24.4	3.2	2.3	1.0	14.1	24.8	6.5
2023	100.0	86.3	13.7	2.8	14.2	6.4	24.5	3.3	2.3	1.0	14.1	24.8	6.5
<i>annual percentage changes</i>													
2021	1.4	1.6	0.4	0.2	0.0	3.2	0.3	4.5	0.6	0.4	2.9	2.1	0.9
2022	2.3	2.4	1.3	-0.8	1.2	3.2	3.4	5.8	0.0	2.8	3.0	1.6	1.5
2023	1.4	1.5	1.1	-1.3	0.9	1.5	1.9	3.5	1.0	1.6	1.6	1.4	0.9
2023 Q2	1.4	1.5	0.9	-2.2	1.1	1.0	1.9	4.0	1.0	2.2	1.9	1.4	0.7
Q3	1.4	1.4	0.9	-1.0	0.8	1.4	2.0	2.4	1.1	0.8	1.4	1.5	0.5
Q4	1.2	1.2	1.3	-0.6	0.4	1.8	1.4	2.7	0.7	1.2	1.2	1.5	1.1
2024 Q1	1.0	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
Hours worked													
<i>as a percentage of total hours worked</i>													
2021	100.0	81.8	18.2	4.1	15.0	7.3	24.3	3.4	2.5	1.1	14.0	22.6	5.8
2022	100.0	81.9	18.1	3.9	14.6	7.3	25.2	3.5	2.4	1.1	14.1	22.0	5.9
2023	100.0	82.1	17.9	3.8	14.5	7.3	25.3	3.5	2.4	1.1	14.1	22.1	5.9
<i>annual percentage changes</i>													
2021	5.9	5.7	6.7	1.1	5.1	9.8	6.8	7.9	3.0	5.9	8.2	3.9	6.5
2022	3.4	3.5	3.0	-1.3	1.0	3.3	7.6	5.9	-0.2	4.6	3.9	0.6	5.7
2023	1.3	1.5	0.4	-1.5	0.6	1.2	1.7	3.0	0.6	1.1	1.6	1.5	1.4
2023 Q1	2.1	2.5	0.5	-0.6	1.8	1.7	3.0	4.6	1.1	1.8	2.3	1.5	2.5
Q2	1.6	1.8	0.8	-2.5	1.3	1.2	1.8	4.1	1.3	1.7	2.2	1.8	1.6
Q3	1.4	1.6	0.7	-1.2	0.6	1.4	1.8	1.9	1.0	1.1	1.6	1.8	1.5
Q4	1.3	1.4	0.6	-0.7	0.5	2.1	1.2	3.0	0.4	0.8	1.4	1.8	1.0
Hours worked per person employed													
<i>annual percentage changes</i>													
2021	4.4	4.1	6.3	0.9	5.1	6.4	6.4	3.2	2.3	5.4	5.1	1.7	5.6
2022	1.1	1.1	1.7	-0.4	-0.2	0.1	4.1	0.1	-0.2	1.8	1.0	-1.0	4.2
2023	-0.1	0.0	-0.7	-0.2	-0.3	-0.3	-0.2	-0.4	-0.3	-0.5	0.0	0.1	0.6
2023 Q1	0.4	0.7	-0.6	0.7	0.5	-0.1	0.7	-0.3	0.0	-0.4	0.4	0.1	1.3
Q2	0.2	0.3	-0.2	-0.2	0.2	0.2	-0.1	0.2	0.3	-0.5	0.3	0.5	0.9
Q3	0.0	0.1	-0.2	-0.2	-0.2	-0.1	-0.2	-0.5	-0.1	0.2	0.2	0.3	1.1
Q4	0.1	0.2	-0.7	-0.1	0.1	0.3	-0.2	0.3	-0.3	-0.4	0.2	0.3	-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 ¹⁾											Job vacancy rate ³⁾
			Total		Long-term unemployment, % of labour force ²⁾	By age				By gender				
			Millions	% of labour force		Adult		Youth		Male		Female		
						Millions	% of labour force	Millions	% of labour force	Millions	% of labour force	Millions	% of labour force	
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
% of total in 2020			100.0		80.1		19.9		51.3		48.7			
2021	165.007	3.4	12.831	7.8	3.2	10.347	6.9	2.484	16.9	6.548	7.4	6.283	8.2	2.5
2022	167.790	3.1	11.394	6.8	2.7	9.140	6.0	2.254	14.5	5.722	6.4	5.672	7.2	3.3
2023	169.982	2.9	11.174	6.6	2.4	8.877	5.8	2.297	14.5	5.642	6.2	5.533	6.9	3.0
2023 Q2	169.835	2.9	11.111	6.5	2.4	8.838	5.7	2.273	14.3	5.599	6.2	5.513	6.9	3.1
Q3	169.974	2.9	11.206	6.6	2.3	8.877	5.8	2.329	14.6	5.670	6.3	5.536	6.9	3.0
Q4	170.720	2.9	11.145	6.5	2.3	8.782	5.7	2.363	14.8	5.639	6.2	5.506	6.9	2.9
2024 Q1	-	-	-	6.5	-	-	5.7	-	14.5	-	6.2	-	6.9	2.9
2023 Nov.	-	-	11.155	6.5	-	8.831	5.7	2.324	14.7	5.669	6.2	5.486	6.9	-
Dec.	-	-	11.134	6.5	-	8.803	5.7	2.331	14.6	5.643	6.2	5.491	6.9	-
2024 Jan.	-	-	11.182	6.5	-	8.852	5.7	2.330	14.6	5.679	6.2	5.503	6.9	-
Feb.	-	-	11.203	6.5	-	8.875	5.7	2.328	14.6	5.690	6.2	5.514	6.9	-
Mar.	-	-	11.098	6.5	-	8.807	5.7	2.291	14.3	5.594	6.1	5.504	6.9	-
Apr.	-	-	10.998	6.4	-	8.726	5.6	2.272	14.1	5.577	6.1	5.421	6.7	-

Sources: Eurostat and ECB calculations.

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

2) Not seasonally adjusted.

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

2.5 Short-term business statistics

	Industrial production						Construction production	Retail sales				Services production ¹⁾	New passenger car registrations
	Total (excluding construction)		Main Industrial Groupings					Total	Food, beverages, tobacco	Non-food	Fuel		
	Total	Manufacturing	Intermediate goods	Capital goods	Consumer goods	Energy							
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	
% of total in 2021	100.0	88.7	32.4	33.2	22.5	11.9	100.0	100.0	38.1	54.4	7.5	100.0	100.0
annual percentage changes													
2021	8.8	9.8	9.6	9.4	8.1	0.7	5.7	5.3	1.0	8.3	9.0	8.0	-2.9
2022	2.1	2.8	-1.9	5.0	6.3	-2.9	2.9	0.9	-2.8	3.1	4.5	10.0	-4.3
2023	-2.2	-1.7	-5.4	2.3	-1.7	-5.6	1.5	-2.0	-2.7	-1.0	-1.7	2.8	14.5
2023 Q2	-0.8	0.1	-6.2	7.5	-1.6	-8.4	1.5	-2.2	-3.3	-1.1	-0.8	2.7	22.7
Q3	-4.8	-4.3	-5.3	-2.5	-3.2	-7.6	1.7	-2.3	-1.9	-1.6	-3.8	2.0	15.4
Q4	-3.9	-4.3	-4.5	-2.5	-6.7	-0.8	1.1	-0.8	-0.6	0.0	-4.0	1.8	4.1
2024 Q1	-4.6	-4.7	-2.5	-6.0	-5.5	-2.3	-0.2	-0.1	-0.5	0.2	-0.6	.	4.8
2023 Nov.	-5.2	-5.9	-5.6	-4.7	-6.9	0.7	-0.2	-0.6	-0.5	0.3	-3.1	1.5	5.3
Dec.	0.2	0.3	-3.4	4.7	-4.9	-1.7	2.4	-0.5	-0.1	-0.1	-3.4	1.9	-0.4
2024 Jan.	-6.5	-7.4	-2.9	-11.2	-4.2	0.3	0.6	-0.7	-1.3	-0.7	0.7	3.8	7.0
Feb.	-6.2	-6.2	-2.4	-8.9	-5.0	-4.1	-1.8	-0.3	-1.2	0.7	-1.5	4.9	4.5
Mar.	-1.0	-0.8	-2.3	1.8	-7.1	-3.5	0.1	0.7	1.0	0.7	-1.0	.	2.9
Apr.	.	.	.	.	.	.	.	0.0	-0.5	0.4	0.3	.	3.8
month-on-month percentage changes (s.a.)													
2023 Nov.	0.4	0.4	-0.7	0.5	1.1	2.0	-0.2	0.4	-0.1	0.3	1.9	0.1	0.7
Dec.	1.6	5.9	-1.3	11.6	0.4	0.7	0.4	-0.5	-0.6	-0.7	0.5	0.4	-1.3
2024 Jan.	-3.2	-6.7	2.2	-15.6	-0.3	0.8	0.8	0.2	0.3	0.4	0.6	0.8	-1.2
Feb.	1.0	0.9	0.8	1.7	-0.3	-3.4	0.4	-0.3	-0.2	0.4	-1.1	1.0	1.0
Mar.	0.6	0.9	-0.5	1.0	-1.8	-0.9	0.1	0.8	1.0	-0.1	1.0	.	-1.2
Apr.	.	.	.	.	.	.	.	.	-0.5	-0.1	-2.2	.	-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)

	European Commission Business and Consumer Surveys (percentage balances, unless otherwise indicated)							Purchasing Managers' Surveys (diffusion indices)				
	Economic sentiment indicator (long-term average = 100)	Manufacturing industry		Consumer confidence indicator	Construction confidence indicator	Retail trade confidence indicator	Service industries		Purchasing Managers' Index (PMI) for manufacturing	Manufacturing output	Business activity for services	Composite output
		Industrial confidence indicator	Capacity utilisation (%)				Services confidence indicator	Capacity utilisation (%)				
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
1999-20	99.5	-4.3	80.1	-11.1	-12.5	-6.6	6.4	.	-	-	-	-
2021	111.2	9.6	80.9	-7.5	4.1	-1.5	8.5	87.3	-	-	-	-
2022	102.1	5.0	82.4	-21.9	5.2	-3.5	9.2	89.9	-	-	-	-
2023	96.4	-5.6	80.9	-17.4	-2.0	-4.0	6.7	90.5	45.0	45.8	51.2	49.7
2023 Q3	94.2	-8.9	80.7	-16.3	-4.7	-4.6	5.0	90.5	43.2	43.1	49.2	47.5
Q4	94.8	-9.0	79.9	-16.7	-4.2	-6.5	6.2	90.5	43.9	44.0	48.4	47.2
2024 Q1	96.0	-9.2	79.4	-15.5	-5.2	-6.1	7.0	90.1	46.4	46.7	50.0	49.2
Q2	.	.	79.0	.	.	.	.	90.0	.	.	.	.
2023 Dec.	96.4	-9.0	.	-15.1	-3.5	-5.5	8.1	.	44.4	44.4	48.8	47.6
2024 Jan.	96.1	-9.3	79.4	-16.1	-4.5	-5.7	8.4	90.1	46.6	46.6	48.4	47.9
Feb.	95.5	-9.5	.	-15.5	-5.4	-6.7	6.1	.	46.5	46.6	50.2	49.2
Mar.	96.3	-8.9	.	-14.9	-5.6	-6.0	6.5	.	46.1	47.1	51.5	50.3
Apr.	95.6	-10.4	79.0	-14.7	-5.9	-6.8	6.1	90.0	45.7	47.3	53.3	51.7
May	96.0	-9.9	.	-14.3	-6.0	-6.8	6.5	.	47.3	49.3	53.2	52.2

Sources: European Commission (Directorate-General for Economic and Financial Affairs) (col. 1-8) and S&P Global Market Intelligence (col. 9-12).

2.7 Summary accounts for households and non-financial corporations (current prices, unless otherwise indicated; not seasonally adjusted)

	Households							Non-financial corporations					
	Saving rate (gross)	Debt ratio	Real gross disposable income	Financial investment	Non-financial investment (gross)	Net worth ²⁾	Housing wealth	Profit rate ³⁾	Saving rate (gross)	Debt ratio ⁴⁾	Financial investment	Non-financial investment (gross)	Financing
	Percentage of gross disposable income (adjusted) ¹⁾		Annual percentage changes					Percentage of gross value added	Percentage of GDP	Annual percentage changes			
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
2021	17.5	95.2	2.0	3.6	19.1	8.5	8.8	36.1	8.4	76.0	5.4	9.9	3.3
2022	13.7	92.8	-0.2	2.4	12.8	2.1	7.9	35.8	5.3	71.6	3.4	9.0	2.2
2023	14.4	87.0	1.3	2.1	3.1	1.3	-1.9	34.6	5.6	67.1	1.5	2.9	0.7
2023 Q1	13.5	90.8	1.3	2.3	7.1	2.0	4.2	35.5	5.6	69.5	2.8	1.2	1.6
Q2	13.9	89.3	1.3	2.2	2.3	2.2	1.1	35.5	5.6	68.5	1.8	19.9	0.9
Q3	14.0	88.0	0.4	2.0	1.3	1.1	-0.7	35.2	5.6	67.7	1.4	-11.2	0.5
Q4	14.4	87.0	2.0	2.1	2.2	1.3	-1.9	34.6	5.6	67.1	1.5	5.5	0.7

Sources: ECB and Eurostat.

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

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

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

4) Defined as consolidated loans and debt securities liabilities.

2 Economic activity

2.8 Euro area balance of payments, current and capital accounts

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

	Current account											Capital account ¹⁾	
	Total			Goods		Services		Primary income		Secondary income		Credit	Debit
	Credit	Debit	Balance	Credit	Debit	Credit	Debit	Credit	Debit	Credit	Debit		
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	
2023 Q2	1,401.7	1,342.2	59.5	725.2	667.1	327.2	294.0	305.1	295.0	44.3	86.1	25.8	22.9
Q3	1,414.6	1,339.8	74.8	722.9	645.1	329.1	295.4	320.3	313.1	42.4	86.2	29.1	18.5
Q4	1,384.2	1,311.9	72.3	710.3	645.0	328.0	295.0	299.6	284.8	46.3	87.2	61.6	40.6
2024 Q1	1,445.7	1,341.9	103.7	746.9	632.2	340.3	324.1	314.8	311.8	43.7	73.8	22.0	18.3
2023 Oct.	457.1	440.1	17.0	230.1	217.8	109.7	98.4	102.7	94.5	14.6	29.5	10.7	9.6
Nov.	462.4	439.0	23.4	239.8	213.3	108.6	99.3	99.1	97.7	15.0	28.8	9.3	7.5
Dec.	464.7	432.8	31.9	240.4	213.8	109.8	97.3	97.8	92.6	16.8	29.0	41.6	23.5
2024 Jan.	480.1	441.0	39.1	249.5	201.8	112.2	107.9	104.2	107.3	14.2	23.9	4.8	9.1
Feb.	486.5	457.6	28.9	246.6	212.9	116.9	109.7	108.2	110.8	14.7	24.2	5.5	3.7
Mar.	479.2	443.4	35.8	250.8	217.6	111.2	106.5	102.3	93.7	14.9	25.7	11.7	5.5
<i>12-month cumulated transactions</i>													
2024 Mar.	5,646.2	5,336.0	310.3	2,905.2	2,589.3	1,324.6	1,208.5	1,239.7	1,204.8	176.7	333.4	138.5	100.3
<i>12-month cumulated transactions as a percentage of GDP</i>													
2024 Mar.	39.3	37.1	2.2	20.2	18.0	9.2	8.4	8.6	8.4	1.2	2.3	1.0	0.7

1) The capital account is not seasonally adjusted.

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

(seasonally adjusted, unless otherwise indicated)

	Total (n.s.a.)		Exports (f.o.b.)					Imports (c.i.f.)					
	Exports	Imports	Total				Memo item: Manufacturing	Total				Memo items:	
			Total	Intermediate goods	Capital goods	Consumption goods		Total	Intermediate goods	Capital goods	Consumption goods	Manufacturing	Oil
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	
<i>Values (EUR billions; annual percentage changes for columns 1 and 2)</i>													
2023 Q2	-1.5	-13.5	710.1	331.9	144.1	216.5	590.6	707.3	411.9	113.6	164.9	503.5	74.1
Q3	-5.2	-22.1	704.3	331.8	141.9	214.6	587.4	677.7	390.4	111.9	158.5	488.6	82.2
Q4	-4.6	-16.7	709.4	334.8	144.1	214.7	589.0	668.9	382.3	107.2	157.2	475.7	81.2
2024 Q1	-3.2	-12.3	712.7	.	.	.	587.4	652.8	.	.	.	458.9	.
2023 Oct.	-1.6	-15.3	236.4	112.1	47.6	70.8	197.5	226.0	130.0	36.2	53.1	160.5	29.5
Nov.	-4.2	-16.2	237.7	111.9	48.9	71.8	197.3	222.1	127.4	35.3	52.2	157.9	26.7
Dec.	-8.3	-18.7	235.2	110.9	47.6	72.1	194.2	220.8	124.9	35.7	52.0	157.4	25.0
2024 Jan.	0.6	-16.1	237.7	113.0	46.8	72.0	196.3	211.6	120.8	33.4	51.0	149.9	25.2
Feb.	0.1	-8.3	237.4	111.2	47.5	72.9	195.9	220.7	124.1	35.3	52.3	153.8	24.8
Mar.	-9.2	-12.0	237.7	.	.	.	195.2	220.4	.	.	.	155.2	.
<i>Volume indices (2000 = 100; annual percentage changes for columns 1 and 2)</i>													
2023 Q1	0.7	-3.0	99.2	95.5	98.4	108.0	98.6	110.4	108.5	111.4	111.1	109.8	144.9
Q2	-3.6	-6.6	97.3	92.7	99.4	105.2	97.2	109.7	107.9	112.3	112.0	110.9	159.0
Q3	-4.2	-10.1	96.3	93.8	95.9	102.4	95.9	106.6	104.5	111.5	109.4	108.5	171.7
Q4	-3.4	-8.7	96.5	93.2	96.1	102.9	95.7	104.3	101.1	104.3	107.8	105.3	164.4
2023 Sep.	-8.3	-13.4	96.1	94.6	93.5	101.3	95.7	104.6	103.0	108.1	107.0	106.6	173.5
Oct.	-0.2	-5.9	96.2	93.6	95.8	101.1	95.6	105.0	102.0	107.3	109.7	107.4	162.2
Nov.	-2.9	-9.4	96.6	93.0	96.4	103.3	96.1	103.1	100.0	101.1	107.3	103.8	162.6
Dec.	-7.3	-11.1	96.8	93.0	96.2	104.2	95.4	104.8	101.2	104.4	106.4	104.7	168.5
2024 Jan.	0.1	-9.5	97.3	95.5	93.3	102.2	96.1	101.4	99.0	96.4	103.9	100.4	160.9
Feb.	-1.1	-3.6	96.2	92.2	91.9	104.4	94.8	103.1	99.9	101.8	105.9	102.2	166.6

Sources: ECB and Eurostat.

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

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

3 Prices and costs

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

	Total					Total (s.a.; percentage change vis-à-vis previous period) ²⁾						Administered prices	
	Index: 2015 = 100	Total		Goods	Services	Total	Processed food	Unpro- cessed food	Non- energy indus- trial goods	Energy (n.s.a.)	Services	Total HICP excluding adminis- tered prices	Adminis- tered prices
		Total	Total excluding food and energy											6	7	8	9	10	11	12	13
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	
% of total in 2024	100.0	100.0	70.6	55.1	44.9	100.0	15.1	4.3	25.7	9.9	44.9	88.5	11.5
2021	107.8	2.6	1.5	3.4	1.5	-	-	-	-	-	-	2.5	3.1
2022	116.8	8.4	3.9	11.9	3.5	-	-	-	-	-	-	8.5	7.8
2023	123.2	5.4	4.9	5.7	4.9	-	-	-	-	-	-	5.5	4.9
2023 Q2	123.2	6.2	5.5	6.8	5.2	0.6	1.8	0.9	0.7	-4.3	1.2	6.1	6.8
Q3	123.9	5.0	5.1	4.5	5.3	0.9	1.1	1.2	0.5	1.3	0.9	5.0	4.5
Q4	124.1	2.7	3.7	1.7	4.2	0.3	0.7	0.9	0.0	-1.1	0.7	3.0	1.3
2024 Q1	124.4	2.6	3.1	1.5	4.0	0.7	0.7	-0.2	0.3	0.2	1.1	2.7	2.3
2023 Dec.	124.0	2.9	3.4	2.1	4.0	0.0	0.0	0.0	0.2	-1.6	0.3	3.1	1.7
2024 Jan.	123.6	2.8	3.3	1.8	4.0	0.4	0.5	0.3	0.1	1.2	0.4	3.0	1.9
Feb.	124.4	2.6	3.1	1.5	4.0	0.4	0.2	-1.0	0.1	1.4	0.5	2.6	2.5
Mar.	125.3	2.4	2.9	1.2	4.0	0.2	0.1	-0.4	-0.1	-0.2	0.5	2.4	2.5
Apr.	126.0	2.4	2.7	1.3	3.7	0.2	0.1	0.0	0.0	0.3	0.2	2.4	2.1
May ³⁾	126.3	2.6	2.9	.	4.1	0.1	0.1	0.0	0.0	-1.2	0.5	.	.

	Goods						Services						
	Food (including alcoholic beverages and tobacco)			Industrial goods			Housing		Transport	Communi- cation	Recreation and personal care	Miscel- laneous	
	Total	Processed food	Unpro- cessed food	Total	Non- energy industrial goods	Energy	Total	Rents					
14	15	16	17	18	19	20	21	22	23	24	25		
% of total in 2024	19.5	15.1	4.3	35.6	25.7	9.9	9.6	5.6	7.4	2.2	16.4	9.3	
2021	1.5	1.5	1.6	4.5	1.5	13.0	1.4	1.2	2.1	0.3	1.5	1.6	
2022	9.0	8.6	10.4	13.6	4.6	37.0	2.4	1.7	4.4	-0.2	6.1	2.1	
2023	10.9	11.4	9.1	2.9	5.0	-2.0	3.6	2.7	5.2	0.2	6.9	4.0	
2023 Q2	12.5	13.5	9.5	3.7	5.8	-1.8	3.7	2.7	6.1	0.4	7.5	4.1	
Q3	9.8	10.3	7.9	1.7	4.6	-4.6	3.7	2.7	5.7	0.0	7.2	4.2	
Q4	6.8	7.1	5.9	-1.1	2.9	-9.8	3.5	2.7	3.2	0.4	5.9	4.0	
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	
2023 Dec.	6.1	5.9	6.8	-0.1	2.5	-6.7	3.5	2.7	3.3	0.5	5.2	3.8	
2024 Jan.	5.6	5.2	6.9	-0.3	2.0	-6.1	3.4	2.8	3.5	-0.3	5.4	3.8	
Feb.	3.9	4.5	2.1	0.2	1.6	-3.7	3.4	2.8	3.3	0.1	5.2	3.9	
Mar.	2.6	3.5	-0.5	0.4	1.1	-1.8	3.4	2.8	3.9	-0.4	5.2	3.8	
Apr.	2.8	3.2	1.2	0.5	0.9	-0.6	3.4	2.8	2.7	-0.5	4.8	3.9	
May ³⁾	2.6	2.9	1.8	.	0.8	0.3	.	.	.	.	.	.

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: May 2024

3 Prices and costs

3.2 Industry, construction and property prices

(annual percentage changes, unless otherwise indicated)

	Industrial producer prices excluding construction ¹⁾										Construction ²⁾	Residential property prices	Experimental indicator of commercial property prices ³⁾
	Total (index: 2021 = 100)	Total		Industry excluding construction and energy						Energy			
		Total	Manufacturing	Total	Intermediate goods	Capital goods	Consumer goods						
							Total	Food, beverages and tobacco	Non-food				
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	
% of total in 2021	100.0	100.0	77.8	72.3	30.9	19.3	22.2	15.7	6.5	27.7			
2021	100.0	12.2	7.4	5.7	10.9	2.6	2.2	3.4	1.7	30.3	5.8	7.9	0.5
2022	133.5	33.5	17.2	14.0	19.9	7.2	12.2	16.5	7.0	82.0	11.9	7.1	0.6
2023	130.5	-2.2	1.8	3.7	-0.3	5.1	8.3	8.4	5.0	-13.3	6.8	-1.1	-7.4
2023 Q2	129.0	-0.8	0.7	4.1	-0.6	5.7	9.5	9.6	5.9	-11.3	7.5	-1.6	-9.4
Q3	128.1	-8.8	-0.5	1.3	-4.0	4.4	6.4	5.5	4.1	-25.2	4.9	-2.2	-6.7
Q4	128.4	-8.7	-1.2	-0.1	-4.8	3.3	3.6	2.1	2.4	-23.1	4.6	-1.1	-8.7
2024 Q1	125.4	-8.1	-1.6	-1.3	-5.2	2.0	1.5	-0.3	0.9	-20.4	3.6	.	.
2023 Nov.	128.5	-8.1	-1.4	-0.2	-4.9	3.2	3.6	2.0	2.4	-21.9	-	-	-
Dec.	127.7	-9.6	-0.9	-0.3	-4.6	3.0	3.1	1.6	2.1	-25.2	-	-	-
2024 Jan.	126.5	-8.0	-2.0	-1.2	-5.4	2.2	1.8	0.2	1.1	-19.9	-	-	-
Feb.	125.1	-8.4	-1.6	-1.3	-5.4	2.0	1.4	-0.4	0.9	-21.2	-	-	-
Mar.	124.5	-7.8	-1.3	-1.3	-4.8	1.9	1.2	-0.6	0.8	-20.3	-	-	-
Apr.	123.3	-5.7	-0.7	-1.0	-3.9	1.5	1.0	-0.9	0.7	-14.7	-	-	-

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

1) Domestic sales only.

2) Input prices for residential buildings.

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

3.3 Commodity prices and GDP deflators

(annual percentage changes, unless otherwise indicated)

	GDP deflators								Oil prices (EUR per barrel)	Non-energy commodity prices (EUR)					
	Total (s.a.; index: 2015 = 100)	Total	Domestic demand				Exports ¹⁾	Imports ¹⁾		Import-weighted ²⁾			Use-weighted ²⁾		
			Total	Private consumption	Government consumption	Gross fixed capital formation				Total	Food	Non-food	Total	Food	Non-food
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	
% of total									100.0	45.5	54.6	100.0	50.4	49.6	
2021	109.7	2.2	2.9	2.2	1.8	3.9	5.9	7.9	59.8	29.5	21.4	37.1	29.0	22.0	37.0
2022	114.9	4.7	6.9	6.8	4.3	8.0	12.5	17.6	95.0	18.3	28.8	9.6	19.4	27.7	10.9
2023	121.8	6.0	4.3	6.1	3.9	4.1	0.5	-2.9	76.4	-13.0	-11.6	-14.3	-13.8	-12.5	-15.3
2023 Q2	121.2	6.3	4.3	6.8	4.5	4.2	0.3	-3.7	71.6	-18.0	-16.1	-19.9	-18.4	-16.4	-20.8
Q3	122.1	5.9	3.2	5.8	4.1	3.1	-1.9	-7.0	79.8	-13.8	-14.5	-13.0	-14.9	-15.2	-14.5
Q4	123.8	5.3	3.8	3.8	3.0	2.7	-1.4	-4.5	78.5	-9.0	-9.3	-8.8	-10.1	-10.4	-9.6
2024 Q1	.	.	.	.	.	.	.	.	76.5	-2.9	2.8	-8.4	-3.5	1.0	-8.7
2023 Dec.	-	-	-	-	-	-	-	-	71.4	-5.8	-3.7	-7.9	-6.8	-5.5	-8.2
2024 Jan.	-	-	-	-	-	-	-	-	73.5	-5.3	-0.7	-9.6	-6.3	-3.2	-9.7
Feb.	-	-	-	-	-	-	-	-	77.5	-3.9	1.2	-8.9	-4.1	0.4	-9.1
Mar.	-	-	-	-	-	-	-	-	78.6	0.5	7.9	-6.6	-0.2	5.8	-7.2
Apr.	-	-	-	-	-	-	-	-	85.0	11.7	19.2	4.2	9.8	14.5	4.1
May	-	-	-	-	-	-	-	-	.	12.4	12.6	12.2	11.4	11.0	11.9

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

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

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

3 Prices and costs

3.4 Price-related opinion surveys

(seasonally adjusted)

	European Commission Business and Consumer Surveys (percentage balance)					Purchasing Managers' Surveys (diffusion indices)			
	Selling price expectations (for next three months)				Consumer price trends over past 12 months ⁵	Input prices		Prices charged	
	Manu- facturing 1	Retail trade 2	Services 3	Construction 4		Manu- facturing 6	Services 7	Manu- facturing 8	Services 9
1999-20	4.7	5.7	4.0	-3.4	28.9	-	-	-	-
2021	31.7	23.9	10.3	19.7	30.4	-	-	-	-
2022	48.5	52.9	27.4	42.4	71.6	-	-	-	-
2023	9.5	28.5	19.2	13.9	74.5	43.7	64.6	50.0	57.4
2023 Q2	7.1	29.8	18.0	12.3	76.9	41.6	64.3	49.2	58.0
Q3	3.5	22.1	15.3	6.4	73.3	39.1	62.0	45.7	55.5
Q4	3.7	18.8	17.6	9.8	69.5	42.8	62.0	47.5	54.8
2024 Q1	4.7	16.6	17.5	5.1	64.5	44.9	62.3	48.2	56.0
2023 Dec.	3.6	18.4	18.8	11.6	66.9	43.1	61.6	48.9	55.6
2024 Jan.	4.6	18.6	20.0	9.9	66.1	42.8	62.6	48.6	56.3
Feb.	4.0	16.9	17.3	3.7	65.3	45.5	62.9	48.3	56.6
Mar.	5.6	14.3	15.1	1.6	62.1	46.5	61.5	47.7	55.1
Apr.	5.6	14.0	14.0	2.5	58.3	49.0	61.7	47.9	55.9
May	6.4	13.7	13.2	3.6	56.9	49.4	60.5	48.2	54.2

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

3.5 Labour cost indices

(annual percentage changes, unless otherwise indicated)

	Total (index: 2020=100) 1	Total 2	By component		For selected economic activities		Memo item: Indicator of negotiated wages ¹⁾ 7
			Wages and salaries 3	Employers' social contributions 4	Business economy 5	Mainly non-business economy 6	
% of total in 2020	100.0	100.0	75.3	24.7	69.0	31.0	
2021	100.9	0.9	1.0	0.5	0.9	0.9	1.4
2022	105.7	4.8	4.0	7.0	5.0	4.2	2.9
2023	110.4	4.4	4.4	4.7	4.9	3.4	4.5
2023 Q2	113.7	4.3	4.4	4.0	4.6	3.8	4.4
Q3	107.4	5.2	5.2	4.9	5.7	3.9	4.7
Q4	117.9	3.3	3.2	4.0	4.0	2.0	4.5
2024 Q1	107.6	4.9	5.0	4.4	5.1	5.0	4.7

Sources: Eurostat and ECB calculations.

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

3 Prices and costs

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

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

	Total (index: 2015 =100)	Total	By economic activity									
			Agriculture, forestry and fishing	Manu- facturing, energy and utilities	Con- struction	Trade, transport, accom- modation and food services	Information and commu- nication	Finance and insurance	Real estate	Professional business and support services	Public ad- ministration, education, health and social work	Arts, enter- tainment and other services
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
Unit labor costs												
2021	110.1	-0.2	1.8	-3.6	5.5	-1.8	1.2	-1.5	5.0	1.0	0.9	-0.1
2022	113.7	3.3	6.9	3.6	6.1	1.9	3.0	2.7	4.9	3.2	3.5	-3.0
2023	120.8	6.2	3.7	8.3	5.6	7.4	4.4	5.2	4.4	6.5	4.5	2.3
2023 Q1	118.8	5.9	3.9	6.9	5.3	6.5	4.5	5.8	4.2	7.0	3.9	0.0
Q2	119.5	6.2	2.4	7.0	5.8	7.7	4.5	4.6	4.9	6.6	4.9	2.9
Q3	121.5	6.5	4.5	9.2	5.0	8.0	4.1	4.5	3.5	6.6	5.1	2.9
Q4	123.2	5.9	3.7	9.2	5.4	6.9	4.2	5.8	4.9	5.5	3.8	3.2
Compensation per employee												
2021	111.6	4.2	2.7	4.7	5.2	5.5	5.8	3.3	6.6	4.7	2.3	3.3
2022	116.6	4.5	5.1	3.6	4.0	6.2	3.3	3.4	3.9	5.2	3.8	7.1
2023	122.6	5.2	5.6	5.5	4.7	5.8	5.1	4.6	4.0	6.2	4.1	5.5
2023 Q1	121.0	5.4	6.1	5.7	4.3	6.7	4.8	5.2	3.7	6.9	4.0	5.4
Q2	121.7	5.3	6.0	5.2	5.0	5.9	5.3	4.4	3.8	6.2	4.7	5.5
Q3	123.3	5.2	5.5	5.8	4.7	5.2	5.3	4.2	3.8	6.3	4.4	5.7
Q4	124.6	4.7	4.8	5.5	4.7	5.3	5.0	4.7	4.7	5.2	3.4	5.3
Labour productivity per person employed												
2021	101.4	4.4	0.9	8.7	-0.2	7.5	4.6	4.9	1.5	3.6	1.3	3.4
2022	102.5	1.1	-1.7	-0.1	-2.0	4.2	0.3	0.7	-0.9	1.9	0.3	10.4
2023	101.5	-1.0	1.9	-2.6	-0.9	-1.5	0.7	-0.6	-0.4	-0.3	-0.3	3.1
2023 Q2	101.8	-0.8	3.5	-1.6	-0.7	-1.6	0.8	-0.2	-1.0	-0.4	-0.3	2.6
Q3	101.5	-1.2	1.0	-3.1	-0.3	-2.6	1.1	-0.2	0.3	-0.3	-0.7	2.7
Q4	101.2	-1.1	1.0	-3.4	-0.7	-1.5	0.7	-1.1	-0.2	-0.2	-0.4	2.1
2024 Q1	101.2	-0.6	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
Compensation per hour worked												
2021	114.1	0.1	0.5	-0.1	-0.5	-0.6	2.7	1.2	2.2	0.1	0.8	-1.5
2022	118.0	3.4	6.3	3.9	4.3	1.7	3.3	3.4	2.7	3.9	4.9	3.7
2023	124.0	5.1	5.4	5.8	4.8	5.8	5.3	5.0	4.5	6.0	4.0	4.7
2023 Q1	121.8	4.7	4.7	5.2	4.1	5.3	5.0	5.2	4.0	6.1	3.7	4.1
Q2	122.5	5.0	6.4	5.0	5.1	6.0	5.1	4.2	4.1	5.8	4.1	4.2
Q3	124.4	5.0	5.1	5.8	5.0	5.3	5.5	4.5	4.7	6.0	4.0	4.3
Q4	125.9	4.5	4.6	5.3	3.8	5.4	4.4	4.8	4.0	4.8	3.2	5.0
Hourly labour productivity												
2021	104.7	0.0	0.0	3.4	-6.2	1.0	1.3	2.6	-3.7	-1.4	-0.3	-2.1
2022	104.7	0.0	-1.3	0.2	-2.1	0.1	0.2	0.8	-2.6	1.0	1.3	5.9
2023	103.8	-0.9	2.1	-2.3	-0.6	-1.3	1.1	-0.2	0.1	-0.3	-0.4	2.5
2023 Q1	103.7	-0.8	1.5	-1.6	-0.9	-0.5	0.6	-0.5	-0.1	-0.4	0.0	4.0
Q2	103.6	-1.0	3.8	-1.8	-0.9	-1.5	0.6	-0.5	-0.6	-0.7	-0.7	1.6
Q3	103.5	-1.3	1.1	-3.0	-0.3	-2.4	1.6	-0.2	0.1	-0.6	-1.0	1.7
Q4	103.3	-1.2	1.1	-3.5	-1.0	-1.3	0.4	-0.8	0.2	-0.5	-0.7	2.2

Sources: Eurostat and ECB calculations.

4 Financial market developments

4.1 Money market interest rates

(percentages per annum, period averages)

	Euro area ¹⁾					United States	Japan
	Euro short-term rate (€STR)	1-month deposits (EURIBOR)	3-month deposits (EURIBOR)	6-month deposits (EURIBOR)	12-month deposits (EURIBOR)	Secured overnight financing rate (SOFR)	Tokyo overnight average rate (TONAR)
	1	2	3	4	5	6	7
2021	-0.57	-0.56	-0.55	-0.52	-0.49	0.04	-0.02
2022	-0.01	0.09	0.35	0.68	1.10	1.63	-0.03
2023	3.21	3.25	3.43	3.69	3.86	5.00	-0.04
2023 Dec.	3.90	3.86	3.93	3.92	3.67	5.33	-0.01
2024 Jan.	3.90	3.87	3.93	3.89	3.61	5.32	-0.01
Feb.	3.91	3.87	3.92	3.90	3.67	5.31	-0.01
Mar.	3.91	3.85	3.92	3.89	3.72	5.31	0.02
Apr.	3.91	3.85	3.89	3.84	3.70	5.32	0.08
May	3.91	3.82	3.81	3.79	3.68	5.31	0.08

Source: LSEG and ECB calculations.

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

4.2 Yield curves

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

	Spot rates					Spreads			Instantaneous forward rates			
	Euro area ¹⁾					Euro area ¹⁾²⁾	United States	United Kingdom	Euro area ¹⁾²⁾			
	3 months	1 year	2 years	5 years	10 years	10 years - 1 year	10 years - 1 year	10 years - 1 year	1 year	2 years	5 years	10 years
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
2021	-0.73	-0.72	-0.68	-0.48	-0.19	0.53	1.12	0.45	-0.69	-0.58	-0.12	0.24
2022	1.71	2.46	2.57	2.45	2.56	0.09	-0.84	-0.24	2.85	2.48	2.47	2.76
2023	3.78	3.05	2.44	1.88	2.08	-0.96	-0.92	-1.20	2.25	1.54	1.76	2.64
2023 Dec.	3.78	3.05	2.44	1.88	2.08	-0.96	-0.92	-1.20	2.25	1.54	1.76	2.64
2024 Jan.	3.81	3.05	2.47	2.05	2.27	-0.79	-0.81	-1.03	2.26	1.67	2.06	2.76
Feb.	3.82	3.33	2.90	2.43	2.48	-0.85	-0.76	-0.46	2.79	2.24	2.20	2.79
Mar.	3.78	3.26	2.80	2.30	2.36	-0.90	-0.83	-0.55	2.68	2.09	2.07	2.70
Apr.	3.74	3.35	3.00	2.58	2.64	-0.72	-0.57	-0.42	2.91	2.44	2.37	2.96
May	3.67	3.33	3.02	2.64	2.70	-0.63	-0.69	-0.47	2.95	2.52	2.45	3.03

Source: ECB calculations.

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

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

4.3 Stock market indices

(index levels in points; period averages)

	Dow Jones EURO STOXX Indices												United States	Japan
	Benchmark		Main industry indices											
	Broad index	50	Basic materials	Consumer services	Consumer goods	Oil and gas	Financials	Industrials	Technology	Utilities	Telecoms	Health care			Standard & Poor's 500	Nikkei 225
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
2021	448.3	4,023.6	962.9	289.8	183.0	95.4	164.4	819.0	874.3	377.7	279.6	886.3	4,277.6	28,836.5
2022	414.6	3,757.0	937.3	253.4	171.3	110.0	160.6	731.7	748.4	353.4	283.2	825.8	4,098.5	27,257.8
2023	452.0	4,272.0	968.5	292.7	169.2	119.2	186.7	809.8	861.5	367.8	283.1	803.6	4,285.6	30,716.6
2023 Dec.	472.0	4,508.6	1,019.9	298.5	163.4	122.7	202.0	862.9	950.4	390.0	282.2	749.5	4,688.4	33,118.0
2024 Jan.	471.8	4,505.8	998.5	289.2	163.2	120.2	204.7	875.3	963.2	381.9	288.4	762.5	4,804.5	35,451.8
Feb.	489.4	4,758.9	989.4	315.9	165.3	119.0	207.3	916.0	1,085.4	353.4	283.8	747.9	5,012.0	37,785.2
Mar.	509.8	4,989.6	1,046.7	330.6	161.5	123.1	223.8	965.1	1,114.6	358.1	283.7	764.4	5,170.6	39,844.3
Apr.	511.2	4,981.4	1,049.5	325.4	160.1	132.7	232.6	960.6	1,086.7	361.3	281.0	757.2	5,112.5	38,750.5
May	519.5	5,022.6	1,031.6	318.8	165.9	131.8	239.2	987.8	1,105.0	382.4	286.9	779.5	5,235.2	38,557.9

Source: LSEG.

4 Financial market developments

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

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

	Deposits				Revolving loans and overdrafts	Extended credit card credit	Loans for consumption			Loans to sole proprietors and unincorporated partnerships	Loans for house purchase					Composite cost-of-borrowing indicator
	Over-night	Redeemable at notice of up to 3 months	With an agreed maturity of:				By initial period of rate fixation		APRC ³⁾		By initial period of rate fixation				APRC ³⁾	
			Up to 2 years	Over 2 years			Floating rate and up to 1 year	Over 1 year			Floating rate and up to 1 year	Over 1 and up to 5 years	Over 5 and up to 10 years	Over 10 years		
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	
2023 May	0.21	1.30	2.47	2.48	7.15	16.35	8.16	7.60	8.31	5.08	4.28	3.99	3.65	3.31	3.93	3.59
June	0.23	1.37	2.71	2.59	7.29	16.35	7.03	7.49	7.99	5.11	4.42	4.07	3.72	3.41	4.05	3.71
July	0.27	1.42	2.83	2.86	7.50	16.41	8.42	7.73	8.41	5.23	4.58	4.14	3.72	3.46	4.09	3.76
Aug.	0.31	1.50	3.04	3.11	7.60	16.47	8.78	7.83	8.50	5.36	4.71	4.22	3.79	3.51	4.16	3.86
Sep.	0.33	1.54	3.08	3.12	7.78	16.55	8.51	7.83	8.56	5.40	4.74	4.25	3.86	3.57	4.25	3.89
Oct.	0.35	1.59	3.27	3.31	7.98	16.55	8.26	7.87	8.54	5.58	4.83	4.29	3.78	3.61	4.27	3.92
Nov.	0.36	1.62	3.32	3.41	7.98	16.66	7.29	7.91	8.54	5.56	4.91	4.32	3.90	3.70	4.35	4.02
Dec.	0.37	1.65	3.28	3.46	8.04	16.79	7.55	7.71	8.43	5.38	4.90	4.24	3.81	3.63	4.33	3.97
2024 Jan.	0.39	1.68	3.20	3.15	8.14	16.85	7.99	8.02	8.73	5.37	4.85	4.08	3.67	3.52	4.15	3.88
Feb.	0.38	1.70	3.17	3.07	8.18	16.80	7.68	7.94	8.63	5.31	4.83	4.01	3.64	3.49	4.11	3.85
Mar.	0.39	1.71	3.18	2.91	8.16	16.90	8.09	7.79	8.54	5.16	4.79	4.00	3.57	3.44	4.05	3.80
Apr.	0.39	1.73	3.12	2.89	8.14	16.92	8.11	7.85	8.58	5.19	4.82	3.99	3.59	3.42	4.03	3.80

Source: ECB.

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

2) Including non-profit institutions serving households.

3) Annual percentage rate of charge (APRC).

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

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

	Deposits			Revolving loans and overdrafts	Other loans by size and initial period of rate fixation									Composite cost-of-borrowing indicator
	Over-night	With an agreed maturity of:			Up to EUR 0.25 million			over EUR 0.25 and up to 1 million			over EUR 1 million			
		Up to 2 years	Over 2 years		Floating rate and up to 3 months	Over 3 months and up to 1 year	Over 1 year	Floating rate and up to 3 months	Over 3 months and up to 1 year	Over 1 year	Floating rate and up to 3 months	Over 3 months and up to 1 year	Over 1 year	
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
2023 May	0.49	2.96	3.13	4.56	5.05	5.07	5.16	4.76	4.84	4.01	4.47	4.58	4.01	4.58
June	0.55	3.20	3.10	4.78	5.24	5.43	5.26	4.95	4.99	4.14	4.71	4.88	4.10	4.78
July	0.61	3.31	3.58	4.88	5.52	5.52	5.43	5.13	5.02	4.30	4.86	5.01	4.32	4.94
Aug.	0.66	3.42	3.53	5.02	5.47	5.65	5.55	5.24	5.16	4.38	5.00	4.89	4.01	4.99
Sep.	0.75	3.59	3.79	5.19	5.59	5.72	5.64	5.40	5.22	4.40	5.04	4.99	4.20	5.09
Oct.	0.80	3.70	3.81	5.31	5.67	5.87	5.73	5.49	5.29	4.52	5.23	5.08	4.54	5.27
Nov.	0.83	3.71	3.92	5.33	5.71	5.91	5.79	5.50	5.30	4.55	5.12	5.17	4.40	5.23
Dec.	0.84	3.71	4.08	5.38	5.49	5.72	5.68	5.41	5.10	4.51	5.25	5.09	4.37	5.23
2024 Jan.	0.89	3.69	3.37	5.37	5.29	5.69	5.66	5.45	5.23	4.43	5.15	5.00	4.20	5.18
Feb.	0.89	3.63	3.50	5.36	5.44	5.72	5.60	5.46	5.14	4.38	5.10	4.83	3.98	5.14
Mar.	0.90	3.68	3.60	5.35	5.39	5.70	5.53	5.41	5.17	4.34	5.16	5.16	4.16	5.18
Apr.	0.91	3.66	3.30	5.36	5.20	5.60	5.62	5.35	5.09	4.30	5.19	4.99	4.13	5.18

Source: ECB.

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

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

4 Financial market developments

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

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

	Outstanding amounts							Gross issues ¹⁾						
	Total	MFIs	Non-MFI corporations		General government		Total	MFIs	Non-MFI corporations		General government			
			Financial corporations other than MFIs	Non-financial corporations	Total	of which central government			Financial corporations other than MFIs	Non-financial corporations	Total	of which central government		
													Total	FVCs
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
Short-term														
2021	1,408.4	429.7	125.2	48.8	88.8	764.7	674.9	387.2	138.6	79.0	26.3	32.1	137.6	104.8
2022	1,378.0	473.9	142.6	50.4	94.6	667.0	621.7	480.7	182.9	115.8	48.1	48.1	133.9	97.1
2023	1,519.6	595.3	134.3	51.1	88.4	701.8	659.1	499.4	211.5	111.4	37.8	49.0	127.5	103.8
2023 Nov.	1,542.5	598.2	134.2	46.5	98.1	712.0	667.7	481.1	187.2	119.5	40.0	45.5	129.0	100.2
2023 Dec.	1,519.6	595.3	134.3	51.1	88.4	701.8	659.1	329.1	143.3	80.0	36.0	32.1	73.6	60.7
2024 Jan.	1,532.4	598.9	155.5	51.4	93.2	684.8	642.7	541.5	212.1	132.9	43.2	47.7	148.8	121.6
2024 Feb.	1,525.7	593.5	152.9	49.6	96.0	683.4	643.2	457.6	183.1	112.3	36.8	39.7	122.5	100.7
2024 Mar.	1,528.0	600.3	151.2	48.3	85.1	691.4	644.0	461.7	181.5	109.7	33.1	38.9	131.5	102.8
2024 Apr.	1,497.2	564.1	153.9	47.3	91.4	687.8	643.4	438.5	173.6	93.5	32.4	46.1	125.3	103.8
Long-term														
2021	19,872.6	4,170.0	3,341.1	1,350.1	1,620.3	10,741.2	9,942.9	316.2	68.7	83.4	33.8	23.3	140.9	128.1
2022	17,817.7	3,956.3	3,204.6	1,347.1	1,414.3	9,242.4	8,559.1	297.9	79.4	71.6	30.1	16.9	130.0	121.2
2023	19,460.7	4,485.8	3,387.7	1,362.5	1,525.1	10,062.0	9,361.1	322.1	94.4	69.2	25.4	21.0	137.5	129.9
2023 Nov.	18,976.4	4,400.1	3,345.8	1,356.9	1,482.4	9,748.1	9,065.7	302.9	83.7	87.6	36.1	25.7	105.9	101.2
2023 Dec.	19,460.7	4,485.8	3,387.7	1,362.5	1,525.1	10,062.0	9,361.1	214.8	68.9	59.6	19.5	16.7	69.6	68.0
2024 Jan.	19,564.1	4,542.8	3,447.3	1,371.7	1,524.9	10,049.1	9,345.3	471.0	167.2	91.8	31.3	22.7	189.2	172.3
2024 Feb.	19,520.6	4,543.0	3,442.8	1,364.6	1,514.8	10,020.0	9,311.1	369.8	100.3	63.6	11.3	19.5	186.4	168.1
2024 Mar.	19,793.3	4,622.2	3,471.7	1,372.2	1,535.6	10,163.8	9,445.2	435.0	124.4	95.7	31.7	35.8	179.1	164.4
2024 Apr.	19,685.1	4,638.9	3,459.0	1,361.8	1,528.8	10,058.3	9,351.8	322.8	96.1	58.3	10.8	27.5	140.8	135.0

Source: ECB.

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

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

(EUR billions and percentage changes; market values)

	Debt securities							Listed shares			
	Total	MFIs	Non-MFI corporations		General government		Total	MFIs	Financial corporations other than MFIs	Non-financial corporations	
			Financial corporations other than MFIs	Non-financial corporations	Total	of which central government					
											Total	FVCs
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	
Outstanding amount											
2021	21,281.0	4,599.7	3,466.3	1,398.8	1,709.1	11,505.9	10,617.8	10,368.4	600.3	1,486.6	8,280.5
2022	19,195.7	4,430.2	3,347.2	1,397.4	1,508.9	9,909.4	9,180.8	8,711.1	525.2	1,290.2	6,895.1
2023	20,980.3	5,081.1	3,522.0	1,413.7	1,613.4	10,763.7	10,020.2	9,689.7	621.8	1,414.9	7,652.6
2023 Nov.	20,518.9	4,998.3	3,480.0	1,403.4	1,580.5	10,460.1	9,733.4	9,392.7	611.5	1,395.6	7,385.2
2023 Dec.	20,980.3	5,081.1	3,522.0	1,413.7	1,613.4	10,763.7	10,020.2	9,689.7	621.8	1,414.9	7,652.6
2024 Jan.	21,096.5	5,141.7	3,602.8	1,423.2	1,618.1	10,733.9	9,988.0	9,841.5	641.1	1,443.2	7,756.7
2024 Feb.	21,046.3	5,136.4	3,595.7	1,414.2	1,610.8	10,703.4	9,954.3	10,165.8	652.5	1,506.6	8,006.2
2024 Mar.	21,321.3	5,222.5	3,622.8	1,420.4	1,620.7	10,855.2	10,089.2	10,521.7	727.4	1,595.5	8,198.4
2024 Apr.	21,182.3	5,203.0	3,613.0	1,409.1	1,620.2	10,746.1	9,995.2	10,247.2	729.1	1,531.8	7,985.9
Growth rate ¹⁾											
2023 Sep.	6.3	11.3	4.4	3.9	2.0	5.4	6.2	-1.0	-3.1	1.2	-1.2
2023 Oct.	5.9	10.9	4.1	3.7	2.5	4.8	5.5	-1.4	-3.0	1.1	-1.7
2023 Nov.	5.3	10.4	2.8	1.1	2.5	4.4	4.9	-1.3	-3.3	1.0	-1.5
2023 Dec.	5.7	11.8	2.9	1.2	2.3	4.5	5.0	-1.5	-3.1	0.8	-1.7
2024 Jan.	5.8	10.8	4.4	2.7	2.3	4.6	5.1	-1.5	-3.0	0.8	-1.8
2024 Feb.	5.5	10.2	4.0	1.9	2.2	4.4	4.8	-1.5	-3.0	0.8	-1.7
2024 Mar.	5.6	10.9	4.3	2.4	2.6	4.2	4.6	-1.3	-3.0	1.1	-1.6
2024 Apr.	5.4	10.0	3.9	0.7	2.6	4.2	4.5	-1.4	-3.1	0.7	-1.6

Source: ECB.

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

4 Financial market developments

4.8 Effective exchange rates ¹⁾

(period averages; index: 1999 Q1=100)

	EER-19						EER-42	
	Nominal	Real CPI	Real PPI	Real GDP deflator	Real ULCM	Real ULCT	Nominal	Real CPI
	1	2	3	4	5	6	7	8
2021	99.6	93.7	93.7	89.4	68.3	87.6	120.5	94.3
2022	95.3	90.8	93.7	84.3	63.3	82.8	116.1	90.9
2023	98.1	94.0	98.1	88.4	65.1	86.5	121.8	94.7
2023 Q2	98.2	93.9	98.1	88.2	64.3	85.9	121.4	94.6
Q3	98.9	94.9	99.0	89.0	65.3	87.4	123.5	95.9
Q4	98.3	94.2	98.3	89.0	65.3	87.1	123.0	95.1
2024 Q1	98.4	94.5	98.5	.	.	.	123.7	95.2
2023 Dec.	98.2	93.9	98.0	-	-	-	123.2	94.9
2024 Jan.	98.4	94.4	98.4	-	-	-	123.6	95.2
Feb.	98.1	94.2	98.2	-	-	-	123.3	94.9
Mar.	98.8	94.8	98.8	-	-	-	124.2	95.5
Apr.	98.6	94.6	98.5	-	-	-	124.0	95.2
May	98.9	94.8	98.8	-	-	-	124.4	95.3
<i>Percentage change versus previous month</i>								
2024 May	0.3	0.3	0.3	-	-	-	0.3	0.2
<i>Percentage change versus previous year</i>								
2024 May	1.0	1.3	1.0	-	-	-	2.8	1.2

Source: ECB.

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

4.9 Bilateral exchange rates

(period averages; units of national currency per euro)

	Chinese renminbi	Croatian kuna	Czech koruna	Danish krone	Hungarian forint	Japanese yen	Polish zloty	Pound sterling	Romanian leu	Swedish krona	Swiss franc	US Dollar
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
2021	7.628	7.528	25.640	7.437	358.516	129.877	4.565	0.860	4.9215	10.146	1.081	1.183
2022	7.079	7.535	24.566	7.440	391.286	138.027	4.686	0.853	4.9313	10.630	1.005	1.053
2023	7.660	.	24.004	7.451	381.853	151.990	4.542	0.870	4.9467	11.479	0.972	1.081
2023 Q3	7.886	.	24.126	7.453	383.551	157.254	4.499	0.860	4.9490	11.764	0.962	1.088
Q4	7.771	.	24.517	7.458	382.125	159.118	4.420	0.867	4.9697	11.478	0.955	1.075
2024 Q1	7.805	.	25.071	7.456	388.182	161.150	4.333	0.856	4.9735	11.279	0.949	1.086
Q2	7.794	.	25.043	7.460	389.736	166.824	4.291	0.856	4.9742	11.605	0.980	1.077
2023 Dec.	7.787	.	24.478	7.456	381.803	157.213	4.334	0.862	4.9707	11.203	0.944	1.090
2024 Jan.	7.820	.	24.716	7.457	382.042	159.458	4.365	0.859	4.9749	11.283	0.937	1.091
Feb.	7.765	.	25.232	7.455	388.039	161.377	4.326	0.855	4.9746	11.250	0.946	1.079
Mar.	7.830	.	25.292	7.457	395.087	162.773	4.307	0.855	4.9708	11.305	0.966	1.087
Apr.	7.766	.	25.278	7.460	392.411	165.030	4.303	0.857	4.9730	11.591	0.976	1.073
May	7.821	.	24.818	7.461	387.183	168.536	4.280	0.856	4.9754	11.619	0.983	1.081
<i>Percentage change versus previous month</i>												
2024 May	0.7	0.0	-1.8	0.0	-1.3	2.1	-0.5	-0.1	0.0	0.2	0.7	0.8
<i>Percentage change versus previous year</i>												
2024 May	3.0	.	5.2	0.2	4.0	13.2	-5.6	-1.7	0.6	2.2	0.8	-0.5

Source: ECB.

4 Financial market developments

4.10 Euro area balance of payments, financial account

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

	Total ¹⁾			Direct investment		Portfolio investment		Net financial derivatives	Other investment		Reserve assets	Memo: Gross external debt
	Assets	Liabilities	Net	Assets	Liabilities	Assets	Liabilities		Assets	Liabilities		
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
Outstanding amounts (international investment position)												
2023 Q1	31,760.6	31,487.6	273.0	12,342.4	10,109.1	11,351.7	13,390.3	35.4	6,897.7	7,988.2	1,133.5	16,096.9
Q2	31,906.0	31,584.7	321.3	12,230.2	9,984.7	11,737.5	13,698.8	13.5	6,819.1	7,901.2	1,105.7	16,069.4
Q3	32,083.3	31,600.0	483.3	12,334.0	10,074.6	11,785.9	13,705.3	-9.6	6,859.0	7,820.1	1,114.1	16,078.3
Q4	32,017.5	31,432.1	585.3	11,957.1	9,642.3	12,219.9	14,267.5	8.3	6,683.8	7,522.3	1,148.3	15,749.5
Outstanding amounts as percentage of GDP												
2023 Q4	222.7	218.6	4.1	83.2	67.1	85.0	99.2	0.1	46.5	52.3	8.0	109.6
Transactions												
2023 Q2	12.9	-27.2	40.1	-104.3	-97.0	213.7	131.6	-5.0	-93.4	-61.8	1.9	-
Q3	122.2	26.8	95.4	8.3	-0.5	96.5	114.6	-2.7	22.2	-87.3	-2.2	-
Q4	-326.7	-424.5	97.8	-321.5	-311.6	41.9	93.1	23.6	-77.1	-206.0	6.4	-
2024 Q1	489.7	411.2	78.5	58.5	13.5	131.4	199.9	23.8	274.8	197.7	1.2	-
2023 Oct.	-38.2	-71.8	33.6	-119.8	-121.4	0.7	8.7	17.3	60.1	40.8	3.5	-
Nov.	10.0	-27.9	38.0	-54.6	-57.0	79.0	33.9	1.3	-17.0	-4.9	1.4	-
Dec.	-298.5	-324.7	26.2	-147.0	-133.2	-37.7	50.5	5.0	-120.3	-242.0	1.5	-
2024 Jan.	175.8	170.3	5.5	-5.3	-8.3	55.1	123.4	15.6	109.5	55.1	0.8	-
Feb.	182.5	174.0	8.5	34.0	2.2	45.4	56.6	13.8	88.4	115.2	0.9	-
Mar.	131.4	66.9	64.5	29.8	19.7	30.9	19.8	-5.6	76.9	27.3	-0.5	-
12-month cumulated transactions												
2024 Mar.	298.1	-13.7	311.8	-359.0	-395.5	483.5	539.2	39.7	126.5	-157.4	7.3	-
12-month cumulated transactions as percentage of GDP												
2024 Mar.	2.1	-0.1	2.2	-2.5	-2.8	3.4	3.8	0.3	0.9	-1.1	0.1	-

Source: ECB.

1) Net financial derivatives are included in total assets.

5 Financing conditions and credit developments

5.1 Monetary aggregates ¹⁾

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

	M3											
	M2						M3-M2				Total	
	M1			M2-M1			Total	Repos	Money market fund shares	Debt securities with a maturity of up to 2 years		Total
	Currency in circulation	Overnight deposits	Total	Deposits with an agreed maturity of up to 2 years	Deposits redeemable at notice of up to 3 months	Total					8		9	10	11
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
Outstanding amounts												
2021	1,469.3	9,822.6	11,291.8	918.8	2,504.9	3,423.7	14,715.5	118.7	644.1	25.3	788.1	15,503.7
2022	1,539.5	9,763.0	11,302.6	1,382.1	2,563.9	3,946.1	15,248.7	124.2	646.1	49.5	819.8	16,068.4
2023	1,536.0	8,834.3	10,370.3	2,309.8	2,458.5	4,768.3	15,138.6	186.8	739.5	70.1	996.4	16,135.0
2023 Q2	1,535.3	9,179.2	10,714.5	1,865.1	2,517.8	4,382.9	15,097.4	114.1	695.9	83.7	893.7	15,991.1
Q3	1,535.7	8,985.8	10,521.5	2,085.9	2,465.8	4,551.6	15,073.2	131.0	714.4	75.7	921.1	15,994.3
Q4	1,536.0	8,834.3	10,370.3	2,309.8	2,458.5	4,768.3	15,138.6	186.8	739.5	70.1	996.4	16,135.0
2024 Q1 ^(a)	1,522.3	8,735.8	10,258.1	2,447.5	2,431.0	4,878.5	15,136.6	192.7	787.1	72.9	1,052.7	16,189.3
2023 Nov.	1,533.7	8,835.1	10,368.7	2,232.6	2,446.9	4,679.5	15,048.3	161.4	719.3	73.1	953.8	16,002.1
Dec.	1,536.0	8,834.3	10,370.3	2,309.8	2,458.5	4,768.3	15,138.6	186.8	739.5	70.1	996.4	16,135.0
2024 Jan.	1,532.6	8,729.1	10,261.7	2,360.5	2,447.6	4,808.1	15,069.9	183.2	754.0	85.6	1,022.8	16,092.7
Feb.	1,532.7	8,711.8	10,244.5	2,423.9	2,433.7	4,857.6	15,102.1	178.5	769.2	69.4	1,017.2	16,119.3
Mar.	1,522.3	8,735.8	10,258.1	2,447.5	2,431.0	4,878.5	15,136.6	192.7	787.1	72.9	1,052.7	16,189.3
Apr. ^(a)	1,531.4	8,712.1	10,243.4	2,459.1	2,431.4	4,890.5	15,133.9	205.1	797.0	70.3	1,072.4	16,206.4
Transactions												
2021	106.6	908.1	1,014.7	-121.0	65.7	-55.3	959.4	12.3	20.3	13.2	45.7	1,005.1
2022	70.3	-47.4	23.0	429.5	54.9	484.4	507.4	3.9	2.4	76.6	82.8	590.2
2023	-5.0	-954.4	-959.3	925.5	-100.1	825.4	-133.9	40.9	93.8	23.1	157.8	23.9
2023 Q2	-6.9	-275.5	-282.4	226.1	-30.2	195.9	-86.5	11.6	19.0	-5.5	25.2	-61.3
Q3	0.3	-202.7	-202.4	224.0	-52.1	171.9	-30.5	16.4	18.2	-8.8	25.8	-4.7
Q4	0.3	-129.5	-129.3	228.9	-6.8	222.2	92.9	35.0	26.0	-6.3	54.6	147.6
2024 Q1 ^(a)	-13.1	-104.1	-117.2	135.8	-27.0	108.9	-8.3	8.3	47.4	8.0	63.7	55.4
2023 Nov.	-2.2	-27.4	-29.7	66.4	-6.2	60.2	30.6	17.8	7.9	-15.1	10.6	41.2
Dec.	2.3	12.5	14.8	78.3	11.7	90.0	104.8	3.8	21.3	-2.3	22.8	127.6
2024 Jan.	-2.8	-110.2	-113.0	46.7	-11.0	35.7	-77.3	-1.2	14.4	21.2	34.3	-43.0
Feb.	0.1	-17.8	-17.8	65.7	-13.3	52.4	34.6	-4.6	15.1	-14.9	-4.4	30.2
Mar.	-10.3	24.0	13.6	23.5	-2.7	20.8	34.4	14.2	17.9	1.7	33.7	68.2
Apr. ^(a)	9.0	-25.9	-16.9	11.3	0.4	11.7	-5.2	12.2	9.8	0.5	22.5	17.3
Growth rates												
2021	7.8	10.2	9.9	-11.7	2.7	-1.6	7.0	12.1	3.2	158.5	6.2	6.9
2022	4.8	-0.5	0.2	45.8	2.2	14.1	3.4	3.1	0.4	457.8	11.1	3.8
2023	-0.3	-9.7	-8.5	66.6	-3.9	20.9	-0.9	32.9	14.5	43.4	19.3	0.1
2023 Q2	0.4	-9.3	-8.0	85.8	-0.4	24.0	-0.6	-2.7	14.4	325.1	22.3	0.5
Q3	-0.2	-11.4	-9.9	76.3	-3.3	21.9	-2.2	10.3	18.4	64.8	19.9	-1.2
Q4	-0.3	-9.7	-8.5	66.6	-3.9	20.9	-0.9	32.9	14.5	43.4	19.3	0.1
2024 Q1 ^(a)	-1.3	-7.5	-6.6	49.8	-4.6	16.7	-0.2	68.6	16.3	-16.7	19.3	0.9
2023 Nov.	-0.6	-10.9	-9.5	68.7	-4.1	20.8	-1.9	18.2	13.0	92.2	17.7	-0.9
Dec.	-0.3	-9.7	-8.5	66.6	-3.9	20.9	-0.9	32.9	14.5	43.4	19.3	0.1
2024 Jan.	-0.5	-9.9	-8.6	62.1	-4.3	19.8	-1.1	25.1	18.2	68.9	22.8	0.1
Feb.	-0.4	-8.9	-7.8	57.9	-4.7	18.8	-0.6	29.6	17.8	0.1	18.2	0.4
Mar.	-1.3	-7.5	-6.6	49.8	-4.6	16.7	-0.2	68.6	16.3	-16.7	19.3	0.9
Apr. ^(a)	-0.3	-7.0	-6.0	45.4	-4.2	15.7	0.0	78.5	17.8	-10.7	22.6	1.3

Sources: ECB.

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

5 Financing conditions and credit developments

5.2 Deposits in M3 ¹⁾

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

	Non-financial corporations ²⁾					Households ³⁾					Financial corporations other than MFIs and ICPFs ⁴⁾ 11	Insurance corporations and pension funds 12	Other general government ⁴⁾ 13
	Total	Overnight	With an agreed maturity of up to 2 years	Redeemable at notice of up to 3 months	Repos	Total	Overnight	With an agreed maturity of up to 2 years	Redeemable at notice of up to 3 months	Repos			
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10			
Outstanding amounts													
2021	3,228.3	2,802.7	289.7	128.4	7.4	8,088.0	5,380.9	374.1	2,332.3	0.7	1,272.7	229.0	546.9
2022	3,360.4	2,721.4	497.6	135.0	6.4	8,373.4	5,536.6	444.9	2,391.1	0.9	1,302.3	236.3	560.8
2023	3,335.4	2,424.0	767.7	131.6	12.1	8,425.1	5,111.0	1,021.7	2,290.9	1.4	1,252.4	234.8	541.7
2023 Q2	3,333.1	2,502.4	687.7	132.0	11.0	8,362.5	5,310.2	701.6	2,349.9	0.8	1,186.6	229.1	564.9
Q3	3,322.7	2,438.9	737.1	131.9	14.8	8,350.5	5,205.0	847.5	2,297.1	0.8	1,217.0	212.6	565.7
Q4	3,335.4	2,424.0	767.7	131.6	12.1	8,425.1	5,111.0	1,021.7	2,290.9	1.4	1,252.4	234.8	541.7
2024 Q1 ⁴⁾	3,332.7	2,380.0	814.3	127.6	10.8	8,460.0	5,056.1	1,135.9	2,267.0	1.0	1,244.0	227.2	543.1
2023 Nov.	3,326.1	2,405.1	772.6	132.0	16.4	8,373.2	5,123.7	969.9	2,278.8	0.8	1,217.1	223.3	536.3
Dec.	3,335.4	2,424.0	767.7	131.6	12.1	8,425.1	5,111.0	1,021.7	2,290.9	1.4	1,252.4	234.8	541.7
2024 Jan.	3,325.8	2,383.3	802.9	128.4	11.1	8,441.4	5,083.3	1,073.2	2,283.8	1.1	1,208.5	221.9	522.9
Feb.	3,316.4	2,366.9	810.0	127.9	11.5	8,452.6	5,065.7	1,114.0	2,271.9	1.0	1,214.0	223.4	541.6
Mar.	3,332.7	2,380.0	814.3	127.6	10.8	8,460.0	5,056.1	1,135.9	2,267.0	1.0	1,244.0	227.2	543.1
Apr. ⁴⁾	3,348.0	2,385.9	824.8	126.8	10.7	8,486.2	5,058.2	1,159.7	2,267.4	1.0	1,248.1	209.9	515.4
Transactions													
2021	248.2	272.8	-21.3	-6.9	3.6	422.0	411.1	-65.0	76.1	-0.2	159.2	-10.4	46.0
2022	121.9	-89.2	206.5	5.9	-1.4	296.1	167.5	75.2	53.3	0.1	1.2	7.7	14.0
2023	-29.1	-302.9	269.3	-1.4	5.9	22.5	-458.3	575.4	-95.1	0.6	-55.5	0.0	-25.9
2023 Q2	0.7	-91.7	90.6	-0.6	2.4	-19.1	-127.0	135.2	-27.1	-0.1	-37.7	-1.3	-10.7
Q3	-13.7	-65.7	48.3	-0.1	3.7	-14.2	-110.6	149.3	-52.9	0.0	30.2	-17.3	0.6
Q4	21.1	-8.8	32.4	-0.1	-2.5	76.6	-93.0	175.0	-6.0	0.6	30.9	23.0	-24.1
2024 Q1 ⁴⁾	-4.0	-46.0	45.8	-3.5	-0.2	32.1	-55.7	112.2	-24.0	-0.4	-8.3	-8.0	1.3
2023 Nov.	4.0	-5.9	5.5	0.7	3.7	23.6	-30.0	60.9	-7.4	0.1	20.3	13.4	-10.8
Dec.	11.4	20.7	-4.7	-0.3	-4.2	52.3	-12.5	52.0	12.2	0.6	25.6	11.6	5.4
2024 Jan.	-10.9	-42.1	34.3	-3.3	0.1	13.5	-28.6	49.7	-7.2	-0.3	-46.4	-13.2	-18.8
Feb.	-9.1	-16.9	7.3	0.1	0.4	10.8	-17.7	40.6	-11.9	-0.1	8.2	1.3	18.7
Mar.	16.0	12.9	4.1	-0.3	-0.7	7.7	-9.4	21.9	-4.9	0.1	29.9	3.9	1.5
Apr. ⁴⁾	13.3	3.8	10.4	-0.8	-0.2	27.3	2.8	24.2	0.4	-0.1	2.6	-17.6	-27.7
Growth rates													
2021	8.4	10.8	-6.9	-5.0	103.4	5.5	8.3	-14.8	3.4	-18.4	14.2	-4.3	9.3
2022	3.8	-3.2	70.1	4.6	-16.4	3.7	3.1	20.3	2.3	19.9	0.4	3.4	2.6
2023	-0.9	-11.1	54.0	-1.0	91.8	0.3	-8.2	128.2	-4.0	67.4	-4.1	0.0	-4.6
2023 Q2	0.7	-12.7	125.2	2.1	10.4	1.1	-4.5	97.4	-0.3	20.9	-14.2	0.5	-2.3
Q3	-1.2	-14.0	90.6	0.2	83.5	-0.3	-7.4	127.8	-3.4	-14.5	-16.4	-12.3	1.8
Q4	-0.9	-11.1	54.0	-1.0	91.8	0.3	-8.2	128.2	-4.0	67.4	-4.1	0.0	-4.6
2024 Q1 ⁴⁾	0.1	-8.2	36.4	-3.2	39.0	0.9	-7.1	101.2	-4.6	12.1	1.4	-1.6	-5.7
2023 Nov.	-1.8	-13.0	59.3	1.0	102.4	-0.3	-8.5	132.7	-4.4	-18.6	-8.7	-8.9	-5.1
Dec.	-0.9	-11.1	54.0	-1.0	91.8	0.3	-8.2	128.2	-4.0	67.4	-4.1	0.0	-4.6
2024 Jan.	-1.1	-11.2	49.6	-3.2	57.8	0.3	-8.3	121.7	-4.3	39.2	-5.3	-4.9	-7.3
Feb.	-1.2	-10.5	42.3	-3.1	45.7	0.6	-7.9	114.3	-4.7	28.9	-1.7	-1.3	-6.0
Mar.	0.1	-8.2	36.4	-3.2	39.0	0.9	-7.1	101.2	-4.6	12.1	1.4	-1.6	-5.7
Apr. ⁴⁾	0.7	-7.0	32.6	-3.2	16.1	1.4	-6.2	91.7	-4.3	9.0	1.9	-8.6	-8.6

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 ¹⁾

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

	Credit to general government			Credit to other euro area residents								
	Total	Loans	Debt securities	Total	Loans					Debt securities	Equity and non-money market fund investment fund shares	
					Total	To non-financial corporations ²⁾	To households ⁴⁾	To financial corporations other than MFIs and ICPFs ³⁾	To insurance corporations and pension funds			
												Total	Adjusted loans^{2)}
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
Outstanding amounts												
2021	6,531.5	994.3	5,535.4	14,805.5	12,340.5	12,722.7	4,864.8	6,372.6	941.9	161.1	1,576.9	888.1
2022	6,361.8	1,004.7	5,332.0	15,390.4	12,990.1	13,178.0	5,129.8	6,632.2	1,080.6	147.6	1,564.3	836.0
2023	6,315.7	994.7	5,295.6	15,493.8	13,037.0	13,256.8	5,126.7	6,648.6	1,122.8	139.0	1,559.1	897.7
2023 Q2	6,275.3	986.6	5,263.3	15,431.0	12,986.7	13,208.0	5,127.0	6,636.1	1,081.1	142.5	1,575.0	869.3
Q3	6,212.1	989.2	5,197.9	15,435.4	12,984.0	13,192.8	5,114.7	6,635.7	1,096.5	137.2	1,576.9	874.6
Q4	6,315.7	994.7	5,295.6	15,493.8	13,037.0	13,256.8	5,126.7	6,648.6	1,122.8	139.0	1,559.1	897.7
2024 Q1	6,217.3	976.8	5,214.9	15,547.5	13,044.8	13,275.9	5,115.7	6,644.2	1,145.1	139.8	1,571.2	931.4
2023 Nov.	6,226.7	986.0	5,215.5	15,474.0	13,035.7	13,237.3	5,118.3	6,654.4	1,129.0	134.1	1,560.4	877.9
Dec.	6,315.7	994.7	5,295.6	15,493.8	13,037.0	13,256.8	5,126.7	6,648.6	1,122.8	139.0	1,559.1	897.7
2024 Jan.	6,249.9	984.4	5,240.1	15,498.6	13,004.6	13,240.7	5,110.5	6,634.7	1,125.2	134.1	1,584.3	909.7
Feb.	6,210.2	982.6	5,202.1	15,527.6	13,028.1	13,262.5	5,113.2	6,638.2	1,140.6	136.1	1,581.9	917.5
Mar.	6,217.3	976.8	5,214.9	15,547.5	13,044.8	13,275.9	5,115.7	6,644.2	1,145.1	139.8	1,571.2	931.4
Apr.	6,208.5	972.7	5,210.2	15,536.4	13,059.1	13,292.9	5,112.2	6,641.7	1,168.2	137.0	1,557.5	919.8
Transactions												
2021	663.1	-0.9	673.6	562.7	475.8	509.2	176.9	261.7	47.4	-10.1	77.7	9.2
2022	176.0	9.6	165.6	636.0	624.1	680.8	269.5	241.9	126.1	-13.4	18.2	-6.4
2023	-160.5	-16.8	-144.0	55.4	25.0	72.6	-5.4	7.8	30.7	-8.1	-15.3	45.7
2023 Q2	-75.1	-8.6	-67.0	7.0	-25.7	6.3	-5.1	-28.6	7.2	0.8	17.5	15.2
Q3	-18.2	1.6	-19.5	10.1	2.2	-9.4	-8.6	2.1	14.0	-5.3	2.1	5.8
Q4	5.9	7.8	-2.2	39.1	46.6	69.4	10.1	17.6	16.7	2.2	-23.8	16.3
2024 Q1	-75.1	-16.4	-58.9	60.9	24.9	37.5	-4.1	-0.9	29.2	0.8	12.3	23.7
2023 Nov.	-15.1	-2.1	-13.1	0.4	14.6	21.6	-3.9	11.2	8.2	-0.8	-6.7	-7.5
Dec.	36.4	9.0	27.3	6.1	-5.1	13.4	11.3	-3.5	-17.8	4.9	-4.4	15.7
2024 Jan.	-44.2	-8.8	-35.6	7.2	-28.0	-11.8	-14.1	-13.2	4.2	-4.9	27.0	8.3
Feb.	-22.1	-2.0	-20.0	36.3	32.9	33.3	5.7	4.7	20.4	2.0	-1.3	4.7
Mar.	-8.8	-5.6	-3.3	17.3	20.1	16.0	4.3	7.6	4.5	3.6	-13.4	10.6
Apr.	13.3	-3.5	16.7	-4.6	14.0	17.8	-3.9	-1.5	22.2	-2.8	-12.5	-6.1
Growth rates												
2021	11.3	-0.1	13.8	3.9	4.0	4.2	3.8	4.3	5.2	-4.6	5.1	1.0
2022	2.7	1.0	3.0	4.3	5.0	5.4	5.5	3.8	13.4	-7.9	1.2	-0.6
2023	-2.5	-1.7	-2.7	0.4	0.2	0.6	-0.1	0.1	2.8	-5.4	-1.0	5.4
2023 Q2	-2.5	-2.3	-2.5	1.6	1.4	2.0	2.5	1.1	0.8	-12.2	1.0	4.4
Q3	-2.1	-2.1	-2.1	0.2	-0.2	0.3	-0.4	0.3	-0.2	-13.9	1.6	5.0
Q4	-2.5	-1.7	-2.7	0.4	0.2	0.6	-0.1	0.1	2.8	-5.4	-1.0	5.4
2024 Q1	-2.6	-1.6	-2.8	0.8	0.4	0.8	-0.2	-0.1	6.2	-1.2	0.5	7.2
2023 Nov.	-2.8	-1.7	-3.1	0.2	0.0	0.4	-0.7	0.2	3.4	-10.5	-0.2	3.9
Dec.	-2.5	-1.7	-2.7	0.4	0.2	0.6	-0.1	0.1	2.8	-5.4	-1.0	5.4
2024 Jan.	-2.5	-1.1	-2.7	0.4	-0.1	0.4	-0.5	-0.1	3.0	-9.1	1.3	6.4
Feb.	-2.8	-1.3	-3.1	0.7	0.2	0.7	-0.3	-0.2	5.8	-7.7	1.6	6.2
Mar.	-2.6	-1.6	-2.8	0.8	0.4	0.8	-0.2	-0.1	6.2	-1.2	0.5	7.2
Apr.	-1.9	-0.8	-2.1	0.7	0.5	0.9	-0.1	-0.2	8.6	-4.5	-0.5	5.7

Source: ECB.

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

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

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

4) Including non-profit institutions serving households.

5 Financing conditions and credit developments

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

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

	Non-financial corporations ²⁾					Households ³⁾				
	Total		Up to 1 year	Over 1 and up to 5 years	Over 5 years	Total		Loans for consumption	Loans for house purchase	Other loans
	Total	Adjusted loans ⁴⁾				Total	Adjusted loans ⁴⁾			
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
Outstanding amounts										
2021	4,864.8	4,995.5	885.0	1,005.2	2,974.6	6,372.6	6,637.5	698.3	4,970.8	703.5
2022	5,129.8	5,130.8	962.7	1,077.6	3,089.6	6,632.2	6,832.8	717.3	5,214.7	700.2
2023	5,126.7	5,143.4	910.1	1,091.2	3,125.5	6,648.6	6,865.8	733.5	5,229.2	685.9
2023 Q2	5,127.0	5,137.8	922.0	1,088.2	3,116.8	6,636.1	6,869.6	726.0	5,209.8	700.3
Q3	5,114.7	5,123.3	911.5	1,085.4	3,117.8	6,635.7	6,867.1	731.6	5,212.7	691.3
Q4	5,126.7	5,143.4	910.1	1,091.2	3,125.5	6,648.6	6,865.8	733.5	5,229.2	685.9
2024 Q1	5,115.7	5,132.8	888.0	1,088.6	3,139.0	6,644.2	6,873.5	742.0	5,222.6	679.6
2023 Nov.	5,118.3	5,129.6	904.6	1,087.5	3,126.1	6,654.4	6,868.5	732.1	5,233.4	688.9
Dec.	5,126.7	5,143.4	910.1	1,091.2	3,125.5	6,648.6	6,865.8	733.5	5,229.2	685.9
2024 Jan.	5,110.5	5,128.0	889.9	1,093.8	3,126.9	6,634.7	6,869.4	734.7	5,216.4	683.7
Feb.	5,113.2	5,130.4	890.8	1,090.6	3,131.8	6,638.2	6,871.8	736.7	5,220.3	681.2
Mar.	5,115.7	5,132.8	888.0	1,088.6	3,139.0	6,644.2	6,873.5	742.0	5,222.6	679.6
Apr.	5,112.2	5,128.1	876.3	1,088.1	3,147.8	6,641.7	6,875.2	741.1	5,223.8	676.8
Transactions										
2021	176.9	208.3	0.2	2.3	174.4	261.7	267.3	10.7	254.9	-3.9
2022	269.5	309.2	78.0	77.4	114.1	241.9	250.3	23.3	217.8	0.9
2023	-5.4	24.9	-43.8	10.6	27.9	7.8	25.7	18.9	9.9	-21.1
2023 Q2	-5.1	-0.1	-9.6	-2.9	7.5	-28.6	1.1	3.9	-27.6	-4.9
Q3	-8.6	-10.4	-10.8	-3.3	5.5	2.1	0.6	6.7	3.1	-7.6
Q4	10.1	30.3	4.0	5.4	0.7	17.6	3.4	3.8	17.6	-3.8
2024 Q1	-4.1	-2.0	-19.8	-1.2	16.9	-0.9	9.8	9.4	-5.2	-5.0
2023 Nov.	-3.9	12.9	-1.8	-2.4	0.3	11.2	3.4	1.5	9.0	0.7
Dec.	11.3	16.7	6.7	4.6	0.0	-3.5	-0.4	2.0	-3.7	-1.9
2024 Jan.	-14.1	-12.9	-18.8	1.8	2.9	-13.2	3.5	1.1	-12.4	-1.8
Feb.	5.7	6.2	2.1	-2.4	5.9	4.7	4.0	2.5	4.5	-2.3
Mar.	4.3	4.7	-3.1	-0.7	8.2	7.6	2.3	5.7	2.7	-0.9
Apr.	-3.9	-4.1	-8.1	-2.1	6.2	-1.5	2.6	-0.4	1.4	-2.5
Growth rates										
2021	3.8	4.3	0.0	0.2	6.2	4.3	4.2	1.5	5.4	-0.6
2022	5.5	6.4	8.8	7.7	3.8	3.8	3.8	3.3	4.4	0.1
2023	-0.1	0.5	-4.6	1.0	0.9	0.1	0.4	2.6	0.2	-3.0
2023 Q2	2.5	3.1	-1.8	6.3	2.5	1.1	1.7	2.6	1.3	-1.7
Q3	-0.4	0.2	-8.8	2.2	1.4	0.3	0.8	2.8	0.3	-2.5
Q4	-0.1	0.5	-4.6	1.0	0.9	0.1	0.4	2.6	0.2	-3.0
2024 Q1	-0.2	0.4	-3.9	-0.2	1.0	-0.1	0.2	3.3	-0.2	-3.0
2023 Nov.	-0.7	0.0	-8.0	1.4	0.9	0.2	0.5	2.6	0.4	-2.9
Dec.	-0.1	0.5	-4.6	1.0	0.9	0.1	0.4	2.6	0.2	-3.0
2024 Jan.	-0.5	0.2	-5.8	0.8	0.7	-0.1	0.3	2.7	-0.1	-3.1
Feb.	-0.3	0.3	-4.5	0.1	0.8	-0.2	0.3	2.8	-0.2	-3.1
Mar.	-0.2	0.4	-3.9	-0.2	1.0	-0.1	0.2	3.3	-0.2	-3.0
Apr.	-0.1	0.3	-3.9	-0.6	1.1	-0.2	0.2	3.0	-0.2	-3.1

Source: ECB.

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

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

3) Including non-profit institutions serving households.

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

5 Financing conditions and credit developments

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

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

	MFI liabilities					MFI assets				
	Central government holdings ²⁾	Longer-term financial liabilities vis-à-vis other euro area residents				Net external assets	Other			
		Total	Deposits with an agreed maturity of over 2 years	Deposits redeemable at notice of over 3 months	Debt securities with a maturity of over 2 years		Capital and reserves	Total	Repos with central counterparties ³⁾	Reverse repos to central counterparties ³⁾
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	
Outstanding amounts										
2021	736.1	6,884.3	1,838.9	37.1	1,999.0	3,009.3	1,376.4	410.6	128.5	136.8
2022	648.6	6,755.7	1,783.1	45.9	2,121.8	2,804.8	1,333.4	387.1	137.2	147.2
2023	461.3	7,340.2	1,826.4	90.5	2,422.1	3,001.2	1,859.0	268.1	155.0	152.6
2023 Q2	484.9	6,985.1	1,806.8	61.5	2,229.8	2,886.9	1,461.0	293.8	169.0	172.6
Q3	455.9	7,144.7	1,824.6	72.9	2,367.0	2,880.2	1,633.3	314.0	153.8	163.3
Q4	461.3	7,340.2	1,826.4	90.5	2,422.1	3,001.2	1,859.0	268.1	155.0	152.6
2024 Q1 ^(*)	399.4	7,464.6	1,828.5	105.2	2,502.4	3,028.5	2,045.5	243.1	178.0	174.2
2023 Nov.	407.5	7,273.8	1,827.9	83.7	2,414.0	2,948.2	1,793.9	188.7	170.4	162.0
Dec.	461.3	7,340.2	1,826.4	90.5	2,422.1	3,001.2	1,859.0	268.1	155.0	152.6
2024 Jan.	457.2	7,377.6	1,829.9	96.9	2,447.4	3,003.3	1,961.6	217.3	165.7	159.7
Feb.	438.6	7,366.3	1,828.1	101.7	2,464.0	2,972.5	1,941.7	244.6	165.4	173.4
Mar.	399.4	7,464.6	1,828.5	105.2	2,502.4	3,028.5	2,045.5	243.1	178.0	174.2
Apr. ^(*)	438.2	7,508.0	1,826.6	107.9	2,531.7	3,041.8	2,172.1	235.6	163.6	177.4
Transactions										
2021	25.4	-38.7	-74.9	-5.0	-39.7	81.0	-112.2	-121.7	-8.3	-4.3
2022	-83.4	62.1	-89.0	-4.4	15.5	140.0	-68.3	-174.8	10.4	18.0
2023	-193.7	332.2	24.7	40.1	225.3	42.1	459.0	-191.4	19.7	9.0
2023 Q2	-88.7	96.8	13.8	6.1	61.8	15.1	90.0	-75.1	16.8	6.7
Q3	-29.1	96.4	16.9	11.4	44.9	23.2	130.4	-59.7	-13.3	-6.0
Q4	5.4	61.3	-11.3	17.6	60.0	-5.0	176.1	-6.9	1.2	-10.7
2024 Q1 ^(*)	-61.5	107.0	4.9	14.7	94.3	-6.8	133.8	-18.6	25.6	21.5
2023 Nov.	-32.5	16.5	-4.9	6.0	16.7	-1.4	64.7	-24.8	7.3	10.7
Dec.	53.8	12.3	-2.0	6.8	19.2	-11.7	52.9	98.3	-15.4	-9.4
2024 Jan.	-3.7	61.8	2.7	6.4	38.3	14.5	105.9	-53.9	10.7	7.0
Feb.	-18.6	12.4	1.8	4.7	14.8	-8.9	-11.9	21.7	2.3	13.7
Mar.	-39.2	32.8	0.4	3.5	41.2	-12.4	39.7	13.6	12.5	0.8
Apr. ^(*)	38.5	24.0	-1.8	2.7	23.3	-0.2	103.7	-32.6	-14.4	3.2
Growth rates										
2021	3.6	-0.6	-3.9	-11.9	-2.0	2.7	-	-	-6.0	-3.0
2022	-11.4	0.9	-4.8	-13.0	0.6	4.9	-	-	7.8	12.7
2023	-29.7	4.9	1.4	80.2	10.5	1.5	-	-	14.3	6.0
2023 Q2	-37.5	3.6	-2.2	25.1	8.7	3.2	-	-	1.8	10.3
Q3	-30.2	4.9	1.4	48.8	10.4	2.3	-	-	5.6	14.2
Q4	-29.7	4.9	1.4	80.2	10.5	1.5	-	-	14.3	6.0
2024 Q1 ^(*)	-30.3	5.2	1.3	89.9	11.7	0.9	-	-	20.3	7.1
2023 Nov.	-40.3	5.3	1.3	68.5	10.3	2.8	-	-	7.4	-2.7
Dec.	-29.7	4.9	1.4	80.2	10.5	1.5	-	-	14.3	6.0
2024 Jan.	-20.1	5.2	1.6	85.3	10.3	2.1	-	-	8.4	4.2
Feb.	-21.4	5.0	1.7	88.6	10.5	1.4	-	-	10.0	11.0
Mar.	-30.3	5.2	1.3	89.9	11.7	0.9	-	-	20.3	7.1
Apr. ^(*)	-23.4	5.1	0.4	89.7	12.4	0.8	-	-	9.6	11.8

Sources: ECB.

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

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

³⁾ Not adjusted for seasonal effects.

6 Fiscal developments

6.1 Deficit/surplus

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

	Deficit (-)/surplus (+)					Memo item:
	Total	Central government	State government	Local government	Social security funds	Primary deficit (-)/surplus (+)
	1	2	3	4	5	6
2020	-7.0	-5.7	-0.4	0.0	-0.9	-5.5
2021	-5.2	-5.2	0.0	0.1	0.0	-3.8
2022	-3.7	-3.9	0.0	0.0	0.3	-2.0
2023	-3.6	-3.6	-0.2	-0.2	0.4	-1.8
2023 Q1	-3.8	.	.	.	.	-2.1
Q2	-4.0	.	.	.	.	-2.3
Q3	-3.9	.	.	.	.	-2.2
Q4	-3.6	.	.	.	.	-1.9

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

6.2 Revenue and expenditure

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

	Revenue						Expenditure						
	Total	Current revenue				Capital revenue	Total	Current expenditure					Capital expenditure
		Total	Direct taxes	Indirect taxes	Net social contributions			Total	Compensation of employees	Intermediate consumption	Interest	Social benefits	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
2020	46.5	46.0	12.9	12.7	15.5	0.5	53.5	48.9	10.7	6.0	1.5	25.3	4.6
2021	47.1	46.3	13.2	13.1	15.1	0.8	52.3	47.1	10.2	6.0	1.5	24.0	5.2
2022	47.0	46.2	13.5	12.9	14.8	0.8	50.6	45.3	9.9	5.9	1.7	22.8	5.3
2023	46.5	45.6	13.4	12.5	14.7	0.8	50.1	44.6	9.8	6.0	1.7	22.6	5.4
2023 Q1	46.7	45.9	13.4	12.8	14.7	0.8	50.4	45.1	9.8	5.9	1.7	22.7	5.3
Q2	46.5	45.7	13.4	12.7	14.7	0.8	50.5	45.1	9.8	5.9	1.7	22.7	5.4
Q3	46.4	45.6	13.4	12.6	14.7	0.8	50.3	44.9	9.8	6.0	1.7	22.6	5.4
Q4	46.4	45.6	13.4	12.5	14.7	0.8	50.0	44.6	9.8	6.0	1.7	22.6	5.4

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

6.3 Government debt-to-GDP ratio

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

	Total	Financial instrument			Holder		Original maturity		Residual maturity			Currency		
		Currency and deposits	Loans	Debt securities	Resident creditors		Non-resident creditors	Up to 1 year	Over 1 year	Up to 1 year	Over 1 and up to 5 years	Over 5 years	Euro or participating currencies	Other currencies
					Total	MFIs								
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
2020	97.2	3.2	14.5	79.5	54.3	39.1	42.9	11.2	86.0	18.8	31.0	47.5	95.6	1.7
2021	94.8	3.0	13.9	77.9	54.9	41.3	39.9	9.9	84.9	17.4	30.3	47.2	93.3	1.4
2022	90.8	2.7	13.2	74.9	53.1	40.2	37.7	8.8	82.0	16.3	28.8	45.7	89.9	1.0
2023	88.6	2.5	12.2	73.9	49.9	36.6	38.7	8.0	80.5	15.4	28.4	44.7	87.8	0.8
2023 Q1	90.6	2.5	12.8	75.2	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
Q2	90.1	2.5	12.4	75.1	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
Q3	89.6	2.5	12.2	74.9	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
Q4	88.6	2.5	12.2	73.9	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.

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

6 Fiscal developments

6.4 Annual change in the government debt-to-GDP ratio and underlying factors ¹⁾

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

	Change in debt-to-GDP ratio ²⁾	Primary deficit (+)/surplus (-)	Deficit-debt adjustment								Interest-growth differential	Memo item: Borrowing requirement
			Total	Transactions in main financial assets					Revaluation effects and other changes in volume	Other		
				Total	Currency and deposits	Loans	Debt securities	Equity and investment fund shares				
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
2020	13.1	5.5	2.2	2.5	2.1	0.4	-0.1	0.1	-0.3	0.1	5.3	9.6
2021	-2.5	3.8	-0.2	0.6	0.4	0.1	0.0	0.1	-0.1	-0.7	-6.0	5.1
2022	-3.9	2.0	-0.3	-0.2	-0.7	0.2	0.1	0.1	0.6	-0.7	-5.6	2.7
2023	-2.3	1.8	-0.3	-0.5	-0.5	-0.2	0.1	0.1	0.6	-0.4	-3.8	2.7
2023 Q1	-3.9	2.1	-0.7	-0.8	-1.2	0.2	0.1	0.1	0.8	-0.7	-5.3	2.3
Q2	-3.4	2.3	-0.9	-1.2	-1.5	0.1	0.1	0.1	0.7	-0.5	-4.7	2.3
Q3	-2.5	2.2	-0.4	-0.6	-0.8	-0.2	0.2	0.1	0.7	-0.4	-4.3	2.8
Q4	-2.3	1.9	-0.4	-0.5	-0.5	-0.2	0.1	0.1	0.6	-0.4	-3.8	2.7

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

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

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

6.5 Government debt securities ¹⁾

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

	Debt service due within 1 year ²⁾					Average residual maturity in years ³⁾	Average nominal yields ⁴⁾						
	Total	Principal		Interest			Outstanding amounts					Transactions	
		Total	Maturities of up to 3 months	Total	Maturities of up to 3 months		Total	Floating rate	Zero coupon	Fixed rate		Issuance	Redemption
										Total	Maturities of up to 1 year		
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
2021	14.0	12.7	4.2	1.2	0.3	7.9	1.6	1.1	-0.4	1.9	1.9	-0.1	0.5
2022	13.0	11.9	4.2	1.2	0.3	8.0	1.6	1.2	0.4	1.9	2.0	1.1	0.5
2023	13.1	11.7	4.2	1.4	0.3	8.1	2.0	1.2	1.9	2.0	1.6	3.6	1.9
2023 Q2	12.8	11.5	3.4	1.3	0.3	8.1	1.9	1.3	1.5	1.9	2.0	2.8	1.1
Q3	13.0	11.7	3.5	1.3	0.3	8.1	1.9	1.1	1.8	2.0	1.7	3.3	1.5
Q4	13.1	11.7	4.2	1.4	0.3	8.1	2.0	1.2	1.9	2.0	1.6	3.6	1.9
2024 Q1	13.0	11.6	3.8	1.4	0.3	8.3	2.0	1.3	2.1	2.1	1.5	3.7	2.5
2023 Nov.	12.9	11.5	3.5	1.4	0.4	8.2	2.0	1.2	2.0	2.0	1.7	3.6	1.8
Dec.	13.1	11.7	4.2	1.4	0.3	8.1	2.0	1.2	1.9	2.0	1.6	3.6	1.9
2024 Jan.	12.5	11.2	3.9	1.3	0.3	8.2	2.0	1.2	2.0	2.0	1.4	3.6	2.1
Feb.	12.6	11.2	4.3	1.3	0.3	8.2	2.0	1.2	2.2	2.0	1.4	3.7	2.3
Mar.	13.0	11.6	3.8	1.4	0.3	8.3	2.0	1.3	2.1	2.1	1.5	3.7	2.5
Apr.	12.9	11.5	3.9	1.4	0.4	8.3	2.1	1.3	2.2	2.1	1.5	3.7	2.6

Source: ECB.

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

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

3) Residual maturity at the end of the period.

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

6 Fiscal developments

6.6 Fiscal developments in euro area countries

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

	Belgium 1	Germany 2	Estonia 3	Ireland 4	Greece 5	Spain 6	France 7	Croatia 8	Italy 9	Cyprus 10
Government deficit (-)/surplus (+)										
2020	-9.0	-4.3	-5.4	-5.0	-9.8	-10.1	-8.9	-7.2	-9.4	-5.7
2021	-5.4	-3.6	-2.5	-1.5	-7.0	-6.7	-6.6	-2.5	-8.7	-1.8
2022	-3.6	-2.5	-1.0	1.7	-2.5	-4.7	-4.8	0.1	-8.6	2.7
2023	-4.4	-2.5	-3.4	1.7	-1.6	-3.6	-5.5	-0.7	-7.4	3.1
2023 Q1	-4.0	-2.9	-1.3	1.9	-2.8	-4.4	-4.8	-0.1	-8.5	3.1
Q2	-3.8	-3.3	-1.8	1.9	-2.7	-4.6	-5.3	-0.5	-8.3	3.0
Q3	-3.9	-3.2	-2.3	1.6	-1.4	-4.5	-5.5	-0.3	-7.7	3.1
Q4	-4.4	-2.5	-3.4	1.7	-1.6	-3.6	-5.5	-0.7	-7.4	3.1
Government debt										
2020	111.9	68.8	18.6	58.1	207.0	120.3	114.9	86.1	155.0	114.9
2021	107.9	69.0	17.8	54.4	195.0	116.8	113.0	77.5	147.1	99.3
2022	104.3	66.1	18.5	44.4	172.7	111.6	111.9	67.8	140.5	85.6
2023	105.2	63.6	19.6	43.7	161.9	107.7	110.6	63.0	137.3	77.3
2023 Q1	106.3	65.6	17.3	43.5	169.4	111.2	112.5	68.6	139.3	82.9
Q2	105.6	64.6	18.5	43.1	167.2	111.2	112.0	65.8	140.1	84.9
Q3	107.6	64.7	18.2	43.5	165.6	109.8	112.0	63.9	137.9	79.0
Q4	105.2	63.6	19.6	43.7	161.9	107.7	110.6	63.0	137.3	77.3

	Latvia 11	Lithuania 12	Luxembourg 13	Malta 14	Netherlands 15	Austria 16	Portugal 17	Slovenia 18	Slovakia 19	Finland 20
Government deficit (-)/surplus (+)										
2020	-4.4	-6.5	-3.4	-9.4	-3.7	-8.0	-5.8	-7.6	-5.3	-5.6
2021	-7.2	-1.1	0.5	-7.6	-2.2	-5.8	-2.9	-4.6	-5.2	-2.8
2022	-4.6	-0.6	-0.3	-5.5	-0.1	-3.3	-0.3	-3.0	-1.7	-0.4
2023	-2.2	-0.8	-1.3	-4.9	-0.3	-2.7	1.2	-2.5	-4.9	-2.7
2023 Q1	-4.3	-1.0	-0.9	-4.8	-0.4	-3.0	0.1	-3.0	-2.3	-0.4
Q2	-3.0	-1.1	-1.0	-4.3	-0.5	-3.4	0.0	-2.8	-2.8	-1.3
Q3	-3.3	-0.9	-1.0	-3.7	-0.4	-3.2	0.4	-2.8	-3.4	-2.0
Q4	-2.2	-0.8	-1.3	-4.9	-0.3	-2.7	1.2	-2.5	-4.9	-2.7
Government debt										
2020	42.7	46.2	24.6	52.2	54.7	82.9	134.9	79.6	58.8	74.7
2021	44.4	43.4	24.5	53.9	51.7	82.5	124.5	74.4	61.1	72.6
2022	41.8	38.1	24.7	51.6	50.1	78.4	112.4	72.5	57.7	73.5
2023	43.6	38.3	25.7	50.4	46.5	77.8	99.1	69.2	56.0	75.8
2023 Q1	43.7	38.0	28.4	51.6	48.3	80.1	112.3	72.2	57.9	73.6
Q2	40.1	38.1	28.3	49.8	46.9	78.5	110.0	70.7	59.5	74.5
Q3	42.0	37.4	25.8	49.6	45.8	78.3	107.5	71.8	58.4	74.3
Q4	43.6	38.3	25.7	50.4	46.5	77.8	99.1	69.2	56.0	75.8

Source: Eurostat.

© Banque centrale européenne, 2024

Adresse postale 60640 Frankfurt am Main, Allemagne

Téléphone +49 69 1344 0

Site internet www.ecb.europa.eu

Tous droits réservés. Les reproductions à usage éducatif et non commercial sont cependant autorisées en citant la source.

Le présent *Bulletin* a été préparé sous la responsabilité du directoire de la BCE. Les traductions sont effectuées et publiées par les banques centrales nationales (la version française de ce *Bulletin* a été réalisée par la Banque de France et la Banque nationale de Belgique).

La date d'arrêté des statistiques figurant dans cette publication est le 5 juin 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-24-004-FR-N (PDF)

Directeur de la publication : Claude Piot

Secrétaire général