



BANQUE CENTRALE EUROPÉENNE

EUROSYSTEME

# Bulletin économique

Numéro 5 / 2024



# Sommaire

<b>Évolutions économiques, financières et monétaires</b>	<b>3</b>
Synthèse	3
1 Environnement extérieur	8
2 Activité économique	13
3 Prix et coûts	20
4 Évolutions sur les marchés financiers	27
5 Conditions de financement et évolutions du crédit	31
<b>Encadrés</b>	<b>42</b>
1 Géopolitique et échanges commerciaux dans la zone euro et aux États-Unis : une réduction des risques pour les approvisionnements importés ?	42
2 Évolutions récentes de la productivité du travail par pays et par secteur dans la zone euro	47
3 Que révèlent les récentes enquêtes sur l'investissement des entreprises dans la zone euro en 2024 ?	53
4 Principales conclusions tirées des contacts récents de la BCE avec les sociétés non financières	59
5 La dynamique des différentiels d'inflation dans la zone euro	64
6 Anticipations relatives aux prix de vente pour les services : que nous apprennent-elles des tensions sur les prix à la consommation ?	70
7 Le rendement du capital et ses déterminants dans la période récente	75
8 Projections des coûts liés au vieillissement : nouvelles données issues du rapport 2024 sur le vieillissement	80
<b>Articles</b>	<b>86</b>
1 L'évolution du modèle de croissance de la Chine : défis et perspectives de croissance à long terme	86
<b>Encadré 1</b> Perspectives de croissance à long terme de la Chine	91
<b>Encadré 2</b> Évaluation fondée sur un modèle des effets de contagion des subventions chinoises aux véhicules électriques	105

2	Les comptes distributionnels de patrimoine des ménages de la zone euro : une introduction	110
<b>Encadré 1</b>	Comptes financiers distributionnels aux États-Unis	121
3	La performance empirique des projections d'inflation établies par les services de la BCE et de l'Eurosystème depuis 2000	134
<b>Encadré 1</b>	Évaluation de la performance prédictive variable dans le temps : le test de fluctuation et le test de rationalité de la fluctuation	136
	<b>Statistiques</b>	<b>152</b>

# Évolutions économiques, financières et monétaires

## Synthèse

Lors de sa réunion du 18 juillet 2024, le Conseil des gouverneurs a décidé de laisser inchangés les trois taux directeurs de la BCE. Les informations disponibles confirment globalement la précédente évaluation, par le Conseil des gouverneurs, des perspectives d'inflation à moyen terme. Si, parmi les mesures de l'inflation sous-jacente, certaines ont augmenté en mai sous l'effet de facteurs ponctuels, la plupart ont été stables ou ont légèrement diminué en juin. Conformément aux attentes, l'incidence inflationniste de l'importante hausse des salaires a été compensée par les bénéfices des entreprises. La politique monétaire maintient des conditions de financement restrictives. Cependant, les tensions sur les prix d'origine interne demeurent fortes, les prix des services augmentent à un rythme élevé et l'inflation totale devrait rester supérieure à la cible pendant une grande partie de l'année prochaine.

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.

## Activité économique

Selon les informations disponibles, l'économie de la zone euro a continué de croître au deuxième trimestre, mais sans doute à un rythme plus lent qu'au cours des trois mois précédents. Les services restent le principal moteur de la reprise, tandis que la production industrielle et les exportations de biens sont atones. Les indicateurs relatifs à l'investissement signalent une croissance modeste en 2024, dans un contexte d'incertitude accrue. Dans la période à venir, la reprise devrait être soutenue par la consommation, sous l'effet de l'augmentation des revenus réels résultant du ralentissement de l'inflation et de la hausse des salaires nominaux. Les exportations devraient en outre se renforcer avec la hausse de la demande mondiale. Enfin, la politique monétaire pèserait progressivement moins sur la demande.

Le marché du travail reste solide. Le taux de chômage est resté inchangé en mai, à 6,4 %, demeurant à son niveau le plus bas depuis la création de l'euro. L'emploi, qui s'est accru de 0,3 % au premier trimestre, a été soutenu par une nouvelle hausse de la population active, qui a augmenté au même rythme. De nouveaux emplois devraient encore avoir été créés au deuxième trimestre, principalement dans le secteur des services. Le nombre d'offres d'emploi publiées par les entreprises diminue progressivement, mais à partir de niveaux élevés.

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 effective, rapide et intégrale du programme *Next Generation EU*, la réalisation de progrès vers l'union des marchés de capitaux et l'achèvement de l'union bancaire, ainsi qu'un renforcement du marché unique, sont des éléments essentiels qui soutiendraient l'innovation et permettraient d'accroître les investissements dans les transitions verte et numérique. Le Conseil des gouverneurs accueille favorablement les récentes orientations de la Commission européenne appelant les États membres de l'UE à renforcer la viabilité de leurs finances publiques ainsi que la déclaration de l'Eurogroupe sur l'orientation budgétaire de la zone euro en 2025. La mise en œuvre intégrale et sans délai du cadre de gouvernance économique révisé de l'UE aidera les pouvoirs publics à réduire durablement les déficits budgétaires et les taux d'endettement.

## Inflation

L'inflation annuelle est ressortie à 2,5 % en juin, après 2,6 % en mai. Les prix des produits alimentaires ont augmenté de 2,4 % en juin, en recul de 0,2 point de pourcentage par rapport à mai, alors que les prix de l'énergie sont restés globalement constants. La hausse des prix des biens et celle des services sont demeurées inchangées en juin, à respectivement 0,7 % et 4,1 %. Si, parmi les mesures de l'inflation sous-jacente, certaines ont augmenté en mai sous l'effet de facteurs ponctuels, la plupart ont été stables ou ont légèrement diminué en juin.

L'inflation intérieure demeure élevée. Les salaires continuent d'augmenter à un rythme soutenu, compensant la période récente de forte inflation. La progression des salaires nominaux, dans une phase de faible productivité, a renforcé la croissance des coûts unitaires de main-d'œuvre, bien qu'elle se soit quelque peu ralentie au premier trimestre. En raison du caractère échelonné de l'ajustement des salaires et de l'importante contribution des paiements exceptionnels, la hausse des coûts de main-d'œuvre devrait rester élevée à court terme. Dans le même temps, les données récentes relatives à la rémunération par tête ont été conformes aux attentes et les derniers indicateurs tirés d'enquêtes signalent une modération de la croissance des salaires au cours de l'année prochaine. De plus, les bénéfiques ont diminué au premier trimestre, contribuant à compenser les effets inflationnistes de la hausse des coûts unitaires de main-d'œuvre, et les données d'enquêtes laissent entrevoir une poursuite de cette baisse à court terme.

L'inflation devrait fluctuer autour des niveaux actuels pendant le reste de l'année, en raison en partie d'effets de base liés à l'énergie. Elle ralentirait vers la cible au second semestre de l'année prochaine, en lien avec l'affaiblissement de la croissance des coûts de main-d'œuvre, les répercussions de la politique monétaire restrictive du Conseil des gouverneurs et l'atténuation des effets de la poussée inflationniste récente. Les mesures des anticipations d'inflation à long terme restent globalement stables, s'établissant pour la plupart autour de 2 %.

## Évaluation des risques

Les risques pesant sur la croissance économique sont orientés à la baisse. 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 à court terme un renchérissement de l'énergie et un accroissement des coûts du fret, et perturber les échanges mondiaux. En outre, des événements météorologiques extrêmes et, plus généralement, l'évolution de la crise climatique, pourraient conduire à une hausse des prix des produits alimentaires. En revanche, l'inflation pourrait surprendre à la baisse si la politique monétaire freine davantage la demande qu'anticipé ou si l'environnement économique dans le reste du monde se détériore de manière inattendue.

## Conditions financières et monétaires

La réduction des taux d'intérêt directeurs décidée en juin s'est bien transmise aux taux d'intérêt du marché monétaire, alors que les conditions financières générales ont été légèrement volatiles. Les coûts de financement restent restrictifs dans la mesure où les hausses passées des taux directeurs continuent de produire leurs effets sur la chaîne de transmission. Le taux d'intérêt moyen des nouveaux crédits aux entreprises a faiblement diminué en mai, à 5,1 %, tandis que les taux des prêts hypothécaires sont restés inchangés, à 3,8 %.

Les critères d'octroi de prêts restent stricts. Selon l'enquête de juillet 2024 sur la distribution du crédit bancaire, les critères d'octroi des prêts aux entreprises se sont

légèrement durcis au deuxième trimestre, alors qu'ils se sont un peu assouplis pour les prêts hypothécaires. La demande de crédits des entreprises s'est légèrement réduite, tandis que la demande de prêts hypothécaires émanant des ménages a augmenté pour la première fois depuis début 2022.

Dans l'ensemble, la dynamique du crédit reste faible. Les prêts bancaires aux entreprises et aux ménages ont progressé à un rythme annuel de 0,3 % en mai, soit un peu plus seulement qu'au mois précédent. La croissance annuelle de la monnaie au sens large, mesurée par l'agrégat monétaire M3, est passée de 1,3 % en avril à 1,6 % en mai.

## Décisions de politique monétaire

Le taux d'intérêt des opérations principales de refinancement ainsi que ceux de la facilité de prêt marginal et de la facilité de dépôt demeurent inchangés, à respectivement 4,25 %, 4,50 % et 3,75 %.

Le portefeuille du programme d'achats d'actifs (*asset purchase programme*, APP) se contracte à un rythme mesuré et prévisible, car l'Eurosystème ne réinvestit plus les remboursements au titre du principal des titres arrivant à échéance.

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

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

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

## Conclusion

Le Conseil des gouverneurs a décidé, lors de sa réunion du 18 juillet 2024, de laisser inchangés les trois taux directeurs de la BCE. Le Conseil des gouverneurs est déterminé à assurer le retour au plus tôt de l'inflation au niveau de sa cible de 2 % à moyen terme. 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.



# 1 Environnement extérieur

L'activité économique et les échanges commerciaux mondiaux sont restés sur une trajectoire haussière stable au deuxième trimestre 2024. Les données d'enquêtes indiquent que l'économie mondiale entre probablement dans une période de reconstitution des stocks qui devrait soutenir les échanges commerciaux au cours de la période à venir. L'inflation continue de se modérer, mais les tensions sur les prix des services sont persistantes.

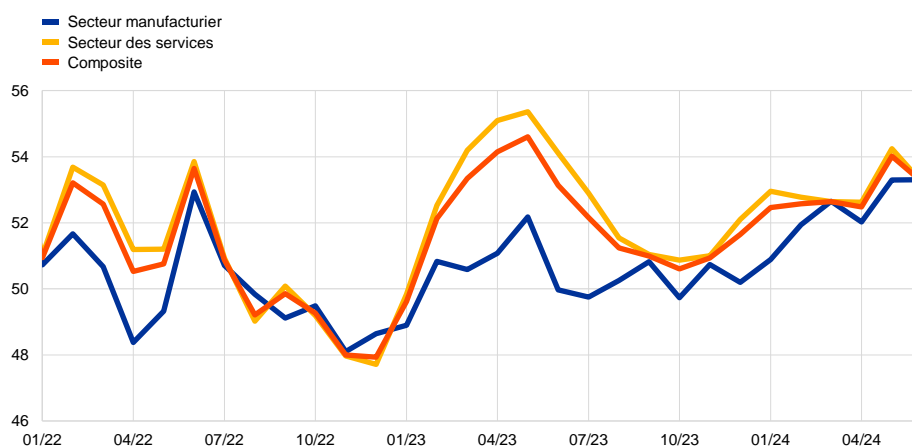
## L'activité mondiale, hors zone euro, reste sur une trajectoire haussière stable.

L'indice composite des directeurs d'achat (PMI) pour la production mondiale de juin continue d'indiquer une expansion (graphique 1). L'indice total a légèrement fléchi, revenant de 54,0 en mai à 53,2 en juin, soit un niveau plus proche de sa moyenne de long terme. Cela reflète un ralentissement de l'activité dans les services en même temps que la production dans le secteur manufacturier est restée inchangée. L'activité dans les services s'est modérée dans la plupart des principales économies – notamment en Chine – tout en restant en expansion. Le modèle de prévision en temps réel de la croissance mondiale de la BCE confirme que l'expansion mondiale se poursuit. Même si cette évaluation est principalement étayée par des données qualitatives, la plupart des données quantitatives sont également devenues plus favorables. Dans l'ensemble, cela suggère que la croissance de l'activité économique mondiale est restée sur une trajectoire haussière stable au deuxième trimestre 2024.

### Graphique 1

#### Indice des directeurs d'achat pour la production mondiale

(indices de diffusion)



Sources : S&P Global Market Intelligence et calculs des services de la BCE.  
Note : Les dernières observations se rapportent à juin 2024.

**Le commerce mondial a rebondi au début de l'année et devrait encore se renforcer, soutenu par le récent retournement du cycle des stocks.** La reprise attendue après les chiffres faibles des échanges commerciaux enregistrés l'année dernière a été confirmée par des données quantitatives, la croissance des importations mondiales s'établissant à 0,6 % en glissement trimestriel au premier

trimestre de l'année. À court terme, l'amélioration des données relatives à la production industrielle indique un nouveau rebond de la croissance des échanges commerciaux. Le retournement récent du cycle mondial des stocks a également stimulé les échanges commerciaux. Au second semestre 2023, la croissance des stocks a fortement diminué et est même devenue négative, ce qui suggère que la hausse de la demande a été en partie satisfaite en puisant dans les stocks. Les nouvelles commandes continuant d'augmenter en 2024, les données d'enquêtes suggèrent que les stocks sont en cours de reconstitution. En fait, les valeurs de l'indice des directeurs d'achat pour les stocks au niveau mondial ont augmenté plus rapidement que les mesures relatives aux nouvelles commandes. Cela suggère que l'économie mondiale pourrait entrer dans une période de reconstitution des stocks susceptible de soutenir les échanges commerciaux à l'avenir <sup>1</sup>.

**Dans les économies de l'OCDE, l'inflation continue de se modérer, mais les tensions sur les prix des services sont persistantes.** En mai, le taux d'inflation totale annuel mesuré par l'indice des prix à la consommation (IPC) dans l'ensemble des pays de l'OCDE (à l'exception de la Turquie) a légèrement diminué pour s'établir à 2,9 %, après 3,0 % le mois précédent (graphique 2). Hors produits alimentaires et énergie, l'inflation *core* dans l'OCDE a continué de se ralentir pour revenir à 3,2 % en mai, une baisse de 0,1 point de pourcentage par rapport à avril. La baisse des prix des biens et le ralentissement de la hausse pour les autres composantes des services réduisent les tensions inflationnistes dans les économies avancées. Toutefois, l'inflation dans les activités à forte intensité de main-d'œuvre, telles que l'hôtellerie-restauration, les loisirs, la culture et les soins de santé, reste élevée et n'évolue que lentement dans la direction des taux moyens observés avant la pandémie. Cela suggère que, dans de nombreux pays, la croissance des salaires reste élevée dans un contexte de tensions sur les marchés du travail. En outre, la hausse des loyers reste élevée et se situe souvent bien au-dessus des niveaux d'avant la pandémie. À plus long terme, l'inflation mesurée par l'IPC total ne devrait continuer de diminuer que progressivement.

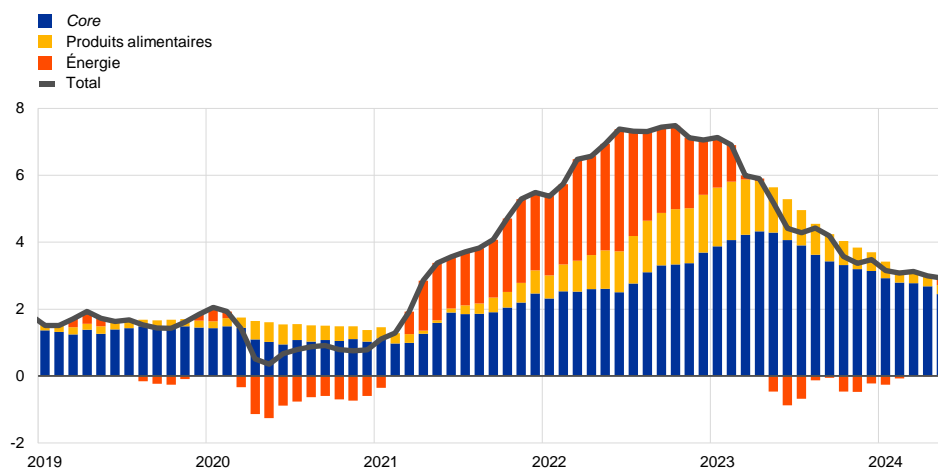
---

<sup>1</sup> L'encadré 1 du présent *Bulletin économique* examine, sur la base de données granulaires au niveau du produit, si la zone euro et les États-Unis ont modifié leurs stratégies d'approvisionnement à l'importation depuis 2016, et selon quelles modalités, ainsi que le rôle joué par les tensions géopolitiques et l'impact potentiel sur les prix à l'importation.

## Graphique 2

### Hausse de l'IPC dans la zone OCDE

(variations annuelles en pourcentage)



Sources : OCDE et calculs des services de la BCE.

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

**Depuis la dernière réunion du Conseil des gouverneurs, les prix du pétrole brut Brent ont augmenté de 11 % environ, en raison des anticipations d'un resserrement de l'offre et d'une intensification des inquiétudes d'ordre géopolitique.** Les prix du pétrole ont nettement rebondi après que les responsables de l'OPEP+ ont précisé que la suppression progressive de la réduction volontaire de la production annoncée lors de leur réunion de juin dépendrait des conditions prévalant sur le marché, ce qui indique la possibilité de conditions de l'offre plus restrictives qu'attendu initialement. Les tensions géopolitiques, notamment le regain des craintes d'une aggravation du conflit impliquant le Hezbollah au Liban, les frappes de drones ukrainiennes sur les installations pétrolières russes et les attaques des Houthis contre le transport maritime en mer Rouge, se sont ajoutées aux inquiétudes relatives à d'éventuelles perturbations de l'offre et ont soutenu les prix du pétrole. Les prix du gaz en Europe ont diminué de 5,5 % malgré les interruptions de l'approvisionnement en Norvège, qui ont accentué la volatilité du marché. Dans l'ensemble, la volatilité sur le marché du gaz semble se stabiliser à sa moyenne historique, l'Europe ayant réussi à garantir un approvisionnement à partir d'autres sources et les réserves de gaz demeurant élevées. Les sanctions de l'UE interdisant les réexportations de GNL russe via les ports de l'UE devraient avoir un impact modéré sur le marché du gaz, car elles n'affectent pas directement les importations de l'UE et les volumes transbordés provenant de Russie sont relativement faibles. Les prix des métaux ont légèrement diminué et les prix des produits alimentaires ont baissé de 7 % environ, sous l'effet d'informations positives du côté de l'offre concernant les récoltes de blé et d'une poursuite de la modération des prix du cacao.

#### **Aux États-Unis, la dynamique de l'activité et de l'inflation s'est modérée.**

Les dépenses réelles de consommation ont été révisées à la baisse pour le premier trimestre de cette année, et les dernières données mensuelles suggèrent que la croissance de la consommation pourrait être tout aussi modérée au deuxième

trimestre. Cela représente un ralentissement significatif par rapport au rythme enregistré au second semestre 2023. En outre, 206 000 emplois ont été créés dans le secteur non agricole en juin, ce qui a entraîné un ralentissement significatif au deuxième trimestre par rapport au premier trimestre, confirmant que le marché du travail américain se ralentit. La croissance du salaire horaire moyen a également fortement diminué par rapport à son pic de mars 2022, mais, à 3,9 %, elle reste, comme l'ont déclaré les responsables de la Réserve fédérale, incompatible avec la cible d'inflation de 2 %. L'inflation annuelle mesurée par l'IPC total est revenue à 3,0 % en juin, tandis que l'inflation *core* a légèrement baissé pour s'établir à 3,3 %. Le *momentum* de l'inflation s'est également affaibli, notamment s'agissant des prix des services hors loyers, qui ont été un déterminant majeur de la forte inflation au début de l'année. Lors de sa réunion de juin, le Comité fédéral de l'*open market* a maintenu la fourchette cible du taux des fonds fédéraux à 5,25 %-5,5 %. Dans ses projections économiques de juin, le Comité a maintenu ses perspectives de ralentissement progressif de la croissance du PIB, mais a légèrement relevé ses projections relatives à l'inflation totale et à l'inflation *core* pour 2024 et 2025, son anticipation d'atteindre sa cible d'inflation d'ici fin 2026 demeurant inchangée.

**En Chine, la croissance économique se ralentit en raison de la persistance de faiblesses sous-jacentes.** La croissance du PIB en volume s'est nettement ralentie, à 0,7 % en glissement trimestriel après 1,5 % au premier trimestre 2024, le ralentissement de l'immobilier ayant freiné les dépenses de consommation et l'impulsion budgétaire initiée par un programme de relance mis en œuvre fin 2023 s'étant dissipée. Les données publiées ont été légèrement inférieures aux anticipations du consensus de marché. En glissement annuel, la croissance du PIB est revenue à 4,7 %, après 5,3 % au premier trimestre. De plus, les indicateurs mensuels d'activité pour juin font état d'un effondrement des ventes au détail et d'une nouvelle modération de la production industrielle, qui indiquent un ralentissement continu de la dynamique de croissance à la fin du deuxième trimestre. Seules les exportations sont demeurées un facteur de croissance, ce qui suggère que l'impact des droits de douane proposés par l'UE sur les exportations chinoises sera limité. Un nouveau programme de soutien au marché de l'immobilier marque un changement de politique économique, même si son impact sur l'activité liée à l'immobilier ne peut pas encore être observé. À plus long terme, le marché de l'immobilier devrait continuer de freiner la croissance, avec un risque à la hausse potentiel résultant des nouvelles mesures.

**Au Royaume-Uni, la croissance s'est de nouveau redressée, tandis que l'inflation est revenue à 2 %.** Après avoir stagné en avril, l'activité économique a augmenté de 0,4 % en glissement mensuel en mai. La croissance a été particulièrement soutenue dans les services, même si les secteurs de la production industrielle et de la construction ont également connu une expansion. Dans l'ensemble, la résilience des consommateurs prévaut face à la persistance de conditions monétaires restrictives. L'inflation mesurée par l'IPC total au Royaume-Uni est revenue à 2,0 % en mai. Les prix de l'énergie continuent de faire baisser l'inflation, mais avec la dissipation des effets de base au second semestre de l'année, l'inflation totale devrait de nouveau augmenter. La hausse des prix des services est demeurée élevée et rigide. Contrairement aux anticipations,

le *momentum* des prix des services et des salaires s'est de nouveau redressé récemment. Cela reflète probablement en partie la hausse du salaire minimum national en avril, ainsi que la résistance de l'activité. La hausse persistante des prix des services a été l'une des raisons pour lesquelles la Banque d'Angleterre est restée prudente lors de la réunion de son Comité de politique monétaire de juin et a maintenu son taux directeur à 5,25 %.

## 2 Activité économique

*Au premier trimestre 2024, le PIB en volume a augmenté de 0,3 % en glissement trimestriel. Ce redressement de la croissance, après cinq trimestres de stagnation globale de l'activité, a été tiré par les services, tandis que la valeur ajoutée dans l'industrie s'est contractée. Les derniers indicateurs, y compris tirés d'enquêtes, signalent une poursuite de l'expansion tirée par les services au deuxième trimestre. Compte tenu de la faiblesse des données relatives à la production industrielle jusqu'en mai, il est probable que le secteur manufacturier ait continué de freiner la croissance. Les données tirées d'enquêtes suggèrent que la production dans l'industrie reste fragile, car elle est davantage exposée à la politique monétaire toujours restrictive et à l'incertitude mondiale. Dans l'ensemble, l'économie de la zone euro devrait continuer de se redresser au cours de cette année, soutenue principalement par la consommation, sous l'effet de la hausse des revenus réels résultant de la baisse de l'inflation et de l'augmentation des salaires nominaux. Cette dernière devrait également favoriser le redressement du secteur industriel. En outre, les exportations devraient bénéficier de l'amélioration de la demande mondiale au cours des prochains trimestres, même si les défis liés à la compétitivité extérieure font peser un risque à la baisse potentiel. Enfin, la politique monétaire devrait moins peser sur la demande au fil du temps.*

**Au premier trimestre 2024, le PIB en volume a augmenté de 0,3 % en glissement trimestriel.** Les échanges commerciaux nets ont apporté une contribution positive à la croissance, tandis que la demande intérieure et les variations de stocks ont apporté une contribution négative (graphique 3). Selon les estimations, si l'on exclut la forte baisse des investissements irlandais hors construction, la contribution de la demande intérieure a été légèrement positive. La reprise de l'activité économique a été tirée par la valeur ajoutée dans les services.

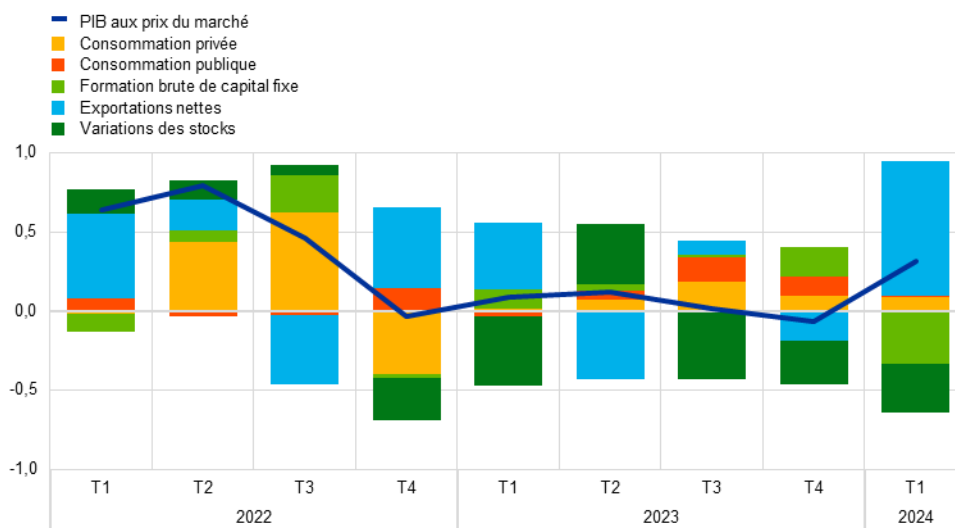
**L'activité économique a continué de progresser à un rythme similaire au deuxième trimestre**<sup>2</sup>. Les données devenues disponibles suggèrent que la croissance du PIB en volume a probablement continué d'être tirée par les services au deuxième trimestre. La production industrielle s'est nettement contractée en mai, les niveaux des deux premiers mois du deuxième trimestre étant inchangés par rapport au premier trimestre. L'indice composite des directeurs d'achat (PMI) pour la production s'est établi à 51,6 au deuxième trimestre, contre 49,2 au premier trimestre, indiquant ainsi une croissance positive et poursuivant le mouvement haussier amorcé fin 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 au deuxième trimestre et les données de juin ont montré que les gains réalisés en avril et en mai ont été effacés. Les indices PMI pour les nouvelles commandes totales et les nouvelles commandes à l'exportation ont également été faibles et, étant donné leur contenu plus prospectif, cela indique également une faiblesse du secteur manufacturier au troisième trimestre (graphique 4, partie a). En revanche, l'indice PMI pour la production dans les services a continué d'indiquer une

<sup>2</sup> Selon l'estimation rapide publiée par Eurostat le 30 juillet, le PIB en volume de la zone euro a augmenté de 0,3 % au deuxième trimestre de l'année. Cette estimation n'était pas disponible au moment de la réunion du Conseil des gouverneurs de juillet.

expansion au deuxième trimestre, malgré une légère modération en juin (graphique 4, partie b). En outre, en avril, la production dans les services a été supérieure de 0,7 % à son niveau du premier trimestre.

### Graphique 3 PIB en volume de la zone euro et ses composantes

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



Sources : Eurostat et calculs des services de la BCE.

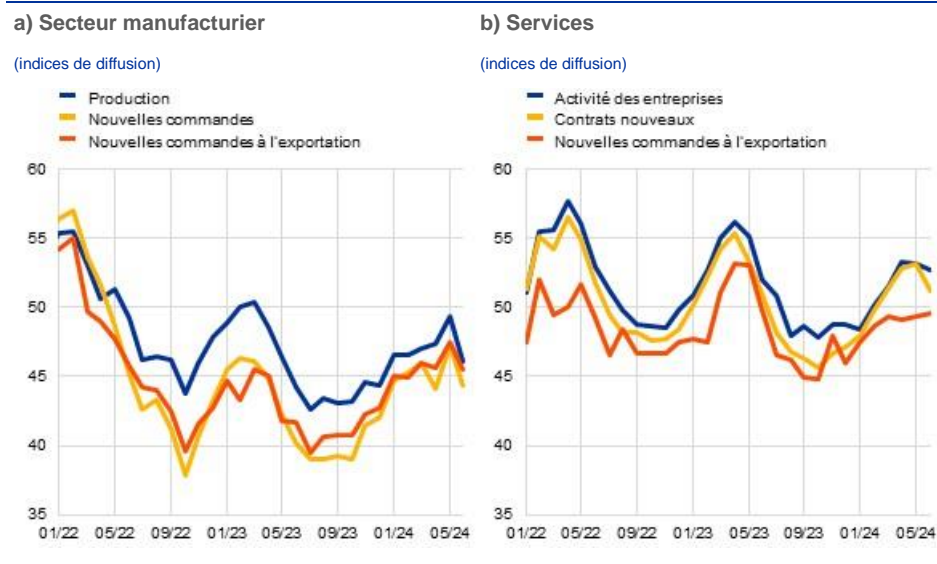
Note : Les dernières observations se rapportent au premier trimestre 2024.

#### Les données tirées d'enquêtes prospectives indiquent que les services restent robustes au troisième trimestre 2024.

Les résultats de l'enquête réalisée en juin par la Commission européenne auprès des entreprises et des consommateurs suggèrent que la demande anticipée de services nécessitant de nombreux contacts pour les trois prochains mois demeure robuste, en particulier pour les services liés aux voyages. Les principales conclusions tirées des contacts récents de la BCE avec les sociétés non financières confirment ce tableau, les personnes contactées faisant état d'une saison touristique dynamique et de signes croissants d'une reprise modeste tirée par la consommation (cf. encadré 4). Dans le même temps, il existe des signaux contrastés quant au fait de savoir si la faiblesse du secteur manufacturier a atteint son point bas. La confiance dans le secteur de l'industrie est demeurée globalement stable en juin, les prévisions de production à trois mois et les évaluations des carnets de commandes des entreprises étant restées largement inchangées. Toutefois, l'enquête de la Commission européenne auprès des chefs d'entreprise indique que davantage d'entreprises font état de stocks de produits finis supérieurs à la normale, ce qui suggère que la demande de biens demeure atone. Dans le même temps, l'évaluation de la BCE des principales conclusions tirées de ses contacts récents avec les sociétés non financières indique que l'activité manufacturière agrégée avait atteint son point bas (cf. encadré 4). Dans la période à venir, les tensions sur les échanges commerciaux et l'incertitude géopolitique continueront de freiner le secteur manufacturier. Toutefois, des facteurs positifs soutenant la reprise de l'activité économique persistent. Ils incluent l'augmentation continue des revenus réels dans un contexte de baisse de l'inflation et de marché du travail favorable, le renforcement de la dynamique du secteur des services et

l'atténuation progressive du frein exercé par la politique monétaire sur la demande, attendue au fil du temps.

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



#### L'emploi continue d'augmenter, soutenu par une population active croissante.

L'emploi et le nombre total d'heures travaillées ont augmenté de 0,3 % en rythme trimestriel au premier trimestre 2024 (graphique 5). La productivité du travail est demeurée inchangée, l'emploi et le nombre d'heures travaillées augmentant au même rythme que le PIB<sup>3</sup>. La population active implicite, déduite du taux de chômage et du nombre de chômeurs, a augmenté de 0,5 % jusqu'en mai cette année et a constitué une source importante de croissance de l'emploi. Le taux de chômage s'est établi à 6,4 % en mai, sans changement par rapport à avril, demeurant à son niveau le plus bas 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.

**Les indicateurs à court terme du marché du travail signalent une poursuite de la croissance de l'emploi au deuxième trimestre 2024.** L'indice composite mensuel des directeurs d'achat (PMI) relatif à l'emploi a diminué, revenant de 52,1 en mai à 50,9 en juin. La moyenne du deuxième trimestre s'établit à 51,7, ce qui suggère une nouvelle hausse de l'emploi (graphique 5). Les perceptions positives de la croissance de l'emploi ont été tirées par le secteur des services, tandis que la construction et le secteur manufacturier ont continué d'indiquer une contraction.

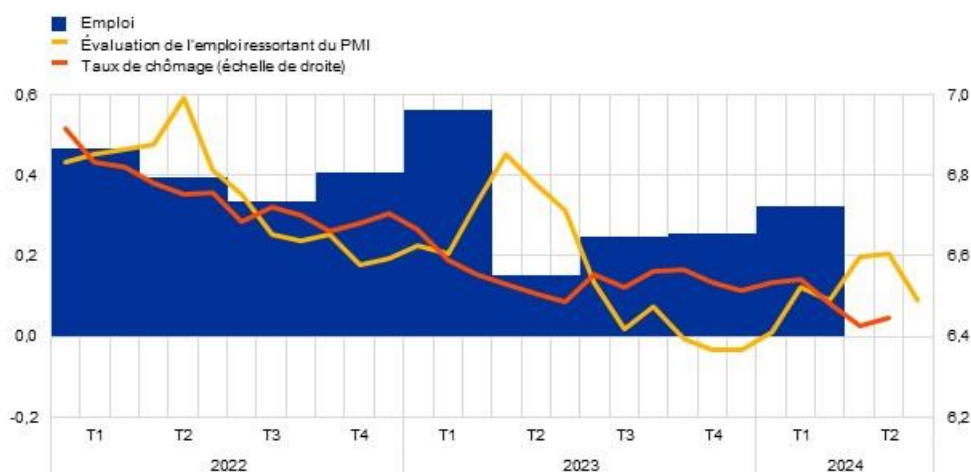
<sup>3</sup> Pour une analyse plus approfondie, cf. l'encadré 2 du présent Bulletin économique.



## Graphique 5

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

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



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

Notes : Les deux courbes indiquent les évolutions mensuelles tandis que les barres représentent des données trimestrielles. Le PMI est exprimé comme un écart par rapport à 50, puis divisé par 10. Les dernières observations se rapportent au premier trimestre 2024 pour l'emploi, à juin 2024 pour l'évaluation de l'emploi ressortant du PMI et à mai 2024 pour le taux de chômage.

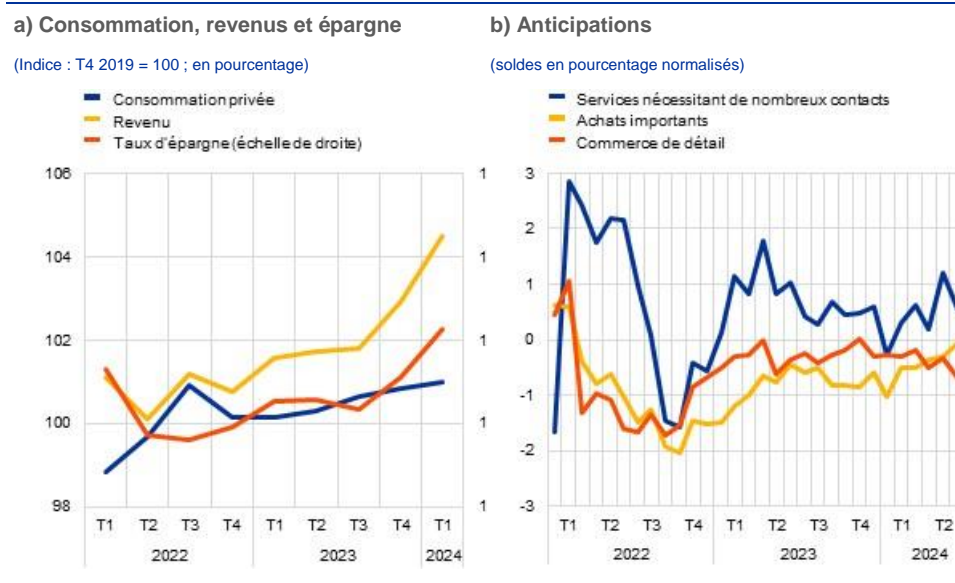
### La croissance de la consommation privée est restée modeste début 2024, mais les enquêtes suggèrent un renforcement de la dynamique des dépenses des ménages.

La consommation privée a augmenté de 0,2 % au premier trimestre, soutenue par un rebond de la consommation de biens, après une dynamique très faible en 2023. Les revenus disponibles réels ont augmenté au premier trimestre 2024, soutenus par le recul de l'inflation et la croissance robuste des salaires nominaux, dans un contexte de résilience du marché du travail. Le taux d'épargne des ménages a augmenté pour atteindre 15,3 % au premier trimestre 2024 (graphique 6, partie a), les gains de revenus ayant été réalisés dans un contexte d'incertitude toujours élevée et de conditions de financement restrictives, y compris des critères d'octroi stricts pour les crédits à la consommation. Les données quantitatives disponibles pour le deuxième trimestre délivrent des signaux contrastés concernant la dynamique de la consommation de biens, le chiffre d'affaires du commerce de détail ayant augmenté de 0,3 %, tandis que les immatriculations de voitures ont diminué de 3,7 % en avril et en mai par rapport à leurs niveaux du premier trimestre. Les enquêtes suggèrent que la croissance des dépenses des ménages se renforcera à court terme. L'indicateur de la Commission européenne relatif à l'incertitude des consommateurs a baissé et l'indicateur relatif à la confiance des consommateurs s'est amélioré en juin. Toutefois, ce dernier reste inférieur à sa moyenne d'avant la pandémie, reflétant les anticipations modérées concernant l'économie et la situation financière des ménages. Les anticipations des entreprises relatives à la demande de services nécessitant de nombreux contacts au cours des trois prochains mois demeurent solides, tandis que les intentions des consommateurs de réaliser des achats importants au cours des douze prochains mois ont retrouvé leur moyenne d'avant la pandémie (graphique 6, partie b). Ces éléments indiquant une réduction attendue de la divergence entre les biens de

consommation et les services sont corroborés par les résultats de la dernière enquête de la BCE sur les anticipations des consommateurs, qui indiquent que la propension à dépenser pour les postes importants au cours des douze prochains mois augmente, tandis que la demande attendue de services liés au tourisme reste élevée.

### Graphique 6

Consommation privée, revenus et épargne ; anticipations relatives au commerce de détail, aux services nécessitant de nombreux contacts et aux achats importants



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

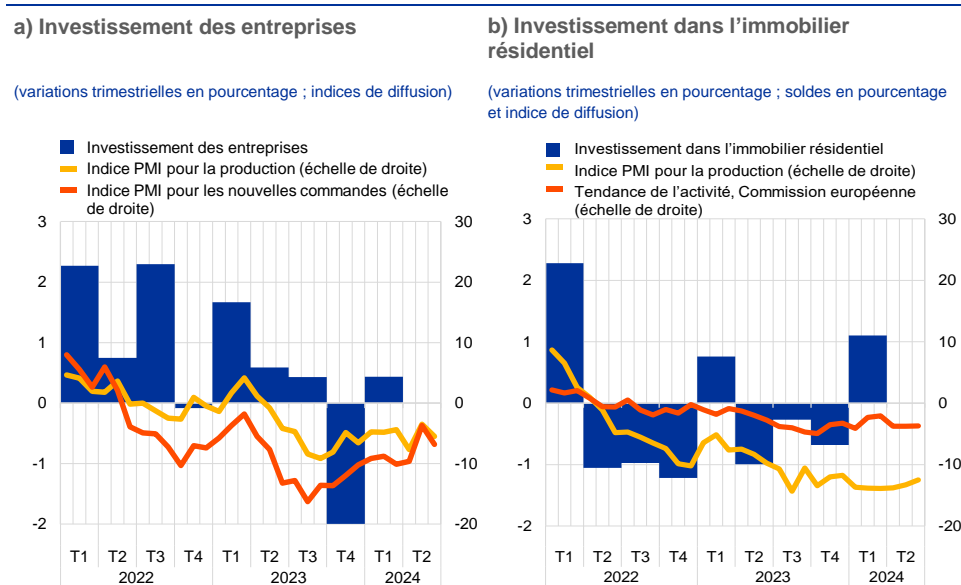
Notes : Dans la partie a), le revenu se rapporte au revenu disponible réel des ménages corrigé et le taux d'épargne des ménages est exprimé en pourcentage de ce revenu. Dans la partie b), les anticipations des entreprises relatives à la demande de services nécessitant de nombreux contacts et les anticipations relatives au commerce de détail se rapportent aux trois prochains mois, tandis que les anticipations des consommateurs relatives aux achats importants se rapportent aux douze prochains mois ; la première série est normalisée pour la période janvier 2005-2019, en raison de la disponibilité des données, tandis que les deux autres séries se rapportent à la période 1999-2019 ; les « services nécessitant de nombreux contacts » comprennent les services d'hébergement, de voyage et de restauration. Les dernières observations se rapportent au premier trimestre 2024 pour la consommation privée et à juin 2024 pour les anticipations relatives aux services nécessitant de nombreux contacts, au commerce de détail et aux achats importants.

### L'investissement des entreprises a affiché une augmentation modérée au premier trimestre 2024, et les indicateurs et enquêtes à court terme font état d'une faible dynamique pour le reste de l'année 2024 (graphique 7, partie a).

L'investissement hors construction (hors actifs incorporels irlandais) a augmenté de 0,5 % en glissement trimestriel au premier trimestre 2024, effaçant 25 % environ de la baisse enregistrée au quatrième trimestre 2023. S'agissant des actifs, l'investissement dans les machines et équipements ainsi que dans les actifs incorporels a apporté une contribution positive à l'investissement des entreprises depuis la pandémie. En revanche, selon les contacts récents de la BCE avec les sociétés non financières, l'investissement dans le matériel de transport a été freiné par l'incertitude persistante entourant la transition verte et la réduction des effectifs dans les secteurs à forte intensité énergétique (cf. encadré 4). Les indices PMI pour la production et les nouvelles commandes dans le secteur des biens d'équipement au deuxième trimestre indiquent une faiblesse persistante dans cette catégorie d'investissement des entreprises. L'enquête récente de la BCE sur la distribution du crédit bancaire et l'enquête de la BCE sur l'accès des entreprises au financement

dans la zone euro ont continué d'indiquer des conditions de financement restrictives au deuxième trimestre. Les commentaires tirés des contacts de la BCE avec les sociétés suggèrent que les entreprises continuent d'investir dans des mesures de réduction des coûts, dans un contexte de pénuries de main-d'œuvre et de forte concurrence mondiale. Toutefois, elles s'attendent à ce que l'investissement reste modéré cette année, dans un contexte d'incertitude toujours élevée. De même, l'enquête semestrielle de la Commission européenne relative aux investissements suggère une croissance modérée de l'investissement des entreprises en 2024 (cf. encadré 3).

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



Sources : Eurostat, Commission européenne (CE), S&P Global Market Intelligence et calculs de la BCE.  
Notes : Les courbes indiquent les évolutions mensuelles, tandis que les barres se rapportent aux données trimestrielles. Les indices PMI sont exprimés en termes d'écart par rapport à 50. Dans la partie a, l'investissement des entreprises est mesuré par l'investissement hors construction en excluant les actifs incorporels irlandais. Les courbes correspondent aux réponses du secteur des biens d'équipement. Les dernières observations se rapportent au premier trimestre 2024 pour l'investissement des entreprises et à juin 2024 pour les indices PMI. Dans la partie b, la courbe correspondant à l'indicateur relatif à la tendance de l'activité élaboré par la Commission européenne se rapporte à l'évaluation de la tendance de l'activité du secteur de la construction de bâtiments et de la construction spécialisée au cours des trois mois précédents. Les dernières observations se rapportent au premier trimestre 2024 pour l'investissement dans l'immobilier résidentiel et à juin 2024 pour l'enquête de la Commission européenne et les indices PMI.

#### L'investissement dans l'immobilier résidentiel a rebondi au premier trimestre 2024, mais les indicateurs quantitatifs et qualitatifs suggèrent qu'il s'est probablement contracté au deuxième trimestre (graphique 7, partie b).

L'investissement dans l'immobilier résidentiel a augmenté de 1,1 % en rythme trimestriel au premier trimestre, principalement en raison des effets ponctuels favorables des conditions météorologiques clémentes en Allemagne et des incitations fiscales généreuses en Italie. Toutefois, le nombre de permis de construire pour des logements s'est stabilisé à des niveaux historiquement bas, suggérant que les pressions exercées par les projets à venir sont limitées. En outre, la production dans la construction de bâtiments et la construction spécialisée a baissé de 0,4 % en avril 2024 par rapport à son niveau moyen au premier trimestre 2024. De plus, les mesures de l'activité tirées d'enquêtes, telles que l'indice PMI pour la production dans la construction de logements et l'indicateur de la

Commission européenne relatif à l'activité dans la construction de bâtiments et la construction spécialisée au cours des trois derniers mois, ont continué d'indiquer une contraction jusqu'en juin. Cela s'explique principalement par une détérioration de la demande. Dans l'ensemble, ces évolutions suggèrent que l'investissement dans l'immobilier résidentiel devrait avoir diminué au deuxième trimestre. Pour l'avenir, les enquêtes récentes de la BCE indiquent une modération du rythme de la baisse. Dans l'enquête de mai sur les anticipations des consommateurs, les anticipations des ménages relatives au marché du logement sont restées déprimées, mais plus favorables qu'à fin 2023, comme le montre l'attractivité accrue de l'immobilier résidentiel comme bon investissement. Dans l'enquête de juillet réalisée par téléphone auprès des entreprises, les entreprises du secteur de la construction ont fait état d'une atonie persistante de l'activité, mais prévoient une reprise au cours du second semestre 2024. Selon l'enquête de juillet sur la distribution du crédit bancaire, la dynamique des critères d'octroi de crédit et la demande de prêts au logement devraient s'améliorer.

**Les exportations de la zone euro ont stagné en avril 2024, malgré le redressement de la demande extérieure.** Les commandes à l'exportation dans le secteur manufacturier ont continué de se contracter fortement en juin, tandis que le secteur des services a affiché une plus grande résilience, les commandes à l'exportation étant restées stables. La stagnation de la croissance des exportations s'inscrit dans une tendance plus large de baisse des parts de marché de la zone euro, accentuée par les goulets d'étranglement du côté de l'offre et les chocs sur les prix de l'énergie, la zone euro étant davantage affectée en raison de son niveau élevé d'intégration dans les chaînes de valeur mondiales et de la nature domestique du choc sur le gaz. Dans le même temps, la croissance des importations a montré des signes de reprise, les volumes d'importations de biens hors zone euro ayant augmenté de 0,9 % en avril en glissement sur trois mois, dans un contexte de renforcement de la consommation intérieure. Les coûts du fret maritime augmentent de nouveau, en particulier entre la Chine et l'Europe, la demande mondiale se renforçant et les entreprises anticipant les commandes de Noël plus tôt que d'habitude, en raison des perturbations en mer Rouge et des temps de transport plus longs (cf. encadré 4). Malgré les tensions géopolitiques en cours, aucune tendance perceptible n'a été observée indiquant que l'on se détourne de la Chine en tant que principale source d'approvisionnement (cf. encadré 1).

**Pour résumer, après un début d'année positif, l'activité économique dans la zone euro devrait continuer de se redresser au cours de l'année 2024, malgré l'incertitude persistante.** Les tensions sur les échanges commerciaux et l'incertitude géopolitique continueront de freiner le secteur manufacturier et, par conséquent, l'investissement. Toutefois, le ralentissement de l'inflation et la croissance robuste des salaires devraient soutenir de nouvelles hausses des revenus disponibles réels et ainsi de la consommation privée. Par ailleurs, les exportations de la zone euro devraient se redresser au cours des prochains trimestres, parallèlement à l'amélioration de la croissance mondiale. Enfin, la politique monétaire devrait moins peser sur la demande au fil du temps.

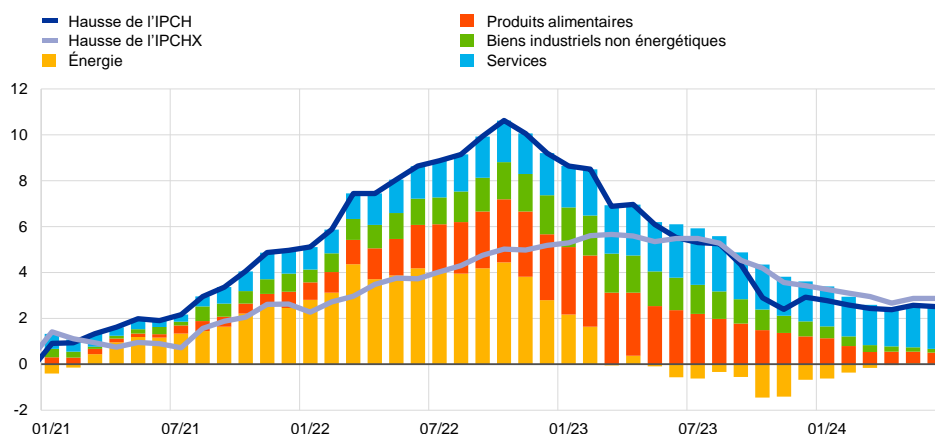
### 3 Prix et coûts

L'inflation totale dans la zone euro s'est établie à 2,5 % en juin 2024, après 2,6 % en mai. L'inflation hors énergie et produits alimentaires est ressortie à 2,9 % en juin, sans changement par rapport à mai, mais en hausse par rapport au taux de 2,7 % enregistré en avril. Si certaines mesures de l'inflation sous-jacente avaient augmenté en mai sous l'effet de facteurs ponctuels, la plupart ont été stables ou ont légèrement diminué en juin. Les tensions sur les prix d'origine interne se sont atténuées au premier trimestre 2024, reflétant une baisse plus forte qu'attendu des profits unitaires, tandis que la croissance des salaires est demeurée élevée. Les mesures des anticipations d'inflation à plus long terme se situent principalement autour de 2 %, tandis que celles des anticipations d'inflation à plus court terme ont baissé.

**L'inflation totale dans la zone euro, telle que mesurée par l'indice des prix à la consommation harmonisé (IPCH), est revenue à 2,5 % en juin, après 2,6 % en mai (graphique 8).** Le ralentissement a résulté de la baisse des taux d'inflation pour les produits alimentaires et l'énergie. Il a fait suite à une hausse par rapport au taux de 2,4 % enregistré en avril et a confirmé les anticipations antérieures selon lesquelles l'inflation fluctuerait autour des niveaux actuels, en partie en raison d'effets de base liés à l'énergie.

**Graphique 8**  
Inflation totale et ses composantes principales

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



Sources : Eurostat et calculs de la BCE.

Note : Les dernières observations se rapportent à juin 2024.

**La hausse des prix de l'énergie est revenue de 0,3 % en mai à 0,2 % en juin, après être devenue positive en mai après presque un an de taux négatifs.**

Les principaux facteurs à l'origine de cette baisse ont été les prix des transports et des combustibles liquides. Ceux-ci reflètent la baisse récente des prix du pétrole et une forte diminution des marges de raffinage pour l'essence. Les prix de l'électricité et du gaz ont augmenté, mais ont continué de contribuer négativement à la hausse des prix de l'énergie.

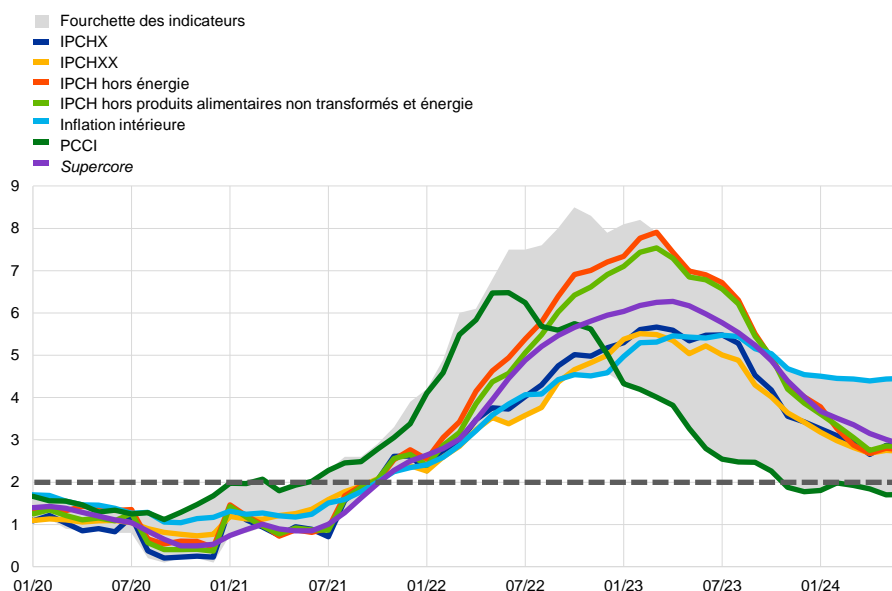
**La hausse des prix des produits alimentaires s'est encore ralentie, revenant à 2,4 % en juin, après 2,6 % en mai.** Cette évolution est principalement liée à la hausse des prix des produits alimentaires non transformés (1,3 % en juin après 1,8 % en mai). La hausse des prix des produits alimentaires transformés s'est légèrement ralentie en juin (pour s'établir à 2,7 %, après 2,8 % en mai). Le fléchissement du taux de variation annuel de la composante produits alimentaires est lié à un effet de base baissier associé à la forte hausse des prix de la composante produits alimentaires non transformés, plus volatile, il y a un an.

**La hausse de l'IPCH hors énergie et produits alimentaires (IPCHX) est ressortie à 2,9 % en juin, sans changement par rapport à mai et en hausse par rapport au taux de 2,7 % enregistré en avril (graphique 9).** S'agissant des composantes, la hausse des prix des biens industriels non énergétiques s'est établie à 0,7 % en mai et en juin, après 0,9 % en avril. Ce résultat se situe à un niveau proche de la moyenne de long terme de 0,6 % observée avant la pandémie, ce qui suggère que la dissipation progressive de l'impact des chocs haussiers passés est peut-être arrivée à son terme. La hausse des prix des services est également restée inchangée entre mai et juin, à 4,1 %, après 3,7 % en avril. La persistance relativement plus grande de la hausse des prix des services par rapport à celle des prix des produits des biens est en ligne avec la forte croissance des salaires et le rôle plus important joué par les coûts de main-d'œuvre dans la production de services. Dans le même temps, les indicateurs de l'inflation sous-jacente ont affiché des évolutions contrastées en mai et en juin. La plupart des mesures reposant sur des exclusions ont légèrement augmenté en mai, mais certaines, telles que l'IPCH hors produits alimentaires non transformés et énergie et l'IPCHXX (qui se rapporte à l'inflation mesurée par l'IPCHX hors postes liés aux voyages, à l'habillement et à la chaussure), ont encore diminué en juin. En revanche, l'inflation intérieure a légèrement augmenté, ressortant à 4,5 % en juin après 4,4 % en mai, demeurant élevée en haut de la fourchette des indicateurs de l'inflation sous-jacente. L'indicateur *Supercore* a encore légèrement diminué, tandis que la composante persistante et commune de l'inflation (PCCI) est restée dans le bas de la fourchette, ressortant à 1,7 % en juin, sans changement par rapport à mai.

## Graphique 9

### Indicateurs de l'inflation sous-jacente

(variations annuelles en pourcentage)



Sources : Eurostat et calculs de la BCE.

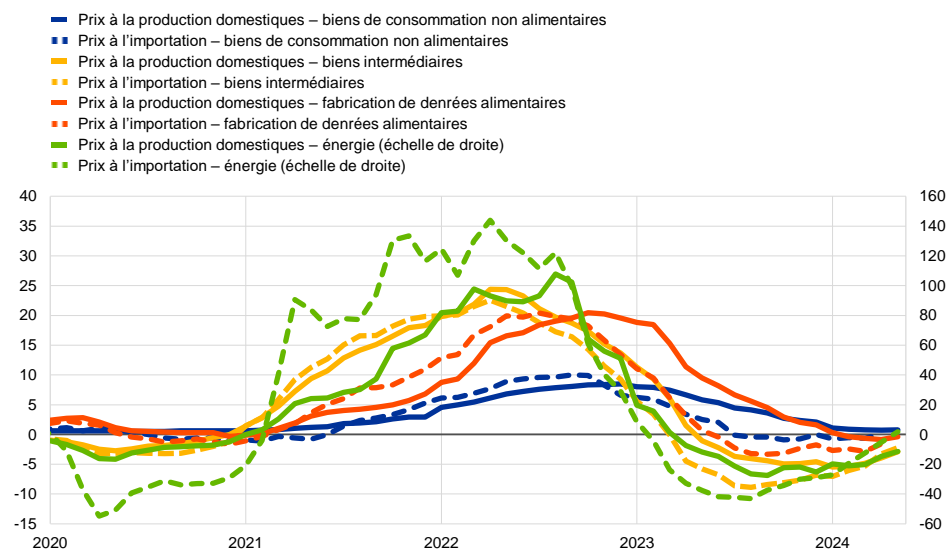
Notes : La fourchette des indicateurs de l'inflation sous-jacente inclut l'IPCH hors énergie, l'IPCH hors produits alimentaires non transformés et énergie, l'IPCHX, l'IPCHXX, l'inflation intérieure, les moyennes tronquées à 10 % et à 30 %, la PCCI, l'indicateur *Supercore* et une médiane pondérée. La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

**La plupart des indicateurs relatifs aux tensions en amont pour la hausse des prix des biens sont restés modérés, mais des signes montrent que le plancher a été atteint (graphique 10).** En amont de la chaîne des prix, la variation des prix à la production pour les ventes domestiques de biens intermédiaires est restée négative, mais moins que le mois précédent (– 2,9 % en mai, après – 3,9 % en avril). En aval de la chaîne des prix, les taux de variation annuels des prix à la production des biens de consommation non alimentaires ont augmenté pour s'établir à 0,8 % en mai, après 0,7 % en avril, tandis que ceux du segment de la consommation de produits alimentaires sont passés de – 0,9 % à – 0,4 % au cours de la même période. L'atténuation progressive des tensions en amont sur les prix des biens industriels semble donc s'être dissipée. Les taux de croissance annuels des prix à l'importation pour les différentes catégories de biens sont pour la plupart restés négatifs, mais évoluent à la hausse. Le taux de croissance annuel des prix à l'importation de l'énergie a fortement augmenté, s'établissant à 1,8 % en mai, après – 5,3 % en avril.

## Graphique 10

### Indicateurs des tensions en amont de la chaîne des prix

(variations annuelles en pourcentage)



Sources : Eurostat et calculs de la BCE.

Note : Les dernières observations se rapportent à avril 2024 pour les prix à l'importation des biens de consommation non alimentaires et pour les prix à l'importation des produits alimentaires manufacturés et à mai 2024 pour les autres rubriques.

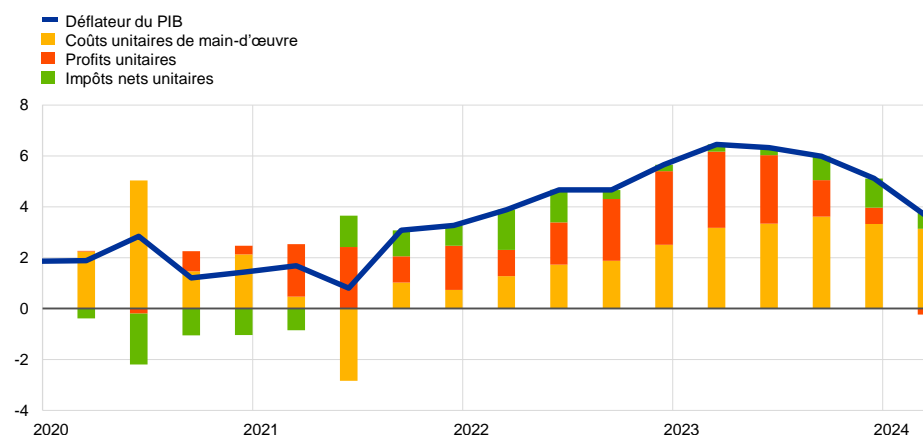
**Selon les données disponibles au moment de la réunion du Conseil des gouverneurs de juillet, les tensions d'origine interne sur les coûts, mesurées par la croissance du déflateur du PIB, ont diminué pour s'établir à 3,6 % au premier trimestre 2024, après 5,1 % le trimestre précédent, en raison de contributions plus faibles des coûts de main-d'œuvre et des profits (graphique 11).** Après un pic à 6,5 % au premier trimestre 2023, le taux de croissance annuel du déflateur du PIB s'est encore ralenti. La baisse enregistrée au premier trimestre 2024 a principalement résulté du ralentissement de la croissance des profits unitaires, la contribution associée devenant négative, à – 0,2 point de pourcentage, contre 0,6 point de pourcentage le trimestre précédent. De même, la contribution des coûts unitaires de main-d'œuvre a encore diminué, revenant à 3,1 points de pourcentage, après 3,3 points de pourcentage le trimestre précédent, masquant une accentuation modérée de la croissance des salaires qui a été plus que compensée par une accélération de la croissance de la productivité (– 0,6 % au premier trimestre 2024, après – 1,0 % le trimestre précédent). Globalement, les coûts de main-d'œuvre restent le principal contributeur aux tensions sur les prix d'origine interne.



## Graphique 11

### Décomposition du déflateur du PIB

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



Sources : Eurostat et calculs de la BCE.

Notes : Les dernières observations se rapportent au premier trimestre 2024. La rémunération par tête contribue positivement aux variations des coûts unitaires de main-d'œuvre et la productivité du travail apporte une contribution négative.

#### **Les tensions sur les salaires se sont accrues au premier trimestre 2024 et, même si elles devraient diminuer progressivement, cette évolution interviendra à partir de niveaux élevés.**

Les données pour le premier trimestre 2024 montrent une accélération du taux de croissance annuel des salaires négociés, qui est ressorti à 4,7 % après 4,5 % au quatrième trimestre 2023. La croissance effective des salaires, selon les données disponibles à la date d'arrêt des données et mesurée par la rémunération par tête et la rémunération horaire, s'est accentuée au premier trimestre 2024, s'établissant à 5,0 % et 5,4 %, respectivement, contre 4,9 % et 4,7 % au quatrième trimestre 2023. La différence entre la croissance des salaires effectifs et celle des salaires négociés suggère que le glissement des salaires joue un rôle important<sup>4</sup>. L'outil prospectif de suivi des salaires – qui mesure la croissance des salaires pour les contrats non arrivés à terme – est globalement en ligne avec les anticipations selon lesquelles la croissance des salaires négociés en 2024 sera, en moyenne, plus élevée qu'en 2023, mais se ralentira en 2025.<sup>5</sup>

**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 2,0 % (graphique 12).** Dans l'enquête de la BCE auprès des prévisionnistes professionnels (*Survey of Professional Forecasters*, EPP) pour le troisième trimestre 2024 et dans l'enquête réalisée en juin 2024 par la BCE auprès des analystes monétaires (*Survey of Monetary Analysts*, SMA), la moyenne et la médiane des anticipations d'inflation à plus long terme (pour 2028) sont restées inchangées à 2,0 %. Les mesures de la compensation de l'inflation extraites des instruments de marché (basées sur l'IPCH hors tabac) sont restées globalement

<sup>4</sup> Le glissement des salaires correspond à la différence entre le taux de croissance des salaires et traitements bruts par tête et le taux de croissance des salaires négociés.

<sup>5</sup> Pour des détails sur la méthodologie, cf. Górnicka (L.) et Koester (G.) (eds.), « *A forward-looking tracker of negotiated wages in the euro area* », *Occasional Paper Series*, n° 338, BCE, février 2024.

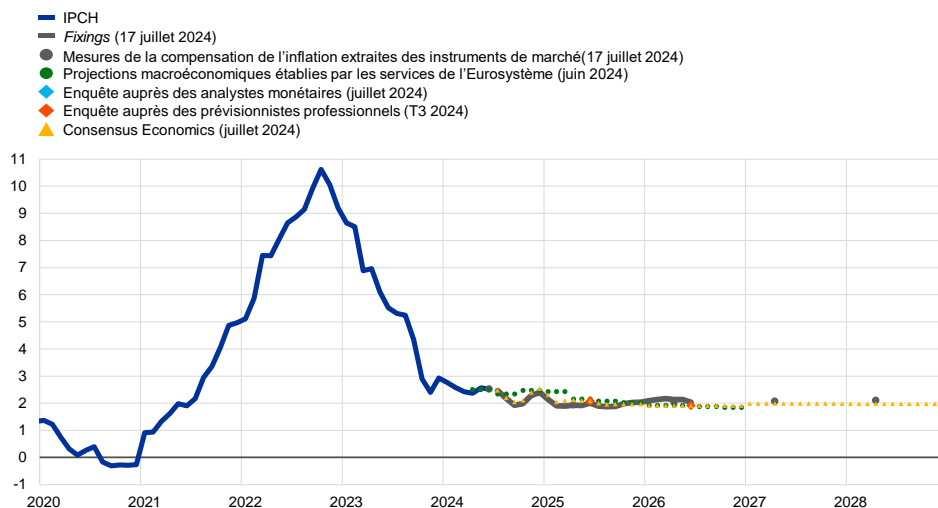
inchangées, le taux des *swaps* indexés sur l'inflation à cinq ans dans cinq ans s'établissant à 2,3 % environ. Même si ces mesures de la compensation de l'inflation extraites des instruments de marché incluent les primes de risque sur l'inflation et, par conséquent, ne sont pas une mesure directe des véritables anticipations d'inflation des intervenants de marché, 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 2,0 % à plus long terme. Les mesures des résultats de l'inflation à court terme dans la zone euro extraites des instruments de marché suggèrent que les investisseurs s'attendent à ce que l'inflation se stabilise à 2,0 % à partir de début 2025. Le taux des *swaps* indexés sur l'inflation à un an dans un an a légèrement baissé au cours de la période sous revue pour s'établir à 2,1 %. Du côté des consommateurs, selon l'enquête de la BCE sur les anticipations des consommateurs (*Consumer Expectations Survey*, CES) de juin 2024, le taux médian de l'inflation perçue sur les 12 mois précédents a nettement baissé en juin, revenant à 4,5 %, après 4,9 % en mai. Dans le même temps, les anticipations médianes pour l'inflation totale à un an sont restées inchangées à 2,8 % entre mai et juin, contre 2,9 % en avril. Les anticipations d'inflation pour les trois années à venir ont diminué, revenant à 2,3 % en mai et en juin, après 2,4 % en avril. Les anticipations d'inflation à l'horizon d'un an et à l'horizon de trois ans sont demeurées inférieures aux perceptions du taux d'inflation passé, suggérant que la désinflation devrait se poursuivre.

## Graphique 12

### Inflation totale, projections d'inflation et anticipations

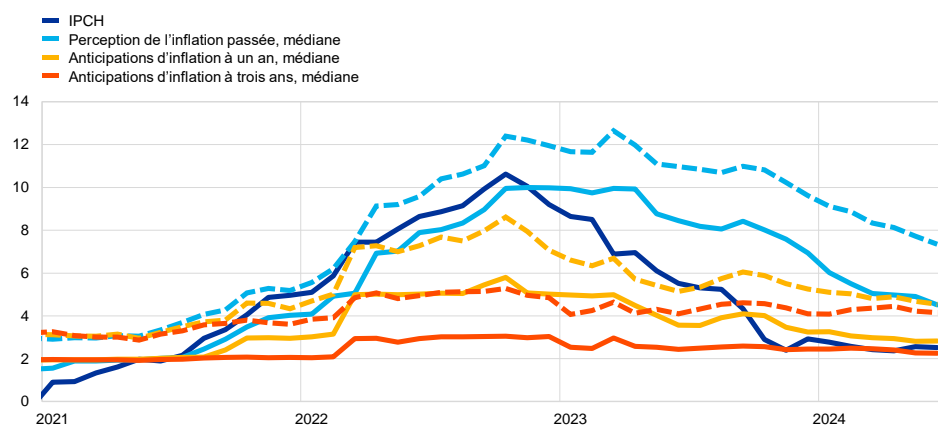
#### a) Inflation totale, indicateurs des anticipations d'inflation tirés d'enquêtes, projections d'inflation et mesures de la compensation de l'inflation extraites des instruments de marché

(variations annuelles en pourcentage)



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

(variations annuelles en pourcentage)



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

Notes : Les séries relatives aux mesures de la compensation de l'inflation extraites des instruments de marché se fondent sur le taux d'inflation au comptant à un an et sur les taux anticipés à un an dans un an, dans 2 ans et dans 3 ans. Pour les mesures de la compensation de l'inflation extraites des instruments de marché, les dernières observations se rapportent au 17 juillet 2024. *Inflation fixings* correspond à l'inflation implicite tirée des *swaps* d'inflation zéro coupon dans la zone euro hors tabac. Pour le troisième trimestre 2024, l'EPP a été réalisée entre le 2 et le 5 juillet 2024. La date d'arrêt pour les prévisions à long terme de Consensus Economics est juillet 2024. Pour l'enquête CES, les lignes en pointillés représentent la moyenne et les lignes continues la médiane. La date d'arrêt des données incluses dans les projections macroéconomiques établies par les services de l'Eurosystème est le 15 mai 2024. Les dernières observations se rapportent à juin 2024.

## Évolutions sur les marchés financiers

*Au cours de la période sous revue allant du 6 juin au 17 juillet 2024, les évolutions sur les marchés financiers de la zone euro ont reflété les anticipations relatives à la trajectoire de l'inflation et la possibilité de nouvelles réductions des taux directeurs ces prochains mois. Dans les semaines qui ont suivi la décision prise par le Conseil des gouverneurs lors de sa réunion de juin d'abaisser les taux directeurs de la BCE de 25 points de base, la courbe des taux sans risque de la zone euro s'est déplacée vers le bas, les investisseurs intégrant dans leurs prix de nouvelles réductions cumulées de 46 points de base d'ici fin 2024. La volatilité implicite tirée des options des anticipations des taux directeurs est demeurée à des niveaux élevés, quoique nettement inférieurs aux pics observés fin 2022 et début 2023. Les mouvements des marchés des obligations souveraines de la zone euro résultent des élections nationales. Malgré une volatilité initiale, les évolutions des spreads souverains s'étaient en grande partie dénouées à la fin de la période sous revue. Les prix des actions de la zone euro ont baissé pour les sociétés tant financières que non financières, dans un contexte de sentiment à l'égard du risque un peu moins favorable dans la zone euro. Les écarts de rendement des obligations d'entreprises de la zone euro se sont accrus pour les entreprises à rendement élevé et ont été globalement stables pour les entreprises les mieux notées (investment-grade). Sur les marchés des changes, l'euro s'est légèrement apprécié vis-à-vis du dollar américain et en termes pondérés des échanges commerciaux.*

**Les taux sans risque à court terme de la zone euro ont légèrement baissé depuis la réunion de juin du Conseil des gouverneurs.** Le taux à court terme de l'euro (€STR) s'est établi en moyenne à 3,7 % sur la période sous revue, à la suite de la décision largement anticipée prise par le Conseil des gouverneurs lors de sa réunion de juin d'abaisser les taux directeurs de la BCE de 25 points de base. L'excédent de liquidité a diminué de 131 milliards d'euros environ entre le 6 juin et le 17 juillet pour s'établir à 3 071 milliards d'euros. Cela reflète principalement les remboursements effectués en juin 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'Eurosysteme ne réinvestissant plus les remboursements au titre du principal des titres arrivant à échéance dans ce portefeuille. La courbe à terme des taux des *swaps* au jour le jour (OIS), fondée sur l'€STR, a diminué d'environ 20 points de base pour les échéances d'un an et de 26 points de base pour les échéances de deux ans, reflétant globalement les anticipations d'un assouplissement plus marqué de la politique monétaire. Malgré la baisse globale, les marchés financiers ont intégré à leurs prix un resserrement de la politique monétaire au début de la période sous revue. Ces mouvements se sont inversés à la suite de publications de données plus faibles, en particulier un chiffre d'inflation plus bas que prévu en juin aux États-Unis, et d'une détérioration du sentiment à l'égard du risque en Europe associé à l'incertitude politique en France. La volatilité implicite tirée des options des taux anticipés à court terme a légèrement augmenté, mais est restée nettement inférieure aux pics enregistrés fin 2022 et début 2023. À la fin de la période sous revue, les marchés avaient intégré dans leurs prix des baisses cumulées des taux de 46 points de base environ d'ici fin 2024. Les taux d'intérêt sans risque à long

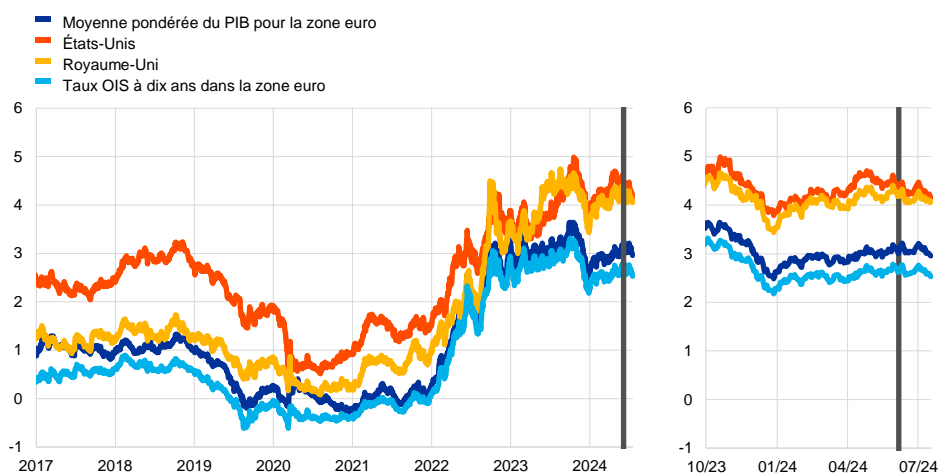
terme dans la zone euro ont diminué au cours de la période sous revue. Par exemple, le taux sans risque nominal à dix ans de la zone euro s'est établi à 2,5 %, terminant la période sous revue avec une baisse globale de 12 points de base.

**Les écarts de rendements des obligations souveraines à long terme par rapport aux taux sans risque ont très légèrement augmenté dans un contexte d'incertitude politique en France (graphique 13).** Le rendement pondéré du PIB des obligations souveraines de la zone euro à dix ans s'est établi à 3,0 % à la fin de la période sous revue, soit 10 points de base de moins qu'au début de la période, ce qui implique que l'écart par rapport au taux sans risque à dix ans de la zone euro est resté presque inchangé, n'ayant augmenté que de 2 points de base. Cette hausse de l'écart de rendement pondéré du PIB résulte largement des mouvements de l'écart de rendement des obligations souveraines françaises par rapport aux *swaps* au jour le jour (OIS), qui s'est accru de 15 points de base au cours de la période sous revue à la suite de l'annonce, le 9 juin, de la tenue d'élections législatives anticipées. La hausse des écarts de rendement souverains français, qui a augmenté de près de 22 points de base, s'est dans un premier temps transmise à d'autres obligations souveraines de la zone euro, tandis que l'écart souverain allemand a baissé en raison des mouvements de report vers les valeurs sûres. À la fin de la période sous revue, les mouvements des autres obligations souveraines de la zone euro s'étaient largement annulés, avec un écart souverain italien inférieur de 3 points de base, un écart souverain allemand inchangé et, s'agissant des autres obligations souveraines, des mouvements également négligeables. À l'étranger, le rendement des titres du Trésor américain à dix ans a diminué de 13 points de base, ressortant à 4,2 %, et le rendement des obligations souveraines à dix ans au Royaume-Uni a baissé de 10 points de base, pour s'établir à 4,1 %.

### Graphique 13

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

(en pourcentage annuel)



Sources : LSEG et calculs de la BCE.

Notes : La ligne verticale grise indique le début de la période sous revue (6 juin 2024). Les dernières observations se rapportent au 17 juillet 2024.

**Les écarts de rendement des obligations d'entreprises de la zone euro se sont élargis pour les entreprises à rendement élevé et ont été globalement stables pour les entreprises les mieux notées (*investment-grade*).** À la fin de la période sous revue, les écarts de rendements pour les entreprises les mieux notées s'étaient élargis de 1 point de base seulement. En revanche, les écarts de rendement des entreprises de la zone euro dans le compartiment à haut rendement se sont élargis de 23 points de base dans un contexte d'aversion pour le risque plus forte, résultant à la fois des sociétés financières et non financières.

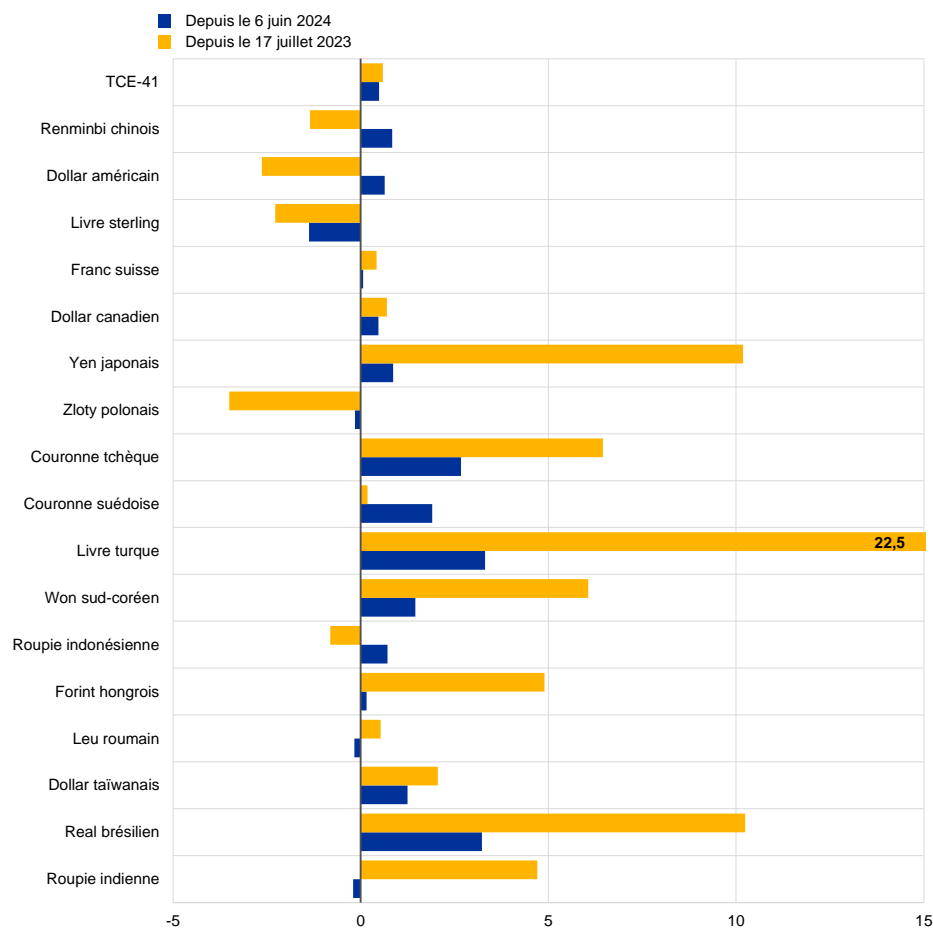
**Les prix des actions de la zone euro ont baissé pour les sociétés tant financières que non financières, en raison d'une détérioration du sentiment à l'égard du risque dans la zone euro.** Au cours de la période sous revue, les indices boursiers larges dans la zone euro ont baissé de 3,4 %, contrairement à leurs contreparties américaines, qui ont augmenté de 4,5 %. En termes nets, les prix des actions émises par les sociétés non financières de la zone euro ont baissé de 4,4 % et les prix des actions des banques et d'autres sociétés financières ont diminué de 0,8 % et 1,2 %, respectivement, les sociétés françaises étant particulièrement affectées. Aux États-Unis, les prix des actions ont affiché une hausse généralisée, de 4,0 % pour les sociétés non financières, de 11,1 % pour les banques et de 7,5 % pour les autres sociétés financières.

**L'euro s'est légèrement apprécié par rapport au dollar américain (+ 0,6 %) et en termes pondérés des échanges commerciaux (+ 0,5 %) (graphique 14).** Au début de la période sous revue, le dollar s'est renforcé en termes nominaux, jusqu'aux niveaux d'octobre 2023. Cette hausse a été soutenue par un marché du travail toujours solide et les conclusions de la réunion de juin du Comité fédéral de l'*open market*, qui ont été perçues comme (légèrement) agressives (*hawkish*). Dans le même temps, des indices des prix à la consommation publiés pour mai et juin plus faibles que prévu ont tempéré la performance du dollar, qui s'était déprécié globalement de 0,6 % à la fin de la période sous revue. Au cours de la période sous revue, le taux de change effectif nominal de l'euro, mesuré par rapport aux devises des 41 principaux partenaires commerciaux de la zone euro, s'est légèrement apprécié (+ 0,5 %). L'euro s'est déprécié par rapport à la livre sterling (– 1,4 %), les anticipations d'une réduction des taux d'intérêt au cours de l'été par la Banque d'Angleterre s'étant affaiblies. En revanche, l'euro s'est apprécié vis-à-vis du renminbi chinois (+ 0,8 %) et s'est à nouveau apprécié vis-à-vis de la couronne suédoise (+ 1,9 %) et du dollar canadien (+ 0,5 %), cette dernière appréciation ayant été soutenue par la réduction de taux de la Banque du Canada en juin. Enfin, l'euro s'est apprécié vis-à-vis du yen japonais (+ 0,9 %). Le yen japonais s'est établi à son plus bas niveau depuis 30 ans vis-à-vis du dollar américain pendant la période sous revue, mais s'est fortement apprécié les 11 et 12 juillet, à la suite de ce que les intervenants de marché ont soupçonné être des interventions sur le marché des changes.

## Graphique 14

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

(variations en pourcentage)



Sources : Calculs de la BCE.

Notes : Le « TCE-41 » est le taux de change effectif nominal de l'euro par rapport aux monnaies des 41 principaux partenaires commerciaux de la zone euro. Une variation positive (négative) correspond à une appréciation (dépréciation) de l'euro. Toutes les évolutions sont calculées en utilisant les taux de change enregistrés le 17 juillet 2024.

## 5 Conditions de financement et évolutions du crédit

*En mai 2024, dans la zone euro, les coûts composites du financement des banques et les taux débiteurs bancaires composites sont demeurés à des niveaux élevés. Les taux de croissance des prêts bancaires aux entreprises et aux ménages sont demeurés stables à des niveaux proches de zéro, reflétant des taux débiteurs élevés, une croissance économique atone et des critères d'octroi stricts. Sur la période allant du 6 juin au 17 juillet 2024, le coût de l'endettement de marché pour les sociétés non financières (SNF) a diminué, tandis que le coût du financement par émission d'actions a augmenté. Selon l'enquête de juillet 2024 sur la distribution du crédit bancaire dans la zone euro, les critères d'octroi de crédit se sont légèrement durcis au deuxième trimestre de cette année, alors qu'ils se sont un peu assouplis pour les prêts hypothécaires. La demande de crédits des entreprises s'est quelque peu réduite, tandis que la demande de prêts hypothécaires émanant des ménages a augmenté pour la première fois depuis début 2022. Selon les résultats de la dernière enquête sur l'accès des entreprises au financement (SAFE), les entreprises de la zone euro ont été moins nombreuses à faire état d'un durcissement des conditions de financement au deuxième trimestre qu'au premier. Le taux de croissance annuel de la monnaie au sens large (M3) a poursuivi son redressement progressif, soutenu par des flux entrants nets étrangers.*

### **Les coûts de financement des banques de la zone euro sont demeurés élevés au regard des évolutions historiques.**

Le coût de financement composite du financement par endettement des banques de la zone euro est resté inchangé en mai, à 2,07 % (graphique 15, partie a). Les rendements des obligations bancaires sont restés globalement stables entre mai et juillet (graphique 15, partie b), malgré une légère augmentation des écarts de rendement des obligations bancaires liée à l'accentuation de l'incertitude politique concernant le résultat des élections européennes et françaises. Les taux des dépôts agrégés, qui représentent la plus grande part des coûts de financement des banques, sont restés stables dans l'ensemble en mai, même si cela masque une hétérogénéité considérable entre les pays. Les taux des dépôts à terme ont légèrement baissé, tandis que les taux des dépôts à vue sont restés globalement inchangés, entraînant une légère diminution du large écart de rendement entre les deux taux. Les taux sur les dépôts remboursables avec un préavis inférieur ou égal à trois mois sont restés constants, tandis que ceux avec un préavis supérieur à trois mois ont légèrement augmenté.

### **Les opérations de prêt des banques centrales ont continué de diminuer régulièrement, contribuant à une hausse des coûts de financement des banques.**

Les banques ont procédé à de nouveaux remboursements (obligatoires et volontaires) des fonds empruntés dans le cadre des opérations de refinancement à plus long terme ciblées (TLTRO). Le 26 juin, des remboursements de 64,5 milliards d'euros ont été effectués au titre de la troisième série d'opérations (TLTRO III). Un total de 2 037 milliards d'euros au titre des fonds des TLTRO III a été remboursé depuis l'entrée en vigueur du recalibrage des modalités et conditions, le 23 novembre 2022, soit une réduction de 96 % des encours<sup>6</sup>. Dans le contexte de

<sup>6</sup> Cf. « [La BCE recalibre les opérations de prêt ciblées afin de rétablir la stabilité des prix à moyen terme](#) », communiqué de presse, BCE, 27 octobre 2022.



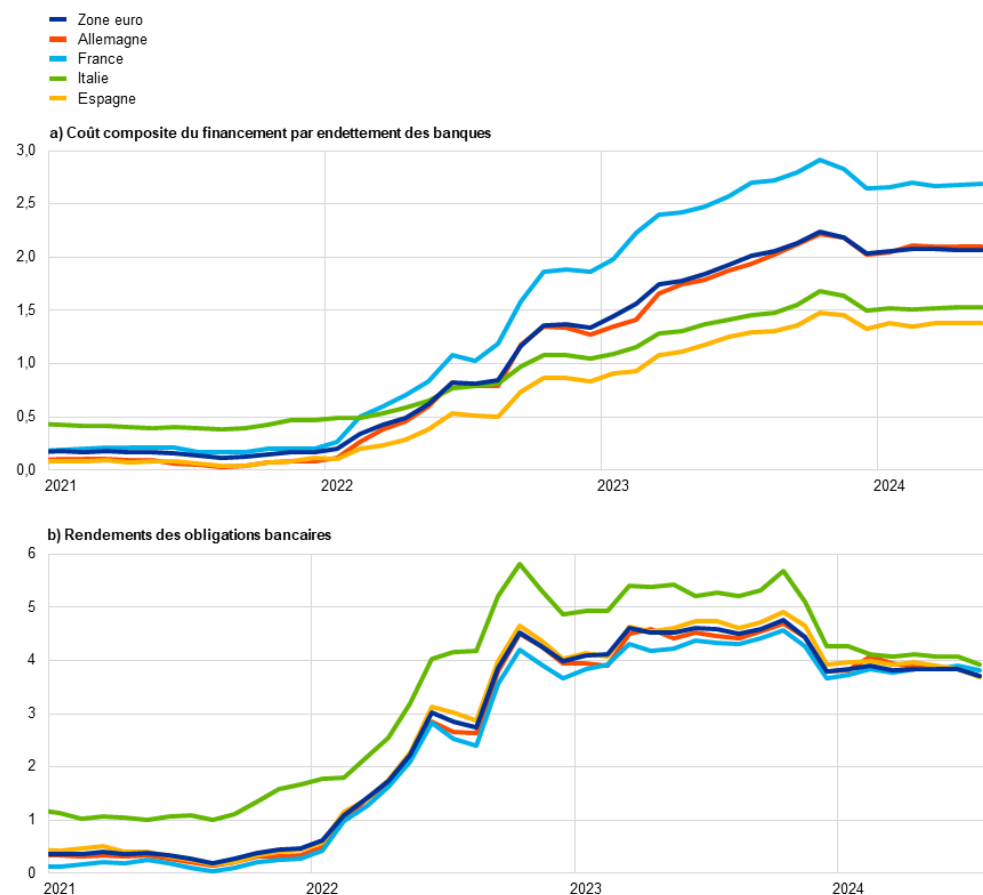
réduction progressive des TLTRO et de diminution des dépôts, les banques ont accru leurs émissions d'obligations, qui sont rémunérées à un taux supérieur au taux des dépôts et aux taux directeurs.

**Les bilans des banques sont globalement solides, malgré un environnement économique faible et une incertitude accrue.** Au premier trimestre 2024, les banques ont continué d'améliorer leur capitalisation et ont maintenu des ratios de fonds propres bien supérieurs aux exigences de fonds propres de base de catégorie 1 (CET1), garantissant un système bancaire bien capitalisé capable de répondre aux besoins de crédit durables de l'économie réelle. La rentabilité des banques est restée élevée au premier trimestre, dans un contexte de provisions pour pertes sur prêts toujours relativement faibles et d'importantes marges de taux d'intérêt. Toutefois, les marges d'intérêt sur les contrats nouveaux et les encours ont diminué progressivement jusqu'en mai par rapport aux pics observés mi-2023. Les prêts non performants (*non-performing loans*, NPL) ont continué d'augmenter progressivement par rapport aux bas niveaux enregistrés au premier trimestre de cette année. Le nombre d'insolvabilités d'entreprises et la part des prêts sous-performants (stade 2), en particulier pour les petites entreprises, ont légèrement augmenté, ce qui indique de nouvelles augmentations des prêts non performants, une détérioration de la qualité des actifs et des coûts de provisionnement plus élevés pour les banques à l'avenir.

## Graphique 15

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

(pourcentages annuels)



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

Notes : Les coûts de financement composites des banques correspondent à une moyenne pondérée du coût composite des dépôts et du financement de marché non sécurisé. Le coût composite des dépôts est calculé comme une moyenne des taux des nouveaux contrats de dépôt à vue, de dépôt à terme et de dépôt remboursable avec préavis, pondérés par les encours respectifs.

Les rendements des obligations bancaires correspondent aux moyennes mensuelles des obligations de la tranche senior.

Les dernières observations se rapportent à mai 2024 pour le coût composite du financement par endettement des banques et au 17 juillet 2024 pour les rendements des obligations bancaires.

### Les taux d'intérêt des prêts bancaires accordés aux entreprises et aux ménages restent à des niveaux élevés.

En mai, les taux débiteurs appliqués aux entreprises ont baissé pour s'établir à 5,10 %, après 5,18 % le mois précédent et au-dessous du pic de 5,27 % atteint en octobre 2023 (graphique 16), dans un contexte d'hétérogénéité entre les pays de la zone euro et entre les échéances.

La baisse des taux d'intérêt débiteurs appliqués aux entreprises en mai a été plus prononcée pour les prêts assortis de périodes de fixation des taux d'intérêt courtes (jusqu'à un an), tandis que les taux dont les périodes de fixation sont plus longues (plus d'un an) ont affiché une légère augmentation. 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 reste resserré, mais a augmenté de 0,43 point de pourcentage en mai, par rapport à avril, où il avait atteint son niveau le plus bas depuis la pandémie, et reflète des taux moins hauts pour les prêts de montants élevés et des taux plus élevés pour les prêts de faibles montants. Les taux appliqués

aux nouveaux prêts au logement consentis aux ménages sont restés inchangés pour le troisième mois de suite, s'établissant à 3,80 % en mai, ce qui reste un niveau historiquement élevé mais inférieur au point haut de 4,02 % observé en novembre 2023 (graphique 16). Les taux d'intérêt appliqués aux nouveaux prêts à la consommation accordés aux ménages ont légèrement augmenté en mai, montrant des signes de stabilisation à des niveaux élevés dans le contexte d'une certaine volatilité, tandis que les taux appliqués aux prêts consentis aux entrepreneurs individuels sont restés stables.

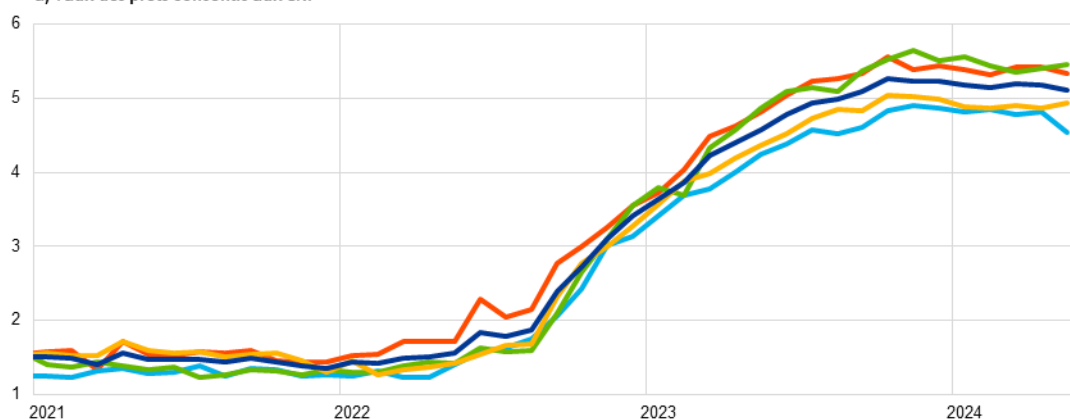
### Graphique 16

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

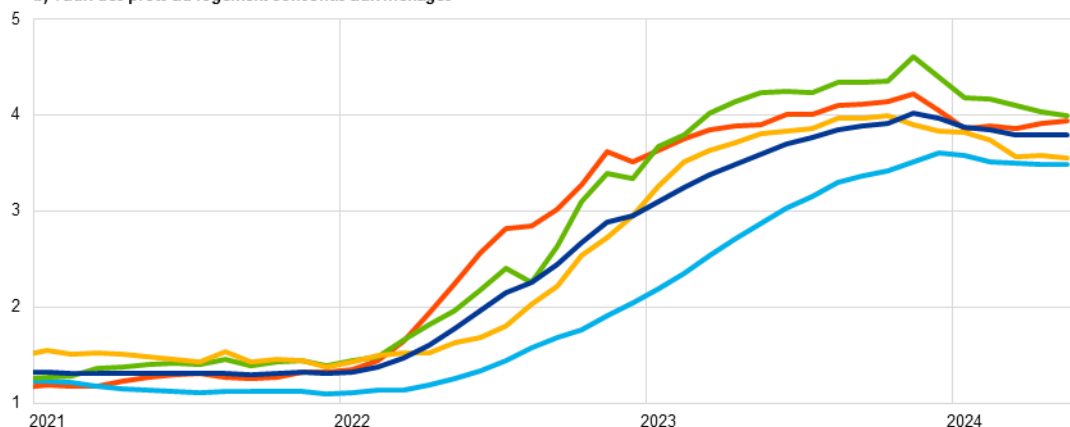
(pourcentages annuels)

- Zone euro
- Allemagne
- France
- Italie
- Espagne

a) Taux des prêts consentis aux SNF



b) Taux des prêts au logement consentis aux ménages



Sources : BCE et calculs de la BCE.

Notes : 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 mai 2024.

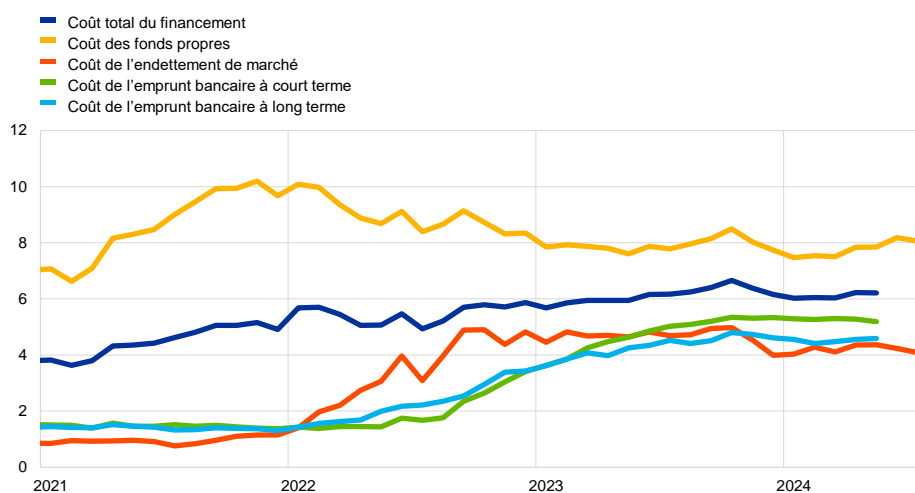
**Sur la période allant du 6 juin au 17 juillet 2024, le coût pour les SNF du financement par endettement de marché a diminué, tandis que leur coût du financement par émission d'actions a augmenté.** Sur la base des données

mensuelles disponibles, le coût total du financement des SNF, c'est-à-dire le coût composite de l'emprunt bancaire, de l'endettement de marché et des fonds propres est demeuré à 6,2 % en mai, pratiquement inchangé par rapport à son niveau d'avril et inférieur au point haut d'octobre 2023, qui n'avait pas été enregistré depuis plusieurs années (graphique 17) <sup>7</sup>. Aucune des composantes du coût n'a affiché de variation significative, à l'exception du coût des prêts bancaires, qui a enregistré une baisse pour les prêts à court terme et une très légère hausse pour les prêts assortis d'une échéance supérieure à un an. Les données quotidiennes pour la période allant du 6 juin au 17 juillet 2024 confirment une baisse du coût de l'endettement de marché, en raison d'une diminution du taux d'intérêt sans risque, approximé par le taux des swaps au jour le jour à dix ans, qui n'a pas été compensée par le léger élargissement de l'écart de rendement sur les obligations émises par les SNF, en particulier sur les segments à haut rendement. En dépit de la baisse du taux sans risque, le coût du financement par émission d'actions a augmenté au cours de la même période, reflétant une hausse significative de la prime de risque sur actions.

### Graphique 17

#### 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 17 juillet 2024 pour le coût de l'endettement de marché et le coût des fonds propres (données quotidiennes) et à mai 2024 pour le coût total du financement et le coût de l'emprunt bancaire à court et à long terme (données mensuelles).

**En mai 2024, les taux de croissance annuels des prêts bancaires aux entreprises et aux ménages sont demeurés stables à des niveaux proches de zéro, reflétant des taux débiteurs élevés, une croissance économique atone et des critères d'octroi restrictifs.** La croissance annuelle des prêts consentis aux SNF et aux ménages s'est établie à 0,3 % en mai, en légère hausse par rapport aux 0,2 % observés en avril pour les deux secteurs (graphique 18). Ces taux de croissance annuels ont fluctué autour de ces niveaux faibles depuis début 2024.

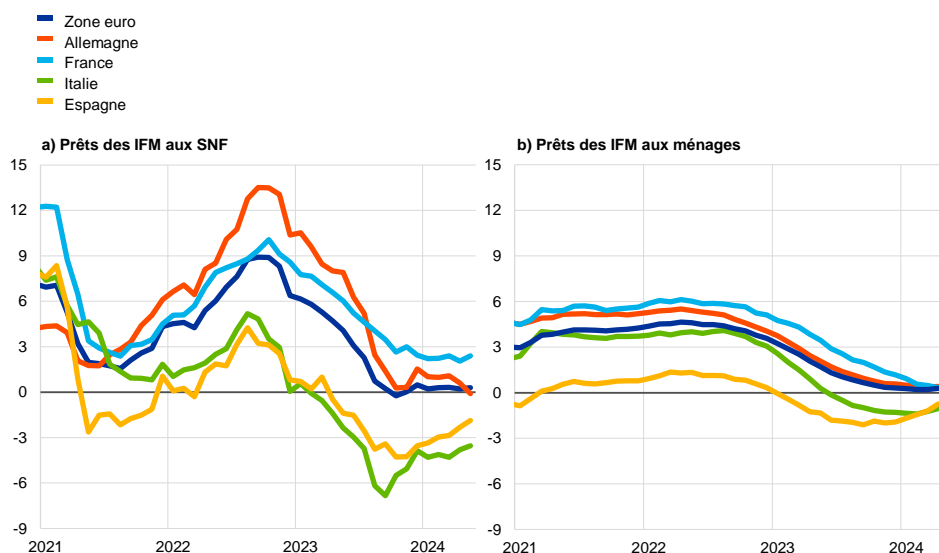
<sup>7</sup> En raison de décalages dans la disponibilité des données relatives au coût de l'emprunt auprès des banques, les données relatives au coût total du financement des SNF ne sont disponibles que jusqu'à mai 2024.

La faiblesse actuelle de la croissance des prêts suit la dynamique modérée des prêts observée depuis début 2023, en raison de la faiblesse de la demande agrégée, de critères d'octroi stricts et de l'effet modérateur de la politique monétaire restrictive résultant de la hausse des taux débiteurs. La croissance des prêts hypothécaires est restée modérée, tandis que le crédit à la consommation a relativement bien résisté et que les autres prêts aux ménages, qui incluent les prêts aux entrepreneurs individuels, ont continué de se contracter, à un rythme de plus en plus lent toutefois. D'après l'enquête de la BCE sur les anticipations des consommateurs (*Consumer Expectations Survey*) en mai 2024, un pourcentage net encore important, mais en baisse, de participants à l'enquête ont déclaré 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.

### Graphique 18

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

(variations annuelles en pourcentage)



Sources : BCE et calculs de la BCE.

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

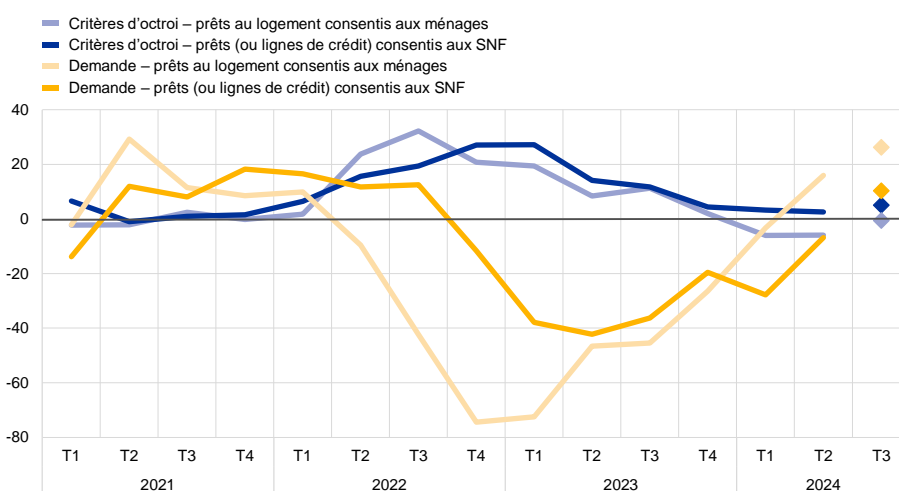
**Selon l'enquête de juillet 2024 sur la distribution du crédit bancaire dans la zone euro, les banques ont déclaré un léger nouveau durcissement de leurs critères d'octroi de prêts aux entreprises et un nouvel assouplissement modéré des critères d'octroi de prêts au logement accordés aux ménages au deuxième trimestre 2024 (graphique 19).** Le durcissement des critères d'octroi pour les entreprises, qui s'est accompagné d'une nouvelle augmentation de la part des demandes refusées, a accentué l'important durcissement cumulé observé depuis 2022. La tolérance au risque des banques a été le principal facteur à l'origine du durcissement net, tandis que la perception des risques des banques a été moins pertinente que durant le cycle de relèvement des taux. Un durcissement net des critères d'octroi a été déclaré en France et en Allemagne, tandis que seules les banques italiennes ont fait état d'un assouplissement net. Les banques ont également fait état d'une hausse des taux de refus et d'un nouveau durcissement

des critères d’octroi de crédit à la consommation, reflétant principalement la perception des risques en lien avec les perspectives économiques et la solvabilité des emprunteurs. L’assouplissement déclaré pour les prêts au logement résulte de pressions concurrentielles et coïncide avec une diminution de la part des demandes refusées. Les banques de la zone euro s’attendent à un nouveau durcissement modéré des prêts aux entreprises et à des critères globalement inchangés pour les prêts aux ménages au troisième trimestre 2024.

### Graphique 19

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

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



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

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

#### Les banques ont déclaré une nouvelle baisse de la demande de prêts des entreprises et une hausse de la demande de prêts des ménages au deuxième trimestre 2024.

La diminution de la demande de prêts des entreprises, qui a été nettement plus faible qu’au trimestre précédent, résulte principalement des taux d’intérêt élevés et de la faiblesse de l’investissement fixe, tandis que les stocks et le fonds de roulement ont également apporté une légère contribution positive.

La demande de prêts au logement et de crédits à la consommation a augmenté pour la première fois depuis mi-2022, principalement en raison de l’amélioration des perspectives sur le marché de l’immobilier résidentiel, de la confiance des consommateurs et des dépenses en biens durables. La hausse de la demande nette de prêts au logement a été inférieure à ce que les banques avaient prévu au trimestre précédent, mais plus forte pour les crédits à la consommation. Pour le troisième trimestre 2024, les banques prévoient une croissance modérée de la demande de prêts des entreprises, qui, si elle devait se matérialiser, serait la première observée depuis le troisième trimestre 2022. En outre, elles prévoient une augmentation de la demande de prêts des ménages, cette demande étant nettement plus élevée pour les prêts au logement que pour les crédits à la consommation.

**Selon les banques interrogées, l'accès au financement s'est amélioré dans la plupart des compartiments de marché, mais devrait se détériorer sur l'ensemble des compartiments au troisième trimestre 2024.**

L'accès des banques au financement s'est amélioré s'agissant des titres de créance et, dans une moindre mesure, pour les marchés monétaires. L'accès au financement de détail est resté globalement inchangé, mais a continué de se détériorer légèrement pour le financement à court terme. La détérioration de l'accès au financement attendue pour le troisième trimestre 2024 est imputable aux banques françaises, ce qui pourrait refléter une incertitude politique accrue dans la mesure où l'enquête a été menée après l'annonce des élections législatives anticipées en France mais avant le premier tour de ces élections.

**Les risques de crédit perçus dans les portefeuilles de prêts des banques ont eu un effet de durcissement modéré sur les conditions d'octroi des prêts bancaires au premier semestre 2024, tandis que les critères d'octroi pour les entreprises ont affiché une certaine hétérogénéité entre les secteurs économiques, se durcissant fortement dans l'immobilier commercial.**

Les banques ont indiqué que les ratios de prêts non performants et les autres indicateurs de qualité du crédit ont exercé un effet de durcissement net sur les critères d'octroi pour les prêts aux entreprises et pour le crédit à la consommation au premier semestre 2024, et ont eu un impact globalement neutre sur les prêts au logement. Comme par le passé, la perception plus élevée du risque et la moindre tolérance au risque des banques, ainsi que les pressions plus importantes exercées par les exigences prudentielles ou réglementaires, ont été les principaux facteurs à l'origine de la contribution des ratios de prêts non performants au durcissement des conditions du crédit. Les critères d'octroi pour les entreprises se sont encore durcis dans tous les secteurs économiques au premier semestre 2024, allant d'un très faible durcissement net dans les services et le secteur manufacturier à un durcissement net relativement important dans l'immobilier commercial. Les banques ont également fait état d'une baisse nette de la demande de prêts et de lignes de crédit dans la plupart des secteurs économiques, sauf dans les services. Au second semestre 2024, les banques de la zone euro s'attendent à un durcissement net des conditions du crédit, associé à une hausse nette modérée de la demande de prêts dans la plupart des secteurs économiques, sauf dans la construction et l'immobilier commercial.

**Les risques liés au climat et les mesures associées continuent de contribuer au durcissement des conditions d'octroi de prêts aux entreprises marron.**

Les banques de la zone euro ont indiqué que les risques liés au climat et les mesures prises par les entreprises pour faire face au changement climatique ont continué à exercer un effet de durcissement des politiques de prêt aux entreprises marron (les entreprises qui contribuent significativement au changement climatique et qui n'ont pas encore commencé la transition ou ont réalisé peu de progrès au cours des douze derniers mois, bien que moins fortement qu'anticipé. En revanche, les mêmes facteurs ont eu un effet d'assouplissement net supplémentaire pour les prêts consentis aux entreprises vertes (c'est-à-dire les entreprises qui ne contribuent pas ou peu au changement climatique) et aux entreprises en transition (celles qui contribuent au changement climatique, mais qui réalisent des progrès considérables

dans la transition). Les risques physiques sont cités par les banques comme déterminant principal du durcissement de leur politique de prêt. Au cours des douze prochains mois, les banques de la zone euro prévoient un effet de durcissement net légèrement plus fort sur les critères d'octroi des prêts aux entreprises marron, tandis qu'un effet d'assouplissement net un peu plus marqué est attendu pour les entreprises vertes et les entreprises en transition.

**Selon l'enquête SAFE, moins d'entreprises de la zone euro ont indiqué un durcissement des conditions de financement au deuxième trimestre 2024 par rapport au premier trimestre.** Les pourcentages nets d'entreprises déclarant des hausses des taux d'intérêt sur les prêts bancaires et des autres coûts de financement (tels que les charges, frais et commissions) ont baissé, respectivement, à 31 % (contre 43 % le trimestre précédent) et à 28 % (contre 37 % auparavant). Comme au premier trimestre 2024, peu d'entreprises font état d'obstacles à l'obtention d'un prêt bancaire.

**Les entreprises ont également signalé une modeste amélioration de la disponibilité et une faible réduction du besoin de prêts bancaires, ce qui a entraîné une légère diminution de l'écart de financement bancaire.**

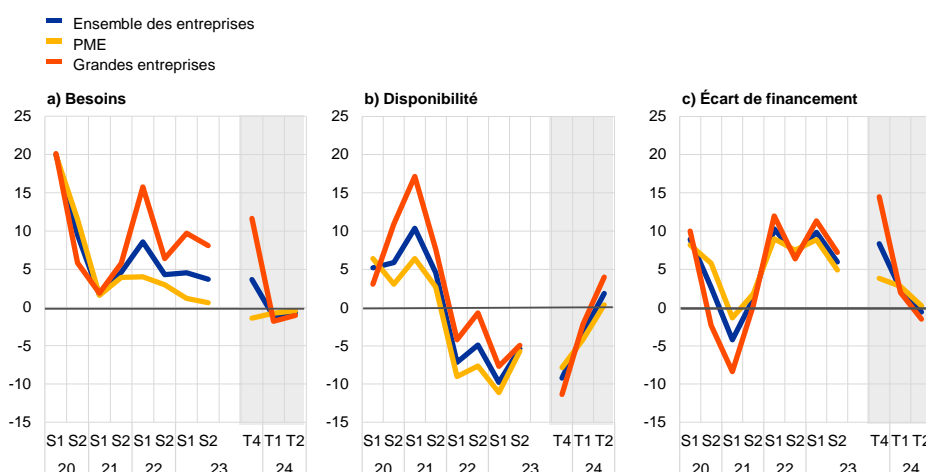
Le pourcentage net d'entreprises déclarant une amélioration de la disponibilité des prêts bancaires est de 2 % au deuxième trimestre 2024, contre 3 % nets d'entreprises faisant état d'une détérioration le trimestre précédent (graphique 20). Cette évolution concerne principalement les grandes entreprises, les petites et moyennes entreprises (PME) ne déclarant en moyenne pas de changement. Au deuxième trimestre, un pourcentage net de 1 % des entreprises a fait état d'une baisse des besoins de prêts bancaires (un résultat stable par rapport au trimestre précédent), quelle que soit la taille de l'entreprise. Par conséquent, l'évolution de l'écart de financement – autrement dit, la différence estimée entre l'évolution du besoin de prêts bancaires et celle de la disponibilité des prêts bancaires – a été négative pour un pourcentage net de 1 % des entreprises, après 2 % des entreprises pour lesquelles elle était positive le trimestre précédent. Néanmoins, pour toutes les tailles d'entreprise, l'évolution de l'écart de financement a été négative pour un pourcentage net de 2 % des grandes entreprises, et elle est restée stable pour les PME. Pour les trois mois à venir, les entreprises s'attendent à une nouvelle amélioration de la disponibilité des financements extérieurs, les plus grandes entreprises étant plus optimistes que les PME.



## Graphique 20

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

(pourcentages nets de participants)



Sources : SAFE et calculs de la BCE.

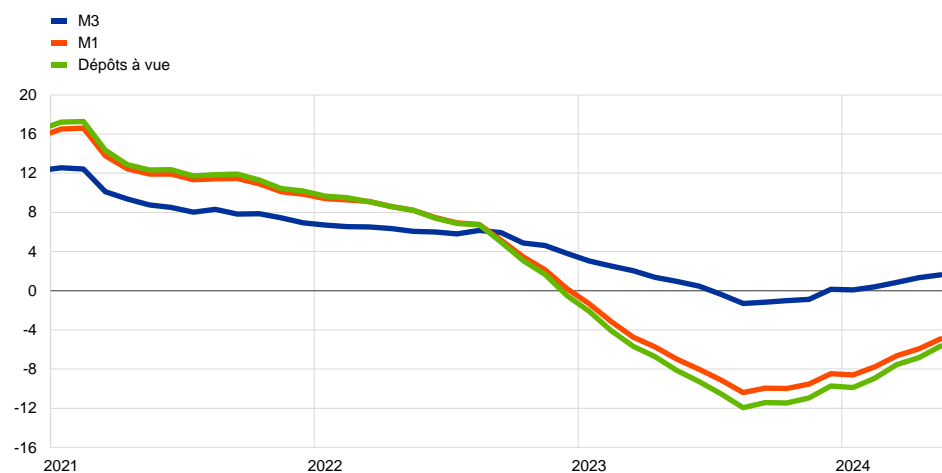
Notes : « PME » signifie « petites et moyennes entreprises ». Les chiffres sont fondés sur des entreprises pour lesquelles l'instrument en question est pertinent (c'est-à-dire qu'elles l'ont utilisé ou envisagent de l'utiliser). Les participants qui répondent « non applicable » ou « ne sait pas » sont exclus. Les pourcentages nets correspondent à la différence entre le pourcentage des entreprises déclarant qu'un facteur donné a augmenté et le pourcentage de celles faisant état d'une diminution. Les chiffres se rapportent aux campagnes 23 à 31 de l'enquête SAFE (avril-septembre 2020 à avril-juin 2024). Sur l'axe des abscisses, S1 correspond à la période de référence allant du trimestre 2 au trimestre 3, tandis que S2 se rapporte à la période de référence allant du trimestre 4 au trimestre 1 de l'année suivante. Les graphiques grisés reflètent les réponses à la même question, mais sur une base trimestrielle. L'indicateur de l'écart de financement combine les besoins de financement et la disponibilité des prêts bancaires au niveau de l'entreprise. L'indicateur de l'évolution perçue de l'écart de financement prend une valeur égale à 1 (-1) si le besoin augmente (diminue) tandis que la disponibilité diminue (augmente). Si les entreprises ne perçoivent qu'une hausse (baisse) unilatérale de l'écart de financement, on assigne à la variable une valeur de 0,5 (-0,5). Une valeur positive de l'indicateur signale un élargissement de l'écart de financement. Les valeurs sont multipliées par 100 pour obtenir les soldes nets en pourcentages.

**Les entreprises et les ménages ont observé une nouvelle hausse des volumes de dépôts à terme en mai 2024, bien que la réallocation depuis les dépôts à vue se ralentisse progressivement.** La contraction des volumes de dépôts à vue s'est ralentie en mai, le taux de croissance annuel s'établissant à -5,6 % après -6,8 % en avril (graphique 21). La préférence actuelle des entreprises et des ménages pour les dépôts à terme et les instruments négociables s'explique toujours par leur rémunération toujours nettement plus élevée que celle des dépôts à vue. Si les flux de dépôts restent nettement plus orientés vers les dépôts à terme que dans le passé, cette réallocation est en train de s'essouffler, avec la stabilisation de l'écart de rendements entre les deux instruments. L'allocation des dépôts des entreprises se rapproche d'un niveau plus conforme aux évolutions historiques, et trois entrées mensuelles positives consécutives, bien que limitées, ont été enregistrées entre mars et mai vers les dépôts à vue. Dans le même temps, les entrées au titre des dépôts des entreprises et des ménages ont été partiellement compensées par les sorties des fonds d'investissement monétaires, dans un contexte de baisse des taux d'intérêt à court terme en mai.

## Graphique 21

### M3, M1 et dépôts à vue

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



Source : BCE.

Note : Les dernières observations se rapportent à mai 2024.

**Le taux de croissance annuel de l'agrégat monétaire large (M3) dans la zone euro a poursuivi sa reprise progressive en mai 2024, soutenu par des flux entrants nets étrangers.** La croissance monétaire s'est progressivement accélérée depuis début 2024. En mai, la croissance de M3 a atteint 1,6 %, après 1,3 % en avril (graphique 21). En rythme annuel, l'agrégat monétaire étroit (M1), qui recouvre les actifs les plus liquides de M3, est resté en territoire négatif mais sa contraction continué de s'atténuer à - 4,9 % en mai, contre - 5,9 % en avril. Les flux entrants étrangers sont restées le seul déterminant durablement positif de la croissance monétaire, sur fond de stagnation des prêts aux ménages et aux entreprises, de contraction continue du bilan de l'Eurosystème et d'émission d'obligations bancaires dans le contexte des remboursements en cours des fonds TLTRO.

# Encadrés

## 1 Géopolitique et échanges commerciaux dans la zone euro et aux États-Unis : une réduction des risques pour les approvisionnements importés ?

Ivelina Ilkova, Laura Lebastard et Roberta Serafini

**Ces dernières années, une série de chocs défavorables a mis en évidence des vulnérabilités liées à l'approvisionnement en biens importés.** En réponse, certaines entreprises dans la zone euro et aux États-Unis ont modifié (ou prévoient de modifier) leurs stratégies d'approvisionnement afin d'améliorer la résilience des chaînes d'approvisionnement <sup>1</sup>. En se fondant sur des données détaillées au niveau des produits, le présent encadré analyse dans quelle mesure et comment la zone euro et les États-Unis ont modifié leurs stratégies d'approvisionnement depuis 2016 – lorsque les considérations géopolitiques ont commencé à jouer un rôle plus important dans les relations commerciales et que des préoccupations en matière de réduction des risques sont apparues <sup>2</sup> – ainsi que l'impact potentiel sur les prix à l'importation. Il se concentre sur deux stratégies d'approvisionnement différentes, mais ne s'excluant pas mutuellement, qui visent à renforcer la résilience des chaînes d'approvisionnement et à répondre à des préoccupations de sécurité nationale : la diversification (augmentation du nombre de pays fournisseurs) et le rééquilibrage (réduction de la part de marché du principal pays fournisseur) <sup>3</sup>.

**Au cours de la dernière décennie, la zone euro a progressivement diversifié ses sources en matière d'importations, même si rien n'indique une accélération de ce processus par rapport au passé.** Depuis 2016, la zone euro a progressivement accru le nombre de pays d'approvisionnement par produit,

---

<sup>1</sup> Cf. [Enquête de la BEI sur l'investissement – Union européenne, Vue d'ensemble](#), Banque européenne d'investissement, 2023, et l'encadré intitulé « [Production mondiale et risques liés aux chaînes d'approvisionnement : indications tirées d'une enquête réalisée auprès de grandes entreprises](#) », *Bulletin économique*, n° 7, Banque centrale européenne, 2023.

<sup>2</sup> En 2016, des tensions commerciales importantes sont apparues entre les États-Unis et la Chine, marquant le début de modifications significatives des échanges commerciaux américains. Même si cette année-là pourrait ne pas revêtir la même importance pour la zone euro, qui a connu des modifications plus marquantes après 2019, le fait de débiter l'analyse en 2016 garantit une période de comparaison commune. Cette approche contribue à saisir les principaux événements qui ont affecté les États-Unis et la zone euro et permet de comprendre plus clairement comment les structures des échanges commerciaux ont évolué de manière différente dans les deux régions. Les résultats restent valables si l'analyse pour la zone euro débute en 2019 au lieu de 2016.

<sup>3</sup> Même si elles ne sont pas au centre de cette analyse, les stratégies d'exportation peuvent également évoluer en réaction à des tensions géopolitiques, en termes de dépendance relative à l'égard d'une clientèle éloignée sur le plan géopolitique.

notamment pour les biens d'importance stratégique <sup>4</sup>, une légère accélération étant observée depuis la pandémie (graphique A, partie a). Il semble toutefois que ce processus s'inscrive dans la continuité de celui qui était en cours dans la zone euro depuis le début du siècle. En revanche, la diversification a été moins manifeste aux États-Unis.

**La diversification a toutefois revêtu de façon croissante une dimension géopolitique, la zone euro comme les États-Unis diversifiant leurs importations pour les produits qui provenaient relativement plus de pays géopolitiquement éloignés.**

Nous avons évalué dans quelle mesure cette diversification a une dimension géopolitique en classant les pays fournisseurs comme étant géopolitiquement proches (par exemple, les pays du G7, les États membres de l'UE, l'Australie, la Corée du Sud et la Turquie) et géopolitiquement éloignés (par exemple, la Chine, la Russie, l'Iran, la Corée du Nord et la Syrie) <sup>5</sup>. Le graphique A, partie b, présente les résultats d'une étude d'événement qui estime si, pour un produit importé donné, le fait d'avoir comme principal fournisseur un pays géopolitiquement éloigné a affecté le nombre total de pays fournisseurs par rapport aux produits provenant principalement d'un pays géopolitiquement proche <sup>6</sup>. Les résultats suggèrent que la diversification des sources pour les importations depuis 2016 a été nettement plus forte pour les produits provenant relativement davantage de pays géopolitiquement éloignés, son niveau augmentant dans les deux régions examinées, en particulier après 2021.

<sup>4</sup> Les biens stratégiques sont définis comme spécifié dans la liste présentée dans « *Strategic dependencies and capacities* », *Commission Staff Working Document*, n° 352, Commission européenne, 2021. La Commission européenne a identifié des dépendances stratégiques liées à des intrants importés spécifiques à l'aide de trois indicateurs : la concentration, mesurée en se fondant sur l'indice Herfindahl-Hirschman et les parts de marché des pays fournisseurs hors UE ; l'importance de la demande, calculée comme la part des importations hors UE dans le total des importations de l'UE ; et la substituabilité, calculée comme le ratio des importations hors UE rapportées au total des exportations de l'UE. Pour les États-Unis, nous avons construit un ensemble de produits similaire, en adaptant la méthodologie de la Commission européenne aux données américaines.

<sup>5</sup> Les pays géopolitiquement proches et géopolitiquement éloignés sont définis en fonction de leur vote aux Nations Unies sur les sanctions contre la Russie – Résolution ES-11/3 de l'Assemblée générale des Nations Unies. Les pays qui se sont abstenus sont considérés comme neutres et affectés au groupe géopolitiquement proche. L'approche consistant à identifier les similitudes géopolitiques des pays en fonction de la manière dont ils ont voté aux Nations Unies est conforme à Campos *et al.*, « *Geopolitical fragmentation and trade* », *Journal of Comparative Economics*, vol. 51, n° 4, 2023, p. 1289-1315, et à l'encadré intitulé « *Rapatriement des chaînes de valeur mondiales dans des pays alliés (friend-shoring) : estimations d'un modèle* », *Bulletin économique*, n° 2, Banque centrale européenne, 2023.

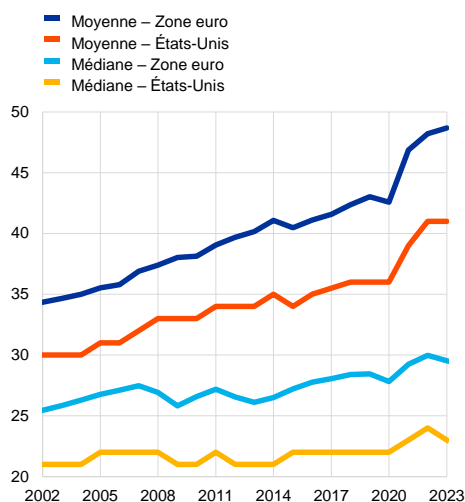
<sup>6</sup> Cette estimation est réalisée séparément pour la zone euro et les États-Unis en appliquant la formule suivante :  $number\ country\ suppliers_{it} = \sum_{k=-2}^7 \beta_k time\ dummy_{kt} \times geopol\_distant\ dummy_i + FE_i + FE_t + \varepsilon_{it}$ , où la variable dépendante est le nombre de pays d'approvisionnement pour le niveau à six chiffres du Système harmonisé de classification des marchandises de l'Organisation mondiale des douanes  $i$  au moment  $t$ , et  $k$  correspond au nombre d'années par rapport à 2016. Le groupe de traitement correspond à l'ensemble des produits pour lesquels le principal fournisseur était une économie géopolitiquement éloignée en 2014-2016, tandis que le groupe de contrôle est l'ensemble des produits pour lesquels le principal pays d'approvisionnement était une économie géopolitiquement proche en 2014-2016. La formule tient compte des effets fixes spécifiques à un produit et à une période.

## Graphique A

### Diversification des pays d'approvisionnement pour la zone euro et les États-Unis

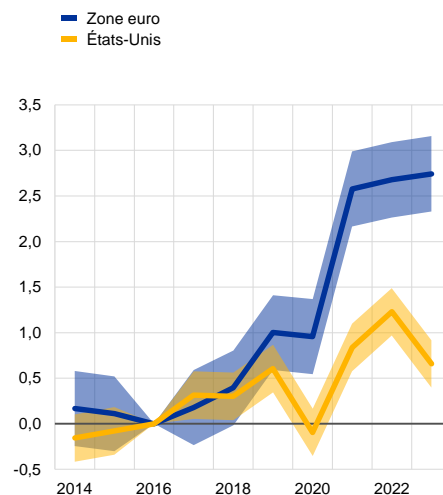
#### a) Nombre de pays d'approvisionnement par produit

(moyennes et médianes)



#### b) Diversification lorsque le principal pays fournisseur est géopolitiquement éloigné

(différences dans le nombre de pays d'approvisionnement par rapport aux biens provenant de pays géopolitiquement proches)



Sources : Trade Data Monitor et calculs de la BCE.

Notes : Le produit est défini au niveau le plus détaillé des caractéristiques d'un produit permettant une comparaison entre pays (niveau à six chiffres du Système harmonisé de classification de l'Organisation mondiale des douanes). La partie b présente les résultats d'une étude d'événement comparant le nombre de pays d'approvisionnement pour un produit donné lorsque le principal pays d'approvisionnement est un pays géopolitiquement éloigné plutôt qu'un pays géopolitiquement proche. Les données utilisées pour la régression de la zone euro excluent les échanges intra-zone. L'année de référence est 2016. Les zones grisées indiquent les intervalles de confiance à 95 %.

**Si une certaine diversification des sources d'importations s'est amorcée depuis plusieurs années, les éléments indiquant une modification de la dépendance de la zone euro et des États-Unis à l'égard de pays éloignés sur le plan géopolitique sont plus contrastés.** Les données agrégées indiquent que la part de marché de la Chine dans les importations de la zone euro a augmenté de 3 points de pourcentage depuis 2016, tandis qu'elle a diminué de 11 points de pourcentage dans les importations des États-Unis. Depuis 2022, l'exposition de la zone euro à la Chine a été plus importante que celle des États-Unis. Dans le cas de la Russie, la zone euro et les États-Unis ont réduit leurs parts de marché à l'importation, en ligne avec les sanctions imposées et les embargos associés. Toutefois, si l'on met de côté les approvisionnements auprès de la Chine et de la Russie, les éléments indiquant un rééquilibrage sont plus limités : les parts agrégées des importations en provenance de pays géopolitiquement éloignés sont restées stables pour la zone euro et les États-Unis, aucune des deux régions n'ayant significativement réorienté ses importations au détriment de ces pays.

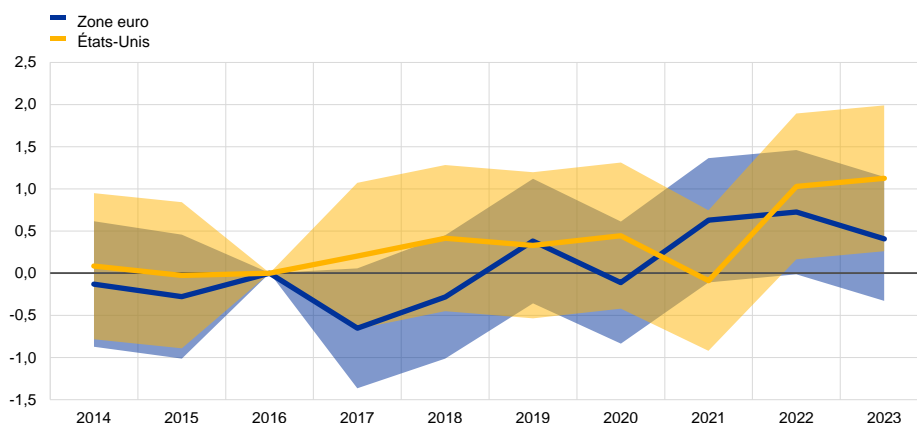
**Les données au niveau des produits soulignent que le rééquilibrage au détriment d'un pays fournisseur principal est limité.** En nous concentrant sur les biens stratégiques, nous avons comparé les évolutions des importations pour les produits provenant principalement d'un pays géopolitiquement éloigné et pour ceux principalement originaires d'un pays géopolitiquement proche. Les résultats d'une étude d'événement montrent que peu d'éléments indiquent un rééquilibrage

significatif de la part de la zone euro ou des États-Unis au détriment des pays éloignés sur le plan géopolitique (graphique B) <sup>7</sup>.

### Graphique B

Évolution de l'importance d'un pays fournisseur principal de biens d'importance stratégique lorsqu'il s'agit d'un pays géopolitiquement éloigné pour la zone euro et les États-Unis

(différences en pourcentage par rapport au niveau des importations de biens provenant de pays géopolitiquement proches)



Sources : Trade Data Monitor et calculs de la BCE.

Notes : Le graphique présente les résultats d'une étude d'événement comparant les niveaux des importations de biens d'importance stratégique en provenance de pays qui sont géopolitiquement proches et géopolitiquement éloignés. La base de données comprend des données sur les volumes des importations de biens d'importance stratégique en provenance de tous les partenaires commerciaux au niveau à six chiffres du Système harmonisé (SH) de classification de l'Organisation mondiale des douanes. Les données relatives aux marchandises relevant du chapitre 27 du Système harmonisé de classification (combustibles minéraux, huiles minérales et produits de leur distillation ; matières bitumineuses ; cires minérales) ont été exclues. Les données utilisées pour la régression de la zone euro excluent les échanges intra-zone. L'année de référence est 2016. Les zones grisées indiquent les intervalles de confiance à 95 %.

### Les implications pour les prix à l'importation diffèrent en fonction de la stratégie d'approvisionnement qui prédomine.

Pour le même produit, les fournisseurs issus des nouveaux pays d'approvisionnement ont tendance à être plus chers que les fournisseurs existants (graphique C, partie a). Toutefois, l'impact sur les prix à l'importation au niveau agrégé est faible : en moyenne, sur la période 2016-2023, le flux de produits en provenance de nouveaux pays a représenté une petite part des importations totales (0,2 %-0,3 %), ce qui suggère un impact seulement limité sur les prix agrégés.

### Pour les produits pour lesquels soit la zone euro, soit les États-Unis ont changé de principal pays fournisseur, le rééquilibrage semble viser principalement à réduire les coûts, plutôt qu'à renforcer la résilience des chaînes d'approvisionnement ou à répondre à des préoccupations de sécurité nationale.

Le rééquilibrage au détriment du principal pays fournisseur a principalement réorienté les importations vers des pays d'approvisionnement moins chers, tant pour la zone euro que pour les États-Unis. En moyenne, depuis 2016, la zone euro et les États-Unis ont eu tendance à rééquilibrer les importations au profit de sources moins chères, même si des éléments indiquent un changement après

<sup>7</sup> Le graphique présente le  $\beta_k$  estimé de la régression miroir du graphique A, partie b :  $\ln imports_{ijt} = \sum_{k=-2}^7 \beta_k time\ dummy_{kt} \times geopol\_distant\ dummy_j + FE_{ij} + FE_t + \varepsilon_{ijt}$ , où la variable dépendante est le logarithme naturel des importations en provenance du principal pays d'approvisionnement  $j$  vers la zone euro pour le produit  $i$  au moment  $t$ .

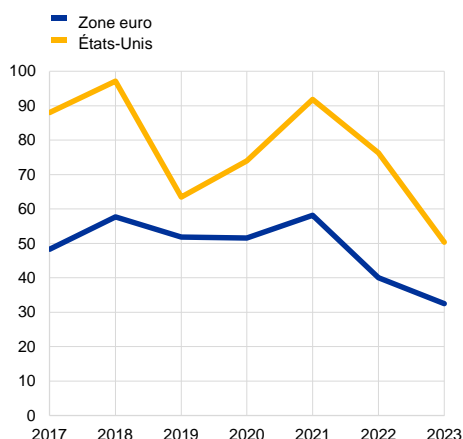
l'invasion de l'Ukraine par la Russie en 2022, lorsque les deux zones se sont tournées vers des pays d'approvisionnement relativement plus chers (graphique C, partie b). En effet, le fait de réorienter les importations d'un fournisseur principal géopolitiquement éloigné vers un fournisseur géopolitiquement proche est associé à une hausse des prix médians de 30 % et 40 %, respectivement, dans la zone euro et aux États-Unis. Les réorientations au sein d'un groupe de pays proches sur le plan géopolitique ont un impact globalement neutre sur les prix à l'importation.

### Graphique C

#### Implications pour les prix à l'importation des stratégies de réduction des risques de la zone euro et des États-Unis

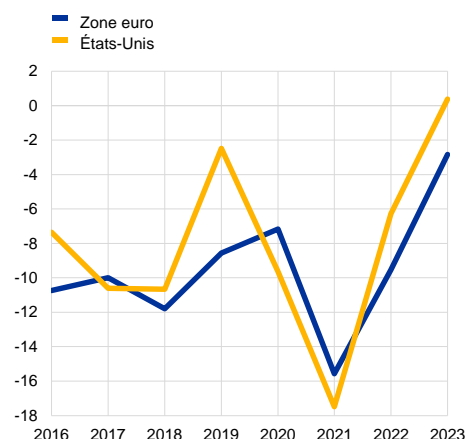
a) Entre les flux produit-pays nouveaux et préexistants

(différences en pourcentage, médiane des produits SH6)



b) Entre les pays d'approvisionnement dont les parts dans les importations ont augmenté et ceux où cela n'a pas été le cas

(différences en pourcentage, médiane des produits SH6)



Source : Trade Data Monitor.

Notes : La partie a présente la différence de prix entre un produit provenant des nouveaux pays d'approvisionnement (c'est-à-dire un produit qui n'a pas été importé du pays d'approvisionnement au cours de l'année précédente) et le même produit provenant de pays d'approvisionnement préexistants (c'est-à-dire un produit déjà importé du pays d'approvisionnement au cours de l'année précédente). Afin d'éviter les biais liés aux importateurs occasionnels, seuls les produits qui ont continué d'être importés de ces pays au cours de l'année suivante (à l'exception de 2023) sont inclus. La partie b présente la différence de prix entre un produit provenant de pays d'approvisionnement pour lesquels la part de marché a augmenté (par rapport à l'année précédente) et le même produit provenant de pays d'approvisionnement pour lesquels la part de marché a diminué ou stagné. SH6 correspond au niveau à six chiffres du Système harmonisé de classification de l'Organisation mondiale des douanes.

## Évolutions récentes de la productivité du travail par pays et par secteur dans la zone euro

António Dias da Silva, Antonella Fabrizio et Matthias Mohr

**La combinaison de différents chocs défavorables a contribué à freiner la croissance de la productivité dans la zone euro au cours des quatre dernières années.** En effet, la pandémie, ainsi que les perturbations des chaînes d'approvisionnement mondiales et, à partir de 2021, le renchérissement de l'énergie qui a été aggravé par la guerre menée par la Russie en Ukraine, sont autant de facteurs ayant contribué au ralentissement de la croissance de la productivité. Ces facteurs ont eu un impact particulièrement important sur les secteurs de l'industrie, du commerce de gros et de détail, et de la construction. En conséquence, la dynamique de la productivité a été plus faible que par le passé, la productivité moyenne par personne employée ayant diminué de 0,2 % par an en moyenne depuis le quatrième trimestre 2019, contre une croissance moyenne de 0,8 % par an avant la pandémie. Le taux de croissance moyen de la productivité par heure depuis le quatrième trimestre 2019 s'est établi à 0,2 % par an, contre une croissance moyenne de 1,2 % par an avant la pandémie. Au premier trimestre 2024, la productivité par personne employée était inférieure de 0,7 % à celle du quatrième trimestre 2019 et la productivité par heure travaillée était supérieure de seulement 0,7 % (graphique A).

**Si le ralentissement de la productivité reflète des facteurs conjoncturels, des facteurs structurels peuvent également avoir joué un rôle**<sup>1</sup>. La productivité est procyclique par essence, elle augmente en période d'expansion et diminue en période de récession. Dans la zone euro, les institutions du marché du travail et les préférences sociales privilégient la protection de l'emploi par rapport à la flexibilité, comme le reflètent les dispositifs de maintien de l'emploi mis en place pendant la pandémie, par exemple<sup>2</sup>. Toutefois, il n'est pas encore possible d'évaluer si le recours important aux dispositifs de maintien de l'emploi et les effets de la hausse des prix de l'énergie à partir de 2021 n'auront qu'un effet conjoncturel ou s'ils accentueront les faiblesses structurelles existantes<sup>3</sup>.

**Parmi les cinq plus grandes économies de la zone euro, la France et l'Espagne se distinguent en enregistrant respectivement la plus forte baisse et la plus forte hausse de la productivité par heure travaillée.** En France, le facteur travail, en termes d'heures travaillées et de personnes employées, a augmenté environ deux fois plus vite que le PIB, en partie sous l'effet d'une augmentation du nombre de contrats d'apprentissage offerts. Les nouveaux apprentis étant en moyenne moins productifs que les travailleurs expérimentés, cela peut avoir contribué à la

<sup>1</sup> Cf. Arce (O.) et Sondermann (D.), « *Low for long? Reasons for the recent decline in productivity* », *Blog de la BCE*, 6 mai 2024.

<sup>2</sup> La part des entreprises maintenant des sureffectifs a été très élevée pendant la pandémie et la période post-pandémie. Cf. l'encadré intitulé « *L'augmentation des marges bénéficiaires a aidé les entreprises à maintenir leurs sureffectifs* », *Bulletin économique*, n° 4, BCE, 2024.

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

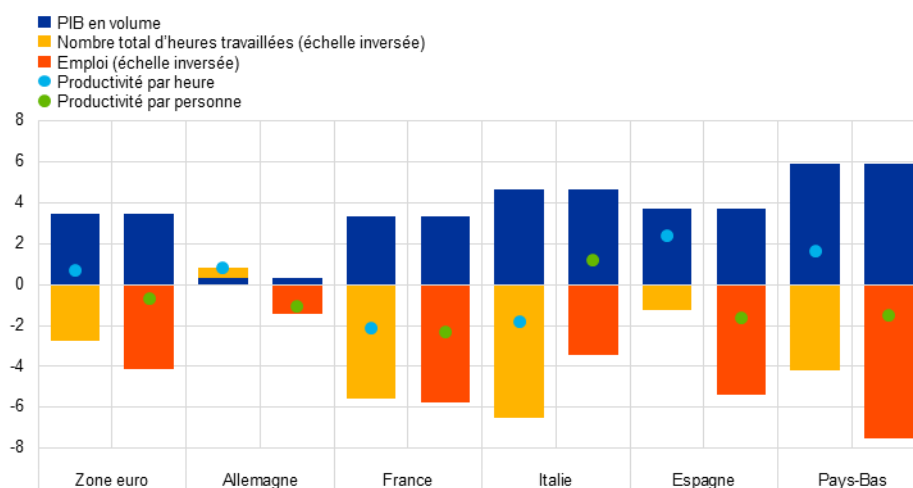


forte baisse de la productivité observée à court terme (graphique A). L'Espagne a enregistré une croissance robuste de la productivité du travail par heure, en partie liée à une forte baisse du nombre moyen d'heures travaillées, la croissance de la productivité par personne employée ayant été négative. La croissance de la productivité du travail par personne employée a été négative dans les cinq principales économies, à l'exception de l'Italie, qui a enregistré une forte augmentation du nombre moyen d'heures travaillées. Les différences sectorielles sont essentielles pour expliquer ces évolutions. Par exemple, le secteur de la construction a soutenu la croissance de la productivité en Italie, tandis que son effet a été négatif dans les quatre autres principales économies <sup>4</sup>. Le secteur public a apporté une contribution négative à la productivité par personne dans les cinq pays.

### Graphique A

#### Croissance de la productivité du travail par pays

(Variation cumulées en pourcentage T4 2019-T1 2024)



Sources : Eurostat et calculs des services de la BCE.

**Au niveau de la zone euro, le ralentissement de la croissance de la productivité a été généralisé, avec toutefois des différences entre les secteurs** <sup>5</sup>. Le secteur de la construction se distingue en affichant la plus forte baisse cumulée de la productivité au cours de la période comprise entre le quatrième trimestre 2019 et le premier trimestre 2024, sous l'effet d'une diminution de la valeur ajoutée brute et d'une augmentation importante de l'emploi et du nombre d'heures travaillées (graphique B). Ensemble, ces deux facteurs ont contribué à une baisse de 8 % environ de la productivité du travail dans ce secteur. Dans des secteurs plus vastes, tels que le commerce et les transports ainsi que le secteur public, la productivité par personne a diminué, tandis que la productivité par

<sup>4</sup> Le secteur de la construction a bénéficié d'un dispositif d'aide fiscale mis en place en 2020 pour atténuer l'impact économique de la pandémie sur les ménages et les entreprises. Ce régime permettait aux propriétaires de déduire de leurs impôts jusqu'à 110 % du coût de la rénovation de leur logement, sous certaines conditions.

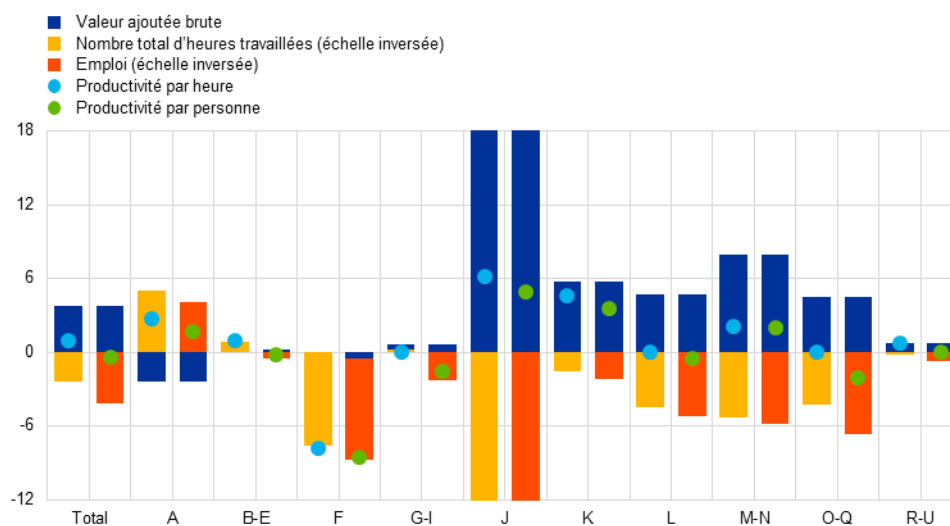
<sup>5</sup> Pour l'analyse sectorielle, nous utilisons la valeur ajoutée brute divisée par l'emploi ou le nombre d'heures travaillées, ce qui donne des chiffres légèrement différents de ceux obtenus lorsque le PIB est utilisé comme numérateur ; c'est ce que montrent les graphiques A et B.

heure a globalement stagné <sup>6</sup>. Les services liés aux technologies de l'information et de la communication ont enregistré une hausse importante de leur productivité, sous l'effet d'une forte croissance de la valeur ajoutée brute. Toutefois, par rapport aux variations observées au cours des quatre années précédant la pandémie (pour utiliser un cadre temporel similaire), ce secteur a enregistré le plus fort ralentissement de la croissance de la productivité après la construction. Pour certains secteurs, la période de quatre ans comprend deux phases distinctes. Le secteur manufacturier, par exemple, a affiché une croissance cumulée de 3,7 % de la productivité par personne et de 5 % de la productivité par heure travaillée jusqu'à mi-2022. Toutefois, le choc sur les prix de l'énergie a entraîné une croissance négative de la productivité, ce qui signifie que, par rapport à la période antérieure à la pandémie, la croissance cumulée mesurée par personne est devenue négative et que, mesurée par heure travaillée, elle n'a augmenté que de 1 %. Les secteurs des services nécessitant de nombreux contacts ont enregistré une hausse de 0,3 % de la productivité par personne et de 0,7 % de la productivité par heure travaillée entre le quatrième trimestre 2019 et le deuxième trimestre 2022. Cette évolution a été suivie d'une baisse de 1,5 % de la productivité par personne employée et de 0,5 % de la productivité par heure travaillée entre le troisième trimestre 2022 et le premier trimestre 2024.

## Graphique B

### Croissance de la productivité du travail par secteur

(variation cumulées en pourcentage T4 2019-T1 2024)



Sources : Eurostat et calculs des services de la BCE.

Notes : Les codes de la NACE Rév. 2 sur l'axe des abscisses se rapportent aux secteurs économiques suivants : Total : Ensemble de l'économie ; A : Agriculture, sylviculture et pêche ; B-E : Industrie ; F : Construction ; G-I : Commerce, transport et hébergement ; J : Information et communication ; K : Activités financières et d'assurance ; L : Activités immobilières ; M-N : Activités spécialisées, scientifiques, techniques, de services administratifs et de soutien ; O-Q : Activités de services publics ; R-U : Arts, spectacles, loisirs et autres activités de services. Les données relatives au secteur à l'information et la communication (J) ne sont pas à l'échelle. Les valeurs effectives sont de 23,1% pour la valeur ajoutée brute, 15,8% pour le nombre total d'heures travaillées et 17,3% pour l'emploi.

### La faible croissance de la productivité résulte de baisses au sein des secteurs plutôt que d'une réallocation de la main-d'œuvre entre les secteurs.

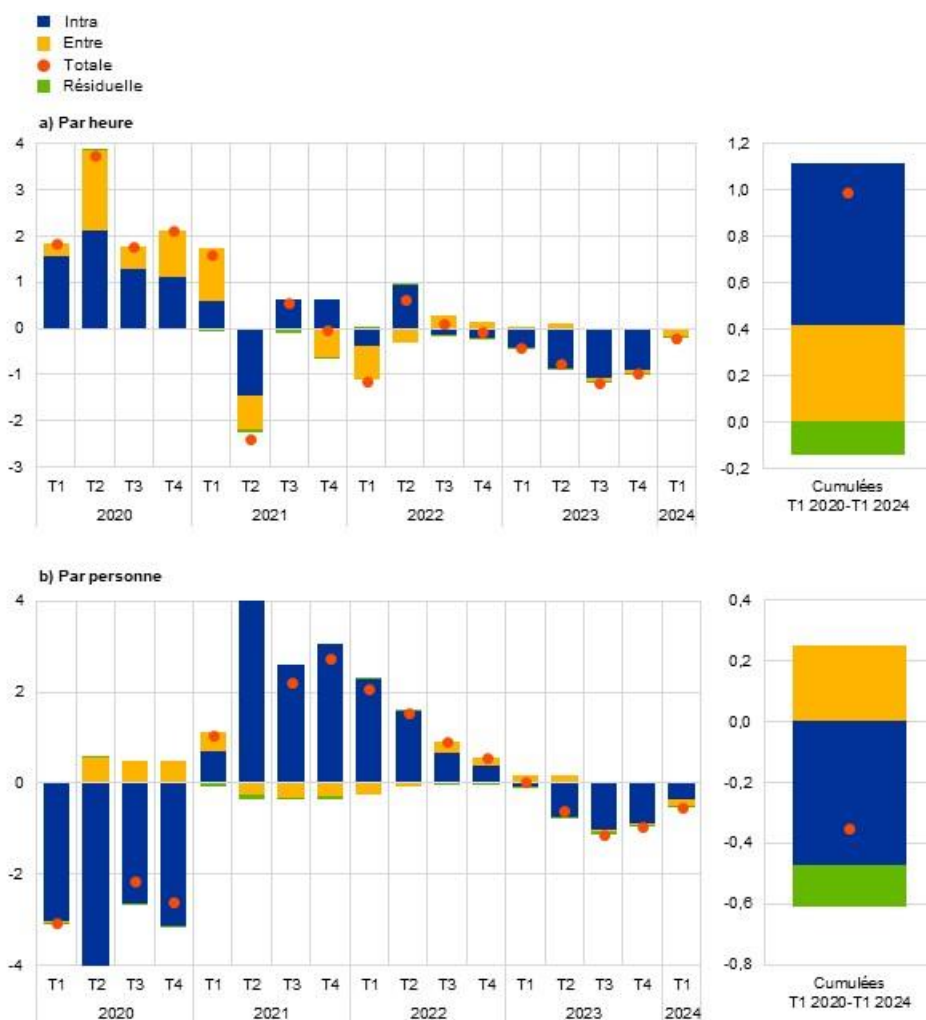
<sup>6</sup> Les chiffres sur la productivité pour les activités non marchandes sont principalement affectés par les coûts de main-d'œuvre. Toutefois, la plus forte augmentation de la création d'emplois par rapport à la valeur ajoutée brute a pesé sur la productivité.

La réallocation de la main-d'œuvre des secteurs à faible productivité vers les secteurs à forte productivité a eu un impact positif sur la variation cumulée de la productivité depuis le premier trimestre 2020. Sans cet effet positif, la productivité du travail par heure travaillée (graphique C, partie a) et par personne employée (graphique C, partie b) aurait été encore plus faible. Toutefois, cet effet positif de réallocation a été contrebalancé par l'impact négatif de la pandémie et est revenu à un niveau proche de zéro par la suite. Jusqu'au premier trimestre 2021, la part des secteurs de services nécessitant de nombreux contacts moins productifs a diminué, tandis que celle des secteurs à forte productivité tels que l'industrie, les technologies de l'information et de la communication et les services professionnels a augmenté et est demeurée à un niveau plus élevé pendant la reprise. S'agissant des variations en glissement annuel l'effet de réallocation s'est inversé de mi-2021 à mi-2022, reflétant la dynamique de la réouverture, et a été pratiquement neutre par la suite. Ainsi, la pandémie n'a pas entraîné une importante modification structurelle de la composition sectorielle de l'économie : par rapport à 2019, les parts des secteurs sont restées globalement stables en termes de nombre total d'heures travaillées et de valeur ajoutée.

## Graphique C

### Analyse structurelle résiduelle des évolutions de la productivité

(variations en glissement annuel et variations cumulées en pourcentage T1 2020-T1 2024)



Sources : Eurostat et calculs des services de la BCE.

Notes : Dans la partie b), les données pour le deuxième trimestre 2020 et le deuxième trimestre 2021 ne sont pas à l'échelle. Pour le deuxième trimestre 2020, la rubrique « intra » était de -11,9 % et la variation totale de -11,3 %. Pour le deuxième trimestre 2021, la rubrique « intra » était de 12,2 % et la variation totale de 11,7 %. Le calcul applique l'analyse structurelle résiduelle (*shift-share analysis*) de Denis (C.), McMorrow (K.) et Röger (W.), « *An analysis of EU and US productivity developments (a total economy and industry level perspective)* », *European Economy – Economic Papers*, n° 208, Commission européenne, juillet 2004, p. 78.

### Dans l'ensemble, le ralentissement de la productivité résulte en grande partie de chocs défavorables affectant la croissance du PIB.

La pandémie et le choc sur les prix de l'énergie ont pesé sur le PIB de la zone euro, entraînant une baisse généralisée de la productivité, en raison de sa nature procyclique. Les marges bénéficiaires plus élevées, associées à des salaires réels plus faibles, à une forte croissance de la population active et à une diminution du nombre moyen d'heures travaillées ont contribué à soutenir la croissance de l'emploi, tout en augmentant la procyclicité<sup>7</sup>. Certains de ces facteurs se dissipant, avec la baisse des profits et la hausse des salaires réels, il sera de plus en plus difficile d'obtenir de nouvelles

<sup>7</sup> Cf. Arce (O.) et Sondermann (D.), *op. cit.*

améliorations sur le marché du travail si elles ne sont pas soutenues par une croissance plus forte de la productivité.

### 3 Que révèlent les récentes enquêtes sur l'investissement des entreprises dans la zone euro en 2024 ?

Valerie Jarvis et Barbara Schirato

**Cet encadré évalue les perspectives d'investissement des entreprises de la zone euro en 2024, selon des enquêtes récentes réalisées par la Commission européenne et la Banque européenne d'investissement.** Dans le sillage, successivement, de la pandémie, de la crise énergétique de 2022-2023 et du durcissement des conditions de financement qui a suivi, l'investissement des entreprises de la zone euro s'est considérablement ralenti en 2023. Après une forte contraction au dernier trimestre 2023, l'investissement a légèrement augmenté au premier trimestre 2024. Les projections macroéconomiques de juin 2024 établies par les services de l'Eurosystème pour la zone euro font état d'une croissance annuelle modérée de l'investissement en 2024, ce qui est globalement en ligne avec les résultats des enquêtes.

**La dernière enquête sur l'investissement de la Commission européenne suggère une croissance modérée de l'investissement des entreprises pour 2024.** L'enquête semestrielle sur l'investissement réalisée par la Commission européenne interroge les entreprises sur le plan qualitatif concernant leurs projets d'investissement pour l'année et suit généralement relativement bien la croissance annuelle de l'investissement des entreprises. Selon les données de mars/avril 2024, par rapport aux évolutions historiques (en dehors des périodes de crise), les intentions d'investissement pour 2024 sont particulièrement faibles dans le secteur manufacturier, avec des soldes d'opinion qui correspondent aux niveaux normalement associés à une stagnation de l'investissement des entreprises dans la zone euro (graphique A) <sup>1</sup>. Ces perspectives maussades ont également été suggérées par l'enquête *S&P Business Outlook Survey* de mars 2024, tandis que l'enquête de la Commission européenne de fin 2023 avait précédemment révélé une hausse marquée de la part de l'investissement allouée au remplacement et à la rationalisation ces dernières années <sup>2,3</sup>. Dans le même temps, la part de l'investissement des entreprises consacré à l'augmentation des capacités est revenue à seulement 20 % dans le secteur manufacturier en 2023 – un point bas historique et une baisse d'environ 10 points de pourcentage par rapport aux moyennes enregistrées avant la pandémie – avec une nouvelle légère baisse attendue pour 2024 (graphique B). Les parts sont similaires dans le secteur des

<sup>1</sup> Cf. « *European Economic Forecast (Spring 2024)* », *Institutional Paper*, n° 286, Commission européenne, p. 31-32.

<sup>2</sup> Cf. « *S&P Global Business Outlook* », *News Release*, S&P, 12 mars 2024, qui note que les projets d'investissement devraient rester modeste au cours des 12 prochains mois.

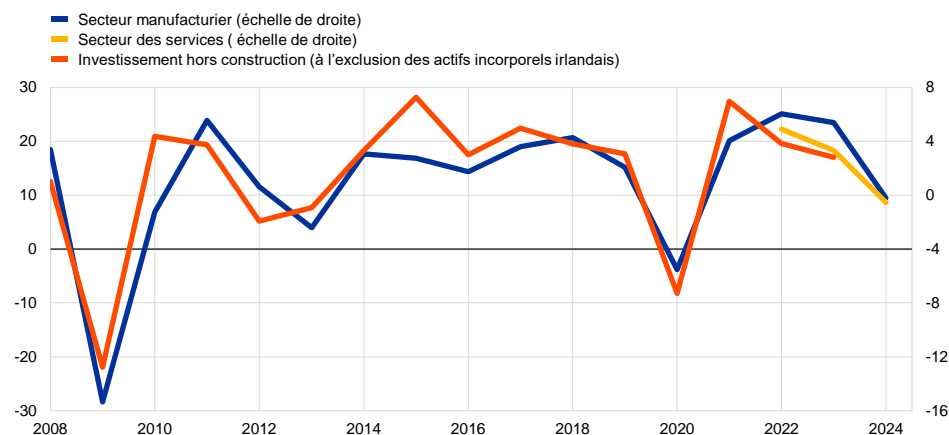
<sup>3</sup> L'enquête de la Commission européenne sur les investissements de fin 2023 a révélé que dans le secteur manufacturier, les dépenses de remplacement ont augmenté pour atteindre 36 % de l'investissement total en 2023 (et prévu en 2024), contre généralement 30 % environ au cours des 20 années qui ont précédé la pandémie, la rationalisation (destinée à optimiser la production) représentant 25 % supplémentaires de l'investissement total (comme en 1999, après une tendance baissière observée précédemment au cours de l'Union économique et monétaire).

services, mais aucune comparaison historique n'est possible, car l'enquête sur le secteur des services n'a été lancée qu'en 2021.

### Graphique A

#### Intentions d'investissement des entreprises et investissement hors construction

(échelle de gauche : solde d'opinion ; échelle de droite : variations annuelles en pourcentage)



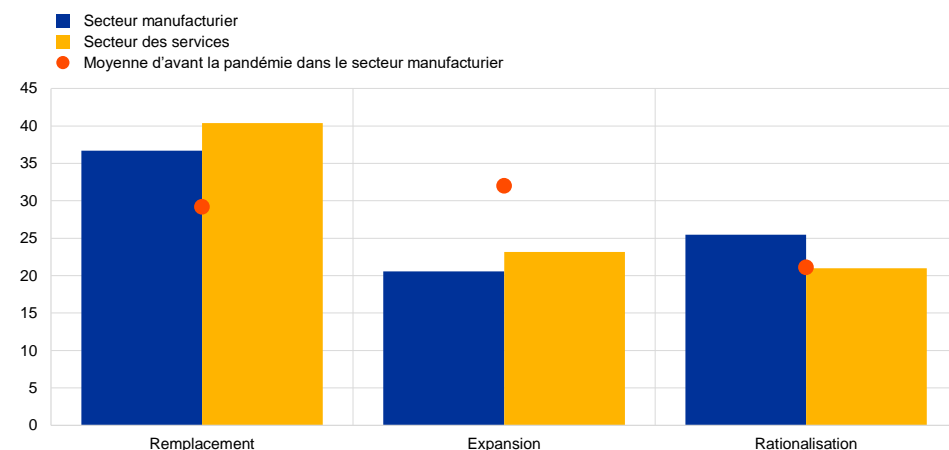
Sources : Commission européenne, Eurostat et calculs des services de la BCE.

Notes : Intentions d'investissement établies à partir des observations réalisées au printemps de chaque année. L'investissement hors construction exclut les actifs incorporels irlandais. Les dernières observations reflètent les intentions d'investissement de mars/avril 2024 pour 2024 et l'investissement hors construction pour 2023.

### Graphique B

#### Objectif de l'investissement par secteur

(en pourcentage des participants)



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

Notes : Les moyennes ne sont disponibles que pour le secteur manufacturier (l'enquête sur le secteur des services a été lancée seulement en 2021). Les dernières observations se rapportent à 2023 (tirées de l'enquête d'octobre/novembre 2023 de la Commission européenne sur les investissements).

**L'agrégat de la zone euro masque d'importantes variations entre pays et entre secteurs.** Les moyennes de la zone euro établies par la Commission européenne masquent d'importantes variations d'un pays à l'autre, les intentions d'investissement étant généralement plus positives – et révisées à la hausse depuis fin 2023 – dans les économies du sud de la zone euro, ainsi que dans certains nouveaux pays membres de la zone euro. Même si les récents chocs économiques défavorables ont eu un impact moins négatif dans les pays où le secteur des

services est plus important, les fonds nouvellement versés au titre du programme *Next Generation EU* pourraient également déjà jouer un rôle plus important dans l'investissement dans les économies du sud de la zone euro (graphique C, partie a) <sup>4</sup>. Les variations entre secteurs sont également considérables dans le secteur manufacturier et les services, bien que les secteurs manufacturiers affichent généralement des révisions à la baisse des intentions d'investissement pour 2024 depuis l'enquête de fin 2023, tandis que le profil d'évolution reste plus contrasté pour le secteur des services (graphique C, partie b)

---

<sup>4</sup> Les chocs récents sont susceptibles d'avoir eu des impacts différents selon les pays et les secteurs. Par exemple, la pandémie a durement frappé les services (en particulier ceux en contact avec les consommateurs), tandis que le choc énergétique et les risques géopolitiques croissants depuis le début de la décennie devraient avoir eu un impact plus défavorable sur le secteur manufacturier.



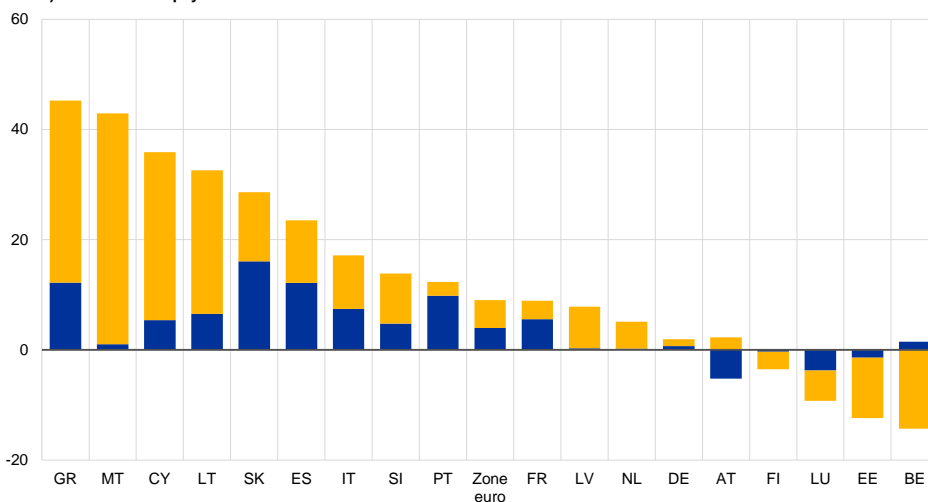
## Graphique C

### Variation entre pays et entre secteurs des intentions d'investissement

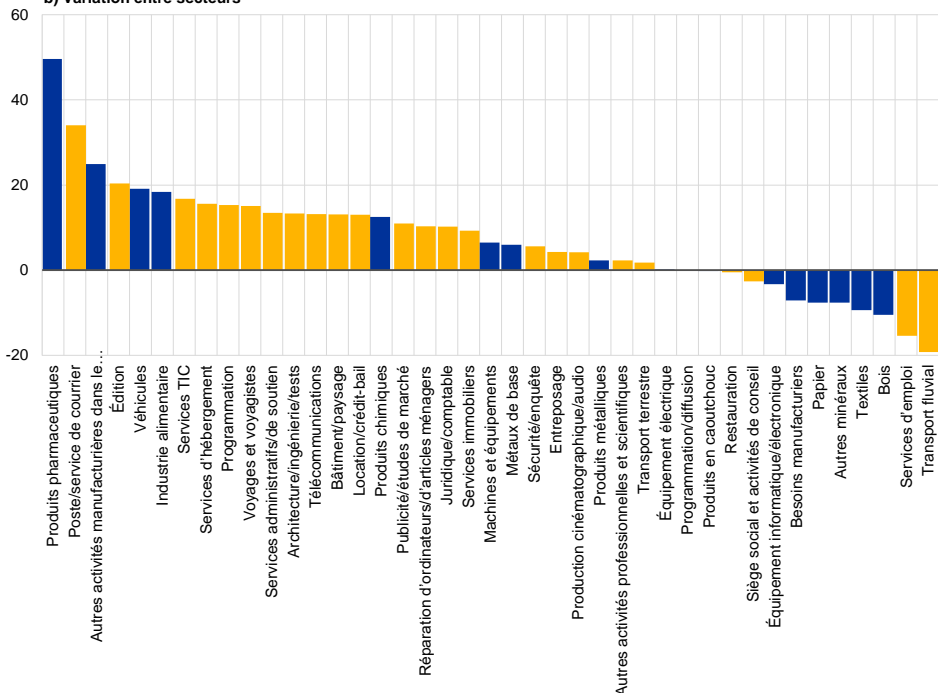
(soldes d'opinion)

■ Secteur manufacturier  
■ Secteur des services

#### a) Variation entre pays



#### b) Variation entre secteurs



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

Notes : Partie a) : Les pays sont classés par ordre décroissant selon les intentions d'investissement des entreprises en 2024, agrégés en pondérant les intentions d'investissement dans le secteur manufacturier et les services du secteur privé par leurs parts respectives dans l'investissement hors construction au niveau national. Irlande et Hongrie non représentées en raison de l'insuffisance des données. Partie b) : Secteurs classés par ordre décroissant selon les intentions d'investissement en 2024. Les dernières observations se rapportent aux résultats de l'enquête sur les investissements de mars/avril 2024 réalisée par la Commission européenne.

**Les intentions d'investissement pour 2024 sont plus élevées dans les secteurs où les anticipations relatives à la production sont plus fortes, et plus basses dans les secteurs à plus forte intensité énergétique. Les intentions**

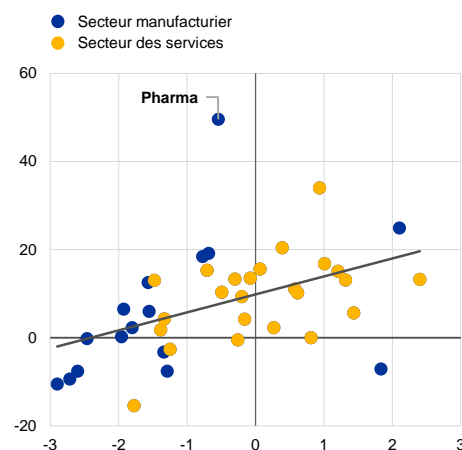
d'investissement ont tendance à être plus élevées dans les secteurs où les anticipations relatives à la production sont plus fortes (comme le reflètent la vigueur des nouvelles commandes, la hausse des taux d'utilisation des capacités de production et l'augmentation des besoins en espace et en équipement au niveau des différents secteurs). Dans ce contexte, les services sont généralement confrontés à des perspectives nettement plus favorables que le secteur manufacturier, à l'exception du secteur pharmaceutique (graphique D, partie a). Après la crise énergétique de 2022-2023, l'intensité énergétique devrait continuer d'influencer les décisions d'investissement pendant un certain temps. C'est ce que suggère également le dernier rapport sur l'investissement de la Banque européenne d'investissement (*European Investment Bank's Investment Report, EIBIS 2023*), dans lequel les coûts de l'énergie viennent en tête des obstacles à long terme en matière d'investissement en Europe <sup>5</sup>. Le graphique D, partie b) montre une corrélation négative entre les intentions d'investissement sectoriel et l'intensité énergétique – un co-mouvement qui s'est nettement renforcé depuis le début de la crise énergétique en 2022. Si la crise récente devrait encore nécessiter des investissements supplémentaires pour réduire la dépendance énergétique dans de nombreux secteurs, il semble que les considérations de viabilité à plus long terme freinent de plus en plus les investissements dans les secteurs où les coûts de l'énergie dépassent environ 10 % des coûts totaux.

## Graphique D

### Intentions d'investissement par anticipations de production et intensité énergétique

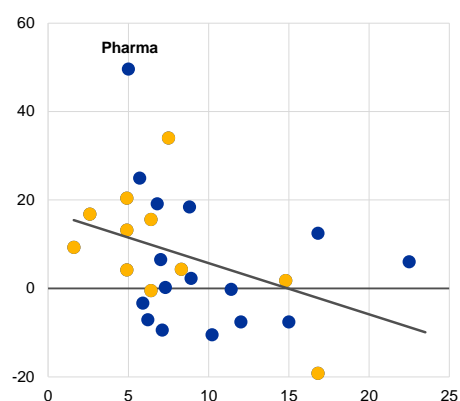
#### a) Par anticipations de production

(scores Z ; soldes d'opinion)



#### b) Par intensité énergétique

(part en pourcentage de l'énergie dans les coûts totaux ; soldes d'opinion)



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

Notes : Partie a) : Intentions d'investissement de la zone euro pour 2024 par rapport à 2023 ; anticipations de production mesurées par la moyenne sur quatre trimestres des nouvelles commandes dans le secteur manufacturier et de la demande attendue pour les trois prochains mois dans le secteur des services, toutes rapportées à leurs moyennes et écarts types d'avant la pandémie. Les lignes de régression dans les deux graphiques se rapportent à tous les secteurs. Partie b) : Intensité énergétique calculée à l'aide des matrices d'entrées-sorties de l'OCDE (TiVa) (cf. l'encadré intitulé « La dépendance vis-à-vis du gaz naturel et les risques pour l'activité de la zone euro », *Bulletin économique*, n° 1, BCE, 2022). Les dernières observations sont tirées de l'enquête sur les investissements de mars/avril 2024 réalisée par la Commission européenne, pour le deuxième trimestre 2024 en ce qui concerne les anticipations de production, et des données de 2021 pour les intensités énergétiques.

<sup>5</sup> Cf. « *Investment Report 2023/2024: Transforming for competitiveness* », Banque européenne d'investissement, 2024.

**Face à la série de chocs observés depuis le début de la décennie, certains investissements des entreprises sont de façon croissante destinés à une transition vers une économie plus verte et plus efficace sur le plan énergétique, même si de nouveaux investissements seront nécessaires pour atteindre les objectifs de l'UE à l'avenir.** Le rapport 2023 de la BEI fait état d'une augmentation notable de la part des entreprises européennes ayant investi dans l'efficacité énergétique au cours des dernières années et d'une forte augmentation de l'utilisation des technologies numériques dans l'ensemble de l'Europe depuis la pandémie (même s'il existe toujours des déficits notables par rapport aux États-Unis en ce qui concerne les parts des entreprises utilisant l'IA et le *big data* et le dépôt de brevets lié aux technologies avancées) <sup>6</sup>. Dans le même temps, le dernier bilan de la Commission européenne suggère que des taux d'investissement bien plus élevés seront nécessaires – représentant au moins 1,5 % supplémentaire du PIB de l'UE à investir chaque année par rapport à la décennie 2011-2020 – afin d'atteindre les objectifs à plus long terme de l'UE en matière de neutralité carbone <sup>7</sup>. Les besoins actuels dans ces domaines offrent de nouvelles possibilités d'accroître les investissements des entreprises à l'avenir.

---

<sup>6</sup> La BEI note une hausse marquée de la part des entreprises de l'UE qui investissent dans l'efficacité énergétique (à 51 % en 2023, après 37 % en 2021) et une augmentation significative (à 70 %) de la part des entreprises qui déclarent utiliser « au moins une technologie numérique avancée » au cours de la même période (*ibid.*, p. 6). Toutefois, le même rapport note également que, même si les entreprises de l'UE continuent de jouer un rôle de premier plan à l'échelle mondiale dans l'adoption de technologies vertes, soutenues en partie par les fonds publics, un déficit important subsiste par rapport aux États-Unis en ce qui concerne la part des entreprises utilisant l'IA et le *big data*, et que la Chine et les États-Unis délivrent déjà deux fois plus de brevets pour les technologies numériques chaque année (*ibid.*, p. 11).

<sup>7</sup> Cf. « [Garantir notre avenir – Objectif climatique de l'Europe pour 2040 et voie vers la neutralité climatique à l'horizon 2050 pour une société durable, juste et prospère](#) », Commission européenne, 2024, p. 29 ; l'encadré intitulé « [Massive investment needs to meet EU green and digital targets](#) », *Financial Integration and Structure in the euro area*, BCE, 2024 ; 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*, 2024, sur le risque que de nouvelles ressources soient encore nécessaires, compte tenu du rythme actuel du réchauffement climatique.

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

Catherine Elding, Richard Morris et Moreno Roma

Cet encadré présente une synthèse des conclusions des contacts récents entre les services de la BCE et les représentants de 62 grandes sociétés non financières opérant dans la zone euro. Ces échanges ont eu lieu entre le 17 et le 26 juin 2024 <sup>1</sup>.

**Les contacts ont fait état d'un redressement progressif de l'activité au deuxième trimestre de l'année, dans un contexte de signes croissants d'une reprise modeste, tirée par la consommation (graphique A et graphique B, partie a).** La croissance est restée tirée par les services, mais l'activité manufacturière a atteint un plancher et la construction a montré les premiers signes d'une stabilisation. Les perspectives d'investissement sont toutefois demeurées modérées, l'incertitude restant élevée. La croissance dans la zone euro continue d'accuser un retard par rapport à celle des États-Unis et de l'Asie, mais les personnes contactées ont également fait état d'une croissance plus faible que prévu en Chine et de ses conséquences sur les prix et la concurrence au niveau mondial. Au sein de la zone euro, la croissance dans le sud de l'Europe a continué à dépasser celle dans le nord de l'Europe.

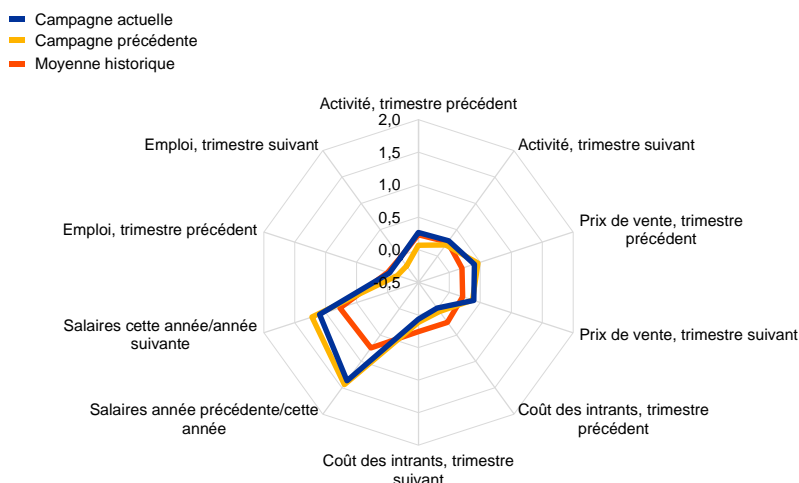
---

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

## Graphique A

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

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



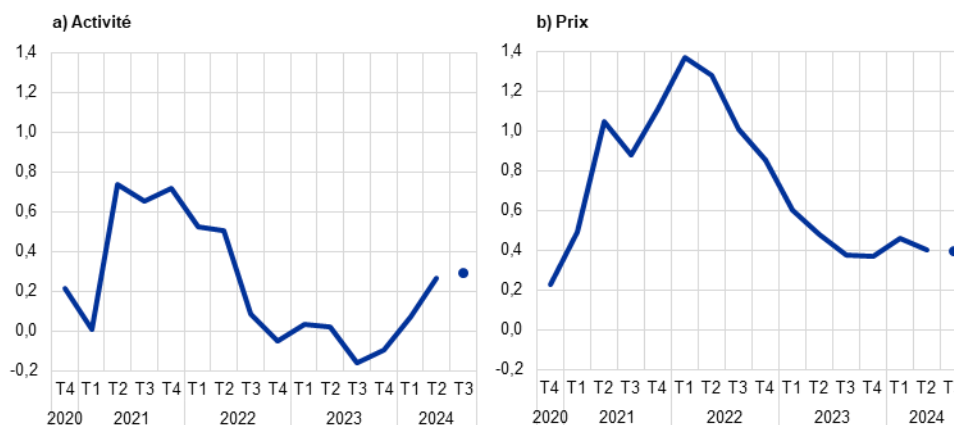
Source : BCE.

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

## Graphique B

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

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



Source : BCE.

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

**Les contacts sont peu à peu devenus plus confiants dans le fait qu'une reprise tirée par la consommation se profilait, bien qu'elle s'annonce inégale et modeste.** La plupart des détaillants ont décrit l'activité – y compris, notamment,

les ventes de vêtements et de biens de consommation électroniques – comme stable ou en hausse. Les ventes d'électroménagers ont continué de se contracter ou viennent seulement de commencer à se stabiliser à un bas niveau, mais les personnes contactées ont de plus en plus attribué cette situation à la faiblesse persistante de l'activité dans le secteur de la construction résidentielle. Les personnes contactées dans le secteur des biens intermédiaires ont principalement fait état d'une activité stable ou en légère hausse, qu'elles interprètent de plus en plus comme reflétant une amélioration de la dynamique de la consommation et pas seulement la fin du cycle prolongé de réduction des stocks qui a caractérisé une grande partie de l'année dernière. L'activité dans les services aux consommateurs a continué d'afficher une hausse régulière, même si la croissance dans les secteurs des voyages et du tourisme a été limitée par des contraintes d'offre et une sensibilité accrue des consommateurs aux prix.

**Les perspectives d'investissement sont demeurées modérées.** Les contacts d'entreprises produisant des biens d'équipement ont fait état d'une demande toujours en baisse. En particulier, ils ont noté que l'investissement était freiné par l'incertitude persistante entourant la transition verte. C'est notamment le cas pour le secteur automobile, où la croissance des ventes de véhicules électriques s'est modérée à la suite du retrait de la plupart des subventions publiques, entraînant une baisse de l'investissement dans la chaîne d'approvisionnement associée. La réduction des effectifs dans les secteurs à forte intensité énergétique a également pesé sur la demande d'investissement. Il a été indiqué que l'activité dans la construction se contractait ou atteignait un point bas et qu'elle restait affectée par l'effet combiné de la hausse des taux d'intérêt et de l'augmentation des coûts des intrants. Toutefois, le secteur de l'immobilier a affiché des signaux plus encourageants, les transactions sur le marché secondaire du logement commençant à se redresser. Dans le même temps, les investissements dans les infrastructures et les services numériques (y compris les centres de données, la technologie de réseau 5G, l'intelligence artificielle, le *cloud computing* et la cybersécurité) ont continué d'augmenter fortement et sont restés un déterminant important de la croissance de l'activité des services aux entreprises.

**La confiance globale des chefs d'entreprise est demeurée relativement contrastée, dans un contexte d'incertitude persistante.** En plus de citer l'incertitude en matière de réglementation, ainsi que la charge des formalités administratives supplémentaires, liées à la transition verte, les contacts ont exprimé des inquiétudes croissantes concernant les relations commerciales entre l'UE et la Chine et la situation politique à la suite des élections au Parlement européen. Cela a contrebalancé dans une certaine mesure le soutien que le redressement des salaires réels et l'assouplissement de la politique monétaire devaient apporter à la croissance.

**Selon les personnes contactées, les perspectives d'emploi sont globalement stables, ce qui représente une légère amélioration par rapport aux récentes campagnes d'enquête.** À cet égard, on mentionnera en particulier les commentaires des agences pour l'emploi, dont les contacts indiquent que l'activité de recrutement commençait à atteindre un plancher ou à augmenter de nouveau

après plusieurs trimestres principalement marqués par une baisse. Si les personnes contactées dans les secteurs des services ont généralement décrit des perspectives d'emploi stables ou en amélioration, la tendance dans le secteur manufacturier était, en moyenne, encore légèrement négative. De nombreux contacts ont souligné les efforts visant à accroître la productivité via l'investissement dans la numérisation et/ou l'intelligence artificielle, en réponse soit à la croissance des salaires, soit aux pénuries de main-d'œuvre et de compétences.

**Selon les personnes contactées, la croissance des prix est modérée dans l'ensemble et devrait le rester au trimestre suivant, les prix augmentant davantage dans les services que dans l'industrie (graphique A et graphique B, partie b).** La croissance des prix est demeurée la plus forte dans les secteurs des services aux entreprises et aux consommateurs, en raison des salaires et d'une demande croissante. Dans le secteur des services de transport, le déroutement des navires afin d'éviter la zone de la mer Rouge a alimenté une hausse des taux de fret, la capacité de transport ayant de fait été réduite et les clients ayant avancé dans le temps leurs commandes pour compenser l'allongement des délais de livraison (ce qui a également augmenté les coûts des stocks). Dans le cas des services de voyage et de tourisme, en revanche, les contacts ont indiqué que les consommateurs devenaient plus sensibles aux prix, ce qui avait déjà entraîné certaines pressions baissières sur les tarifs aériens et limitait les possibilités de nouvelles augmentations des prix de l'hôtellerie. Les contacts dans le secteur du commerce de détail, où la concurrence est forte et où les clients restent sensibles aux prix, ont eu tendance à faire état de prix stables ou en légère baisse, ainsi que de pressions sur les marges. Dans le secteur manufacturier, la grande majorité des personnes contactées ont décrit des prix globalement stables ou en légère hausse. Dans certains secteurs des biens intermédiaires, tels que les produits chimiques et les emballages, les prix se sont stabilisés ou ont commencé à augmenter, après avoir atteint des niveaux très bas. En revanche, les prix des véhicules à moteur ont été soumis à des pressions baissières accrues. Les contacts dans le secteur manufacturier ont indiqué des coûts des matériaux et de l'énergie relativement stables, ce qui, dans la plupart des cas, a également impliqué des marges relativement stables. Un des facteurs permettant de modérer les prix et les coûts dans le secteur manufacturier a été l'atonie de la demande intérieure en Chine, qui a contribué à contenir les prix mondiaux des matières premières et a renforcé la concurrence des importations.

**Les personnes contactées ont anticipé que la croissance des salaires poursuivrait sa modération progressive l'année prochaine, tout en continuant de compenser, dans une certaine mesure, l'inflation passée (graphique C).**

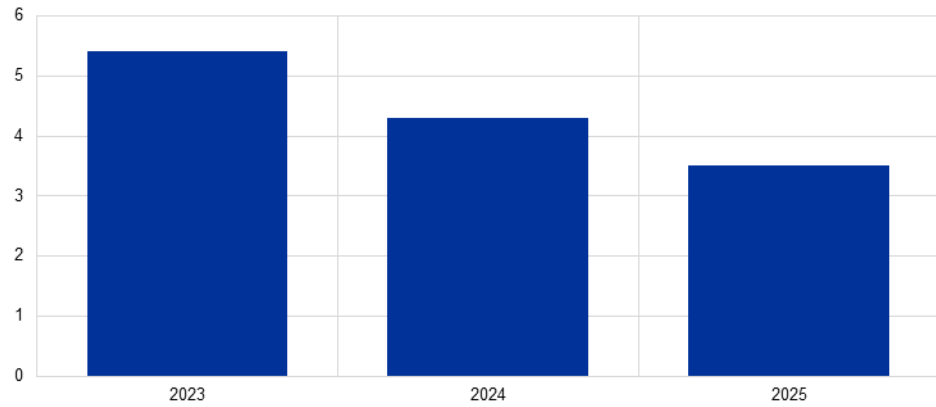
Sur la base d'une simple moyenne des indications quantitatives fournies, les personnes contactées ont estimé que la croissance des salaires se ralentirait, revenant de 5,4 % en 2023 à 4,3 % en 2024, et ont anticipé une nouvelle baisse, à 3,5 %, en 2025. Si la baisse de l'inflation totale a conduit de nombreux contacts à anticiper une croissance des salaires plus conforme aux normes historiques l'année prochaine, d'autres ont déclaré que les syndicats continuaient de chercher à obtenir des hausses de salaires élevées pour compenser l'inflation passée. Dans ce

contexte, la croissance des salaires anticipée pour 2025 dépendait également du calendrier et de l'ampleur des hausses de salaires qui avaient déjà été convenues.

### Graphique C

#### Évaluation quantitative de la croissance des salaires

(en pourcentages)



Source : BCE.

Notes : Moyennes des perceptions des personnes contactées concernant la croissance des salaires dans leur secteur en 2023 et 2024 et leurs anticipations pour 2025. Les moyennes pour 2023 et 2024 sont basées sur les indications fournies par 57 participants et la moyenne pour 2025 est basée sur les indications fournies par 47 participants..



## 5 La dynamique des différentiels d'inflation dans la zone euro

Anastasia Allayioti et Anna Beschin

**La forte augmentation de l'inflation observée dans la zone euro en 2021 et en 2022 s'est accompagnée d'une hausse importante de la dispersion de l'inflation entre les différents pays.** Des divergences d'inflation persistantes entre les pays de la zone euro peuvent avoir des conséquences sur la transmission de la politique monétaire unique. La BCE suit donc l'évolution ainsi que la nature des différentiels d'inflation. Cet encadré examine cette question en mettant l'accent sur la récente flambée de l'inflation.

**L'essentiel de la dispersion des taux d'inflation totale après la pandémie et l'invasion de l'Ukraine par la Russie s'est dissipé.** Après les taux d'inflation bas voire négatifs enregistrés pendant la pandémie, l'inflation a commencé à rebondir en 2021 et les différentiels entre les pays de la zone euro à s'accroître (graphique A) <sup>1</sup>. Fin 2022, les différentiels ont atteint des points hauts historiques, dépassant les pics observés pendant la crise financière mondiale de 2007-2008. Lorsque l'inflation totale a atteint un pic de 10,6 % en octobre 2022, les taux d'inflation se situaient entre 7,1 % en France et 22,5 % en Estonie. Une grande partie de la dispersion mesurée sous la forme d'écart types s'explique par les petits pays de la zone euro et en particulier les États baltes. Mettre à l'échelle les résultats de l'écart type avec les poids relatifs des pays dans l'indice des prix à la consommation harmonisé (IPCH) (cf. la ligne rouge dans le graphique A, partie b) réduit la dispersion mesurée, mais met aussi en lumière combien ces récents changements sont exceptionnels au plan historique. Les évolutions entre fin 2022 et juin 2024 impliquent une inversion prononcée et presque symétrique de la dispersion, même si de récentes fluctuations l'ont tirée légèrement au-dessus des niveaux d'avant la pandémie. Cette inversion globalement forte implique que ce profil de dispersion est temporaire plutôt que persistant par nature. De plus, elle montre que les baisses les plus prononcées des taux d'inflation ont été enregistrées dans les pays qui avaient auparavant observé les hausses les plus importantes.

---

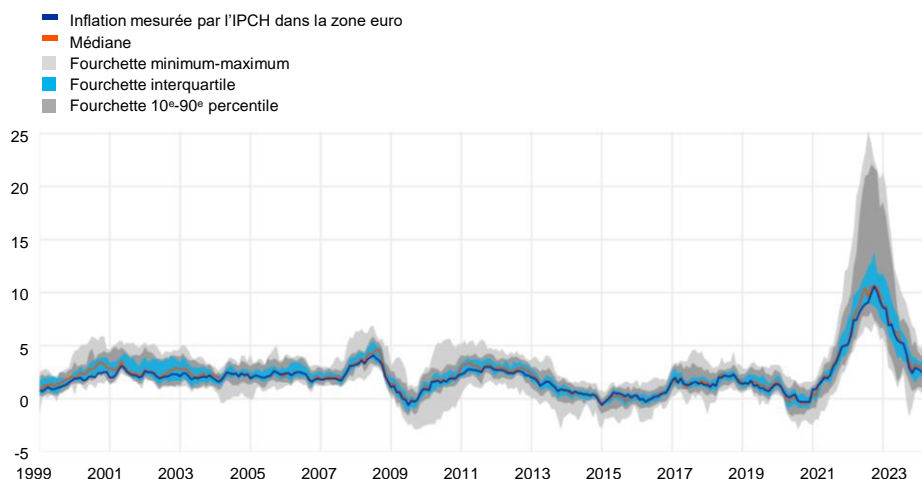
<sup>1</sup> Les différentiels entre pays pour les années sous revue sont calculés sur la base de la composition de la zone euro à un moment donné dans le temps.

## Graphique A

### Différentiels d'inflation totale

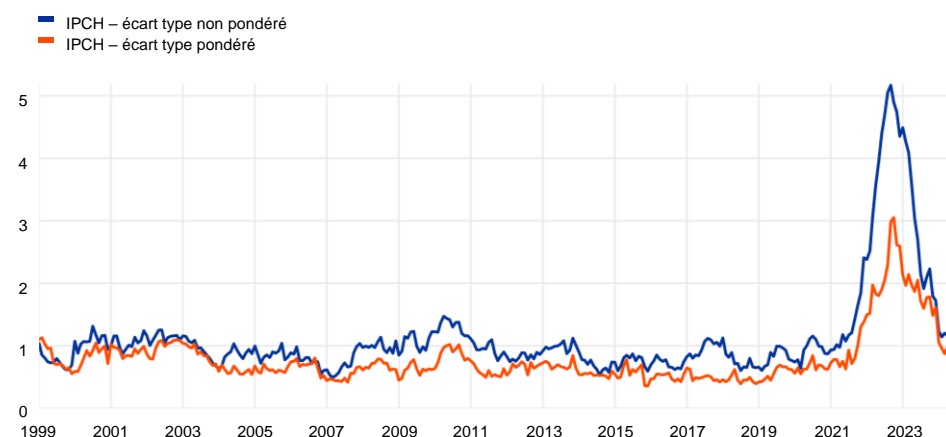
#### a) Fourchette de l'inflation mesurée par l'IPCH

(variations annuelles en pourcentage)



#### b) Écarts types de l'IPCH

(écarts types)



Sources : Eurostat et calculs des services de la BCE.

Notes : Les dernières observations se rapportent à juin 2024. Dans la partie b, l'écart type pondéré est calculé en prenant en considération les poids des différents pays (dépenses de consommation monétaire finale des ménages) au sein de la zone euro.

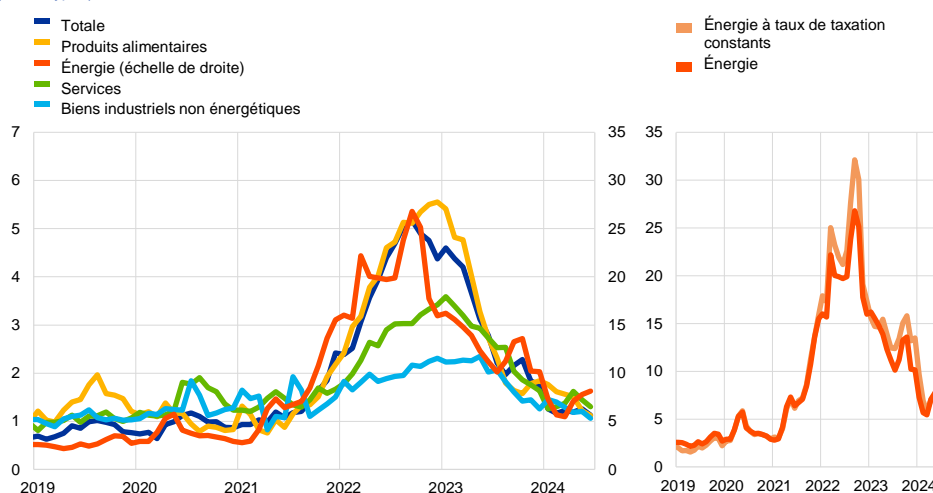
**Les prix de l'énergie et des produits alimentaires ont joué un rôle significatif dans cette récente dispersion des taux de l'inflation totale.** La pandémie et la guerre en Ukraine ont donné lieu à une combinaison unique de chocs communs qui ont affecté les pays de la zone euro. L'inflation s'est inscrite en forte hausse en raison de goulets d'étranglement du côté de l'offre, des effets de la réouverture de l'économie post-pandémie et des fortes hausses des prix de l'énergie et des matières premières alimentaires. Si les types de chocs se sont révélés communs à tous les pays de la zone euro, la dispersion des taux d'inflation totale nationaux qui a suivi implique des degrés divers d'exposition à ces chocs et des impacts économiques différents. La dispersion est déterminée par des différences de structures économiques, de mécanismes d'ajustement et de réponses de politique économique. Par exemple, les pays dont la part de l'énergie et des produits

alimentaires dans le panier de l'IPCH est plus élevée sont, en principe, davantage affectés par un choc commun sur les prix des matières premières sous-jacentes. Des différences en matière de hausse des prix de l'énergie et des produits alimentaires expliquent donc la majeure partie de la dispersion de l'inflation totale (graphique B, partie a). Dans le cas de la hausse des prix de l'énergie, cela tient en partie aux différences observées entre les pays en matière de mix énergétique (par exemple, entre les carburants, le gaz et l'électricité, qui contribuent le plus à la composante énergie de l'IPCH), de profils de contrats et de consommation, d'approches réglementaires et de mesures de soutien public <sup>2</sup>. S'agissant de l'énergie, la dispersion des taux d'inflation autour du pic d'inflation est plus élevée lorsqu'on la calcule sur la base de la composante énergie de l'IPCH à taux de taxation constant (graphique B, partie b), ce qui indique un impact modéré des mesures gouvernementales <sup>3</sup>. Concernant les produits alimentaires, la dispersion de l'inflation a atteint un pic plus tard que dans le cas de l'énergie, mais a fortement diminué depuis, reflétant également, comme pour l'énergie, la tendance à la baisse des prix des matières premières observée depuis mi-2022 au niveau mondial.

## Graphique B

### Dispersion de l'inflation totale et de ses composantes entre les pays de la zone euro

(écarts types)



Sources : Eurostat et calculs des services de la BCE.  
Note : Les dernières observations se rapportent à juin 2024.

**La dispersion des sous-composantes de l'inflation core (biens et services) a également été importante entre les pays (graphique B, partie a).** Des différences en matière de rythme de réouverture et d'exposition aux perturbations de l'offre

<sup>2</sup> L'introduction et le retrait ultérieur de mesures budgétaires compensatoires adoptées pour faire face aux prix de l'énergie et à l'inflation n'ont pas été homogènes d'un pays à l'autre. Plus récemment, les changements dans les cinq principaux pays de la zone euro incluent l'expiration des réductions de la TVA sur différentes composantes énergétiques (Allemagne, Espagne et Italie), la fin des réductions des droits d'accises et des redevances (Espagne, Italie et Pays-Bas), l'expiration du plafond appliqué aux hausses des prix du gaz réglementés (Espagne) et une baisse des mesures de soutien pour le bouclier tarifaire sur l'électricité (France).

<sup>3</sup> L'impact des taxes indirectes sous-évalue probablement l'impact global des mesures gouvernementales sur les différentiels d'inflation dans le secteur de l'énergie, certaines mesures prenant la forme de subventions aux ménages ou de prix réglementés (et également de plafonnements des prix).

après la pandémie sont probablement à l'origine de ces divergences. Des effets indirects hétérogènes résultant des coûts de l'énergie élevés peuvent avoir constitué un autre facteur. La dispersion de la hausse des prix des biens industriels non énergétiques est systématiquement la plus faible de toutes les sous-composantes de l'IPCH depuis 2021. Cela peut s'expliquer par le fait que cette sous-composante reflète les prix des biens échangés au niveau international de sorte que les déterminants de la dispersion sont plus homogènes entre les pays. À titre de comparaison, la dispersion de l'inflation dans le secteur des services a été visiblement plus élevée. Il est probable que cela reflète des évolutions différentes dans de nombreuses rubriques des services, tels que les voyages, les loyers et certains prix administrés, en raison par exemple d'effets indirects hétérogènes liés aux prix de l'énergie et des produits alimentaires, et à des poids différents d'un pays à l'autre. En juin 2024, la dispersion était revenue à ses niveaux d'avant la pandémie pour la hausse des prix des biens industriels non énergétiques et celle des services. Si, pour les biens, cela implique un alignement plus prononcé autour des niveaux d'inflation moyens historiques, dans le cas des services cela indique un alignement autour d'un niveau toujours élevé. Une réduction de la dispersion serait donc compatible avec l'idée que, d'un pays à l'autre, des facteurs communs déterminent la persistance de la hausse des prix des services.

**Les différentiels d'inflation élevés durant la forte hausse de l'inflation n'ont pas, dans l'ensemble, entraîné d'évolutions significatives des niveaux de prix relatifs globaux entre les différents pays.** Si la forte hausse de l'inflation et sa dissipation enregistrées ces dernières années n'ont pas exercé d'impact durable sur les différentiels d'inflation, cela n'exclut pas des implications plus persistantes pour les niveaux des prix et des coûts de la vie relatifs au niveau national et, *in fine*, pour la compétitivité relative de certains pays vis-à-vis de leurs homologues de la zone euro. Un indicateur important pour ce type d'évaluation est l'indice du niveau des prix publié par Eurostat <sup>4</sup>. En se concentrant sur les années écoulées depuis 2020 et les fluctuations importantes de l'inflation qui ont été enregistrées, il apparaît que la forte hausse de l'inflation n'a pas entraîné de variations considérables des niveaux des prix relatifs pour la plupart des pays (graphique C). Toutefois, des hausses considérables ont été observées pour certains pays plus petits, tels que les États baltes entre 2021 et 2023, lorsque le coût de la vie a enregistré un ajustement à la hausse par rapport au niveau des prix dans l'ensemble de la zone euro. Cet ajustement à la hausse s'est de nouveau légèrement accentué en 2023, même si la dispersion de l'inflation s'inscrivait déjà en baisse. Des ajustements à la hausse, quoique d'une moindre ampleur, sont également observés pour d'autres pays d'Europe centrale et orientale (PECO) : la Croatie, la Slovénie et la Slovaquie <sup>5</sup>.

<sup>4</sup> Les indices du niveau des prix sont publiés avec un décalage. Les dernières données disponibles, publiées en juin 2024, se rapportent à 2023. S'agissant des pays de la zone euro (qui partagent un taux de change commun), les indices du niveau des prix mesurent la différence de niveaux des prix entre les pays pour le même (panier) de biens et services. La moyenne est en indice de base 100 : si l'indice du niveau des prix est supérieur à 100, le pays concerné est relativement onéreux par rapport à la zone euro, mais si la valeur de l'indice est inférieure à 100, le pays est relativement bon marché. Pour des informations méthodologiques, cf. la page internet sur les [parités de pouvoir d'achat](#) sur le site d'Eurostat.

<sup>5</sup> Cet ajustement relatif considérable des niveaux de prix pour les États baltes et certains autres PECO est également visible dans les données de l'IPCH. Par rapport à 2019, en 2023, leurs IPCH totaux ont été supérieurs d'environ 5 à 15 % à l'indice agrégé de la zone euro. Dans l'ensemble, les données pour le premier semestre 2024 confirment largement l'ajustement relatif observé en 2023.

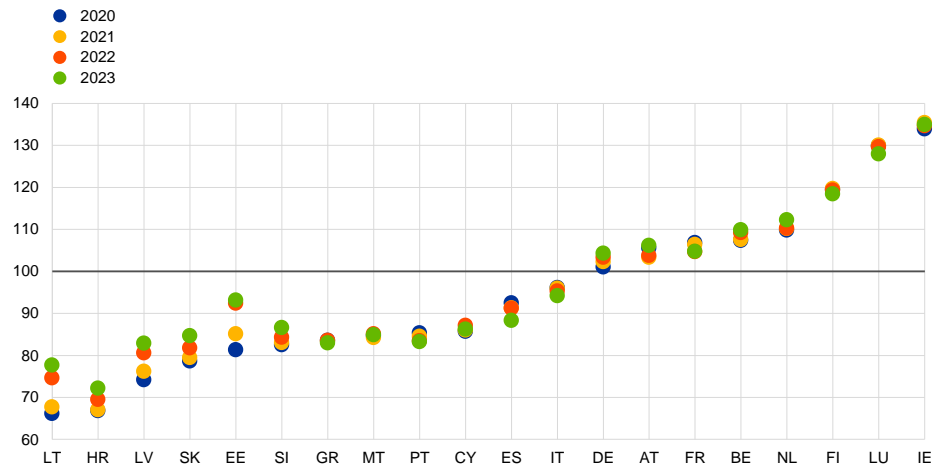
S'agissant des grands pays de la zone euro, les évolutions de l'inflation n'ont eu pratiquement aucun impact sur le niveau des prix relatifs, qui ont légèrement augmenté dans le cas de l'Allemagne et des Pays-Bas, mais ont un peu baissé pour l'Espagne, la France et l'Italie. Dans de nombreux pays, l'énergie et les produits alimentaires ont eu l'effet inverse sur le mouvement du niveau global des prix relatifs entre 2021 et 2023, mais pour les États baltes, les deux composantes ont opéré dans le même sens, à la hausse (graphique D). Dans le cas de la France, l'énergie et les produits alimentaires ont tous deux contribué à une diminution du niveau global des prix relatifs par rapport à celui de la zone euro.

### Graphique C

#### Niveaux de prix comparés dans la zone euro

##### Dépenses de consommation totales des ménages

(indice de niveau des prix ; zone euro = 100)



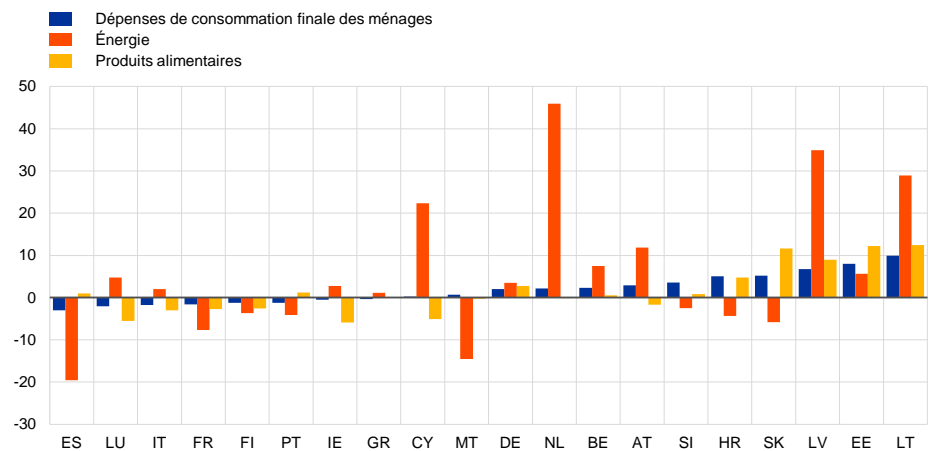
Source : Eurostat.

Note : Les pays sont classés par ordre croissant sur la base de leur indice du niveau des prix pour 2020.

### Graphique D

#### Évolutions des niveaux de prix comparés entre 2021 et 2023 dans la zone euro

(variations en points d'indice du niveau des prix)



Sources : Eurostat et calculs des services de la BCE.

**En résumé, les différentiels d'inflation dans la zone euro ont fortement augmenté dans le sillage de la pandémie et de la crise de l'énergie, mais sont depuis lors largement revenus à leurs niveaux d'avant la pandémie.**

Les différences observées entre pays en matière de hausse des prix de l'énergie et des produits alimentaires ont été les principaux facteurs à l'origine de la hausse de la dispersion de l'inflation totale et de la dissipation récente de celle-ci, reflétant le fait que le choc initial sur les prix des matières premières a, dans une large mesure, été absorbé. Dans le même temps, il apparaît que la dispersion temporairement élevée de l'inflation entre les différents pays aura eu, pour certains petits pays de la zone euro, des conséquences plus persistantes en termes d'ajustement à la hausse de leurs niveaux de prix relatifs.

## 6 Anticipations relatives aux prix de vente pour les services : que nous apprennent-elles des tensions sur les prix à la consommation ?

Elena Bobeica, Joan Paredes, Théodore Renault et Flavie Rousseau

**Les enquêtes récentes sur les anticipations des entreprises relatives aux prix de vente font état d'un fort ralentissement des dynamiques des prix après le choc inflationniste important intervenu récemment, mais avec un ajustement plus lent pour les services que pour les biens (graphique A).** Les entreprises jouent un rôle essentiel dans le processus de formation des prix et leurs anticipations relatives aux prix de vente peuvent donc constituer des indicateurs importants de la dynamique des prix à la consommation <sup>1</sup>. Le présent encadré se concentre sur le contenu en information des anticipations relatives aux prix de vente dans le secteur des services de la zone euro compilées par la Commission européenne, qui recouvrent les anticipations des entreprises relatives aux prix de vente à la fois pour ceux qu'elles appliquent aux consommateurs et pour ceux appliqués entre entreprises <sup>2</sup>. Ces anticipations relatives au secteur des services indiquent actuellement que les dynamiques des prix se sont fortement modérées par rapport à celles observées durant le pic d'inflation, mais leur ralentissement a été moins complet que celui des anticipations correspondantes pour le secteur manufacturier.

---

<sup>1</sup> Pour la zone euro, il existe trois sources d'information principales sur les anticipations des entreprises relatives aux prix de vente : a) les [enquêtes de la Commission européenne \(DG-ECFIN\) auprès des entreprises et des consommateurs](#) ; b) l'[enquête sur l'accès des entreprises au financement \(Survey on the access to finance of enterprises, SAFE\)](#) ; et c) les informations collectées dans le cadre du [dialogue trimestriel de la BCE avec les sociétés non financières](#).

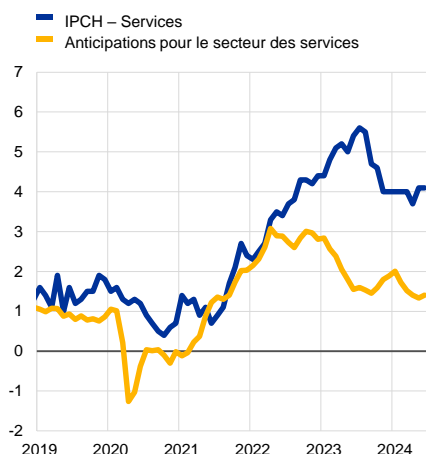
<sup>2</sup> Les données couvrent les services liés aux transports, à l'hôtellerie et à la restauration, à l'information et à la communication et à l'immobilier ainsi que les services financiers, professionnels, administratifs et les services divers. La question posée par la Commission européenne sur les anticipations relatives aux prix de vente est qualitative et formulée ainsi : « Quelle sera selon vous l'évolution de vos prix de vente au cours des trois prochains mois ? Ils augmenteront, demeureront inchangés ou baisseront ».

## Graphique A

Évolutions récentes des anticipations à trois mois relatives aux prix de vente dans la zone euro et inflation par secteur mesurée par l'IPCH

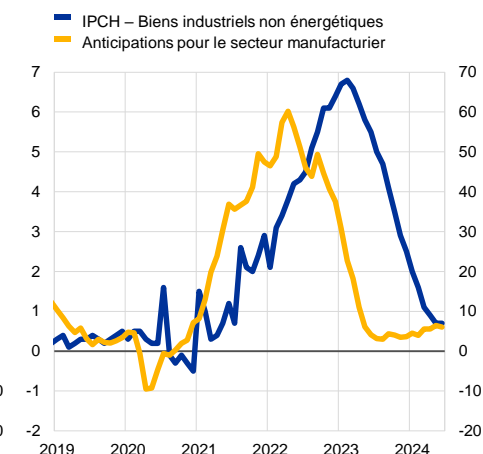
### a) Services

(échelle de gauche : variations annuelles en pourcentage ; échelle de droite : soldes des réponses)



### b) Secteur manufacturier

(échelle de gauche : variations annuelles en pourcentage ; échelle de droite : soldes des réponses)



Sources : Commission européenne (DG-ECFIN) et Eurostat.  
Note : Les dernières observations se rapportent à juin 2024.

**Il est intéressant de suivre les anticipations relatives aux prix de vente des services pour détecter les premiers signes des points de retournement de la hausse des prix des services aux consommateurs.** En ce qui concerne les fluctuations plus visibles, les points de retournements dans les anticipations de la Commission européenne relatives aux prix de vente pour les services ont tendance à se produire plus tôt que ceux observés pour la composante services de l'IPCH (graphique B). Dans le cas du pic le plus récent, cette avance a représenté dix mois. Cela reflète le fait que ces mesures tirées d'enquêtes ont tendance à prendre rapidement en compte l'impact des chocs d'offre et de leur dissipation ultérieure, car elles sont prospectives et reflètent les pratiques en matière de fixation des prix en amont de la chaîne des prix <sup>3</sup>.

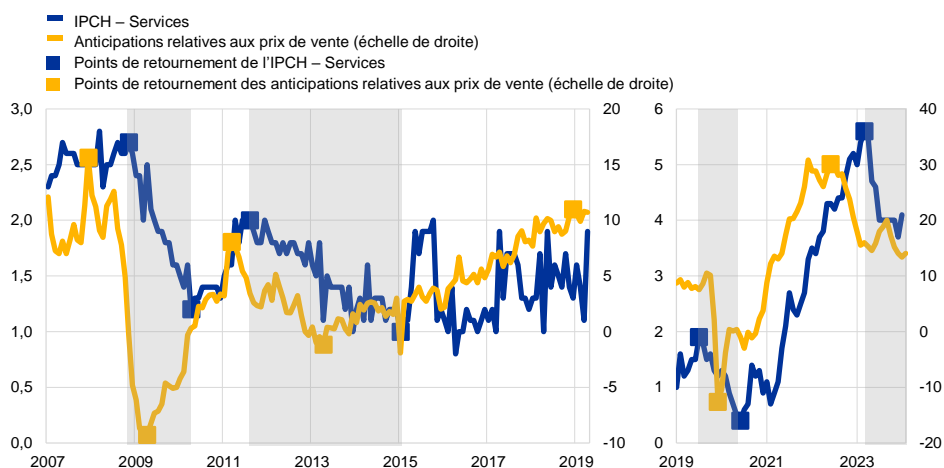
<sup>3</sup> Les prix à la production dans les services pourraient constituer une source d'information supplémentaire sur les tensions inflationnistes en amont de la chaîne des prix, mais ils ne sont disponibles que trimestriellement, à compter du premier trimestre 2021, et sont publiés avec un décalage. Cela rend moins pertinente une analyse des tensions en amont allant des prix à la production aux prix à la consommation dans le cas des services et suggère qu'il est judicieux d'examiner le lien direct entre les anticipations relatives aux prix de vente et les prix à la consommation.



## Graphique B

### Points de retournement de l'IPCH pour les services et des anticipations de la Commission européenne relatives aux prix de vente

(échelle de gauche : variations annuelles en pourcentage ; échelle de droite : soldes des réponses)



Sources : Commission européenne (DG-ECFIN), Eurostat et calculs de la BCE.

Notes : Les zones ombrées représentent des ralentissements de la hausse des prix des services. Les points de retournement sont identifiés à l'aide d'un algorithme de Bry et Boschan modifié (cf. Bry (G.) et Boschan (C.), « Programmed Selection of Cyclical Turning Points », dans Bry (G.) et Boschan (C.) (eds.), *Cyclical Analysis of Time Series: Selected Procedures and Computer Programs*, National Bureau of Economic Research, 1971, p. 7-63). Les dernières observations se rapportent à juin 2024.

### Les propriétés d'indicateur avancé des anticipations relatives aux prix de vente dans les services ont été particulièrement manifestes durant la récente poussée de l'inflation.

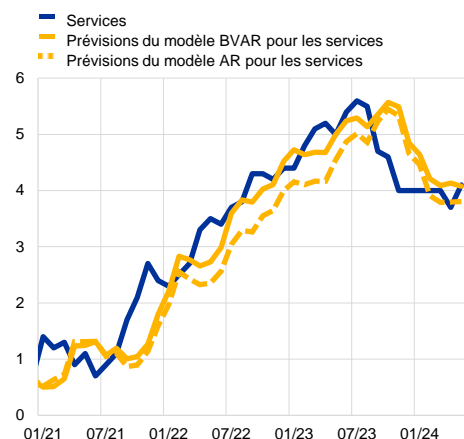
Dans un exercice de prévision simple, le graphique C compare la hausse effective des prix des services mesurée par l'IPCH pour la zone euro à des prévisions en temps réel à trois mois fondées sur un modèle vectoriel autorégressif bayésien (BVAR) bivarié standard incluant la hausse des prix des services et les anticipations de la Commission européenne relatives aux prix de vente des services. Jusqu'au début du pic d'inflation, les prévisions du modèle BVAR sont très similaires à celles résultant d'un processus autorégressif (AR) naïf pour la hausse des prix des services mesurée par l'IPCH, mais elles sont plus proches des données effectives par la suite. Cela s'applique à tous les secteurs des services, comme l'illustrent les boîtes à moustaches dans le graphique C, qui présentent les racines carrées de l'erreur quadratique moyenne (RMSE) relative des prévisions à trois mois fondées sur le modèle BVAR sectoriel bivarié utilisant les données de l'IPCH et les anticipations relatives aux prix de vente par rapport à celles fondées sur un processus autorégressif (AR) naïf. Les graphiques, qui couvrent 16 sous-secteurs des services, ainsi que le total des services (points rouges), suggèrent que – si l'on ajoute les observations postérieures à la pandémie – les anticipations présentent des propriétés d'indicateur avancé plus claires. Les RMSE se situent plus nettement au-dessous de 1, en particulier pour le total des services, ce qui indique que les anticipations accroissent le pouvoir prédictif par rapport au modèle de référence naïf.

## Graphique C

### Propriétés prédictives des anticipations relatives aux prix de vente pour la hausse des prix de l'ensemble des services et des différents secteurs

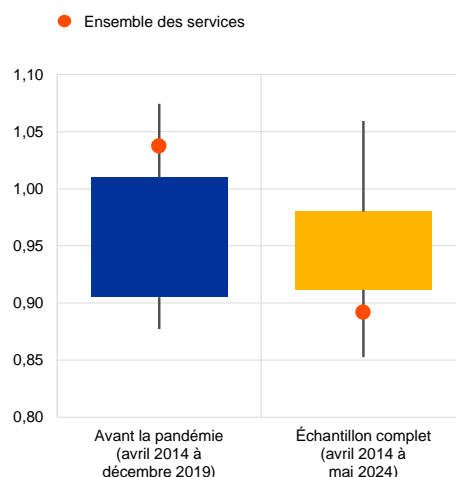
#### a) Hausse des prix pour l'ensemble des services

(variations annuelles en pourcentage)



#### b) RMSE pour l'ensemble des services et les sous-secteurs

(Ratio RMSE BVAR/AR)



Sources : Commission européenne (DG-ECFIN), Eurostat et calculs de la BCE.

Notes : Les prévisions hors échantillon ont été produites de manière réursive (*expanding window*) à l'aide de la *boîte à outils BEAR* en examinant 12 décalages et des a priori (*priors*) standard. Pour le secteur des services, la période d'échantillonnage s'étend de janvier 1992 à mai 2024. Toutefois, pour les sous-secteurs, les périodes d'échantillonnage varient en fonction de la disponibilité des données. L'échantillon d'évaluation des prévisions à trois mois est le même pour tous et débute en avril 2014 en raison de la disponibilité des données. La racine carrée de l'erreur quadratique moyenne (RMSE) est calculée pour deux périodes distinctes : la période antérieure à la pandémie, d'avril 2014 à décembre 2019, et la période d'échantillonnage complète, comprise entre avril 2014 et mai 2024. Les données granulaires de la Commission européenne, classées selon la nomenclature NACE, ont été rapprochées des données COICOP relatives à l'IPCH, ce qui permet d'obtenir 16 secteurs mis en correspondance pour lesquels les données historiques sont suffisamment longues. La RMSE relative est exprimée par rapport à un modèle de référence autorégressif (AR) : un nombre inférieur à 1 montre que le modèle BVAR incluant les anticipations est supérieur à un processus autorégressif.

**Selon un modèle d'apprentissage automatique, le pouvoir prédictif des anticipations de la Commission européenne relatives aux prix de vente pour la hausse des prix mesurée par l'IPCH pour l'ensemble des services semble être hautement non linéaire.** Un modèle de régression quantile basé sur une forêt (*quantile regression forest (QRF) model*) peut capturer une relation non linéaire générale entre la hausse des prix des services mesurée par l'IPCH dans la zone euro et un large ensemble de déterminants<sup>4</sup>. La contribution apportée par les anticipations relatives aux prix de vente pour expliquer le taux d'inflation annuel à trois mois pour l'ensemble des services était limitée avant la pandémie, mais a augmenté de manière non linéaire par la suite (graphique D, partie a). En fait, le modèle QRF montre un effet de seuil pour les anticipations relatives aux prix de vente, c'est-à-dire un niveau à partir duquel leur contribution à l'explication de la hausse des prix des services bondit soudainement. Cette non-linéarité pourrait être liée au fait que cette variable d'enquête est indicative de la fréquence des ajustements de prix (compte tenu de la formulation spécifique des questions sous-jacentes), qui a augmenté et est devenue très pertinente durant l'épisode d'inflation élevée. Avant la forte hausse de l'inflation, cet indicateur se classait,

<sup>4</sup> Les estimations et l'ensemble de données du modèle QRF suivent Lenza (M.), Moutachaker (I.) et Paredes (J.), « *Density Forecasts of Inflation: A Quantile Regression Forest Approach* », *Working Paper Series*, n° 2830, BCE, 2023. Les anticipations de la Commission européenne relatives aux prix de vente des services ont été ajoutées à l'ensemble de données initial.

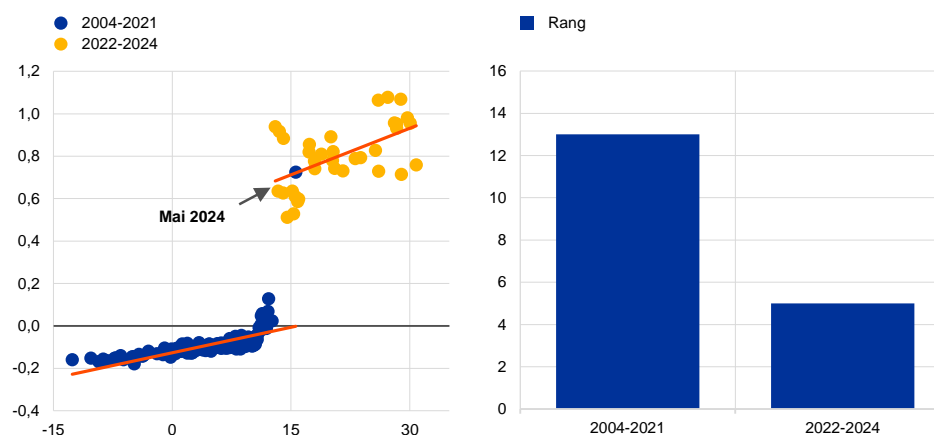
en moyenne, au treizième rang parmi les facteurs d'explication de l'inflation future, tandis qu'il se classe actuellement au cinquième rang (graphique D, partie b).

### Graphique D

Contribution des anticipations de la Commission européenne relatives aux prix de vente dans les services pour expliquer la hausse des prix des services

a) Contribution des anticipations relatives aux prix de vente à la hausse annuelle des prix des services attendue à trois mois  
 b) Classement de l'importance des anticipations relatives aux prix de vente pour expliquer la hausse annuelle des prix des services attendue à trois mois (à partir de 60 variables)

(axe des abscisses : anticipations relatives aux prix de vente des services, soldes des réponses ; axe des ordonnées : écarts en points de pourcentage de la contribution de la hausse des prix des services par rapport à la moyenne) (rang)



Sources : Commission européenne (DG-ECFIN), ECB et calculs de la BCE  
 Note : « 2004-2021 » correspond à la période allant de 2004 à septembre 2021 ; « 2022-2024 » correspond à la période allant d'octobre 2021 à mai 2024.

**Dans l'ensemble, les anticipations relatives aux prix de vente pour les services ont bien un pouvoir prédictif de la composante services de l'IPCH, ce pouvoir étant plus visible autour des points de retournement et lorsque l'inflation est élevée.** Les données sur les anticipations relatives aux prix de vente pour les services peuvent être utilisées pour évaluer les tensions inflationnistes en amont de la chaîne des prix, compte tenu de l'insuffisance des données sur les prix à la production pour le secteur des services. Ces données d'enquêtes peuvent fournir une indication au moment des points de retournement importants et peuvent présenter des non-linéarités. Durant la récente poussée de l'inflation, les anticipations relatives aux prix de vente ont aidé à prévoir la hausse des prix des services mesurée par l'IPCH, mais cette non-linéarité du pouvoir prédictif diminue probablement à mesure que l'inflation se normalise.

## Le rendement du capital et ses déterminants dans la période récente

John Hutchinson et Arthur Saint-Guilhem

**Depuis le pic des taux d'intérêt réels dans les années 1980, la divergence entre les rendements du capital destiné à la production et ceux des actifs sûrs a augmenté.** Il est intéressant de comprendre cette tendance, compte tenu des implications potentielles pour l'investissement. Le rendement du capital à des fins productives constitue une métrique d'investissement importante. Le taux sans risque étant utilisé comme coût d'opportunité pour l'investissement dans le capital productif, un écart persistant pourrait suggérer que les investisseurs hésitent à allouer des ressources à des projets perçus comme plus risqués, entraînant une allocation inefficace du capital et un sous-investissement. Cette situation fait peser des risques sur les investissements importants nécessaires pour faire avancer la transition verte. Cet encadré examine ce qui pourrait expliquer cet écart, concluant qu'une prime de risque plus élevée constitue le principal facteur, mais que l'augmentation des rentes économiques joue également un rôle.

**L'estimation du rendement du capital repose sur diverses hypothèses, relatives notamment aux actifs financiers et au rôle joué par le secteur de l'immobilier résidentiel dans le stock de capital.** Le calcul du revenu du capital et la prise en compte soit de l'ensemble de l'économie, soit uniquement des secteurs productifs, sont également examinés. Dès lors, différentes approches peuvent être retenues.

**Cet encadré utilise une mesure complète : le rendement réel du capital avant impôt pour l'ensemble de l'économie**<sup>1</sup>. Cette mesure est calculée comme le revenu domestique net moins la rémunération totale divisée par le stock de capital net. Depuis les années 1990, la mesure a fluctué au sein d'une fourchette relativement étroite tant dans la zone euro qu'aux États-Unis, avec une légère tendance haussière observée aux États-Unis<sup>2</sup>. Le rendement du capital a également été constamment plus élevé aux États-Unis que dans la zone euro. L'écart est calculé comme la différence entre le rendement du capital et le taux sans risque réel, qui, aux fins du présent encadré, est défini comme l'Euribor 3 mois (pour la zone euro) ou le taux des bons du Trésor (pour les États-Unis) moins les anticipations d'inflation à un an.

**L'écart croissant entre le rendement du capital et le taux sans risque a atteint un point haut pendant la pandémie dans la zone euro et aux États-Unis, avant**

<sup>1</sup> Si la composante fiscalité est un facteur économiquement pertinent dans les décisions d'investissement des entreprises, on observe toutefois une absence de données harmonisées sur les rendements après impôt.

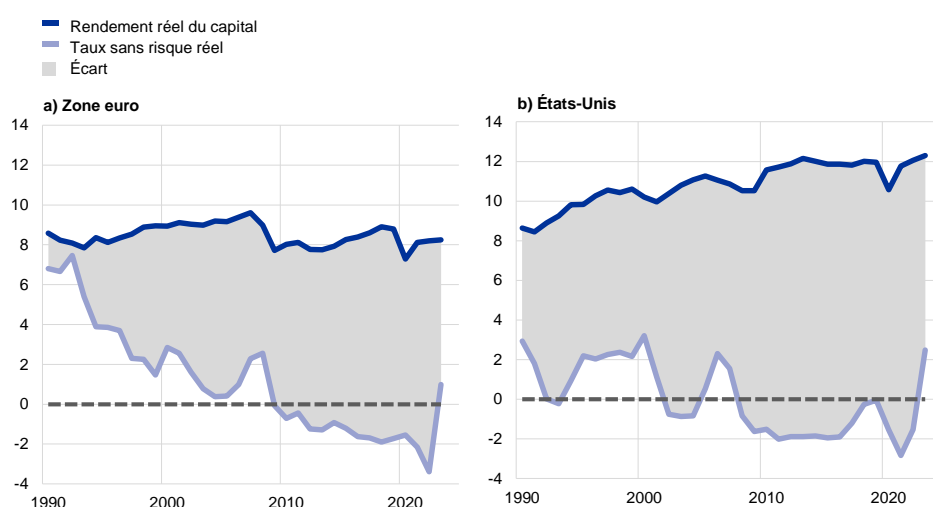
<sup>2</sup> La possible sous-estimation du stock d'actifs intangibles dans les comptes nationaux fait actuellement débat, tout comme le risque qu'elle aboutisse à une surestimation du rendement du capital. Un rapide calcul, supposant une sous-estimation de 50 % des actifs intangibles, indique que l'impact sur le rendement du capital resterait limité (à moins de 1 point de pourcentage). Ces résultats font écho à ceux de Farhi (E.) et Gourio (F.), « *Accounting for Macro-Finance Trends: Market Power, Intangibles, and Risk Premia?* », *Brookings Papers on Economic Activity*, automne 2018, p. 147-250.

**de diminuer durant le récent cycle de resserrement des taux.** Le rendement du capital relativement stable contraste fortement avec la baisse à long terme du rendement réel des actifs sûrs. L'écart s'est encore nettement élargi et a atteint son maximum lors de la récente poussée de l'inflation (graphique A). Les mesures de politique monétaire adoptées en réponse et la baisse des anticipations d'inflation ont entraîné une hausse du taux sans risque réel, réduisant ainsi l'écart entre ce taux et le rendement du capital.

### Graphique A

Écart croissant entre rendement du capital et taux sans risque dans la zone euro et aux États-Unis

(en pourcentages)



Sources : base de données AMECO, base de données FRED (*Federal Reserve Economic Data*), base de données du modèle couvrant l'ensemble de la zone euro (*Area-Wide Model, AWM*), *Consensus Economics* et calculs de la BCE.

Notes : Le rendement réel du capital est le rendement avant impôt dans la zone euro et aux États-Unis. Les taux réels sont calculés comme la différence entre le taux Euribor 3 mois ou le taux des bons du Trésor et les anticipations d'inflation à un an. Les dernières données se rapportent à 2023.

**Afin d'analyser les facteurs à l'origine de cet écart dans la zone euro, nous utilisons le cadre comptable proposé par Caballero, Farhi et Gourinchas, qui établit un lien entre l'évolution de l'écart et l'évolution de quatre variables économiques clés : part du travail ; primes de risque ; anticipations de moins-values liées aux variations dans le temps des prix relatifs des biens d'investissement ; et marges**<sup>3</sup>. La part du travail peut être observée et est considérée comme la part salariale ajustée dans la base de données AMECO de la Commission européenne<sup>4</sup>. De la part salariale et de l'élasticité de la production au capital, nous pouvons déduire une mesure de la marge moyenne sur les biens – une

<sup>3</sup> Cf. Caballero (R.J.), Farhi (E.) et Gourinchas (P.-O.), « *Rents, Technical Change, and Risk Premia: Accounting for Secular Trends in Interest Rates, Return on Capital, Earning Yields, and Factor Shares* », *American Economic Review*, vol. 107(5), mai 2017, p. 614-620. Jusqu'à présent, seul un petit nombre d'études ont examiné les facteurs à l'origine de cet écart. Cf. également Daly (K.), « *A Secular Increase in the Equity Risk Premium* », *International Finance*, vol. 19(2), été 2016, p. 179-200 ; Hutchinson (J.) et Saint-Guilhem (A.), « *L'écart entre rendement du capital et taux sans risque* », *Bloc-notes Éco*, Banque de France, février 2019 ; et Marx (M.), Mojon (B.) et Velde (F.R.), « *Why have interest rates fallen far below the return on capital?* », *Journal of Monetary Economics*, vol. 124(S), novembre 2021, p. 57-76.

<sup>4</sup> La part salariale ajustée est calculée comme la rémunération totale (corrigée de l'emploi total) par rapport au PIB nominal.

approximation des rentes économiques dans ce cadre, qui est inversement proportionnelle à la part du travail. Le rendement moyen réel du capital est défini comme le ratio du revenu réel du capital rapporté au stock de capital, net de l'amortissement. La prime de risque du capital est ensuite estimée comme le rendement du capital excédant le taux d'intérêt sans risque, en tenant compte des amortissements, des loyers et des pertes en capital attendues en raison de la baisse du prix de l'investissement au fil du temps. Dans cet exercice, nous adoptons une fonction de production Cobb-Douglas au lieu d'une fonction de production de l'élasticité constante de la substitution (*constant elasticity of substitution*, CES). Cette approche implique que les variations de la part de travail sont attribuées aux variations des marges et que la technologie qui accroît l'efficacité du capital ne joue pas de rôle <sup>5</sup>.

**En exploitant les données pour la zone euro et les États-Unis, ce cadre est calibré pour correspondre à l'écart observé entre rendement du capital avant impôt et taux sans risque entre 1990 et 2023 (graphique B).** Depuis le milieu des années 2000 environ, l'écart s'est accru dans les deux juridictions. Dans la zone euro, cette augmentation peut être principalement attribuée à la prime de risque, en particulier depuis la pandémie, tandis que la contribution des marges, bien que significative au cours des différentes périodes, a légèrement diminué. Ce changement peut refléter l'incidence des réformes du marché du travail et celles du marché des biens et services mises en œuvre dans la zone euro à la suite de la crise financière mondiale et de la crise de la dette souveraine dans la zone euro. Aux États-Unis, cette hausse s'explique principalement par l'augmentation de la prime de risque et, dans une moindre mesure, par l'augmentation des marges. L'écart ainsi que les facteurs qui en rendent compte dans ce cadre sont restés largement inchangés aux États-Unis depuis le début de la pandémie. L'observation selon laquelle une part considérable de l'écart observé aux États-Unis s'explique par les marges est en ligne avec les études empiriques faisant état d'une hausse des marges au cours des 30 dernières années aux États-Unis <sup>6</sup>.

---

<sup>5</sup> Bien qu'elle ne soit pas déclarée, une fonction de production CES a également été utilisée à titre de comparaison et les principaux résultats sont restés valables.

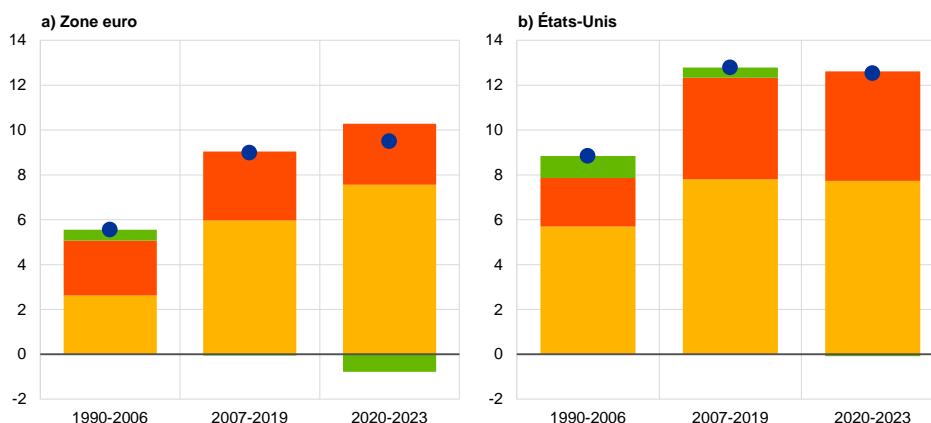
<sup>6</sup> Des études montrent que l'augmentation des marges s'explique par la queue supérieure de la distribution des marges. Cf., par exemple, De Loecker (J.), Eeckhout (J.) et Unger (G.), « *The Rise of Market Power and the Macroeconomic Implications* », *The Quarterly Journal of Economics*, vol. 135, n° 2, mai 2020, p. 561-644.

## Graphique B

### Décomposition de l'écart entre rendement du capital et taux sans risque

(en points de pourcentage)

- Écart
- Prime de risque
- Marges
- Perte de capital attendue



Sources : base de données AMECO, base de données FRED, base de données AWM, *Consensus Economics* et calculs de la BCE.

**L'augmentation de la prime de risque dans la zone euro depuis la pandémie peut être attribuée à l'incertitude accrue résultant de la pandémie et des évolutions géopolitiques, ainsi qu'à une tendance à plus long terme de hausse de la demande d'actifs sûrs et de réduction de l'offre, qui a entraîné une baisse du taux sans risque sans influencer sur les rendements des actifs risqués.**

Dans une perspective à plus long terme, l'augmentation significative de la prime de risque à partir des années 2000 environ peut refléter une augmentation de la demande d'actifs sûrs, exacerbée par les changements réglementaires postérieurs à la crise et par une diminution générale de l'offre d'actifs sûrs. Ces facteurs ont progressivement réduit l'offre nette d'actifs sûrs, poussant à la baisse le taux sans risque sans influencer sur le rendement des actifs risqués<sup>7,8</sup>. D'autres facteurs, tels que la démographie et la faible productivité, ont été identifiés comme étant des déterminants du recul séculaire des taux sans risque, mais leur effet sur l'écart n'est pas très clair.

**Cet écart persistant peut être considéré comme un indicateur d'inefficacités dans l'allocation du capital.** Les rendements élevés du capital peuvent décourager les entreprises d'entreprendre des projets d'investissement, en particulier celles qui sont plus jeunes et présentent une productivité plus élevée, freinant ainsi la croissance économique. Faciliter un meilleur accès au financement du capital pourrait atténuer cet écart, favorisant ainsi l'investissement et faisant progresser la transition verte.

<sup>7</sup> Cf. Caballero (R.J.), Farhi (E.) et Gourinchas (P.O.), « *Safe Asset Scarcity and Aggregate Demand* », *American Economic Review*, vol. 106(5), mai 2016, p. 513-518 ; et Ferreira (T.R.T.) et Shousha (S.), « *Determinants of global neutral interest rates* », *Journal of International Economics*, vol. 145, novembre 2023.

<sup>8</sup> Il convient de noter que les estimations récentes des taux d'intérêt réels d'équilibre ont légèrement augmenté. Cf., par exemple, l'encadré intitulé « [Estimations du taux d'intérêt naturel pour la zone euro : une actualisation](#) », *Bulletin économique*, n° 1, BCE, 2024.

**Pour la zone euro, la poursuite de l'intégration financière, avec l'achèvement de l'union des marchés des capitaux, pourrait contribuer à réduire la prime de risque en réduisant la fragmentation financière, en augmentant la diversification des portefeuilles et en améliorant les perspectives d'efficacité du marché, stimulant ainsi l'investissement actuellement atone et soutenant la transition verte dans la zone euro.** Les investissements nécessaires pour que la zone euro respecte ses engagements « Ajustement à l'objectif 55 » sont importants. S'il est possible que certains de ces besoins d'investissement soient satisfaits par les taxes sur le carbone, des investissements nettement plus importants seront nécessaires pour atteindre les niveaux requis <sup>9</sup>.

---

<sup>9</sup> Pour certaines estimations quantitatives, cf. l'article intitulé « [Les conséquences macroéconomiques de la transition vers une économie bas carbone](#) », *Bulletin économique*, n° 5, BCE, 2023.



## 8 Projections des coûts liés au vieillissement : nouvelles données issues du rapport 2024 sur le vieillissement

Edmund Moshhammer et Joachim Schroth

**Cet encadré analyse les projections produites au cours des quinze dernières années concernant les coûts liés au vieillissement de la population dans les pays de la zone euro, à partir de nouvelles données issues du *2024 Ageing Report (rapport 2024 sur le vieillissement)* récemment publié.** Ce rapport <sup>1</sup>, publié le 19 avril 2024, est le dernier d'une série de rapports préparés tous les trois ans par le groupe de travail sur le vieillissement du Comité de politique économique, qui vient en appui des travaux du Conseil de l'Union européenne. Il présente des projections des dépenses publiques liées au vieillissement de la population pour les pays membres de l'UE sur la période 2022-2070 <sup>2</sup>. Ses conclusions apportent des informations essentielles pour les analyses de la soutenabilité budgétaire à long terme produites par la Commission européenne et la BCE. Les projections jouent également un rôle important dans la mise en œuvre du cadre budgétaire révisé de l'UE. Ce cadre est entré en vigueur fin avril 2024 et met davantage l'accent sur la nécessité, pour les pouvoirs publics, de remédier aux risques pesant sur la soutenabilité budgétaire.

**Le rapport 2024 sur le vieillissement inclut des projections (en part du PIB) des coûts budgétaires liés au vieillissement de la population dans la zone euro, qui devraient passer de 25,1 % en 2022 à 26,5 % en 2070.** Les évolutions des coûts liés au vieillissement varient entre les pays, tous ne partant pas de la même situation, en termes de structure de population et d'environnement réglementaire par exemple (graphique A) <sup>3</sup>. Selon les estimations, neuf pays devraient enregistrer des hausses de coûts de plus de 4 points de pourcentage, tandis que six pays devraient enregistrer une baisse des coûts. La hausse des coûts totaux du vieillissement pour la zone euro semble résulter principalement de l'augmentation des coûts liés aux retraites, et dans une moindre mesure, des dépenses de santé et des coûts des soins de longue durée. Les dépenses d'éducation devraient baisser légèrement dans l'ensemble des pays. Si l'on compare les intervalles 2022-2045 et 2022-2070, la chronologie des hausses des coûts liés au vieillissement devrait varier fortement entre les pays. Ces projections à très long terme sont généralement caractérisées par un degré élevé d'incertitude. À titre d'illustration, dans un scénario de risque qui suppose, pour les soins de santé et les soins de longue durée, une plus grande élasticité de la demande et une convergence entre les pays des coûts et de la couverture, le rapport estime que dans la zone euro, les coûts liés au vieillissement pourraient augmenter

<sup>1</sup> Cf. « *2024 Ageing Report: Economic & Budgetary Projections for the EU Member States (2022-2070)* », *European Economy – Institutional Papers*, n° 279, Commission européenne, avril 2024.

<sup>2</sup> Pour une analyse des hypothèses démographiques sous-jacentes, cf. l'encadré intitulé « *Les tendances démographiques EUROPOP2023 et ce qui en résulte pour l'économie de la zone euro* », *Bulletin économique*, n°3, BCE, 2023.

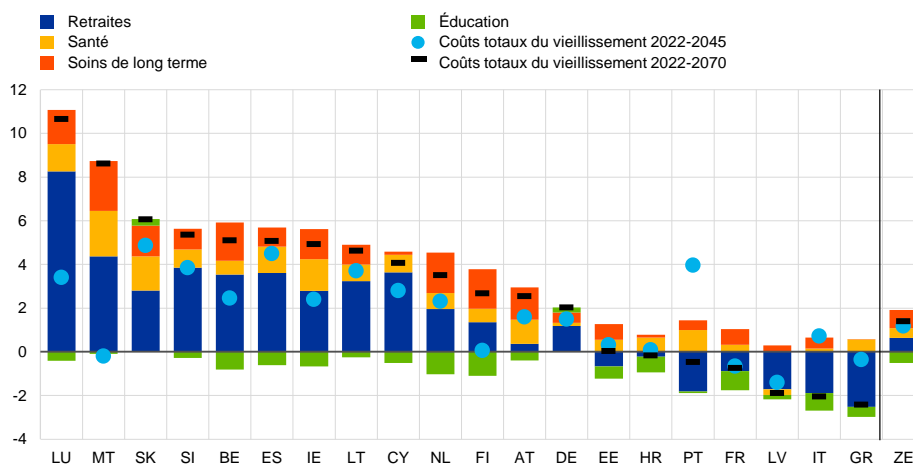
<sup>3</sup> Par exemple, 13 pays de la zone euro disposent de mécanismes d'ajustement automatique qui affectent les pensions de retraite ou qui associent l'âge de départ en retraite à l'espérance de vie.

de 4,0 points de pourcentage d'ici à 2070, contre une hausse de 1,4 point de pourcentage estimée dans les projections de référence.

### Graphique A

#### Variations des coûts totaux du vieillissement et de leurs composantes

(en points de pourcentage ; 2022-2070)



Sources : Rapport 2024 sur le vieillissement et calculs de la BCE.  
Note : Les coûts totaux du vieillissement sont exprimés en part du PIB.

**Selon les estimations, par rapport aux précédentes projections publiées il y a trois ans, les coûts liés au vieillissement dans la zone euro devraient être supérieurs de 0,3 point de pourcentage d'ici 2070.** Cela reflète des révisions à la hausse des coûts budgétaires liés au vieillissement dans dix pays de la zone euro, et des révisions à la baisse dans dix autres pays. Les révisions à la hausse les plus marquées sont en Espagne, où les dépenses devraient être supérieures de 7 points de pourcentage d'ici 2070, en raison notamment d'une inversion partielle des réformes des retraites espagnoles de 2011 et 2013, et à Chypre où les dépenses devraient augmenter de 6 points de pourcentage. En revanche, pour la Slovaquie, les dépenses en 2070 ont été revues à la baisse de 4 points de pourcentage et la hausse des coûts projetée de 2022 à 2070 a été revue à la baisse pour s'établir à 6 points de pourcentage, à la suite d'une réforme des retraites en 2022.

**Si l'on adopte une perspective de plus long terme en examinant les rapports sur le vieillissement publiés depuis 2009, on voit émerger certains profils d'évolution notables (graphique B).** Le dernier rapport souligne une évolution positive : seuls deux pays devraient faire face à une augmentation de plus de 6 points de pourcentage de leurs dépenses publiques liées au vieillissement sur l'horizon de prévision<sup>4</sup>. Dans les rapports précédents, douze pays dépassaient ce seuil. Toutefois, la plupart des pays devraient tout de même faire face à une hausse importante des coûts. Seuls sept pays affichent des trajectoires stables ou baissières, avec une hausse des dépenses de moins d'un point de pourcentage du

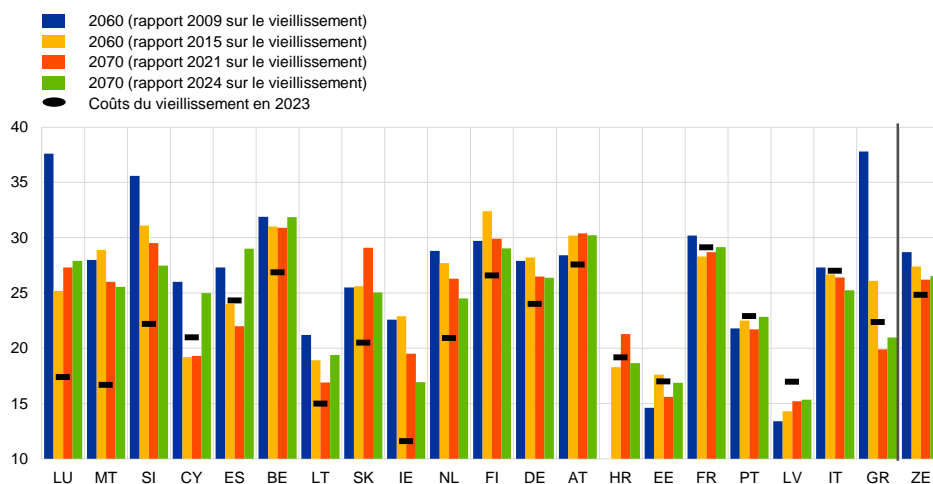
<sup>4</sup> Cela s'explique par des changements dans les hypothèses et les politiques structurelles mises en œuvre par les États membres de l'UE, mais aussi par le fait que les coûts réels liés au vieillissement ont augmenté.

PIB, tandis que neuf pays faisaient partie de ce groupe dans le rapport 2015 sur le vieillissement.

### Graphique B

#### Coûts totaux liés au vieillissement en 2023 et coûts à long terme dans les différentes projections

(en pourcentage du PIB)



Sources : Rapports sur le vieillissement publiés en 2009, 2015, 2021 et 2024, et calculs de la BCE.

Notes : Le graphique compare les projections publiées dans le rapport 2024 à celles de précédents rapports sur le vieillissement. Les rapports 2009 et 2015 sur le vieillissement font référence à l'horizon 2060, tandis que les rapports 2021 et 2024 font référence à l'horizon 2070. Pour la Croatie, les données ne sont disponibles qu'à partir du rapport 2015 sur le vieillissement. Les pays sont classés selon le niveau de la hausse des coûts projeté dans le rapport 2024.

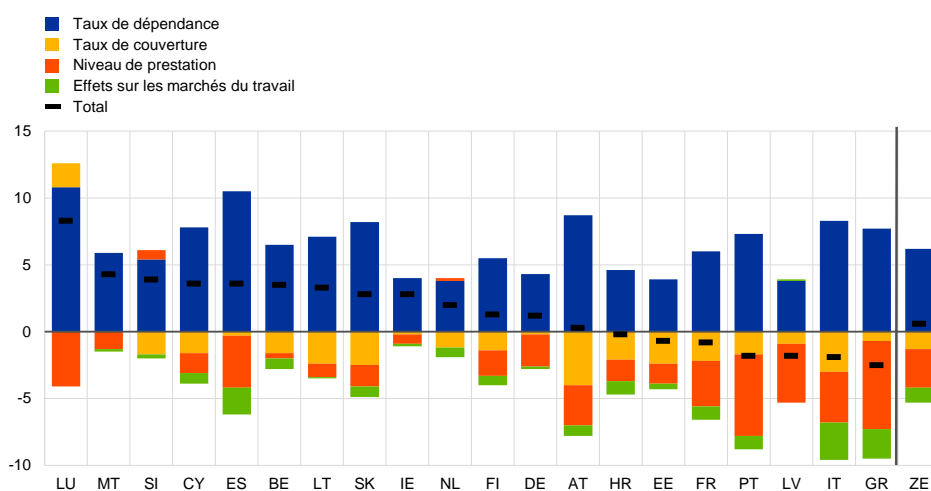
#### Le dernier rapport sur le vieillissement montre que l'augmentation, liée au vieillissement de la population, des dépenses publiques au titre des retraites devrait être atténuée par des taux de prestation moins élevés, des départs à la retraite plus tardifs et d'autres effets structurels sur les marchés du travail.

En analysant les dépenses de retraites de façon plus approfondie, les dynamiques peuvent être réparties en quatre principales composantes : le taux de dépendance, le taux de couverture, le taux de prestation et les effets sur les marchés du travail. Selon les estimations, le taux de dépendance, c'est à dire le nombre de personnes jeunes et de personnes âgées rapporté à la population en âge de travailler, accroît les dépenses publiques au titre des retraites dans l'ensemble des pays, de 6,2 points de pourcentage en moyenne d'ici 2070 (graphique C). Cet effet semble être contrebalancé par les contributions du taux de prestation (– 2,9 points de pourcentage), du taux de couverture (– 1,3 point de pourcentage) et par les effets sur les marchés du travail (– 1,1 point de pourcentage). Le niveau de prestation mesure la générosité du système de retraite en examinant les paiements de pensions par rapport aux salaires, et dépend de la rapidité et de l'ampleur de l'ajustement des prestations en réponse à l'inflation et aux gains de productivité. Les plus grandes réductions de coûts liées à cette composante sont projetées pour la Grèce et le Portugal. Le taux de couverture correspond au nombre de personnes retraitées ramené au total des personnes de 65 ans et plus, et dépend d'anciennes réformes ciblant l'âge de départ à la retraite tels que les mesures de retraite anticipée ou des changements de l'âge de départ à la retraite statutaire. Les plus grandes réductions de coûts pour cette composante sont prévues pour la Slovaquie.

Les effets sur les marchés du travail dépendent des changements affectant l'emploi, le temps de travail et le taux d'activité des personnes plus âgées. Ces effets devraient s'atténuer face aux réformes encourageant des carrières professionnelles plus longues et à la hausse escomptée du taux d'emploi. Leur incidence est particulièrement notable pour l'Italie, où un taux d'emploi plus élevé et des carrières plus longues devraient réduire les dépenses publiques consacrées aux retraites de 2,8 points de pourcentage d'ici 2070.

### Graphique C Déterminants des projections des coûts des retraites

(en points de pourcentage ; 2022-2070)



Sources : Rapport 2024 sur le vieillissement et calculs de la BCE.

Notes : Le graphique ne montre pas un terme résiduel qui résulte de l'interaction des composantes et qui fait baisser les coûts totaux des retraites (exprimés en pourcentage du PIB) de -0,1 point de pourcentage à -0,7 point de pourcentage du PIB dans les différents pays. Pour le Luxembourg, le taux de couverture et les effets sur les marchés du travail ne sont pas significatifs, les travailleurs transfrontaliers n'étant pas inclus dans les projections de main-d'œuvre.

### Le vieillissement de la population devrait également avoir une incidence négative sur les finances publiques d'ici à 2070, en pesant sur la croissance de la production potentielle.

Selon le rapport 2024 sur le vieillissement, la croissance de la production potentielle dans la zone euro devrait diminuer par rapport au niveau moyen de 1,4 % estimé pour la période 2022-2024, pour revenir à 0,8 % au début des années 2030, la croissance de l'apport de main-d'œuvre devenant négative (graphique D). Par rapport au rapport 2021 sur le vieillissement, le niveau de croissance de la production potentielle en 2022-2024 a été revu à la hausse sur la base des surprises à la hausse relatives à l'immigration nette, des taux d'activité et des taux d'emploi, tandis que la croissance de la production potentielle pour la première moitié des années 2030 reste inchangée, donnant lieu à une décélération plus nette que projeté auparavant<sup>5</sup>. Sur le long terme, la croissance de la production potentielle devrait être plus faible que le niveau estimé actuel et diminuer progressivement pour revenir à 1,0 % en 2070. Ce niveau est inférieur à la précédente projection de 1,4 % et s'explique par des révisions apportées à toutes les composantes. Plus particulièrement, la croissance de la productivité globale des

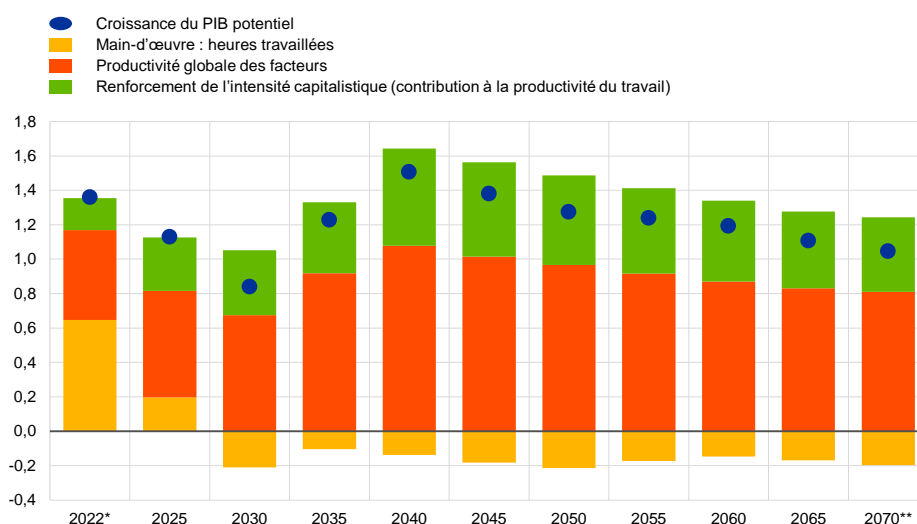
<sup>5</sup> Le profil de croissance de la production potentielle au cours des dix premières années de l'horizon de projection est fondé sur la [méthodologie commune](#) du groupe de travail sur les écarts de production du Comité de politique économique.

facteurs en 2070 a été revue à la baisse de 0,2 point de pourcentage pour s'établir à 0,8 %<sup>6</sup>. Néanmoins, le niveau d'incertitude entourant les projections est élevé, compte tenu de l'évolution des flux migratoires et de la difficulté à prédire les implications des transformations numérique et écologique. En outre, les estimations ne capturent pas tous les effets que le vieillissement de la population peut avoir sur la production potentielle, tels qu'une réduction de la productivité agrégée résultant de la baisse des capacités physiques, du déclin de la santé ou d'une innovation moins forte. Les projections ne tiennent pas non plus compte de l'incidence possible des modifications de la composition des dépenses publiques sur la production potentielle – par exemple, des dépenses plus élevées liées au vieillissement pourraient réduire les ressources disponibles pour l'investissement dans les infrastructures<sup>7</sup>.

### Graphique D

#### Projections de la croissance de la production potentielle et contributions des composantes

(croissance annuelle moyenne en pourcentage sur des périodes de cinq ans)



Sources : Rapport 2024 sur le vieillissement et calculs des services de la BCE.

Notes : Les données se rapportent à la croissance moyenne de l'année donnée et des quatre années suivantes. Le renforcement de l'intensité capitaliste désigne les évolutions du ratio de capital par rapport à la main-d'œuvre. \* Pour 2022, les données se rapportent à la croissance moyenne sur la période 2022-2024. \*\* Pour 2070, les données se rapportent à la croissance annuelle pour l'année 2070.

**Les coûts croissants du vieillissement sont une question-clé dans l'évaluation de la soutenabilité budgétaire à long terme.** Les changements démographiques, qui se traduisent par une plus grande proportion de personnes retraitées et une demande accrue de pensions, de services de santé et de services de soins de

<sup>6</sup> Pour les révisions apportées aux données sur la productivité globale des facteurs, cf. « *Prospects for long-term productivity growth* », *Quarterly Report on the Euro Area, European Economy*, Institutional Paper n° 201, Commission européenne, mai 2023. Les révisions des données sur la main-d'œuvre sont principalement dues aux projections de baisse de taux de fertilité. Pour les révisions apportées au renforcement de l'intensité capitaliste résultant de la croissance de la productivité globale des facteurs et des hypothèses de convergence entre pays, cf. « *2024 Ageing Report Underlying Assumptions and Projection Methodologies* », *Institutional Paper*, n° 257, Commission européenne, novembre 2023.

<sup>7</sup> Cf. Bodnár (K.) et Nerlich (C.), « *The macroeconomic and fiscal impact of population ageing* », *Occasional Paper Series*, n° 296, BCE, juin 2022.

longue durée, vont peser sur les finances publiques. L'évolution des projections des coûts du vieillissement révèle que, si des progrès ont été réalisés dans certains pays, les défis restent considérables. Pour faire face aux conséquences économiques et budgétaires du vieillissement de la population, des coussins budgétaires, une composition des finances publiques plus propice à la croissance et des réformes structurelles seront nécessaires<sup>8</sup>. De plus, pour limiter son effet négatif sur la croissance potentielle, des politiques visant à renforcer la productivité sont nécessaires – par exemple pour promouvoir l'innovation, l'apprentissage tout au long de la vie et une intégration plus rapide des migrants au marché du travail.

---

<sup>8</sup> Cf. Bodnár (K.) et Nerlich (C.), *op. cit.*

# Articles

## 1 L'évolution du modèle de croissance de la Chine : défis et perspectives de croissance à long terme

Alexander Al-Haschimi et Tajda Spital

### 1 Introduction

**La transformation économique rapide de la Chine, qui est devenue la deuxième économie mondiale, est inextricablement liée à son modèle de croissance tirée par l'investissement.** Cet investissement a été financé par des niveaux élevés d'épargne domestique résultant d'un certain nombre de politiques publiques <sup>1</sup>. Cette épargne a été dirigée vers un système financier octroyant des prêts fortement subventionnés à des fins d'investissements dans les infrastructures, le secteur manufacturier et l'immobilier. En conséquence, la Chine a atteint des taux élevés de croissance économique en augmentant son niveau d'investissement plus rapidement que la plupart des autres pays se situant à un niveau de développement similaire (graphique 1, partie a) <sup>2</sup>.

**Toutefois, ce modèle de croissance tirée par l'investissement est soumis à une pression croissante.** Premièrement, la baisse des taux de rendement implique que, pour une unité supplémentaire d'investissement, il devient plus difficile de générer de la croissance, et certains observateurs estiment que la Chine a depuis longtemps dépassé sa capacité à absorber de manière productive ces taux d'investissement élevés. Deuxièmement, le fort ralentissement du secteur de l'immobilier résidentiel en Chine résultant des mesures adoptées par les pouvoirs publics, qui représentait environ 30 % du PIB avant la crise du secteur immobilier en 2021, devrait freiner durablement ce pilier majeur de la demande intérieure. Troisièmement, la demande extérieure se contracte également, en raison de l'augmentation des tensions commerciales et du nombre croissant de partenaires commerciaux refusant de continuer à creuser leurs déficits commerciaux vis-à-vis de la Chine. Plus généralement, des défis structurels, dont le vieillissement de la population et la faible

---

<sup>1</sup> La politique de l'enfant unique mise en œuvre à la fin des années 1970 a réduit le montant du soutien apporté par les descendants aux personnes âgées, faisant ainsi augmenter l'épargne-retraite. Le passage d'une économie planifiée centralisée à un rôle plus important des marchés dans les années 1990 a réduit le filet de protection sociale, entraînant une hausse de l'épargne de précaution, et le passage d'un logement fourni par l'employeur à la propriété privée a nécessité une épargne plus importante pour les apports et les paiements hypothécaires. Cf. Zhang (L.), Brooks (R.), Ding (D.), Ding (H.), He (H.), Lu (J.) et Mano (R.), « *China's High Savings : Drivers, Prospects, and Policies* », *IFM Working Paper*, n° 277, Fonds monétaire international, décembre 2018.

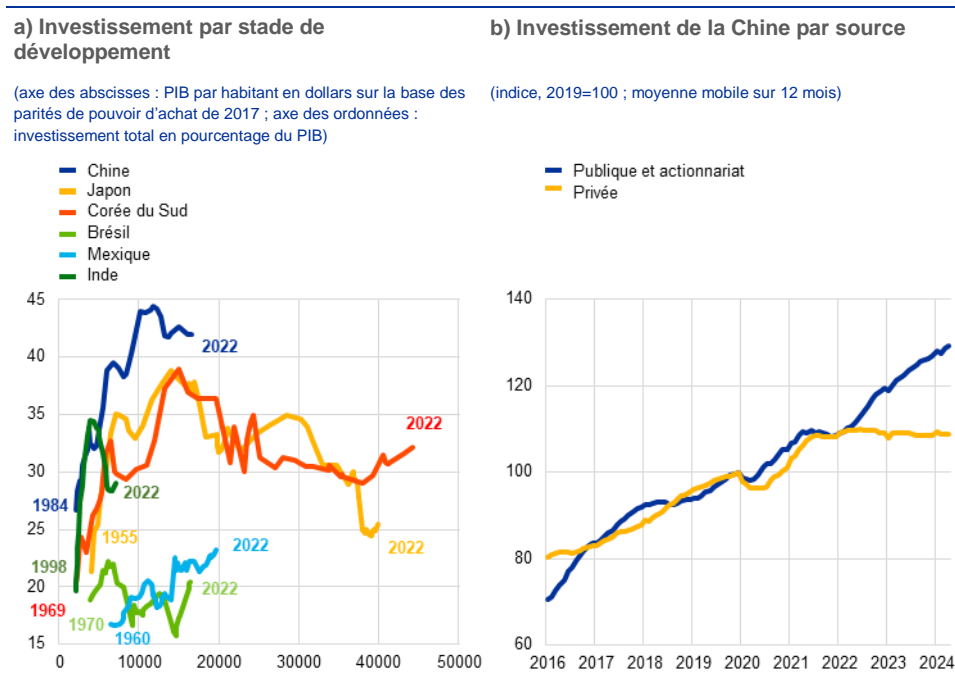
<sup>2</sup> Cf. également Dorrucchi (E.), Pula (G.) et Santabàrbara (D.), « *China's economic growth and rebalancing* », *Occasional Paper Series*, n° 142, BCE, février 2013 ; et Dieppe (A.), Gilhooly (R.), Han (J.), Korhonen (I.) et Lodge (D.) (éditeurs), « *The transition of China to sustainable growth – implications for the global economy and the euro area* », *Occasional Paper Series*, n° 206, BCE, janvier 2018.

croissance de la productivité, accentuent les facteurs défavorables auxquels est confrontée l'économie chinoise.

**Face à ces défis, le gouvernement chinois redouble d'efforts pour stimuler la croissance en adoptant des mesures axées sur l'investissement.** Ce nouvel élan pour stimuler l'investissement semble provenir presque exclusivement du secteur public, tandis que l'investissement en actifs fixes du secteur privé a marqué le pas depuis le début de la crise du logement en 2021 (graphique 1, partie b). Les politiques publiques visant à accroître la production face au ralentissement de la demande ont des implications potentielles pour les partenaires commerciaux de la Chine. Une hausse de la production déterminée par l'offre pourrait affecter de manière significative les prix des échanges commerciaux et donc l'inflation dans leurs économies. La réorientation vers la fabrication de produits de pointe qui étaient auparavant importés vise à renforcer l'autonomie de la Chine, réduisant ainsi l'intensité en importations de sa croissance tout en modifiant la compétitivité et les balances commerciales du pays vis-à-vis de ses partenaires commerciaux.

Dans ce contexte, cet article synthétise brièvement le modèle de croissance tirée par l'investissement de la Chine et évalue les déséquilibres entre l'offre et la demande au sein de son secteur manufacturier. Il évaluera ensuite les effets de contagion potentiels pour les partenaires commerciaux de la Chine et examinera les implications pour les principales économies avancées.

**Graphique 1**  
Modèle de croissance tirée par l'investissement de la Chine



Sources : Banque mondiale, *Penn World Tables*, Bureau national des statistiques de Chine et calculs des services de la BCE.  
Notes : Le PIB par habitant de 2020 à 2022 est extrapolé sur la base des données de la Banque mondiale. Le point de départ pour les parts d'investissement est un PIB égal ou supérieur à 2 000 dollars. Les dernières observations se rapportent à 2022 (partie a) et à avril 2024 (partie b).



## 2 L'évolution des moteurs de la croissance économique en Chine

**L'investissement reste un moteur essentiel de la croissance en Chine.** Au cours des 30 années qui ont précédé 2010, la part de l'investissement dans le PIB de la Chine a augmenté progressivement, de 35 % à 47 % (graphique 2). En comparaison, le ratio investissement/PIB habituel des économies développées est de 20 % environ, tandis que celui des pays post-soviétiques s'élevait en moyenne à 30 % environ au cours des dix premières années suivant leur transition vers une économie de marché. Sur la même période de 30 ans, la part de la consommation finale a affiché une baisse régulière, revenant de 65 % environ à moins de 50 % en 2010. En comparaison, la contribution des exportations nettes à la croissance annuelle est très inférieure à celle de l'investissement et de la consommation. La contribution des exportations nettes au PIB annuel en volume s'est établie à 0,9 point de pourcentage en moyenne dans les années 1990 et à 0 point de pourcentage en moyenne depuis 2000. Si l'intégration aux chaînes de valeur mondiales a joué un rôle déterminant dans son développement technologique, la Chine a continué d'afficher un taux d'importations élevé, en partie en raison des importations de biens intermédiaires transformés destinés aux exportations de produits manufacturés, mais aussi des importations de biens d'investissement, tels que les machines, afin de moderniser ses capacités de production. Pendant de nombreuses décennies, des taux d'investissement élevés ont permis les améliorations nécessaires des infrastructures et modernisé la technologie de production de la Chine, permettant au pays de devenir une puissance manufacturière mondiale.

**Toutefois, au fil du temps, en dépit de taux d'investissement élevés, les taux de rendement baissent.** Malgré des taux d'investissement déjà élevés, le gouvernement chinois a procédé à deux nouvelles vagues d'investissement après la crise financière mondiale. La première a été lancée en réponse à la Grande récession, qui a amené le gouvernement chinois à mettre en œuvre un programme de relance à grande échelle axé sur les infrastructures et l'immobilier, portant les taux de croissance annuels des investissements en actifs fixes financés par l'État à 36 % en 2008 et 60 % en 2009. Toutefois, lorsque les mesures de relance ont pris fin, d'importantes surcapacités s'étaient accumulées dans plusieurs secteurs. En 2015, le gouvernement a réagi avec des réformes du côté de l'offre, qui visaient notamment à réduire les capacités industrielles excédentaires dans des secteurs spécifiques, à fermer les entreprises non rentables et à réduire le parc de logements non vendus<sup>3</sup>. La deuxième vague d'investissement a débuté en 2020 en réponse à la pandémie de coronavirus (COVID-19), lorsque le gouvernement chinois a dirigé ses programmes de soutien vers les entreprises afin d'augmenter la croissance dans l'ensemble des secteurs manufacturiers, y compris ceux qui avaient déjà fait l'objet d'efforts de réduction de leur capacité en 2015. Par conséquent, la capacité de

<sup>3</sup> Les industries ciblées étaient l'acier, le charbon, le ciment, le verre, l'immobilier et l'agriculture. Cf. Boulter (J.), « *China's supply-side structural Reform* », *Bulletin, Reserve Bank of Australia*, décembre 2018.

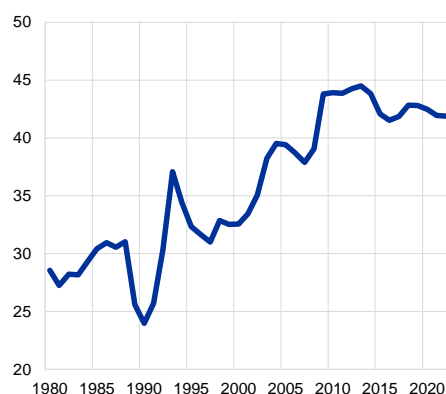
production s'est reconstituée sous l'effet de facteurs déterminés par l'offre, dépassant la demande qui était plus atone en raison de la stratégie zéro COVID.

## Graphique 2

### Tendance de long terme des composantes de la production chinoise

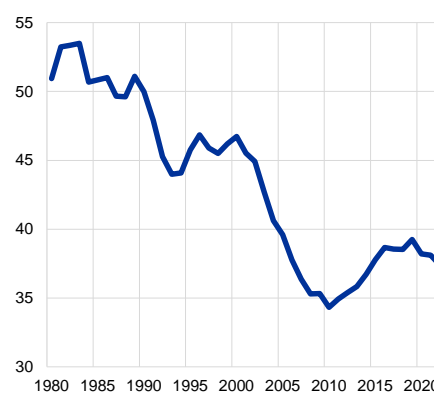
a) Investissement total en part du PIB

(en parts de pourcentage du PIB)



b) Consommation finale en part du PIB

(en parts de pourcentage du PIB)



Sources : Enquête OCDE et calculs des services de la BCE.  
Note : Les dernières observations se rapportent à 2022.

## Des facteurs structurels et conjoncturels pèsent de façon croissante sur la demande

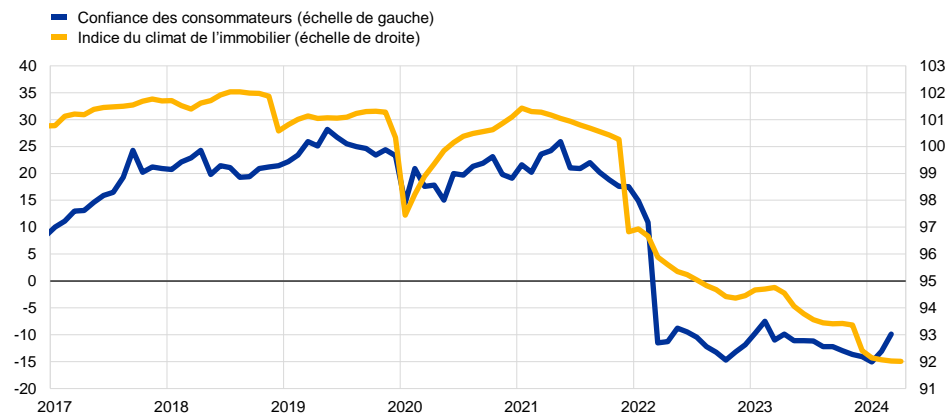
**Depuis la crise financière mondiale, la croissance du PIB connaît un ralentissement séculaire en Chine, en partie en raison de facteurs structurels défavorables.** La productivité globale des facteurs (PGF) a commencé à diminuer, les dépenses en infrastructure supplémentaires améliorant moins la productivité au fil du temps. Si la croissance annuelle agrégée de la PGF était de 2,8 % au cours des dix années précédant la Grande récession, elle s'est ralentie pour s'établir à 0,7 % sur la période 2009-2018. En outre, la population en âge de travailler en Chine a commencé à diminuer en 2011. Selon les estimations des Nations Unies, elle aura baissé de près d'un quart d'ici à 2050. Ces facteurs défavorables pèsent déjà sur le taux de croissance potentielle de la Chine et cette tendance baissière devrait persister (cf. encadré 1 pour une analyse fondée sur un modèle).

**En outre, les facteurs conjoncturels liés à la demande sont devenus négatifs pendant la pandémie.** La demande des consommateurs a fortement diminué pendant la pandémie, l'incertitude liée aux restrictions mises en place face à la pandémie ayant entraîné une augmentation de l'épargne de précaution (graphique 3). La crise de l'immobilier résidentiel, qui a débuté en 2021, a accentué la baisse de la demande des consommateurs, la majeure partie du patrimoine des ménages en Chine étant liée au secteur de l'immobilier.

### Graphique 3

#### Confiance des consommateurs et évolutions du secteur de l'immobilier

(indice normalisé et indice, 2019=100)



Sources : Bureau national des statistiques de Chine et calculs des services de la BCE.

Notes : Les dernières observations se rapportent à avril 2024 pour la confiance des consommateurs et à mai 2024 pour l'indice relatif au climat de l'immobilier. L'indice relatif au climat de l'immobilier synthétise un ensemble d'indicateurs relatifs à l'investissement, au capital, aux superficies et aux ventes dans le secteur de l'immobilier.

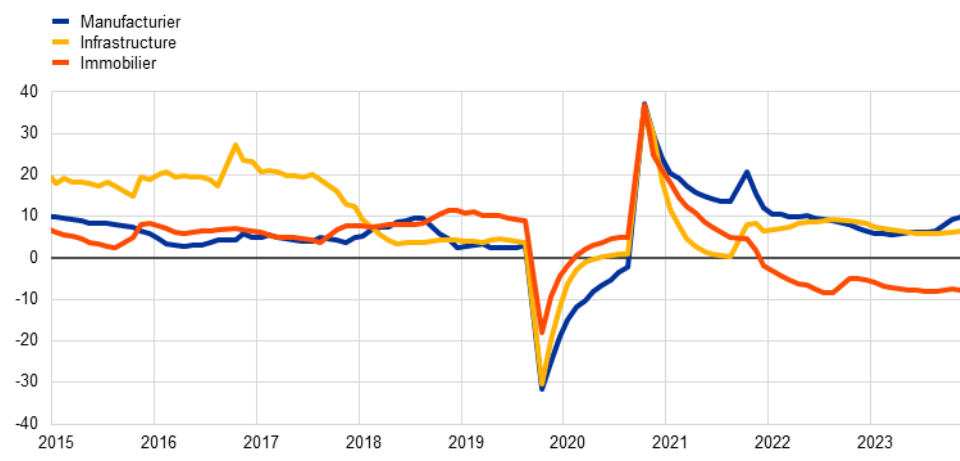
**En raison de la crise actuelle du logement, l'investissement futur devrait être moins orienté vers le marché domestique**

**La crise de l'immobilier résidentiel a fortement affaibli l'un des trois piliers principaux de la croissance de l'investissement.** Le total des investissements en actifs fixes en Chine est principalement constitué de trois catégories à parts pratiquement égales : les infrastructures, l'immobilier et le secteur manufacturier. La croissance rapide du secteur de l'immobilier résidentiel a de plus en plus coïncidé avec la hausse du niveau d'endettement des promoteurs, tandis que le parc de logements a commencé à dépasser la demande dans un nombre croissant de régions. Les autorités chinoises ont pris des mesures en 2020 pour rééquilibrer le secteur et réduire les risques qu'il subit. Avec de nouvelles restrictions sur le levier, les mesures visant à réduire les risques sont également conçues pour parvenir à une réduction à long terme de la taille globale du secteur en termes de part du PIB. Ce redimensionnement du secteur, dans un contexte de crise de liquidité parmi les promoteurs, a entraîné une croissance négative de l'investissement dans l'immobilier fin 2021 (graphique 4). En l'absence de ce pilier immobilier, le modèle de croissance tirée par l'investissement dépend désormais plus fortement de l'investissement dans les infrastructures et le secteur manufacturier pour soutenir la croissance économique.

## Graphique 4

### Investissements en actifs fixes par secteur

(croissance en glissement annuel depuis le début de la période annuelle)



Source : Bureau national des statistiques de Chine.  
Note : La dernière observation se rapporte à avril 2024.

**Les investissements dans les infrastructures et le secteur manufacturier sont plus susceptibles d'être orientés vers l'exportation que les investissements dans l'immobilier résidentiel.** Les efforts déployés par la Chine pour devenir autonome et continuer de développer son secteur des hautes technologies impliquent une modification de ses dépenses en infrastructures. La construction de routes et de ponts sera moins privilégiée au profit de la construction de nouvelles infrastructures destinées aux secteurs en développement, tels que les réseaux de télécommunications, les réseaux ferroviaires à grande vitesse et les installations de recherche et de développement, qui soutiennent l'industrie manufacturière de pointe. Les annonces les plus récentes faites par le gouvernement chinois de mettre en place de « nouvelles forces productives » pour soutenir la croissance ont ciblé ces secteurs. Plus précisément, le gouvernement a pour objectif de soutenir les secteurs des nouvelles technologies tels que les véhicules électriques, la technologie des puces électroniques et les nouveaux matériaux. Compte tenu de l'atonie des perspectives de la demande intérieure résultant de la faiblesse persistante du secteur de l'immobilier résidentiel, cette capacité supplémentaire se matérialisera au cours des prochaines années dans une large mesure dans le secteur des exportations, avec des implications potentiellement importantes pour les partenaires commerciaux de la Chine.

## Encadré 1

### Perspectives de croissance à long terme de la Chine

Sergiu Dinu et Seng Guan Toh

Au cours de la dernière décennie, la trajectoire de croissance de la Chine s'est ralentie, en particulier après la crise financière mondiale. Les niveaux de revenus en Chine se rapprochant de ceux des économies plus avancées, un nouveau ralentissement est attendu, reflétant la convergence observée dans d'autres économies à croissance rapide d'Asie de l'Est. La démographie suggère également une croissance potentielle plus faible, la population chinoise

diminuant et la Chine étant confrontée à une accentuation des contraintes extérieures (par exemple, les droits de douane et les contrôles sur les exportations imposés par les économies avancées) qui pourraient entraver ses efforts pour rattraper la frontière technologique.

Cet encadré résume les résultats d'une analyse fondée sur un modèle des perspectives de croissance à long terme de la Chine afin de quantifier plusieurs déterminants structurels pertinents pour son modèle de croissance <sup>4</sup>. Le modèle repose sur une extension du cadre de croissance néoclassique impliquant un processus de rattrapage de la productivité globale des facteurs (PGF) qui décrit comment la Chine rattrape son retard par rapport à la frontière technologique mondiale (représentée par les États-Unis) <sup>5</sup>. Ce modèle utilise les données *Penn World Table* couvrant la période 1995-2019 et est calibré pour mettre en correspondance les données historiques sur l'évolution de la main-d'œuvre, le capital et la PGF. Les conclusions de l'analyse soulignent l'importance de la démographie et de la productivité en tant que déterminants structurels pour comprendre les défis auxquels la Chine est confrontée en matière de croissance et y répondre.

Un scénario de référence évalue la croissance économique potentielle à long terme sur la base des hypothèses suivantes : un taux d'activité stable, des évolutions démographiques basées sur les prévisions de fécondité moyenne des Nations Unies et une continuation des tendances historiques de la PGF <sup>6</sup>. Les projections de référence indiquent que le vieillissement de la population et la tendance baissière de la croissance de la productivité entraîneraient une baisse du taux de croissance annuel du PIB, de 5,3 % en 2025 à 3,7 % en 2035 <sup>7</sup>. En d'autres termes, ces deux facteurs structurels réduiraient le taux de croissance annuel de 1,6 point de pourcentage au cours de la décennie s'achevant en 2035. Les projections de référence sont nécessairement entourées d'une forte incertitude. Pour évaluer l'impact des variations du scénario de référence, ces projections sont ensuite comparées à deux scénarios alternatifs qui quantifient l'impact d'évolutions structurelles plus défavorables sur le taux de croissance du PIB. Ces scénarios sont : a) des évolutions démographiques moins favorables reflétant une baisse plus importante du taux de fécondité ; et b) un scénario de ralentissement de la croissance de la PGF plus défavorable s'appuyant sur une étude de la Banque asiatique de développement, amplifié par des sorties supplémentaires d'investissements directs étrangers (IDE) supposées résulter de la fragmentation de la chaîne de valeur mondiale (CVM) <sup>8</sup>.

**L'évolution démographique rapide de la Chine vers une diminution de la population menace de réduire l'offre de main-d'œuvre.** Les répercussions de la politique de l'enfant unique en Chine, désormais abandonnée, aggravent les problèmes actuels de baisse de la fécondité et de déséquilibre entre hommes et femmes, qui ont contribué à une baisse de la population en 2022 pour la première fois depuis 1960. À moyen terme, des évolutions démographiques moins

<sup>4</sup> Cf. Dinu (S.) et Toh (S.G.), « *China's structural growth prospects - scenario analysis with demographics and productivity* », *Working Paper Series*, Banque centrale européenne, à paraître.

<sup>5</sup> Cf. Fernández-Villaverde (J.), Ohanian (L. E.) et Yao (W.), « *The Neoclassical Growth of China* », *Working Paper Series*, n° 31351, *National Bureau of Economic Research*, juin 2023. Ce modèle permet d'élaborer des scénarios pouvant quantifier l'impact de difficultés structurelles et séculaires sur le taux de croissance du PIB de la Chine.

<sup>6</sup> Le dernier rapport sur les perspectives de la population mondiale (*World Population Prospects*), qui présente les tendances et les projections démographiques, a été publié par les Nations Unies en 2022.

<sup>7</sup> Il convient de noter que le taux de croissance projeté mesure la croissance structurelle potentielle sous-jacente à long terme et n'inclut donc pas les effets uniques de la pandémie de COVID-19 ni les facteurs conjoncturels récents, tels que le ralentissement de l'immobilier ou les mesures de relance.

<sup>8</sup> Cf. Peschel (D.) et Liu (W.), « *The Long-Term Growth Prospects of the People's Republic of China* », *Working Paper Series*, n° 54, Banque asiatique de développement, décembre 2022. Leurs projections relatives à la PGF pour la Chine intègrent des informations supplémentaires sur les défis liés aux avancées technologiques.

optimistes, sous la forme d'une croissance plus faible de la population, devraient réduire le taux de croissance du PIB agrégé de plus de 0,2 point de pourcentage par an sur dix ans par rapport au scénario de référence (tableau A).

**La capacité de la Chine à renforcer sa base technologique nationale est exposée aux risques d'une plus grande fragmentation des CVM.** En outre, la montée de l'incertitude liée aux risques en matière de réglementation et de géopolitique coïncide avec l'augmentation des sorties d'IDE. Une plus grande fragmentation des CVM pourrait entraîner de nouvelles sorties d'IDE et accélérer le ralentissement de la croissance de la PGF. Il pourrait en résulter une baisse de 0,6 point de pourcentage du taux de croissance de référence du PIB à 10 ans.

## Tableau A

### Croissance structurelle à long terme de la Chine

(en pourcentages)

Année	Scénario de référence	Démographie – Baisse de la fécondité	Ralentissement de la PGF – Sorties d'IDE 2021-2026
2030	4,4 %	4,2 % (-0,2pp)	3,7 % (-0,7pp)
2035	3,7 %	3,5 % (-0,2pp)	3,1 % (-0,6pp)
2040	3,2 %	2,9 % (-0,3pp)	2,6 % (-0,6pp)
2050	2,2 %	1,9 % (-0,3pp)	1,8 % (-0,4pp)

Sources : *Penn World Table* 01/10, ONU, OCDE, Peschel et Liu, *op. cit.*, *Administration of Foreign Exchange of China*, calculs des services de la BCE.

Note : Les chiffres entre parenthèses correspondent aux écarts en points de pourcentage (pp) des projections des scénarios par rapport aux projections de référence.

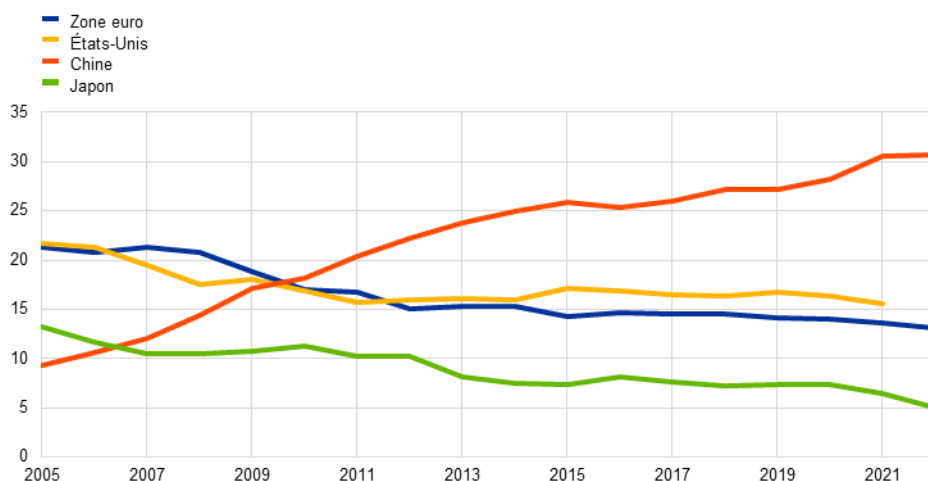
## 3 Développement de la capacité manufacturière en Chine

**L'accroissement de la capacité de production en Chine est historiquement sans précédent.** La part de la Chine dans la production manufacturière mondiale brute a augmenté de 5 % à 35 % sur la période 1995-2023, et sa production manufacturière est actuellement supérieure à celle des neuf autres principaux pays manufacturiers réunis (graphique 5). Cette augmentation sans précédent de la capacité de production n'a pas seulement profité au marché intérieur de grande taille et en croissance de la Chine, mais a coïncidé avec une hausse rapide de la part des exportations mondiales de produits manufacturés, passée de 3 % en 1995 à 20 % en 2020. Si la Chine cherche désormais à investir davantage dans les capacités de production, la question se pose alors de savoir si les capacités supplémentaires seront absorbées au niveau domestique ou à l'extérieur du pays.

## Graphique 5

### Parts dans la valeur ajoutée manufacturière mondiale par pays ou région

(part en pourcentage)



Source : Banque mondiale.

Note : Les dernières observations se rapportent à 2021 pour les États-Unis et à 2022 pour les autres pays.

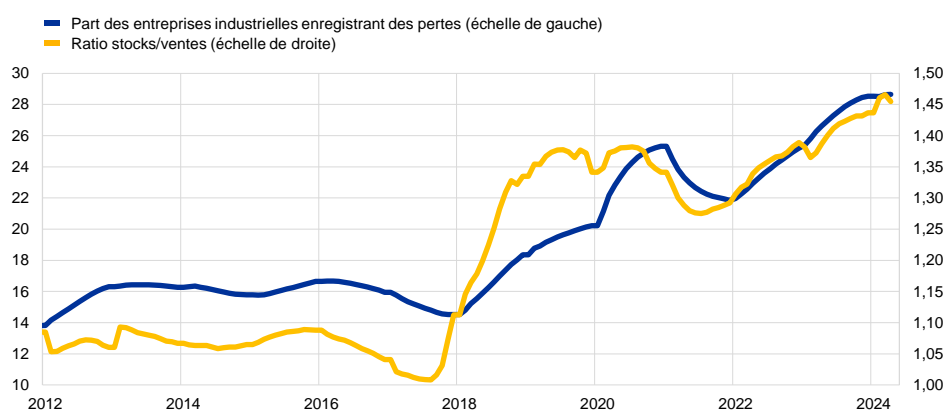
### Des signes indiquent que la hausse récente de la production manufacturière crée des distorsions sur le marché chinois.

L'offre en provenance des entreprises industrielles chinoises a été supérieure à la demande, ce qui a entraîné une accumulation des stocks et une baisse des prix, réduisant *in fine* la rentabilité des entreprises. Le nombre d'entreprises qui enregistrent des pertes a doublé depuis 2018 pour atteindre 28 %, parallèlement à une augmentation considérable du ratio stocks/ventes (graphique 6).

## Graphique 6

### Entreprises enregistrant des pertes et niveau des stocks

(part en pourcentage et ratio, moyenne mobile sur 12 mois)



Sources : Bureau national des statistiques de Chine et calculs des services de la BCE.

Notes : Le ratio stocks/ventes se rapporte au ratio entre les stocks à la fin du mois et le résultat d'exploitation mensuel des entreprises industrielles chinoises. La dernière observation se rapporte à avril 2024.

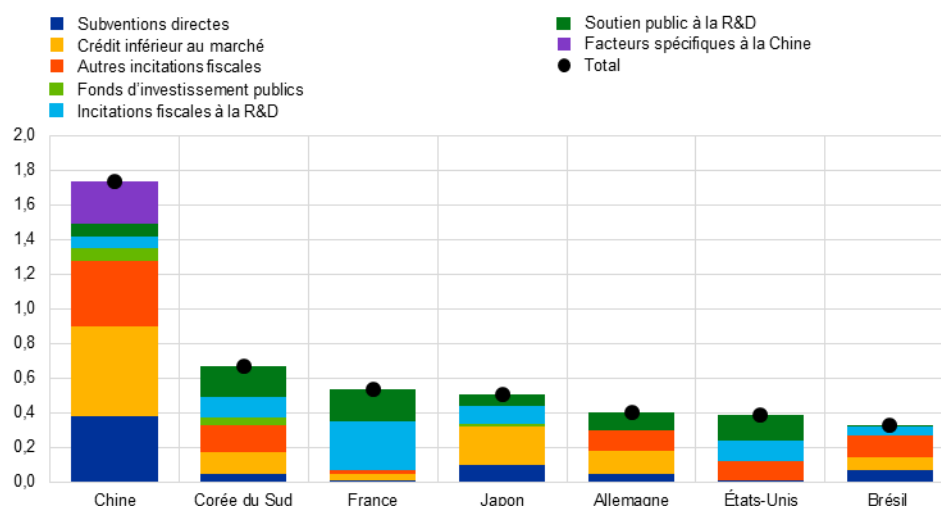
**Les partenaires commerciaux de la Chine expriment de plus en plus leurs préoccupations en matière d'égalité de traitement, car les excédents de production sont souvent liés à des aides publiques de grande ampleur.**

Les mesures de politique industrielle de la Chine représentent une part beaucoup plus importante du PIB par rapport aux autres économies (graphique 7). Si les subventions directes ne représentent qu'une faible part de l'ensemble des mesures, les subventions indirectes, telles que l'accès préférentiel aux prêts, des coûts de financement moins élevés et l'attribution de terrains, sont beaucoup plus fréquentes<sup>9</sup>. Ces politiques sont principalement accessibles aux entreprises publiques et aux entreprises privées liées au gouvernement, tandis que les entreprises privées et étrangères ne bénéficient pas du même accès préférentiel<sup>10</sup>.

**Graphique 7**  
Comparaison des politiques industrielles entre les pays

### Subventions publiques en pourcentage du PIB

(parts en pourcentage et contributions en points de pourcentage)



Source : Center for Strategic and International Studies.

Notes : Les estimations se rapportent à 2019. Pour plus de détails, cf. DiPippo (G.) et al., « Red ink: estimating Chinese industrial policy spending in comparative perspective », Centre for Strategic and International Studies, mai 2022.

## Repérer les capacités excédentaires dans les secteurs manufacturiers chinois

**Les signes d'une hausse des surcapacités peuvent se matérialiser sous différentes formes selon les secteurs.** La constitution de capacités excédentaires peut être définie comme un niveau de production ne pouvant être absorbé par la demande à prix courants. Une hausse de la production entraînerait donc une augmentation des stocks, une baisse des prix de vente, ou une combinaison des deux. Nous mettons en évidence l'existence de surcapacités en Chine à l'aide de trois éléments, à savoir une vue d'ensemble des stocks et des bénéfices chinois par secteur, les dernières données tirées d'enquêtes auprès des entreprises

<sup>9</sup> Les politiques publiques chinoises visant à promouvoir les entreprises dans les secteurs stratégiques relèvent principalement de deux initiatives : l'initiative « *Made in China 2025* », qui vise à promouvoir les industries de haute technologie, et l'initiative « *10 000 Little Giants* », qui cible les petites et moyennes entreprises.

<sup>10</sup> Pour plus de détails, cf. García-Herrero (A.) et Schindowski (R.), « *Unacking China's industrial policy and its implications for Europe* », Working Paper, n° 11, Bruegel, 13 mai 2024.

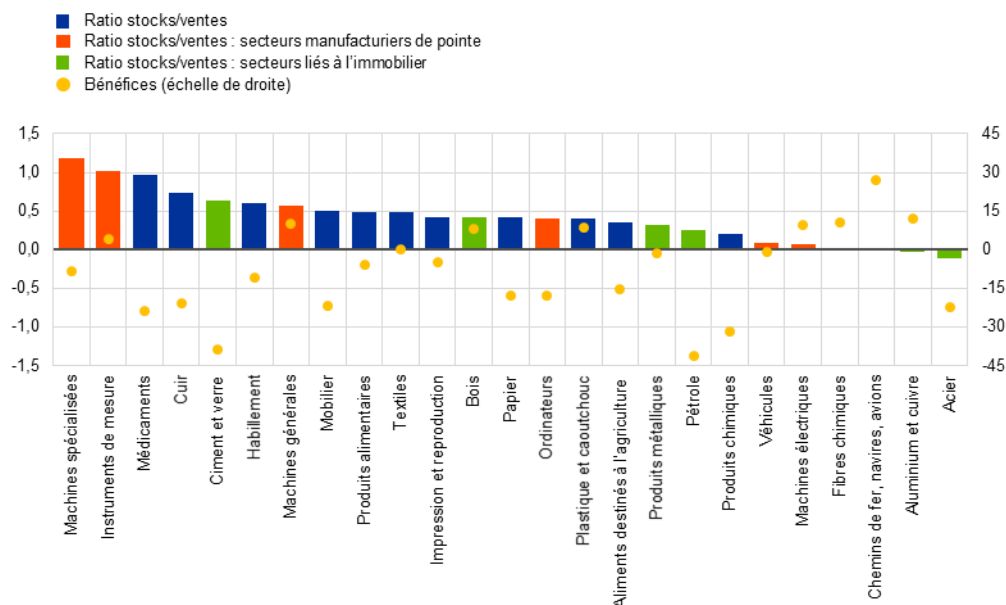


européennes en Chine et une analyse structurelle VAR de type bayésien des exportations chinoises. Tout d'abord, nous constatons que dans un large éventail de secteurs, représentant ensemble la majorité du secteur manufacturier chinois, le ratio stocks/ventes a augmenté, signe que la production intérieure chinoise augmente actuellement plus rapidement que les ventes (graphique 8). C'est particulièrement le cas pour les secteurs liés à l'immobilier, qui ont été confrontés à une baisse soudaine et prononcée de la demande intérieure (en particulier dans les industries du ciment, de l'acier et des produits métalliques). Deuxièmement, des données d'enquêtes récentes confirment l'existence de surcapacités et leurs effets désinflationnistes. Dans une enquête récente réalisée par la Chambre de commerce de l'Union européenne en Chine, plus d'un tiers des entreprises européennes interrogées établies en Chine ont observé des surcapacités dans leur secteur au cours de l'année écoulée et ont cité le surinvestissement comme principale cause <sup>11</sup>. En outre, dans les secteurs où des surcapacités ont été observées, les prix ont eu tendance à diminuer. Dans l'ensemble, il apparaît que lorsque la demande intérieure ne peut absorber la production supplémentaire, les producteurs cherchent à orienter cette capacité excédentaire vers les marchés à l'exportation, souvent en baissant les prix.

### Graphique 8 Surcapacités dans les secteurs chinois

#### Variation des ratios stocks/ventes et des taux de croissance des bénéfices

(variation et variation en points de pourcentage entre 2023 et 2015- 2019)



Sources : Bureau national des statistiques de Chine et calculs des services de la BCE.

Notes : Les colonnes rouges se rapportent aux industries classées dans la catégorie « industrie manufacturière de pointe », tandis que les colonnes vertes se rapportent aux industries étroitement liées au secteur de l'immobilier. Les autres industries sont représentées en bleu.

**L'augmentation de la production chinoise est principalement déterminée par l'offre.** Comme troisième élément indiquant l'existence de surcapacités, une analyse structurelle VAR de type bayésien est réalisée pour établir une distinction entre les

<sup>11</sup> *Business confidence survey 2024*, Chambre de commerce de l'Union européenne en Chine, mai 2024.

facteurs de demande et d'offre dans la croissance des exportations chinoises <sup>12</sup>. Elle montre que dans les industries liées à l'immobilier, telles que l'acier et les autres métaux, les exportations au cours de l'année écoulée ont été presque entièrement déterminées par des facteurs d'offre, tandis que la demande extérieure est restée globalement neutre ou négative (graphique 9, partie a). La même dynamique peut être observée concernant les exportations de véhicules à moteur (graphique 9, partie b). Plus généralement, lorsque l'on compare la part des facteurs d'offre dans les exportations par secteur, on constate qu'au cours de l'année dernière, les facteurs d'offre sont devenus un moteur croissant des exportations dans plusieurs secteurs par rapport à la période 2017-2019 (graphique 9, partie c). Les résultats montrent que la part de la demande extérieure dans les exportations des secteurs liés à l'immobilier et de l'industrie manufacturière de pointe en particulier semble diminuer.

---

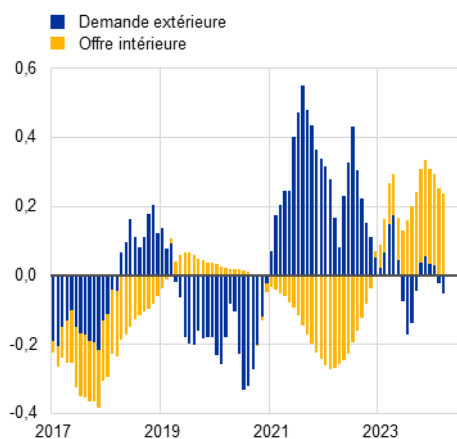
<sup>12</sup> L'analyse VAR de type bayésien décompose les chocs d'offre et de demande dans la croissance des exportations chinoises. Les chocs structurels sont identifiés à l'aide de restrictions de signe, estimés à partir d'échantillons mensuels allant de janvier 2012 à mars 2024. En particulier, les chocs sur la demande extérieure agrégée sont identifiés en partant de l'hypothèse que les exportations en volume et les prix à l'exportation évoluent dans la même direction, tandis que les chocs d'offre intérieure agrégée supposent qu'ils évoluent dans des directions opposées.

## Graphique 9

### Décomposition fondée sur un modèle BVAR des chocs historiques sur les exportations chinoises

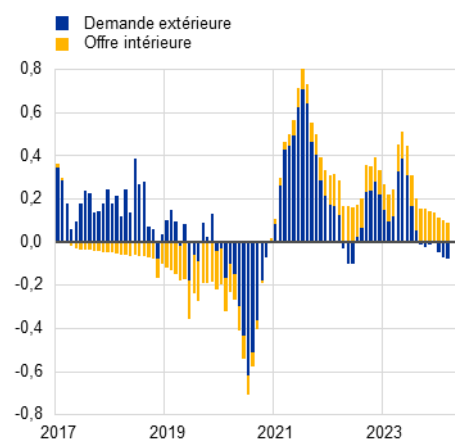
#### a) Facteurs de demande extérieure et d'offre intérieure chinoise dans les exportations d'acier et d'autres métaux

(écart en pourcentage par rapport à la moyenne et contributions en points de pourcentage, en rythme annuel)



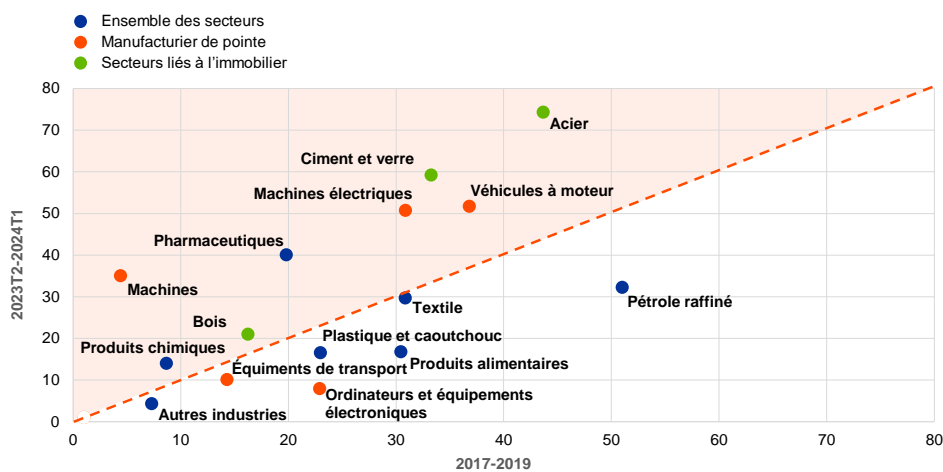
#### b) Facteurs de demande extérieure et d'offre intérieure chinoise dans les exportations de véhicules à moteur

(écart en pourcentage par rapport à la moyenne et contributions en points de pourcentage, en rythme annuel)



#### c) Variations de la contribution de l'offre intérieure par secteur

(part en pourcentage des chocs d'offre intérieure dans les écarts totaux par rapport à la moyenne)



Sources : Bureau national des statistiques de Chine et calculs des services de la BCE.

Notes : Les parties a) et b) montrent la distribution postérieure médiane de la décomposition historique des exportations chinoises par rapport à sa situation initiale. Toutes les variables sont mesurées en niveaux logarithmiques, tandis que le graphique présente la décomposition en taux de croissance en glissement annuel. Dans la partie c), l'axe des abscisses mesure la part des chocs d'offre intérieure dans l'écart total par rapport à la moyenne entre 2017 et 2019, sur la base d'une décomposition des chocs historiques fondée sur un modèle BVAR. L'axe des ordonnées indique la part moyenne entre le deuxième trimestre 2023 et le premier trimestre 2024. Pour les secteurs situés au-dessus de la ligne diagonale, on pourrait supposer que les facteurs d'offre intérieure sont à l'origine de l'augmentation des exportations et que ces secteurs sont donc plus susceptibles d'avoir accumulé des surcapacités. Les dernières observations se rapportent à mars 2024.

## 4 Implications mondiales des politiques d'investissement de la Chine

### Les efforts de la Chine pour investir davantage dans les capacités de production des secteurs fortement subventionnés ont des implications

**mondiales pour ses partenaires commerciaux.** Dans la mesure où la production supplémentaire ne peut pas être entièrement absorbée au niveau national et où la demande extérieure reste globalement stable, une augmentation des exportations de la Chine nécessite une nouvelle progression de sa part mondiale d'exportations manufacturières. Compte tenu des récentes mesures douanières prises à l'encontre de la Chine, une nouvelle augmentation de sa part de marché à l'exportation pourrait être contestée sur les marchés mondiaux. En outre, une hausse des exportations par le biais d'une baisse des prix ou d'une intensification des exportations de produits fortement subventionnés, pourrait entraîner des pressions désinflationnistes au niveau international. Celles-ci pourraient être encore exacerbées si les entreprises domestiques des partenaires commerciaux baissaient à leur tour les prix pour rester compétitives face aux exportations chinoises. Enfin, la Chine œuvrant au développement de ses capacités de fabrication avancée, en particulier dans les secteurs des technologies vertes, le volume relativement plus élevé des subventions publiques chinoises pourrait également affecter la compétitivité des partenaires commerciaux dans ces secteurs relativement nouveaux et en croissance.

## Incidence sur les prix de la zone euro par secteur

**Un exercice statique modélisant une nouvelle diminution des prix à l'exportation de la Chine dans les secteurs surcapacitaires aurait un impact baissier sur les prix à la consommation dans la zone euro, qui pourrait être ensuite amplifié par une baisse des prix à la production dans la zone euro.**

Pour quantifier cette incidence potentielle, nous réalisons une analyse sectorielle ascendante à partir des élasticités des réseaux de production internationaux reflétées dans des tableaux entrées-sorties<sup>13</sup>. Nous supposons tout d'abord une baisse de 30 % des prix à l'exportation chinois dans les secteurs identifiés comme présentant des capacités excédentaires dans notre analyse BVAR<sup>14</sup>. La baisse des prix est calibrée en tenant compte des mouvements passés des prix dans le secteur des panneaux solaires, celui-ci pouvant servir de référence pour les évolutions potentielles dans d'autres secteurs des technologies vertes<sup>15</sup>. D'après les résultats de la simulation, une baisse des prix à l'exportation chinois entraînerait un fléchissement de 0,3 point de pourcentage de la hausse des prix à la consommation dans la zone euro. Ce résultat se compose d'une incidence directe plus faible par le biais de la consommation de produits finaux chinois, et d'une incidence indirecte

<sup>13</sup> Le cadre du réseau de production fait l'hypothèse d'un choc technologique positif affectant les secteurs chinois surcapacitaires, se propageant aux prix à l'exportation et tenant compte de l'interdépendance des intrants dans les chaînes d'approvisionnement. Il suppose également l'existence de rigidités nominales, à savoir qu'il existe un certain écart entre le prix final et le coût marginal, ce qui atténue l'incidence globale sur les prix dans la zone euro.

<sup>14</sup> Il s'agit des secteurs des produits pharmaceutiques, des machines électriques, des produits chimiques, des métaux de base, des véhicules à moteur, des minerais non métalliques, ainsi que le secteur du bois brut et du bois.

<sup>15</sup> Les prix des panneaux solaires chinois ayant diminué en moyenne de 30 % environ chaque année entre 2007 et 2011 (passant de 5,5 dollars/kW à 1 dollar/kW), notre simulation considère une ampleur similaire, afin d'évaluer l'incidence potentielle la plus importante sur les prix à la consommation dans la zone euro. Pour plus d'informations sur l'industrie des panneaux solaires, cf. Wen (D.), Gao (W.), Qian (F.), Gu (Q.) et Ren (J.), « *Development of solar photovoltaic industry and market in China, Germany, Japan and the United States of America using incentives policies* », *Energy Exploration & Exploitation*, vol. 39, n° 5, p. 1381-1836, septembre 2021.

plus marquée par le biais des liens entre les intrants intermédiaires, qui reflètent les fortes interdépendances entre les réseaux de production de la zone euro et de la Chine. Dans un second temps, nous examinons comment cette variation est amplifiée si les producteurs de la zone euro baissent leurs prix en réponse à la diminution des prix des produits chinois. Nous considérons une baisse de 7 % des prix des producteurs de la zone euro, calibrée en tenant compte du différentiel de subventions publiques entre la Chine et l'Allemagne, les subventions allemandes représentant près d'un quart de celles des producteurs chinois <sup>16</sup>. La réduction des prix par les producteurs de la zone euro dans les secteurs touchés entraîne un nouveau ralentissement de 0,6 point de pourcentage de la hausse des prix à la consommation dans la zone euro (graphique 10). L'imposition de droits de douane contribuerait à atténuer cet effet, mais elle pourrait varier selon les produits et les producteurs et mener éventuellement à des mesures de rétorsion.

---

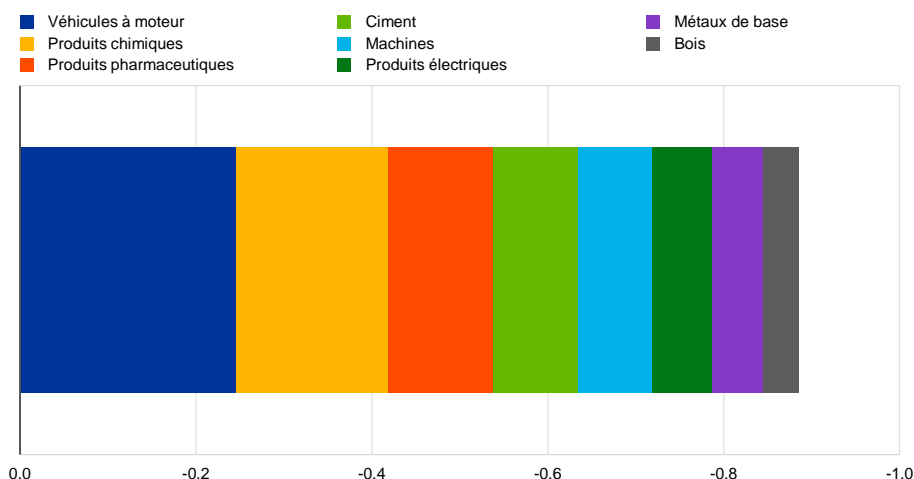
<sup>16</sup> Cf. également di Sano (M.), Pongetti (G.), Schuler (T.) et Toh (S.G.), « [Les répercussions sur la zone euro de l'inflation négative récemment observée en Chine](#) », *Bulletin économique*, n° 7, BCE, 2023 ; et l'encadré de Dieppe (A.), Frankovic (I.) et Liu (M.), « [La Chine pourrait-elle exporter la désinflation ?](#) », *Projections macroéconomiques pour la zone euro établies par les services de l'Eurosystème*, BCE, juin 2024.

## Graphique 10

Incidence de la baisse des prix commerciaux chinois sur les prix dans la zone euro, par secteur

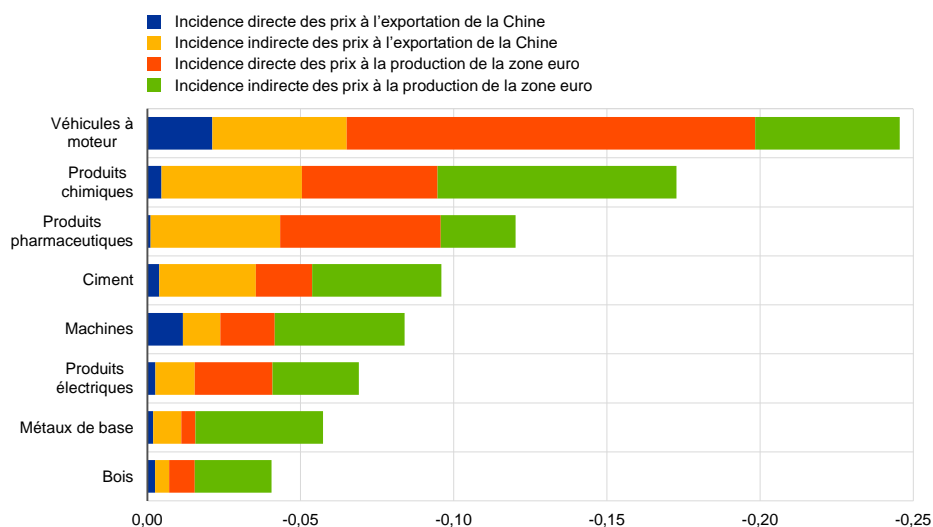
### a) Incidence cumulée et contribution des différents secteurs

(variations en points de pourcentage)



### b) Incidence sur les différents secteurs et contribution des répercussions directes et indirectes

(variations en points de pourcentage)



Sources : Tableaux entrées-sorties sur les échanges en valeur ajoutée (TIVA) et calculs des services de la BCE.

Notes : Le graphique présente une analyse fondée sur les élasticités des réseaux de production internationaux reflétées dans des tableaux entrées-sorties. Il montre l'incidence cumulée, sur les prix à la consommation dans la zone euro, de la baisse des prix dans les secteurs chinois précédemment identifiés comme surcapacitaires (partie a, cf. également l'analyse BVAR ci-dessus). Il présente également la contribution des différents secteurs (partie b). Le choc technologique positif est normalisé de manière à produire une baisse de 30 % des prix à l'exportation chinois dans chaque secteur et une baisse réciproque de 7 % des prix à la production dans la zone euro. Les barres bleue et rouge représentent l'incidence directe des variations des prix à l'exportation chinois sur la consommation finale dans la zone euro, tandis que les barres jaune et verte représentent l'incidence indirecte, en tenant également compte des interdépendances entre les consommations intermédiaires. La dernière observation se rapporte à 2020.

## Incidence sur la compétitivité de la Chine

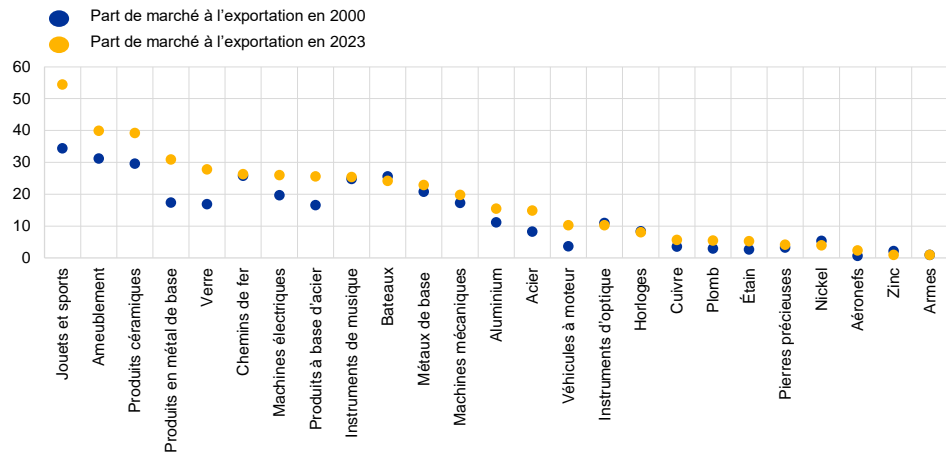
**La part de la Chine dans les exportations mondiales n'a cessé d'augmenter, en particulier dans les secteurs de la fabrication avancée et des technologies vertes.** Ces gains de parts de marché peuvent être observés de manière

généralisée, y compris dans les secteurs où nous constatons des signes de surcapacité (graphique 11)<sup>17</sup>. L'expansion rapide est particulièrement flagrante dans les nouvelles technologies vertes, où la part croissante de la Chine dans l'industrie des panneaux solaires tient lieu de signal d'alarme pour d'autres secteurs verts émergents (graphique 12). Afin d'évaluer le scénario potentiel dans lequel le secteur des véhicules électriques suit une trajectoire analogue à celle de l'industrie des panneaux solaires, l'encadré 2 tente de quantifier l'incidence potentielle qu'une baisse de 50 % des prix des véhicules électriques aurait sur les prix et les parts de marché dans la zone euro et dans d'autres pays.

### Graphique 11 Renforcement de la compétitivité de la Chine

#### Variations de la part des exportations chinoises

(part en pourcentage des exportations totales)



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

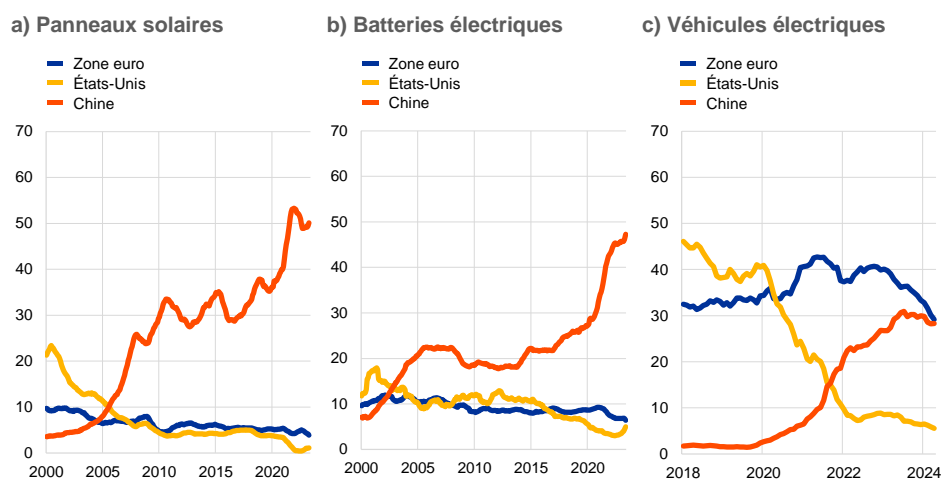
Notes : Le graphique montre les variations de la part des exportations chinoises dans les exportations totales, par secteur. Les dernières observations se rapportent à 2023 et 2022.

<sup>17</sup> Analyse par Jean (S.) *et al.*, « *Dominance on World Markets: the China Conundrum* », *Policy Brief*, n° 44, CEPII Research Center, décembre 2023. Cette analyse montre qu'à un niveau plus détaillé de classification harmonisée des échanges commerciaux, la part de marché à l'exportation de la Chine dépasse 50 % pour plus de 600 produits. En comparaison, les États-Unis affichent 100 produits dominants et l'UE, 300.

## Graphique 12

### Variations des parts de marché des secteurs des technologies vertes pour la Chine, la zone euro et les États-Unis

(part en pourcentage des exportations totales)



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

Notes : Le graphique présente les exportations en part des exportations totales dans différents secteurs des technologies vertes. Les données se rapportent aux flux commerciaux en dollars. Les exportations en provenance de la zone euro excluent les échanges commerciaux entre pays de la zone euro. La dernière observation se rapporte à avril 2024.

**La Chine a renforcé sa compétitivité dans des secteurs traditionnellement dominés par les économies avancées.** Parallèlement à l'accroissement de sa part de marché, la valeur ajoutée de la Chine dans les chaînes de valeur mondiales a également augmenté<sup>18</sup>. Cette hausse améliore la compétitivité de la Chine et expose les économies avancées à la concurrence dans un plus grand nombre de secteurs, dans la mesure où la Chine développe progressivement un avantage comparatif dans les secteurs dans lesquels elles sont spécialisées. Au cours des vingt dernières années en particulier, la Chine est devenue de plus en plus compétitive dans des secteurs précédemment dominés par d'autres économies avancées (graphique 13). Parmi elles, l'Italie semble être la plus exposée, la Chine étant devenue compétitive dans 60 secteurs dans lesquels l'Italie détient un avantage comparatif. En revanche, c'est en Allemagne que l'exposition à la compétitivité chinoise a le plus augmenté, passant de 20 secteurs en 2000 à 50 en 2022.

**L'objectif de la Chine consistant à renforcer son autonomie aura une incidence sur sa demande d'importations et sur sa compétitivité sur les marchés des pays tiers.** Elle cherche à réduire sa dépendance vis-à-vis de ses partenaires commerciaux mondiaux en important moins et en intégrant verticalement ses

<sup>18</sup> La valeur ajoutée des exportations chinoises vers l'UE est en hausse, un phénomène particulièrement visible pour les secteurs qui dépendent des intrants chinois au sein des chaînes d'approvisionnement internationales, tels que les métaux de base, les produits chimiques et les équipements électriques. Pour plus de détails, cf. Vandermeeren (F.), « *Understanding EU-China economic exposure* », *Single Market Economics Briefs*, n°4, Commission européenne, 17 janvier 2024.

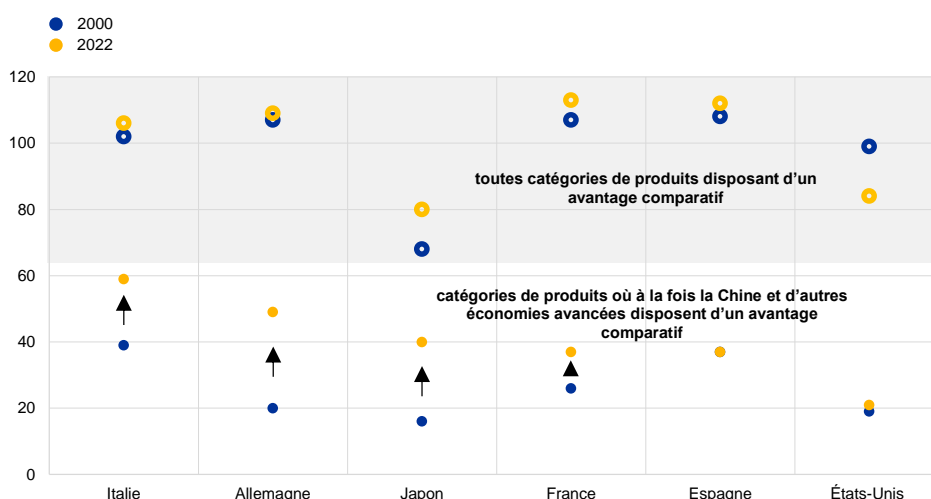


chaînes de valeur <sup>19</sup>. À mesure du remplacement des biens importés par des biens produits localement, la demande de la Chine en biens industriels importés est vouée à diminuer. Une forte augmentation de la production intérieure de biens industriels accroîtra également la concurrence de la Chine sur les marchés d'exportation des pays tiers. Ces deux phénomènes exerceront des pressions à la baisse sur la balance commerciale des exportateurs de biens industriels, dont la zone euro. Dans le même temps, la variation du solde commercial devrait peser sur le taux de change du renminbi, ce qui compensera en partie le gain de compétitivité des prix chinois.

### Graphique 13 Compétitivité accrue de la Chine

#### Pays exposés au renforcement de la compétitivité de la Chine

(en nombre de catégories de produits bénéficiant d'un avantage comparatif)



Sources : CNUCED et calculs des services de la BCE.

Notes : Le graphique montre l'avantage comparatif, en se référant à l'indicateur de l'avantage comparatif révélé, qui mesure le ratio entre la part des exportations d'un pays dans une catégorie de produits donnée par rapport à ses exportations totales et la même part pour l'ensemble des pays du monde. Un pays dispose d'un avantage comparatif si la valeur de ce ratio est supérieure à 1. La dernière observation se rapporte à 2022.

## Incidence sur les prix des concurrents

**La concurrence de la Chine entraînera également de nouvelles pressions désinflationnistes par le biais d'effets de second tour, résultant de l'obligation imposée aux concurrents de baisser les prix de leurs produits.** Même si les excédents de production chinois dans certains secteurs peuvent ne pas affecter directement les parts de marché des entreprises dans les économies avancées, ils pourraient entraîner une réallocation de la production des marchés tiers vers la Chine, menant à une baisse globale des prix de ces produits. Dans le même temps, la compétitivité des prix chinois pourrait forcer les producteurs des économies

<sup>19</sup> La Chine détient des chaînes de valeur entières, allant des mines de matières premières aux processus finaux de production dans des technologies spécialisées comme les drones et les véhicules électriques. Pour plus de détails, cf. Arjona (R.) et al., « *An enhanced methodology to monitor the EU's strategic dependencies and vulnerabilities* », *Single Market Economics Papers*, n° 14, Commission européenne, 18 avril 2023.

avancées à baisser également leurs prix. Dans les deux cas, il pourrait y avoir des effets de second tour sur les prix à la consommation dans les économies avancées.

## Encadré 2

### Évaluation fondée sur un modèle des effets de contagion des subventions chinoises aux véhicules électriques

Maria-Grazia Attinasi, Lukas Boeckelmann, Bernardo de Castro Martins et Baptiste Meunier

**La Chine subventionne de plus en plus les producteurs de véhicules électriques, à l'image de son approche sur le marché mondial des panneaux solaires où elle s'est imposée par le biais d'aides publiques massives.** Dans l'ensemble, les subventions industrielles en Chine seraient de trois à neuf fois plus élevées que dans les économies avancées, des estimations prudentes faisant état de subventions à hauteur de 221 milliards d'euros (2 % du PIB de la Chine). Récemment, les subventions aux entreprises chinoises spécialisées dans les technologies vertes ont fortement augmenté, notamment pour les producteurs de véhicules électriques<sup>20</sup>. Cette approche reflète la manière dont la Chine s'est imposée dans le secteur des panneaux solaires, augmentant sa part de marché mondiale de 5 % en 2000 à 50 % en 2024 par le biais de subventions publiques massives<sup>21</sup>.

Les effets de contagion mondiaux sont quantifiés à l'aide d'un modèle de pointe multi-pays et multi-sectoriel, qui se fonde sur un tableau entrées-sorties granulaire récemment élaboré. Nous utilisons le modèle de Baqae et Farhi (2024), qui prend en compte les effets d'amplification des chocs via les réseaux de production mondiaux et les effets de substitution via le commerce international<sup>22</sup>. Il permet de simuler la propagation des chocs à la fois en aval vers les consommateurs et en amont vers les fournisseurs, et de déduire les effets non linéaires des chocs entre les pays et les secteurs. En améliorant la granularité des tableaux entrées-sorties utilisés dans le calibrage du modèle pour isoler les secteurs verts, et notamment celui des véhicules électriques, notre méthodologie nous permet de simuler des chocs ciblés uniquement sur les secteurs verts et de déterminer leur incidence sur les secteurs d'intérêt<sup>23</sup>. Nous simulons un scénario hypothétique et stylisé dans lequel le prix relatif des véhicules et batteries électriques

<sup>20</sup> Cf. Bickenbach (F.), Dohse (D.), Langhammer (R. J.) et Liu (W.-H.), « *Foul Play? On the Scale and Scope of Industrial Subsidies in China* », *Kiel Policy Brief*, n° 173, 2024. Par exemple, les subventions directes au constructeur automobile BYD sont passées d'environ 0,2 milliard d'euros en 2020 à 2,1 milliards en 2022.

<sup>21</sup> Cf. Gang (C.), « *China's Solar PV Manufacturing and Subsidies from the Perspective of State Capitalism* », *The Copenhagen Journal of Asian Studies*, vol. 33, n° 1, p. 90-106, juin 2015.

<sup>22</sup> Baqae (D.) et Farhi (E.), « *Networks, Barriers, and Trade* », *Econometrica*, vol. 92, n° 2, p. 505-541, mars 2024.

<sup>23</sup> Si les tableaux entrées-sorties intègrent une granularité sectorielle (par exemple, 45 secteurs dans les tableaux TIVA de l'OCDE), ils ne sont pas suffisamment précis pour isoler des produits verts spécifiques. Par exemple, dans les tableaux TIVA de l'OCDE, les véhicules électriques sont fusionnés avec les véhicules thermiques dans la catégorie des véhicules à moteur. La production de tableaux entrées-sorties granulaires s'appuie sur des données relatives aux échanges au niveau des produits pour décomposer chaque grand secteur dans un tableau entrées-sorties initial en produits verts et non verts, selon la méthodologie de Borin (A.), Conteduca (F. P.), di Stefano (E.), Gunnella (V.), Mancini (M.) et Panon (L.), « *Trade decoupling from Russia* », *International Economics*, vol. 175, p. 25-44, octobre 2023. Nous affinons cette méthodologie pour rendre compte des interconnexions sectorielles spécifiques dans Attinasi (M.-G.), Boeckelmann (L.), Borin (A.), de Castro Martins (B.), Mancini (M.) et Meunier (B.), « *Climate change and trade fragmentation* », *manuscrit non publié*, Banque centrale européenne, 2024.

produits en Chine baisse de 50 % en raison de subventions publiques, en ligne avec les estimations du différentiel de prix entre les producteurs chinois et européens <sup>24</sup>.

### **Des subventions chinoises massives feraient baisser le prix des véhicules électriques pour les consommateurs du monde entier, mais elles réduiraient également fortement la production nationale dans le reste du monde.**

Selon les estimations, les véhicules électriques chinois fortement subventionnés réduisent de 30 % le prix payé par les consommateurs au niveau mondial et de 15 % dans l'UE (graphique A, partie a). Cette baisse entraîne une augmentation de 6 % de la production mondiale de véhicules électriques, à mesure que les consommateurs remplacent les véhicules thermiques par des véhicules électriques moins chers, mais la production intérieure de l'UE baisserait de 70 % (graphique A, partie a), les consommateurs se tournant vers des produits chinois moins chers. Par conséquent, la Chine accroît nettement sa part sur le marché mondial des véhicules électriques, de 60 points de pourcentage, au détriment plus particulièrement des producteurs de l'UE dont la part se réduit de 30 points de pourcentage (graphique A, partie b), dont 18 points de pourcentage pour les seuls producteurs allemands. Ce scénario est très analogue à celui observé dans l'industrie des panneaux solaires, où les subventions chinoises ont rendu les produits moins chers et permis à la Chine d'obtenir une part de marché dominante tandis que les producteurs du reste du monde ont été contraints de réduire leur production. Enfin, même si l'impact *sectoriel* pour les véhicules électriques est important, il est limité à l'échelle *mondiale* : les prix à la consommation totaux ne diminuent que de 0,2 % et la production totale de l'UE baisse de 0,1 % seulement, en raison de la petite taille du secteur des véhicules électriques.

Les estimations présentées dans cet encadré doivent être considérées comme une limite supérieure pour les pertes de parts de marché de la zone euro, car le modèle ne tient pas compte des possibles effets d'atténuation. Premièrement, les producteurs de l'UE peuvent réagir de manière endogène aux subventions chinoises en baissant leurs prix ou en comblant l'écart de compétitivité-prix par plus d'innovation et de numérisation <sup>25</sup>. L'UE pourrait également imposer des mesures compensatrices, telles que les nouveaux droits de douane annoncés en juin 2024 et dont l'encadré ne tient pas compte <sup>26</sup>. Le scénario étudié dans l'encadré illustre, *toutes choses égales par ailleurs*, les risques liés aux subventions chinoises importantes. Deuxièmement, la préférence des consommateurs pour les véhicules électriques pourrait être moins sensible aux prix qu'envisagé dans notre scénario. Bien que nous en tenions compte dans le modèle de Baqaee-Farhi en établissant une élasticité de substitution propre à chaque produit, les estimations de la littérature se rapportent à tous les véhicules et non spécifiquement aux véhicules électriques <sup>27</sup>. Si la sensibilité aux prix des véhicules électriques était plus faible que pour les autres véhicules, cela pourrait entraîner une surestimation des effets de substitution en faveur des véhicules électriques chinois.

<sup>24</sup> Par exemple, [Rhodium Group](#) estime que le différentiel de prix entre les véhicules électriques allemands et chinois s'établit à 50 % environ. Le modèle de Baqaee-Farhi ne comprend pas de bloc budgétaire qui permettrait de simuler le mode de financement par le biais de subventions.

<sup>25</sup> Cf. également de Santis (R.A.), Neves (P.), di Nino (V.), Furbach (N.) et Neumann (U.), « Le secteur automobile de la zone euro va-t-il se redresser ? », *Bulletin économique*, n°4, BCE, 2024.

<sup>26</sup> Dans le sillage de l'enquête antisubventions ouverte par la Commission européenne en octobre 2023 sur les importations de véhicules électriques à batterie en provenance de Chine, la Commission a annoncé en juin 2024 de nouveaux droits de douane sur les producteurs chinois de véhicules électriques allant de 17,4 % à 37,6 %, en plus d'un droit de 10 % déjà appliqué pour toutes les voitures électriques importées de Chine.

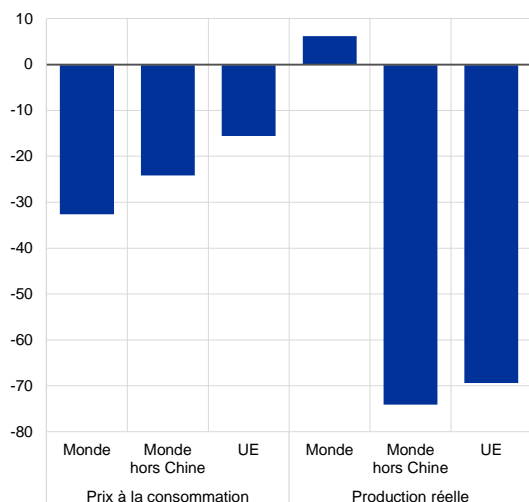
<sup>27</sup> Les élasticités commerciales sont fondées sur Fontagné (L.), Guimbard (H.) et Orefice (G.), « *Tariff-based product-level trade elasticities* », *Journal of International Economics*, vol. 137, juillet 2022 ; ainsi que sur Boehm (C.E.), Levchenko (A.A.) et Pandalai-Nayar (N.), « *The Long and Short (Run) of Trade Elasticities* », *American Economic Review*, vol. 113, n° 4, p. 861-905, avril 2023.

## Graphique A

### Effets de contagion sectoriels mondiaux des subventions chinoises aux véhicules électriques

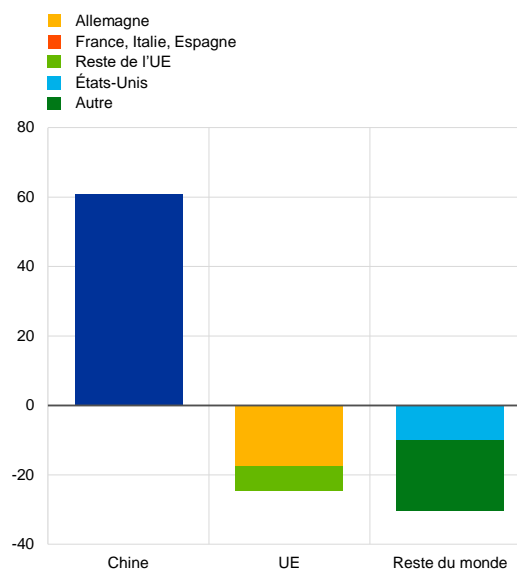
#### a) Prix à la consommation et production réelle de véhicules électriques

(écart par rapport à la situation d'équilibre, en pourcentages)



#### b) Variations de la part de marché mondiale des véhicules électriques

(en points de pourcentage)



Sources : Baqaee et Farhi, *op. cit.*, OCDE, Agence internationale de l'énergie, Fally (T.) et Sayre (J.), « *Commodity Trade Matters* », *Working paper*, n° 24965, National Bureau of Economic Research, août 2018, et calculs des services de la BCE.  
Notes : L'impact non linéaire est simulé au moyen de 25 itérations du modèle log-linéarisé. Les tableaux entrées-sorties granulaires isolant les véhicules électriques sont obtenus selon la méthodologie d'Attinasi (M.-G.) *et al.*, *op. cit.*

## 5 Conclusion

**La politique récente adoptée par la Chine pour remédier à la faiblesse de son économie en misant sur un modèle de croissance tirée par l'investissement et en identifiant de nouvelles sources de production risque fort d'accroître les surcapacités déjà existantes.** Compte tenu de la diminution des rendements marginaux des investissements, l'accent qui continue d'être mis sur l'offre dans l'économie entraîne une augmentation des stocks, une baisse de la rentabilité et un accroissement des déséquilibres entre l'offre et la demande dans un certain nombre de secteurs et d'industries. Dans un contexte de faible demande intérieure, les efforts déployés pour diriger les capacités productives supplémentaires vers les marchés d'exportation alimentent les tensions dans les relations commerciales mondiales.

### Les politiques commerciales vis-à-vis de la Chine évoluent rapidement.

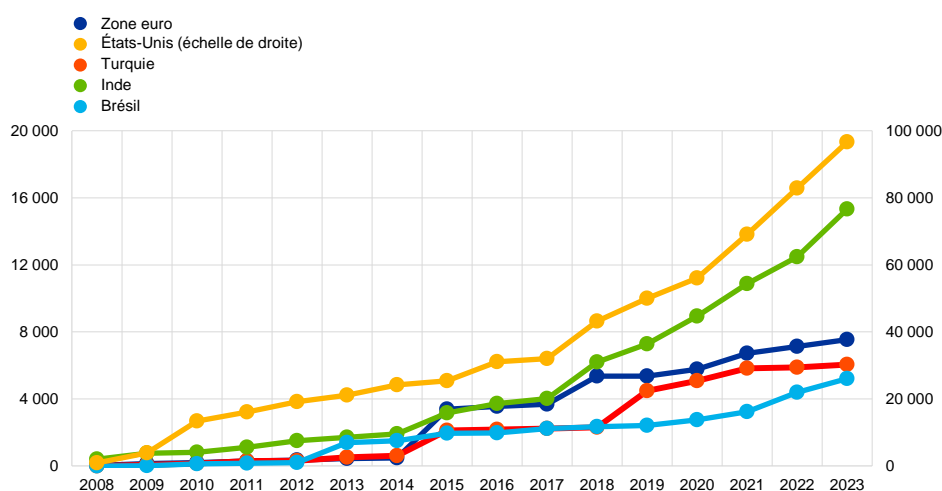
Récemment, les États-Unis ont fortement relevé les droits de douane sur les importations chinoises, les augmentant de 25 % à 100 % sur les véhicules électriques notamment. En outre, d'autres pays renforcent les barrières tarifaires et non tarifaires aux importations chinoises (graphique 14). Dans l'UE, plusieurs instruments de politique commerciale ont été introduits pour répondre aux considérations d'égalité de traitement dans les marchés publics et examiner les

pratiques de dumping. Cette dynamique changeante en matière de politique commerciale est également de plus en plus visible dans les flux commerciaux. Depuis 2017-2018, la part de la Chine dans les importations s'inscrit en baisse aux États-Unis et au Japon, malgré une brève interruption due à la pandémie lors de laquelle la demande s'est d'abord temporairement concentrée sur les produits médicaux puis sur les produits manufacturés fabriqués en Chine. En revanche, la part de la Chine a continué d'augmenter dans l'UE, atteignant actuellement des niveaux supérieurs à ceux d'avant la pandémie (graphique 15).

### Graphique 14

#### Mesures commerciales introduites sur les produits chinois

(en nombre de mesures commerciales)



Sources : Global Trade Alert et calculs des services de la BCE.

Notes : Le graphique présente les nouvelles mesures commerciales introduites sur les produits chinois (code SH à 6 chiffres) depuis 2008. La dernière observation se rapporte à décembre 2023.

#### Compte tenu de cette dynamique changeante en matière de politique commerciale, le rôle de l'UE en tant que marché d'exportation pour la Chine pourrait devenir plus central.

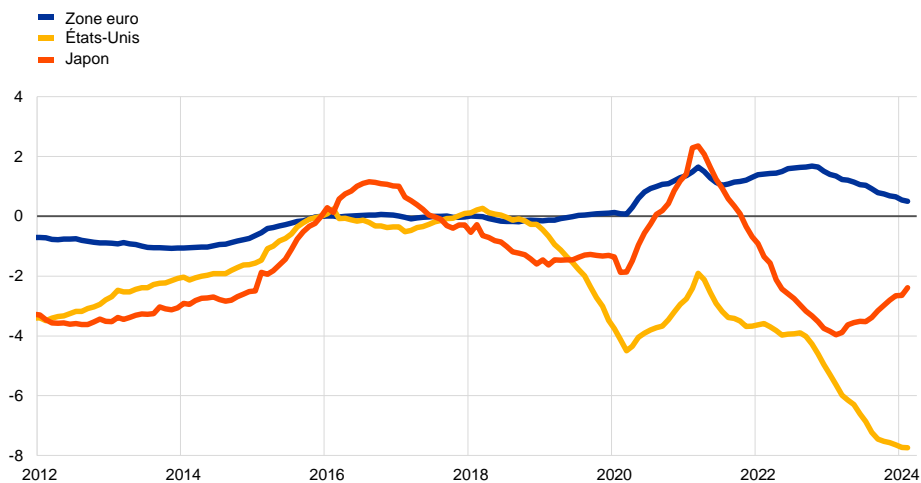
Si les pays non membres de l'UE continuent de fermer leurs marchés aux produits chinois, la Chine pourrait redoubler d'efforts pour exporter vers l'UE, ce qui aggraverait l'incidence sur l'Europe en termes d'augmentation des pressions désinflationnistes, de perte de compétitivité dans les secteurs manufacturiers avancés et de réduction de la part dans la production manufacturière et les exportations. Compte tenu des effets potentiellement importants sur la production, l'inflation et les marchés du travail, la réponse de la politique européenne doit être soigneusement calibrée afin de garantir des conditions de concurrence équitables <sup>28</sup>.

<sup>28</sup> Un rapport de la Commission européenne montre de quelle façon la Chine est la principale source des dépendances de l'UE, représentant un tiers environ de l'ensemble des produits recensés comme dépendants d'une seule source. Pour plus de détails, cf. Arjona (R.) et al., « *An enhanced methodology to monitor the EU's strategic dependencies and vulnerabilities* », *Single Market Economics Papers*, n°14, Commission européenne, 18 avril 2023.

## Graphique 15

### Part des importations en provenance de Chine

(variation depuis 2015 ; moyenne mobile sur 12 mois)



Sources : FMI et calculs des services de la BCE.  
Note : La dernière observation se rapporte à janvier 2024.

## 2 Les comptes distributionnels de patrimoine des ménages de la zone euro : une introduction

Nina Blatnik, Alina Bobasu, Georgi Krustev et Mika Tujala

### 1 Introduction

**Cet article introduit les comptes distributionnels de patrimoine de la zone euro, un ensemble de données développé par le Système européen de banques centrales (SEBC) qui fournit de nouvelles statistiques expérimentales sur le patrimoine des ménages.** Les données des comptes distributionnels de patrimoine complètent les comptes nationaux macroéconomiques traditionnels et les enquêtes auprès des ménages en fournissant des informations sur le patrimoine des ménages qui soient cohérentes avec les comptes sectoriels trimestriels macroéconomiques <sup>1</sup>. Les comptes distributionnels de patrimoine visent à satisfaire l'intérêt croissant porté à la compréhension de la dynamique de la distribution du patrimoine dans la zone euro et les différents pays de la zone euro <sup>2</sup>.

**Les comptes distributionnels de patrimoine présentent un intérêt particulier pour les banques centrales, car ils facilitent l'analyse des effets de patrimoine distributionnels exercés par les chocs inflationnistes et les chocs de politique monétaire.** Ces comptes étayent également la stratégie de la politique monétaire de la BCE, qui vise à inclure une évaluation systématique de l'interaction mutuelle entre la distribution du revenu et du patrimoine, d'une part, et la politique monétaire, d'autre part <sup>3</sup>. Les ménages diffèrent sensiblement en matière de niveau de patrimoine, de composition de celui-ci et de sensibilité de leur revenu aux chocs économiques. Par conséquent, la distribution du patrimoine et du revenu joue un rôle clef pour façonner la transmission de la politique monétaire à l'activité économique et à l'inflation. Dans le même temps, la politique monétaire peut exercer des effets distributionnels hétérogènes <sup>4</sup>.

**Cet article explore les principales caractéristiques des comptes distributionnels de patrimoine et illustre la manière dont l'ensemble de données peut être utilisé pour analyser les effets distributionnels des chocs macroéconomiques, notamment la politique monétaire.** La section 2 décrit la méthodologie utilisée pour compiler les comptes distributionnels de patrimoine,

<sup>1</sup> Parallèlement aux comptes distributionnels de patrimoine en Europe, des ensembles de données comparables sont actuellement développés dans le cadre de la troisième phase de l'initiative du G20 sur les lacunes en matière de données (*G20 Data Gaps Initiative*), en vue de compiler des comptes distributionnels pour le G20 et d'autres économies participantes d'ici 2026.

<sup>2</sup> Cf., par exemple, les encadrés intitulés « [Les déterminants récents de l'épargne sur l'ensemble de la distribution du patrimoine des ménages](#) », *Bulletin économique*, n° 3, BCE, 2022, et « [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.

<sup>3</sup> Cf. « [Une vue d'ensemble de la stratégie de politique monétaire de la BCE](#) » sur le site internet de la BCE.

<sup>4</sup> Ampudia (M.), Georganakos (D.), Slacalek (J.), Tristani (O.), Vermeulen (P.) et Violante (G.L.), « [Monetary policy and household inequality](#) », *Working Paper Series*, n° 2170, BCE, juillet 2018.

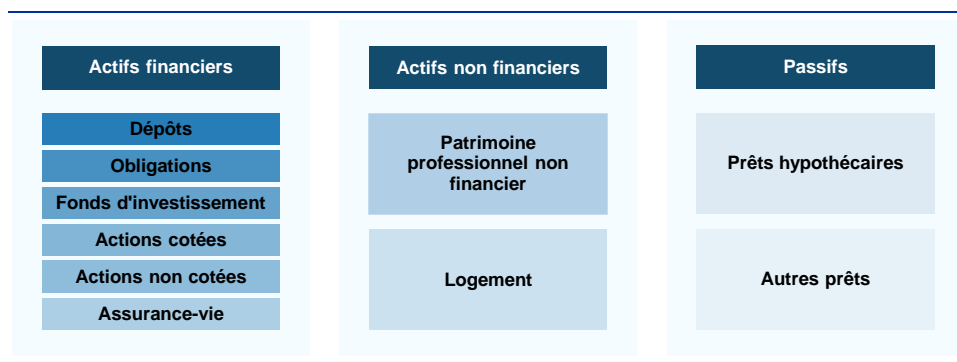
en examinant les sources de données, les techniques d'estimation et la disponibilité des données. La section 3 présente des éléments sur les caractéristiques clefs de l'ensemble de données, en documentant la dynamique de la distribution du patrimoine et les composantes de celui-ci au fil du temps au niveau de la zone euro et pour les différents pays. La section 4 analyse la manière dont les variations des prix des actifs affectent le patrimoine des ménages sur l'ensemble de la distribution en fonction de la composition des actifs et des passifs, et explore les implications des prix des actifs en matière d'inégalité de patrimoine. La section 5 évalue les effets de la hausse de l'inflation et du resserrement de la politique monétaire qui a suivi sur la distribution du patrimoine, ainsi que leur impact sur les inégalités. La section 6 apporte une conclusion.

## 2 La méthodologie des comptes distributionnels de patrimoine

**Les comptes distributionnels de patrimoine fournissent des informations distributionnelles trimestrielles sur le patrimoine rapidement disponibles, alignées sur les agrégats macroéconomiques.**

Les comptes distributionnels de patrimoine incluent des données sur le patrimoine net des ménages et sur les actifs et passifs financiers et non financiers, ainsi que leurs composantes (figure 1). Les ménages sont ventilés entre les cinq déciles supérieurs de patrimoine net et les 50 % de déciles inférieurs, ainsi que par type d'emploi et par mode d'occupation du logement. Les comptes distributionnels de patrimoine fournissent également des indicateurs d'inégalités tels que le coefficient de Gini, la part de patrimoine net détenue par les 5 % et 10 % supérieurs et les 50 % inférieurs, le patrimoine net moyen et médian, et les ratios dettes/actifs par décile de patrimoine. Les données sont disponibles pour l'ensemble de la zone euro et pour tous les pays de la zone, à l'exception de la Croatie, et pour la Hongrie. Les séries temporelles pour la zone euro sont disponibles à partir du premier trimestre 2009, tandis que la date de début des données par pays pour les comptes distributionnels de patrimoine varie selon la disponibilité des données de source distributionnelle. Les données sont élaborées chaque trimestre et publiées cinq mois après la fin de chaque trimestre de référence.

**Figure 1**  
Principales caractéristiques des comptes distributionnels de patrimoine :  
composantes des actifs et des passifs



Source : BCE.



**Les comptes distributionnels de patrimoine sont élaborés en reliant les informations à l'échelle des ménages tirées de l'enquête de la BCE sur les finances et la consommation des ménages (*Household Finance and Consumption Survey*, HFCS) aux comptes sectoriels trimestriels macroéconomiques, complétant ainsi les deux sources (figure 2).**

Les données macroéconomiques présentent les transactions et les positions financières et non financières du secteur des ménages. Les séries chronologiques commencent en 1999 et couvrent le dernier trimestre de référence avec un décalage de trois à quatre mois. Elles suivent la méthodologie du système européen des comptes (SEC 2010). En revanche, les données tirées de la HFCS fournissent des informations sur la distribution du patrimoine des ménages de la zone euro <sup>5</sup>. Quatre vagues de cette enquête, se rapportant aux années 2010, 2013, 2017 et 2021, ont été publiées. Ces données sont publiées avec un décalage d'environ 18 mois.

**Les comptes distributionnels de patrimoine tirent parti des avantages des comptes sectoriels et des données tirées des enquêtes sur les ménages.**

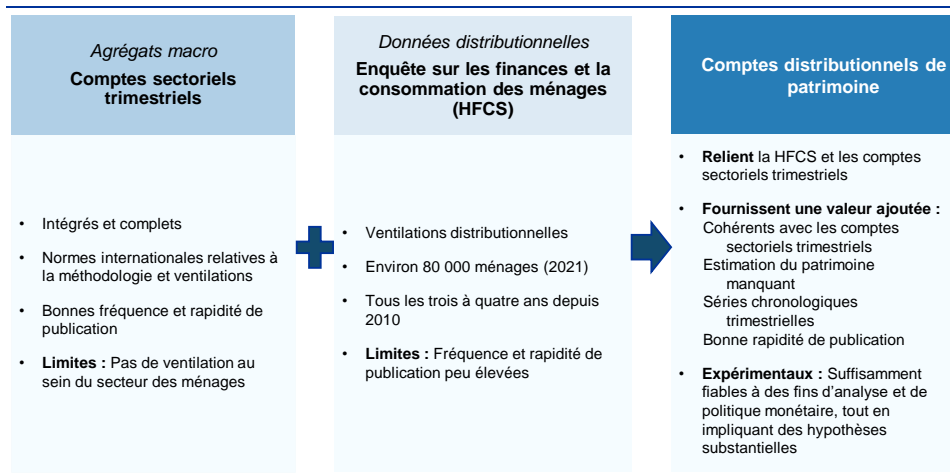
Les comptes sectoriels sont fréquents, rapidement disponibles et exhaustifs, mais manquent d'informations distributionnelles. Les enquêtes sur les ménages sont riches en informations distributionnelles, mais pâtissent de mises à jour peu fréquentes, de délais de publication plus longs et d'une couverture patrimoniale incomplète. Les comptes distributionnels de patrimoine combler ces lacunes en offrant des données cohérentes avec les comptes nationaux, en satisfaisant aux normes internationales et en fournissant des actualisations trimestrielles avec un éclairage distributionnel rapidement disponible comparable aux enquêtes sur les ménages. Élaborés par des experts du SEBC, les comptes distributionnels de patrimoine garantissent une compilation harmonisée de données au niveau des pays et d'agrégats de la zone euro.

---

<sup>5</sup> L'enquête HFCS collecte des données détaillées à l'échelle des ménages sur divers aspects du bilan des ménages et des variables économiques et démographiques qui y sont liées. Pour plus d'informations, y compris sur la définition du terme *ménage*, cf. la [page consacrée à l'enquête HFCS](#) sur le site internet de la BCE.

**Figure 2**

Principales caractéristiques des comptes distributionnels de patrimoine : relier les données micro et macro sur le patrimoine



Source : BCE.

**La difficulté pour les comptes distributionnels de patrimoine est de réconcilier l'enquête HFCS et les comptes sectoriels trimestriels autant que possible, à l'aide des concepts des comptes nationaux et des résultats agrégés des comptes sectoriels trimestriels pris comme référence.** La méthodologie utilisée

pour combler le fossé entre les enquêtes sur les ménages et les comptes sectoriels est constituée d'une série d'étapes. Premièrement, pour établir un socle commun aussi étendu que possible entre les vagues HFCS et les comptes sectoriels trimestriels, un concept de patrimoine spécifique aux comptes distributionnels de patrimoine est défini et des rubriques individuelles tirées de l'enquête HFCS et des comptes sectoriels financiers sont ajustées en conséquence. Au niveau de la zone euro, ce socle commun capture environ 90 % des actifs et des passifs des ménages tels qu'enregistrés dans le concept de patrimoine des comptes nationaux tandis que quelques rubriques (par exemple, les avoirs en numéraire (espèces), les droits à pension) ne sont actuellement pas incluses dans les comptes distributionnels de patrimoine en raison de contraintes en matière de disponibilité des données. Des travaux sont en cours pour couvrir ces rubriques<sup>6</sup>. Ensuite, pour chaque publication d'une vague HFCS, on fait correspondre les données des comptes sectoriels trimestriels les plus proches dans le temps et le périmètre de population dans l'enquête HFCS est élargi pour correspondre à celui des comptes sectoriels trimestriels. Les dépôts, qui tendent à être nettement moins élevés dans HFCS que dans les comptes sectoriels trimestriels, sont ajustés à ce stade afin de tenir compte de certains résultats d'enquêtes identifiés comme valeurs extrêmes. De plus, du fait que les ménages dans la partie supérieure de la distribution (« ménages riches ») sont difficiles à capturer dans les enquêtes, une étape cruciale dans le processus des comptes distributionnels de patrimoine implique une estimation des ménages riches sous-représentés dans les résultats d'enquêtes. Tout écart restant entre HFCS, ajustée jusqu'à ce point, et les comptes sectoriels trimestriels est réparti de

<sup>6</sup> Ne sont pas reflétées dans le patrimoine des ménages, tel que mesuré par les comptes nationaux et donc pas non plus dans les comptes distributionnels de patrimoine, les pensions attendues payées par les systèmes de sécurité sociale.

manière proportionnelle entre les différents ménages pour chaque rubrique du concept de patrimoine <sup>7</sup>.

**Les données trimestrielles des comptes distributionnels de patrimoine sont produites par interpolation et extrapolation des informations tirées des vagues de l'enquête HFCS, puis en les combinant avec les variations trimestrielles agrégées des composantes du patrimoine telles que déclarées dans les comptes sectoriels trimestriels.** Les derniers trimestres des comptes distributionnels de patrimoine après la vague d'enquête HFCS la plus récente sont extrapolés en faisant l'hypothèse que la distribution de chaque instrument individuel est restée stable. Toutefois, les distributions du patrimoine net tirées des comptes distributionnels de patrimoine évoluent sur la période d'extrapolation en ligne avec les tendances sous-jacentes aux totaux des comptes sectoriels trimestriels pour les instruments et les avoirs détenus par les différents groupes de ménages. Par exemple, de fortes hausses des prix des actions tendront à déplacer la distribution du patrimoine vers les groupes de ménages qui détiennent habituellement des actions dans le cadre de leurs investissements financiers. Les comptes distributionnels de patrimoine capturent ces effets.

**Une analyse de sensibilité a montré que les comptes distributionnels de patrimoine sont suffisamment fiables pour être utilisés à des fins d'analyse et de politique monétaire tout en impliquant des hypothèses et des estimations, ce qui signifie que les données sont qualifiées d'« expérimentales ».**

Par exemple, on utilise des hypothèses pour la distribution des dépôts et le calcul des séries chronologiques. Dans le même temps, des informations supplémentaires, généralement fondées sur des sources médiatiques, sont utilisées pour estimer le patrimoine des ménages les plus riches <sup>8</sup>.

### 3 Principaux faits stylisés de l'ensemble de données des comptes distributionnels de patrimoine

**La distribution du patrimoine des ménages est très inégale, les ménages riches détenant une grande part du total de celui-ci (graphique 1, partie a) <sup>9</sup>.**

Dans la zone euro par exemple, les 10 % de ménages les plus riches détiennent 56 % du patrimoine net, tandis que les 50 % de ménages les moins riches n'en détiennent que 5 %. La distribution inégale implique que, sur la base du patrimoine, une grande part des ménages qui jouent un rôle plus important en matière de revenu agrégé, d'emploi et de consommation sont sous-représentés et peuvent donc être moins sensibles aux effets de richesse.

---

<sup>7</sup> Les données des comptes distributionnels de patrimoine pour la zone euro sont calculées en fusionnant les données de ces comptes à l'échelle des ménages calculées pour chaque pays, ajustées pour correspondre aux agrégats effectifs des comptes sectoriels trimestriels pour la zone euro via une allocation proportionnelle et en recalculant les déciles de patrimoine net au niveau de la zone euro en intégrant tous les ménages de la zone euro.

<sup>8</sup> Des informations supplémentaires sont disponibles dans la note d'ensemble ([Overview note](#)), la note méthodologique ([Methodological note](#)) et le [communiqué de presse](#) sur le site internet de la BCE.

<sup>9</sup> Le patrimoine net se définit comme la différence entre les actifs totaux (financiers et non financiers) et le passif total. Pour certains ménages, il peut être égal à zéro ou négatif.

**La moitié inférieure de la distribution a connu un redressement plus rapide du patrimoine net des ménages après les pertes enregistrées pendant la crise de la dette souveraine, ce qui a entraîné une baisse de la concentration du patrimoine depuis 2015 environ.**

Les 50 % inférieurs de la distribution du patrimoine net ont subi des pertes importantes en matière de patrimoine net au cours de la crise de la dette souveraine, leur endettement plus élevé exacerbant les effets de richesse négatifs induits par la correction du marché de l'immobilier résidentiel dans plusieurs pays. Depuis 2015 environ, ces ménages ont été à même de récupérer leurs pertes à un rythme plus rapide, quoique partant d'une base nettement moins élevée, par rapport aux 40 % juste au-dessus de la médiane et aux 10 % les plus riches (graphique 1, partie b). Pour la moitié inférieure, le taux de croissance nominal annuel du patrimoine a constamment dépassé 4 % sur cette période, avant de ralentir au cours des derniers trimestres. L'accumulation patrimoniale pour la moitié inférieure a été soutenue par des hausses relativement plus rapides de la valeur des actifs financiers et de l'immobilier résidentiel – sous l'effet de l'appréciation des prix des logements pour ce dernier – et par le désendettement des ménages, réduisant ainsi la charge d'endettement et renforçant les bilans. Au total, ces évolutions ont contribué à une légère baisse du coefficient de Gini pour la zone euro, d'environ 1,5 point de pourcentage depuis 2015 (graphique 1, partie c) <sup>10</sup>. L'inégalité patrimoniale a continué de se réduire ces dernières années dans le contexte de la pandémie de coronavirus (COVID-19), de la flambée non anticipée de l'inflation et du resserrement de politique monétaire qui a suivi (cf. également sections 4 et 5).

---

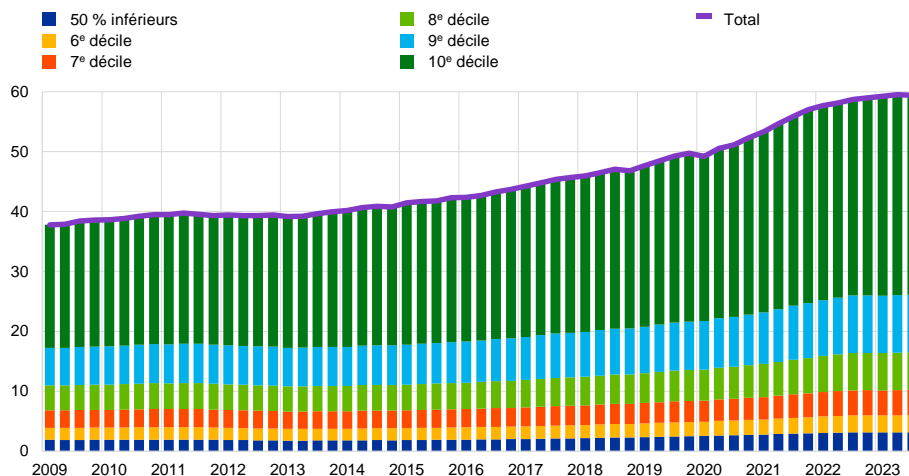
<sup>10</sup> Un coefficient de Gini de 0 exprime une égalité parfaite où tout le monde possède le même patrimoine, tandis qu'un coefficient de 1 exprime une inégalité totale où une seule personne possède tout le patrimoine.

## Graphique 1

### Évolutions de la distribution du patrimoine dans la zone euro

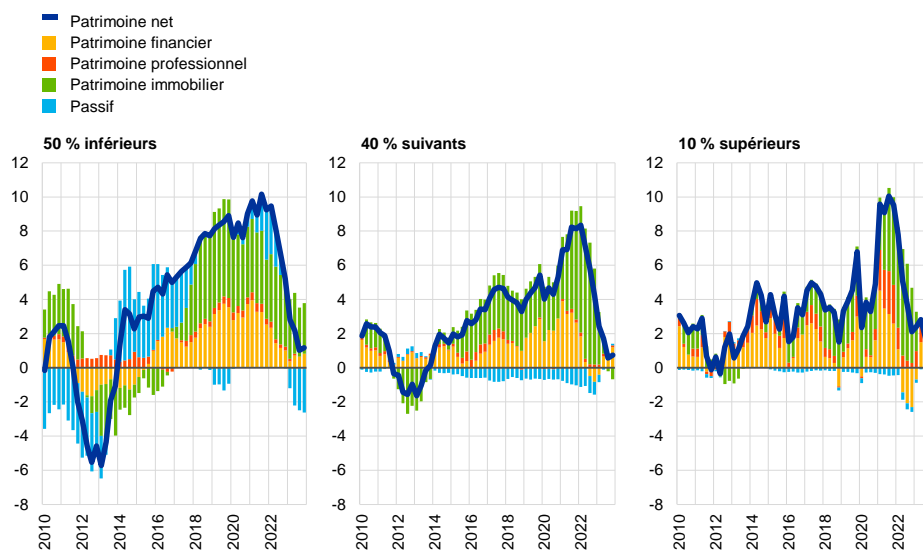
#### a) Patrimoine net des ménages par groupe

(montants en milliers de milliards d'euros)



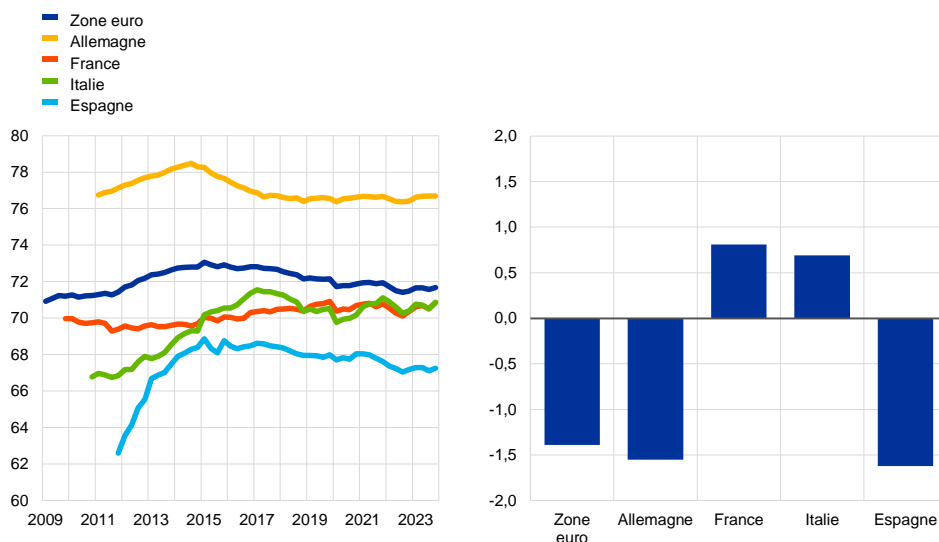
#### b) Croissance nominale du patrimoine net et contributions

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



### c) Coefficient de Gini : niveau et variations depuis 2015

(graphique de gauche : pourcentages ; graphique de droite : variations en points de pourcentage)



Sources : Comptes distributionnels de patrimoine de la BCE et calculs de la BCE.

Notes : Les dates de début des comptes distributionnels de patrimoine diffèrent d'un pays à l'autre, en ligne avec les vagues d'enquête HFCS spécifiques à chaque pays. Dans la partie b) et tout au long de l'article, le patrimoine immobilier dans la zone euro fait référence aux actifs détenus au titre de l'immobilier résidentiel ; le patrimoine professionnel est la somme du patrimoine professionnel non financier et des actions non cotées ; le patrimoine financier se rapporte à la somme de l'ensemble des autres actifs ; et les passifs font référence à la somme des prêts hypothécaires et des autres dettes. Les dernières observations pour les parties a), b) et c) se rapportent au quatrième trimestre 2023. Le graphique de droite dans la partie c) présente les variations en points de pourcentage du coefficient de Gini du premier trimestre 2015 (pic pour la zone euro) au quatrième trimestre 2023.

### D'un pays à l'autre, les différences en matière d'inégalités patrimoniales restent importantes <sup>11</sup>. Cette situation reflète des facteurs structurels, tels que les

taux de propriétaires agrégés, qui sont corrélés négativement avec les inégalités, dans la mesure où de faibles taux de propriétaires ont tendance à impliquer qu'une large part des ménages dans la moitié inférieure de la distribution du patrimoine détiennent des quantités de richesse très bas <sup>12</sup>. Dans le même ordre d'idées, s'agissant des quatre principaux pays de la zone euro, les inégalités sont plus élevées en Allemagne et plus faibles en Espagne. Malgré ces différences structurelles, le coefficient de Gini est resté globalement stable en France et en Italie depuis 2015, alors qu'il a enregistré une baisse d'ampleur comparable en Allemagne et en Espagne. Les inégalités patrimoniales demeurent plus faibles dans la zone euro qu'aux États-Unis, malgré une baisse visible des inégalités de l'autre côté de l'Atlantique depuis le début de la pandémie (cf. encadré 1).

### La concentration du patrimoine varie selon les instruments et au fil du temps, reflétant les différences en matière de préférences, d'accès aux différentes classes d'actifs et de contraintes du crédit et de liquidité.

La concentration est particulièrement élevée pour les actifs financiers exposés à des variations en valeur : environ 80 % des actions, des parts de fonds d'investissement et des portefeuilles d'obligations sont détenus par les 10 % de ménages les plus riches (graphique 2).

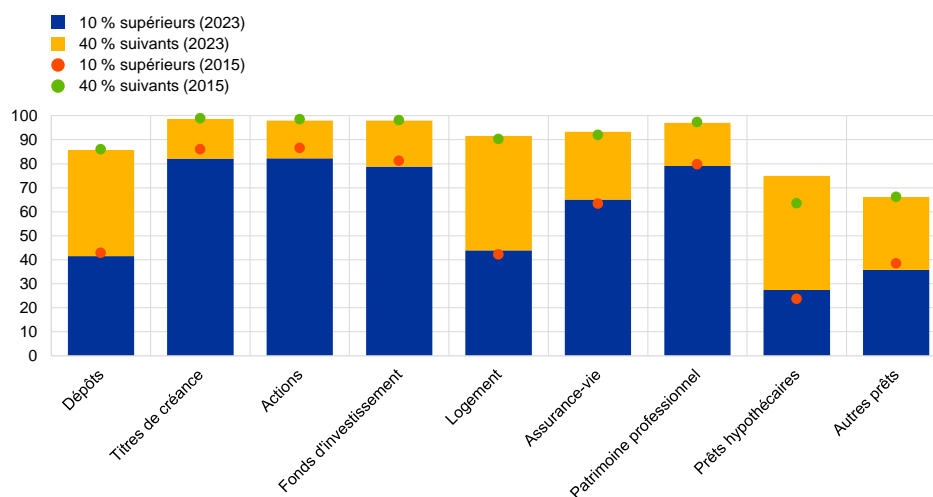
<sup>11</sup> Pour une analyse des facteurs à l'origine de la dispersion des inégalités patrimoniales entre les différents pays de la zone euro, cf. Leitner (S.), « *Drivers of wealth inequality in euro area countries: the effect of inheritance and gifts on household gross and net wealth distribution analysed by applying the Shapley value approach to decomposition* », *European Journal of Economics and Economic Policies: Intervention*, vol. 13, numéro 1, 2016, p. 114-136.

<sup>12</sup> Cf. Kaas (L.), Kocharkov (G.) et Preugschat (E.), « *Wealth inequality and homeownership in Europe* », *Annals of Economics and Statistics*, n° 136, 2019, p. 27-54.

Le patrimoine professionnel affiche également une concentration élevée. Les avoirs sous forme de dépôts, le patrimoine immobilier et les passifs (prêts hypothécaires et autres types de prêts) sont répartis de manière plus uniforme. Depuis 2015, on observe une hausse de la concentration du patrimoine immobilier et de la dette hypothécaire, témoignant d'un rythme d'accumulation - y compris via des effets de valorisation - plus rapide pour les ménages les plus riches que pour les ménages les plus pauvres. De plus, les avoirs relatifs en titres de créance et en actions ont augmenté pour les 40 % suivants de ménages dont le patrimoine se situe au-dessus de la médiane.

## Graphique 2 Concentration des instruments

(en pourcentage de l'encours total de chaque instrument)



Sources : Comptes distributionnels de patrimoine de la BCE et calculs de la BCE.

Notes : Le graphique présente les avoirs moyens par instrument par groupe de patrimoine net en pourcentage de l'encours total de l'instrument correspondant pour 2015 et 2023. Les dernières observations se rapportent au quatrième trimestre 2023.

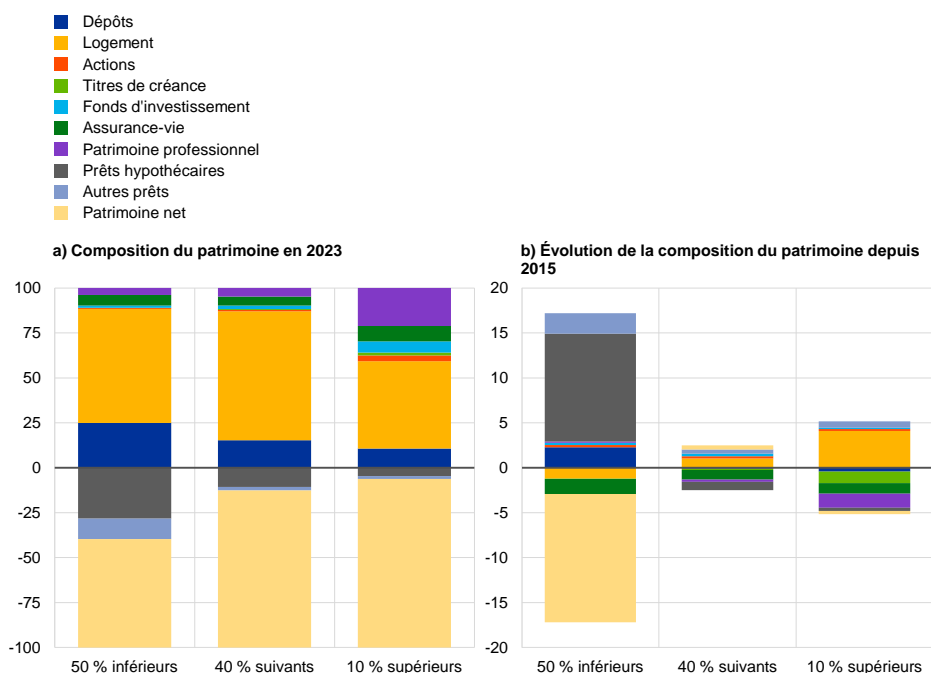
**La composition du patrimoine net diffère également selon les groupes et les variations de patrimoine au fil du temps.** Les 50 % de ménages les moins riches détiennent une proportion plus importante de leur patrimoine sous forme de dépôts bancaires et de logements, à hauteur d'environ 25 % et 63 %, respectivement. Les 40 % suivants détiennent une part comparable de ces deux instruments réunis, mais avec un poids relativement moins élevé pour les dépôts et plus élevé pour les logements (15 % et 72 %, respectivement). La part des dépôts et celle des logements sont plus faibles pour les 10 % de ménages les plus riches (10 % et 50 %, respectivement), dans la mesure où ce groupe détient une part plus élevée de patrimoine professionnel et de patrimoine financier autre que des dépôts (graphique 3, partie a). Lorsque l'on se déplace vers le haut de la distribution du patrimoine, la part des dépôts baisse tandis que le patrimoine net et les actifs plus risqués (actions, fonds d'investissement et obligations) augmentent, les ménages riches étant capable de supporter davantage de risques. De plus, l'endettement des ménages diminue à mesure que l'on se déplace vers le haut de la distribution, les actifs (par exemple, les logements) étant moins financés par endettement. Au fil du temps, une baisse des emprunts souscrits par la moitié inférieure de la distribution

du patrimoine (graphique 3, partie b) a contribué à renforcer leurs bilans et accroître leur part de patrimoine net en actifs totaux, ce qui a réduit les inégalités.

### Graphique 3

#### Composition de la distribution du patrimoine net

(pourcentages du patrimoine net par groupe ; variations en points de pourcentage)



Sources : Comptes distributionnels de patrimoine de la BCE et calculs de la BCE.

Notes : Le patrimoine net apparaît avec un signe négatif. Les dernières observations se rapportent au quatrième trimestre 2023.

#### **Au passif, l'endettement des ménages dans la zone euro a nettement baissé pour la moitié inférieure de la distribution du patrimoine au cours de la dernière décennie et est resté globalement inchangé pour la moitié supérieure.**

Le processus de désendettement observé au cours de la dernière décennie, soutenu principalement par la moitié inférieure de la distribution du patrimoine (graphique 4, partie a), a résulté d'une hausse des actifs parallèlement à une baisse des passifs. Ces dernières années, avec le niveau plus élevé des taux d'intérêt, le désendettement s'est poursuivi, quoique à un rythme plus lent, ce qui pourrait indiquer qu'une partie de l'épargne excédentaire des ménages a été utilisée pour rembourser la dette ou réduire l'emprunt. La réduction de l'endettement dans la moitié inférieure de la distribution résulte essentiellement d'économies qui ont subi des cycles prononcés du marché de l'immobilier résidentiel, avec d'importantes fluctuations et corrections de prix dans le contexte de la crise financière mondiale et de la crise de la dette souveraine (graphique 4, partie b). Néanmoins, l'endettement reste sensiblement plus élevé pour les 50 % de ménages les moins riches que pour les ménages plus riches.

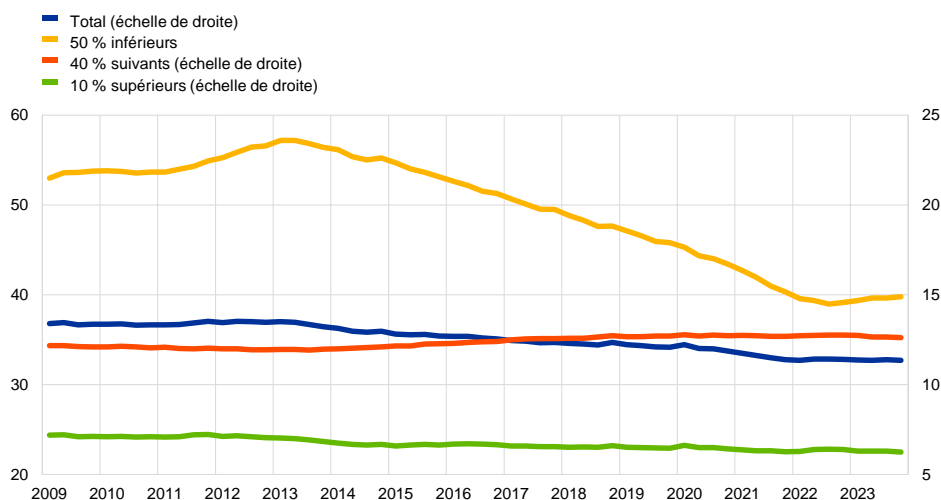


## Graphique 4

### Ratios d'endettement sur l'ensemble de la distribution du patrimoine dans la zone euro

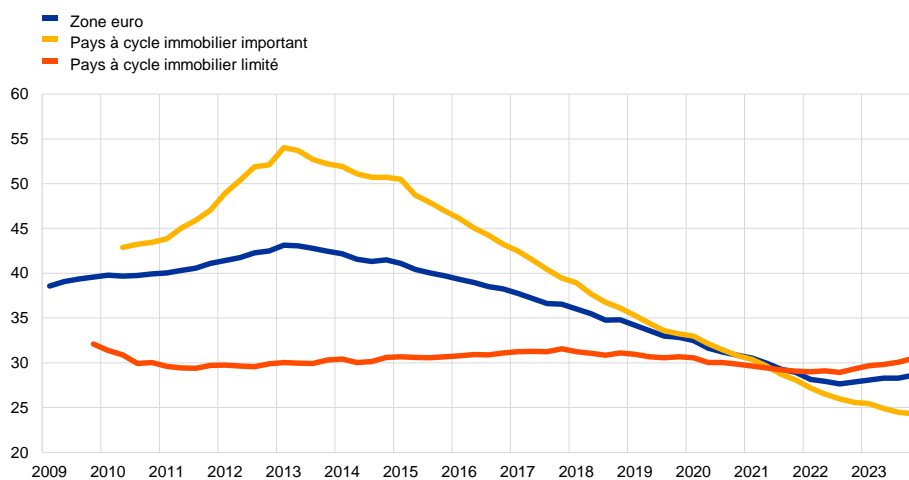
#### a) Ratios dette totale/actifs totaux sur l'ensemble de la distribution du patrimoine

(en pourcentages)



#### b) Ratios dette hypothécaire/actifs pour les 50 % inférieurs de la distribution du patrimoine

(en pourcentages)



Sources : Comptes distributionnels de patrimoine de la BCE et calculs de la BCE.

Notes : Le ratio d'endettement est la dette totale divisée par les actifs totaux dans la partie a) et la dette hypothécaire divisée par les actifs totaux dans la partie b). Dans la partie b), les pays où le cycle de l'immobilier résidentiel est important sont ceux qui connaissent une baisse nettement plus forte des prix des logements (supérieure à 2 % en moyenne par an sur la période 2007-2013) par rapport à l'ensemble de la zone euro (-0,35 % en moyenne par an sur la période 2007-2013), en ligne avec l'évaluation présentée dans l'article intitulé « L'état du marché de l'immobilier résidentiel de la zone euro », *Bulletin économique*, n° 7, BCE, 2018. Ces pays incluent l'Espagne, les Pays-Bas, l'Irlande, le Portugal, la Grèce, l'Estonie, la Lituanie et la Lettonie. Les pays où le cycle de l'immobilier résidentiel est limité comprennent ceux où les variations des prix des logements sont comparables ou supérieures à la moyenne de la zone euro sur la même période ; ces pays incluent l'Allemagne, la France, l'Italie, la Belgique, la Finlande, la Slovaquie, la Slovénie et le Luxembourg. L'agrégation des pays est réalisée de manière ascendante en agrégeant les actifs et les passifs pour les 50 % de ménages les moins riches par patrimoine net. Les dates de début pour les comptes distributionnels de patrimoine diffèrent d'un pays à l'autre, en ligne avec les vagues d'enquête HFCS spécifiques à chaque pays. Les dernières observations se rapportent au quatrième trimestre 2023.

## Encadré 1

### Comptes financiers distributionnels aux États-Unis

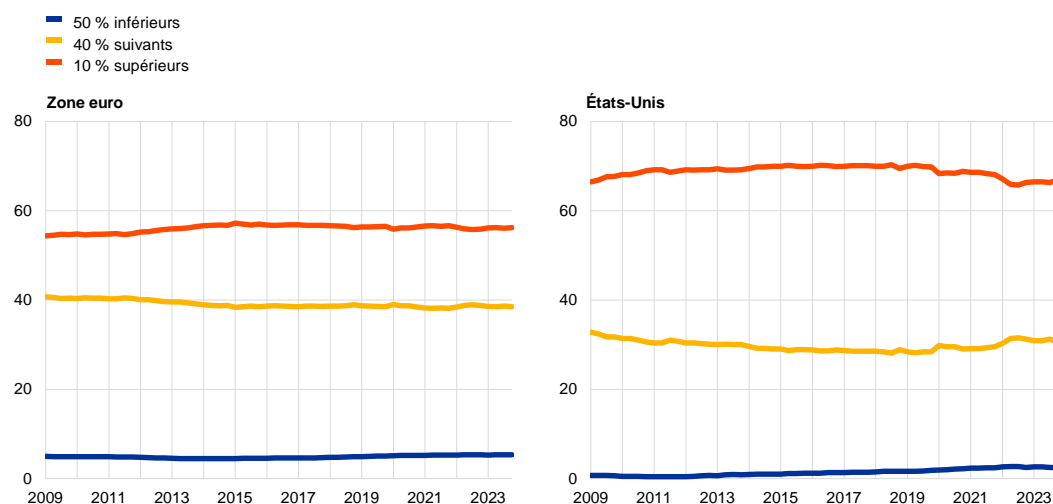
Alina Bobasu et Georgi Krustev

Dans la même veine que les comptes distributionnels de patrimoine dans la zone euro, le Système fédéral de réserve des États-Unis compile les comptes financiers distributionnels pour les États-Unis. Cet ensemble de données contient des estimations trimestrielles de la distribution du patrimoine des ménages américains depuis 1989<sup>13</sup>. Malgré une baisse visible ces dernières années, les inégalités de patrimoine demeurent nettement plus élevées aux États-Unis que dans la zone euro, le décile supérieur de la distribution du patrimoine aux États-Unis détenant environ les deux tiers du patrimoine net total (graphique A)<sup>14</sup>.

### Graphique A

#### Concentration du patrimoine net dans la zone euro et aux États-Unis

(pourcentages)



Sources : Comptes distributionnels de patrimoine de la BCE, Conseil de la Réserve fédérale américaine et calculs de la BCE.

Notes : Le graphique présente les détenions de patrimoine net par groupe de patrimoine net en pourcentage du total. Les dernières observations se rapportent au quatrième trimestre 2023.

Aux États-Unis, dans la partie supérieure de la distribution, le patrimoine est en grande partie détenu sous la forme d'actifs professionnels et financiers, comme les actions d'entreprises, les parts de fonds communs de placement et les pensions, et moins dans le logement que dans la zone euro. Les 50 % inférieurs de la distribution du patrimoine détiennent leurs actifs principalement sous la forme de logements et sont plus endettés que les ménages de la zone euro, y compris via des passifs autres que des prêts hypothécaires (graphique B). Le niveau plus élevé de concentration patrimoniale aux États-Unis reflète de multiples facteurs tels que le degré d'inégalités des revenus du travail et les mouvements des prix des logements par rapport aux prix des actifs financiers en comparaison avec l'Europe<sup>15</sup>. Au cours des deux dernières années,

<sup>13</sup> Pour plus d'informations, cf. « *Distributional Financial Accounts Overview* », Conseil des gouverneurs du Système fédéral de réserve, mars 2024.

<sup>14</sup> Pour une comparaison détaillée des inégalités en matière de patrimoine, de revenu et de consommation dans les économies avancées, cf. l'article intitulé « *Politique monétaire et inégalités* », *Bulletin économique*, n° 2, BCE, 2021.

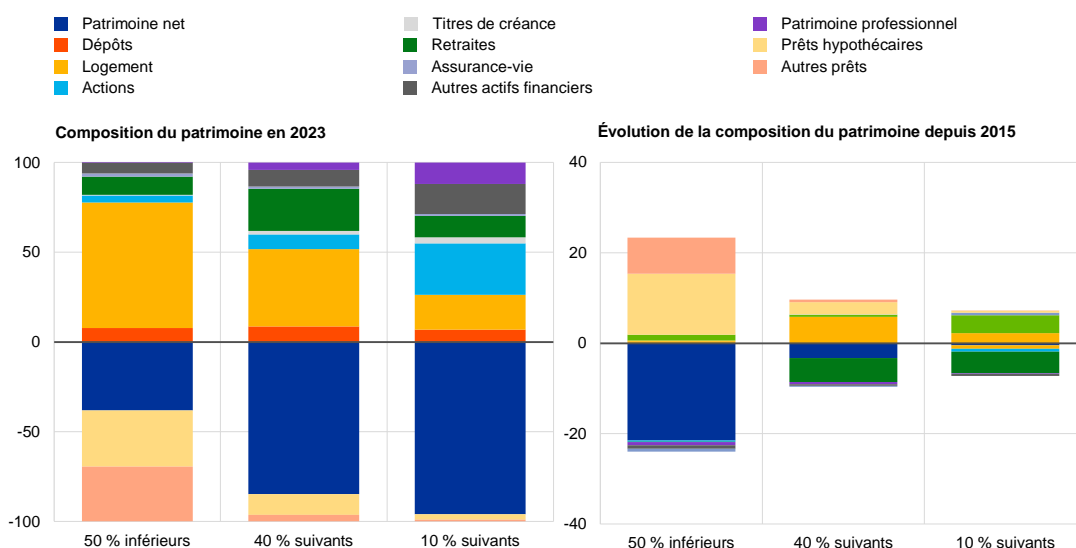
<sup>15</sup> Cf. Blanchet (T.) et Martinez-Toledano (C.), « *Wealth inequality dynamics in Europe and the United States: Understanding the determinants* », *Journal of Monetary Economics*, vol. 133(C), 2023, p. 25-43.

les 50 % inférieurs de la distribution patrimoniale ont augmenté leur patrimoine à un rythme plus rapide que le reste (une croissance moyenne d'environ 6,9 %, après 5 % et 0,3 %, respectivement, pour les 40 % suivants et les 10 % supérieurs), ce qui a entraîné une baisse plus rapide des inégalités patrimoniales aux États-Unis que dans la zone euro. Ces évolutions résultent principalement d'une accumulation plus rapide du patrimoine immobilier par les 50 % inférieurs, principalement en raison d'une hausse des prix de l'immobilier résidentiel et d'une accumulation plus faible de la dette par rapport au reste de la distribution du patrimoine (graphique C). Néanmoins, le patrimoine financier a également joué un rôle majeur. Le patrimoine des 10 % les plus riches a baissé après le début du dernier cycle de resserrement de la politique monétaire aux États-Unis début 2022, sous l'effet essentiellement des actions et, dans une moindre mesure, des avoirs en pensions, qui n'ont recommencé à augmenter que plus récemment (graphique C) <sup>16</sup>.

## Graphique B

### États-Unis : composition du patrimoine net

(pourcentages du patrimoine net par groupe ; variations en points de pourcentage)



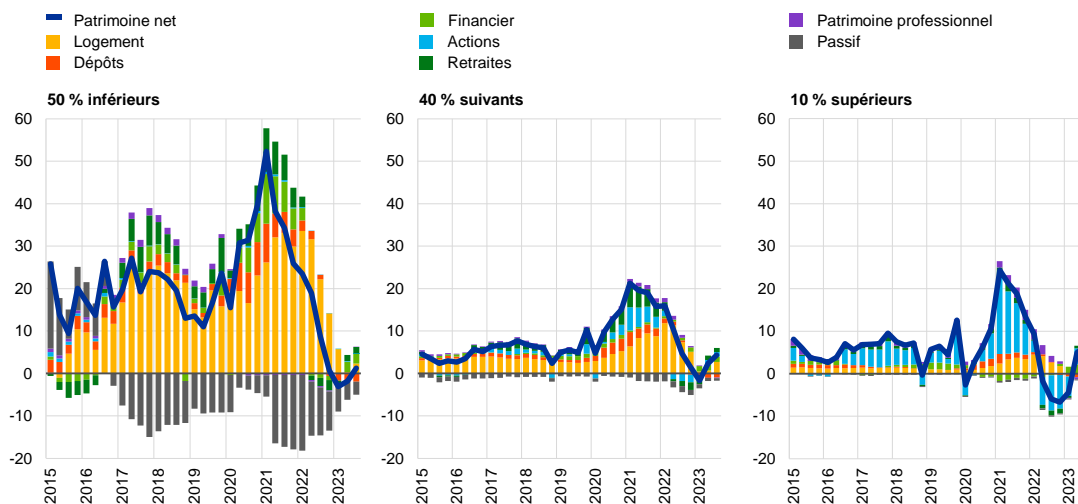
Sources : US Federal Reserve Board et calculs de la BCE.  
Note : Le patrimoine net apparaît avec un signe négatif.

<sup>16</sup> Pour une discussion sur les déterminants de l'inégalité du patrimoine aux États-Unis, cf. Fagereng (A.), Guiso (L.), Malacrino (D.) et Pistaferri (L.), « *Heterogeneity and Persistence in Returns to Wealth* », *Working Paper Series*, n° 171, FMI, 2018.

## Graphique C

### États-Unis : croissance du patrimoine net et contributions

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



Sources : US Federal Reserve Board et calculs de la BCE.

Notes : Par rapport à la zone euro, les données pour les États-Unis couvrent davantage d'instruments, tels que les avoirs en numéraire, les droits à pension et les biens de consommation durable, ces derniers étant inclus dans le patrimoine immobilier dans le graphique C ci-dessus. Les autres actifs détenus au titre du patrimoine financier présentés dans le graphique excluent les dépôts, les actions et les pensions. Le patrimoine professionnel inclut les actions des entreprises non constituées en sociétés (*non-corporate businesses*). Les dernières observations se rapportent au quatrième trimestre 2023.

## 4 Fluctuations des prix des actifs et distribution du patrimoine

### Les variations des prix des actifs affectent le patrimoine des ménages de manière différente sur l'ensemble de la distribution, en fonction de la composition du patrimoine, avec des conséquences sur les inégalités.

L'impact des variations des prix des actifs sur le patrimoine des ménages dépend de la sensibilité des instruments enregistrés au bilan aux conditions de marché et aux taux d'intérêt en vigueur, et des expositions des ménages à ces instruments via leurs détentions d'actifs et leurs passifs. Les évolutions des détentions des ménages tendent à être atones, car elles n'enregistrent pas de fort rééquilibrage en réaction aux variations des prix des actifs. Les variations du patrimoine net des ménages s'expliquent principalement par les gains et les pertes sur les détentions de biens immobiliers et d'actions qui suivent très étroitement les prix des logements et des actions.

### Les effets des variations des prix des actifs sur les bilans des ménages représentent un canal important de transmission de la politique monétaire.

Par exemple, une baisse des prix des logements, reflétant des conditions de marché en évolution ou un resserrement de la politique monétaire, réduit le patrimoine net des propriétaires existants et les appauvrit, la valeur de leur patrimoine immobilier s'inscrivant en baisse alors que leurs passifs restent les mêmes. Les effets de

richesse négatifs associés peuvent les inciter à consommer moins et épargner davantage afin de reconstituer leur patrimoine <sup>17</sup>.

**Le patrimoine des 50 % de ménages les moins riches tend à se révéler nettement plus sensible aux variations des prix des logements que le patrimoine des 10 % de ménages les plus riches.** La moitié inférieure de la distribution, avec des ratios d'immobilier résidentiel sur le patrimoine net plus élevés et des expositions plus fortes à l'effet de levier immobilier, sont nettement plus sensibles aux variations des prix des logements qu'aux variations des prix des autres actifs (graphique 5). Un indicateur simple de cette sensibilité est un multiplicateur de l'endettement qui mesure l'exposition à une classe d'actifs particulière par rapport au patrimoine. Cet indicateur permet de suivre les effets mécaniques d'une hausse hypothétique de 10 % des prix de différentes classes d'actifs sur le patrimoine net des ménages et de voir comment ces effets évoluent dans le temps, en faisant abstraction des canaux indirects associés, par exemple, à la réallocation de portefeuille <sup>18</sup>. Une appréciation de 10 % des prix des logements accroît le patrimoine net des 50 % de ménages les moins riches de plus de 10 % en moyenne. En revanche, l'effet positif sur le patrimoine d'une telle hausse s'élève à environ 5 % pour les 10 % de ménages les plus riches, car ils sont moins endettés et l'immobilier représente une part moins importante de leur richesse. Les expositions à l'immobilier tendent donc à se réduire à mesure que le patrimoine augmente en raison de l'effet d'un endettement moins élevé par rapport aux valeurs immobilières (graphique 5, partie a).

**Dans le même temps, les effets des variations des prix des actions sont les plus prononcés dans la partie supérieure de la distribution du patrimoine** (graphique 5, partie b). Cela reflète la concentration élevée de ce type d'actifs parmi les ménages riches. Par conséquent, alors que des prix des logements en hausse tendraient, considérés isolément, à réduire les inégalités en bénéficiant de manière disproportionnée aux ménages les moins riches, on observe l'effet opposé s'agissant d'une hausse des prix des actions.

---

<sup>17</sup> Pour une vue d'ensemble des estimations relatives aux effets de patrimoine dans la zone euro, cf. l'encadré intitulé « Estimations des effets de richesse pour la zone euro et ses principaux pays » dans l'article intitulé « [Patrimoine et consommation des ménages dans la zone euro](#) », *Bulletin économique*, n° 1, BCE, 2020.

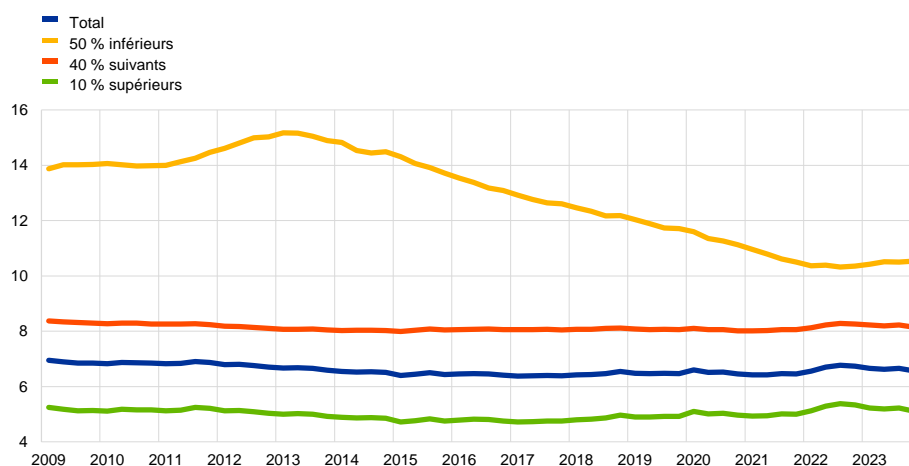
<sup>18</sup> Pour une explication détaillée, cf. Adam (K.) et Tzamourani (P.), « [Distributional consequences of asset price inflation in the Euro Area](#) », *European Economic Review*, vol. 89, 2016, p. 172-192.

## Graphique 5

Variations du patrimoine net sur l'ensemble de la distribution du patrimoine dues à une hausse de 10 % des prix des actifs

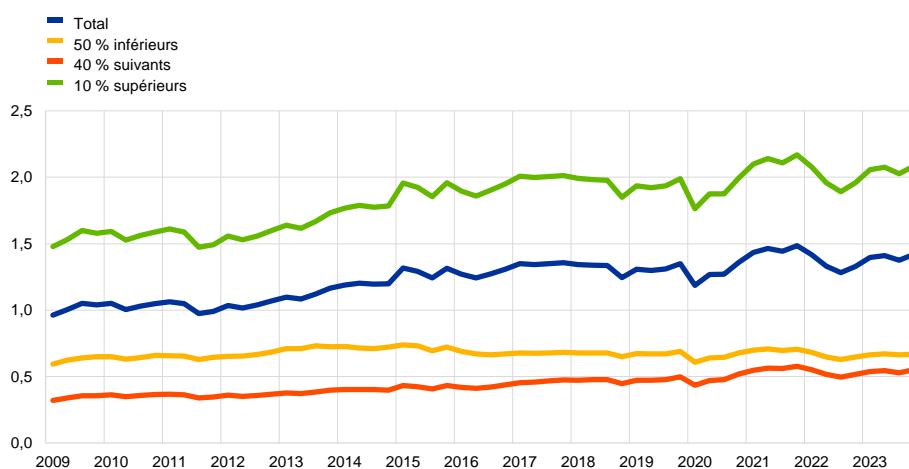
### a) Gains de patrimoine net dus à une hausse de 10 % des prix des logements

(en pourcentage du patrimoine net)



### b) Gains de patrimoine net dus à une hausse de 10 % des prix des actions

(pourcentages du patrimoine net)



Sources : BCE (comptes distributionnels de patrimoine) et calculs de la BCE.

Notes : La sensibilité du patrimoine à une hausse de 10 % des prix des logements et à une hausse de 10 % des prix des actions est fondée sur le ratio patrimoine immobilier/patrimoine net et le ratio détention de portefeuilles d'actions/patrimoine net, respectivement. Les portefeuilles d'actions comprennent les expositions directes et indirectes et sont la somme des détentions d'actions cotées, du patrimoine professionnel financier et des détentions indirectes d'actions via les parts de fonds communs de placement et les droits à pension des ménages. Le ratio d'actions dans les parts de fonds communs de placement des ménages est fondé sur les statistiques agrégées suivant une approche de transparence (« *look-through* ») pour les actifs des ménages détenus de manière indirecte via des parts de fonds d'investissement. Pour les droits à pension, le ratio est calculé comme la part des actions dans le total des actifs financiers des sociétés d'assurance et des fonds de pension, y compris les expositions indirectes via leurs détentions de parts de fonds d'investissement, dans ce dernier cas en utilisant le même ratio d'actions dans les parts de fonds d'investissement détenues par les sociétés d'assurance et les fonds de pension que dans la proportion d'expositions aux actions dans les parts de fonds d'investissement des ménages sur la base des statistiques transparentes. Les dernières observations se rapportent au quatrième trimestre 2023.

### Néanmoins, la part des logements dans le patrimoine net a baissé au fil du temps, les ménages moins riches ayant consolidé leurs bilans.

Le désendettement observé au cours de la dernière décennie a entraîné une baisse de la part du logement dans le patrimoine net dans la partie inférieure de la distribution du patrimoine. Cela peut avoir des conséquences importantes sur la transmission de la politique monétaire via les prix des actifs dans un contexte de

hausse des taux directeurs, dans la mesure où les ménages moins riches peuvent être devenus plus résistants aux corrections du marché immobilier que pour la crise financière mondiale et la crise de la dette souveraine dans la zone euro.

**Même si les propriétaires de la moitié inférieure de la distribution ont davantage bénéficié de la hausse des prix des logements, ce groupe s'est abstenu d'acheter des logements en raison de la détérioration de l'accessibilité.**

Le graphique 6 montre que, considérées isolément, les réévaluations positives du patrimoine immobilier (c'est-à-dire résultant d'une hausse des prix de l'immobilier qui a progressivement accru la valeur de marché des logements) à partir de 2015 ont bénéficié de manière disproportionnée au patrimoine net de la moitié inférieure de la distribution <sup>19</sup>. Par conséquent, le renchérissement des logements a contribué à la baisse des inégalités de patrimoine observée depuis 2015. Dans le même temps, les transactions immobilières ont partiellement inversé cet effet en agissant en sens opposé, les 50 % de ménages les moins riches ayant réduit leurs actifs immobiliers tandis que les ménages riches accumulaient davantage <sup>20</sup>. Cela peut refléter les conséquences distributionnelles d'un rééquilibrage, la hausse des prix des logements réduisant l'accessibilité immobilière pour les moins riches. Cette conclusion est soutenue par des éléments indiquant une baisse des taux de propriétaires et une hausse correspondante des taux de location parmi les ménages moins riches au cours de la dernière décennie dans des pays tels que l'Espagne qui ont enregistré des ajustements substantiels en matière d'immobilier résidentiel <sup>21</sup>. L'ajustement semble avoir exercé un impact plus important sur les cohortes plus jeunes qui ont également ramené leur endettement et leurs actifs immobiliers pendant les crises à des niveaux plus proches de la moyenne de la zone euro <sup>22</sup>.

---

<sup>19</sup> Ce qui est cohérent avec les résultats *in* Adam (K.) et Tzamourani (P.), *op. cit.*

<sup>20</sup> La baisse de l'endettement des 50% de ménages les moins riches est cohérente avec la diminution de la participation au marché de l'immobilier résidentiel, très probablement en raison d'une faible accessibilité dans un contexte de renchérissement des logements et, plus récemment, de hausse des taux d'intérêt et de durcissement des contraintes de crédit.

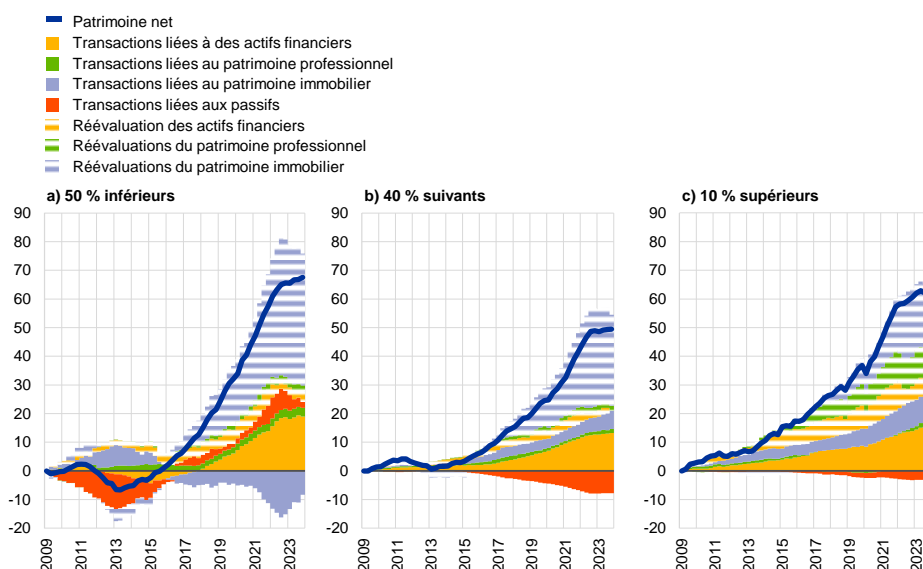
<sup>21</sup> Cf. « *Recent developments in the rental housing market in Spain* », *Economic Bulletin*, Issue 3, Banco de España, 2019.

<sup>22</sup> Cette normalisation reflète en partie le renforcement des réglementations macroprudentielles et le durcissement de l'offre de crédit.

## Graphique 6

### Effets cumulés des transactions et des réévaluations sur le patrimoine net pour l'ensemble de la distribution du patrimoine

(variations cumulées en pourcentage du patrimoine net depuis T1 2009 ; contributions en points de pourcentage)



Sources : Eurostat, BCE (comptes distributionnels de patrimoine, comptes sectoriels trimestriels) et calculs de la BCE.

Notes : Les effets de valorisation par instrument sont calculés à partir des comptes sectoriels trimestriels agrégés en déduisant les transactions trimestrielles des différences entre les encours, qui incluent les flux, les variations de la valorisation et les autres variations. Les réévaluations de l'immobilier résidentiel sont calculées en déduisant les flux d'investissement immobilier (approximés par la formation brute de capital fixe des ménages plus l'acquisition d'actifs non financiers nets de la consommation de capital fixe) des variations du stock de capital immobilier (approximé par les actifs fixes non financiers des ménages, y compris les terrains). Les réévaluations du patrimoine professionnel sont calculées à partir d'une moyenne pondérée des déflateurs de l'investissement pour les machines et équipements et pour les prix de l'immobilier commercial. Les variations de la valorisation des comptes sectoriels trimestriels par instrument sont ensuite appliquées proportionnellement (en termes de variations trimestrielles en pourcentage) aux détentions d'instruments correspondantes pour chaque décile de la distribution du patrimoine afin de décomposer les stocks d'encours en effets de valorisation (y compris les autres variations) et en stocks notionnels (établis à partir du cumul des transactions). Les passifs sont supposés résulter uniquement de ces transactions. Les dernières observations se rapportent au quatrième trimestre 2023.

## 5 Impact de l'inflation et de la politique monétaire sur la distribution du patrimoine

**La composition des actifs et des passifs sur l'ensemble de la distribution du patrimoine détermine la mesure dans laquelle l'inflation élevée influence les inégalités de richesse.** Une inflation non anticipée peut entraîner une diminution

des inégalités de richesse en redistribuant le patrimoine des prêteurs vers les emprunteurs par le biais des variations de la valeur réelle des actifs et passifs nominaux. C'est ce que l'on appelle le canal de Fischer<sup>23</sup>. Néanmoins, le canal de Fisher ne fonctionne pleinement que si le revenu s'ajuste à l'inflation, réduisant ainsi la charge des paiements pour les ménages endettés, qui sont généralement ceux situés en bas de la distribution du patrimoine. Le canal de Fisher est affaibli lorsqu'une inflation non anticipée plus élevée réduit les revenus d'intérêts réels des

<sup>23</sup> Cf. Fisher (I.), « *The Debt-Deflation Theory of Great Depressions*, » *Econometrica*, vol. 1, n° 4, 1933, p. 337-357.



ménages à revenus faibles et moyens et accroît les revenus des bénéficiaires des ménages à revenus élevés <sup>24</sup>.

**Les effets d'un choc d'inflation sur la distribution du patrimoine peuvent être évalués en décomposant les évolutions du patrimoine net réel en contributions issues des transactions, des réévaluations des actifs réels et de l'érosion due à l'inflation** <sup>25</sup>. L'évaluation quantifie l'effet sur le patrimoine net réel de l'érosion nominale de ses composantes (qui est négative pour les actifs nominaux et positive pour les passifs nominaux) dans la distribution du patrimoine pour la période de forte inflation observée depuis mi-2021. Elle reproduit pour cela la décomposition *ex-post* de l'évolution cumulée du patrimoine net entre deux moments dans le temps – la fin de l'échantillon (quatrième trimestre 2023) par rapport à la forte hausse de l'inflation qui a commencé au deuxième trimestre 2021 – en trois composantes : la composante transactions, l'évolution des prix réels des actifs et la composante érosion (due à l'inflation). Les première et deuxième composantes sont comparables à celles présentées dans le graphique 6 ; elles retracent les effets de l'épargne et des réévaluations sur l'accumulation de patrimoine (bien qu'en termes réels). La troisième composante quantifie l'érosion résultant de la hausse de la valeur réelle des actifs et des passifs, les remboursements étant définis à l'avance en termes nominaux (dépôts et endettement).

**Le patrimoine net réel a baissé sur l'ensemble de la distribution du patrimoine depuis mi-2021, mais l'inflation plus élevée a atténué les pertes pour les ménages les plus pauvres en érodant davantage leurs engagements que leurs dépôts, tandis qu'elle a amplifié les pertes pour les ménages les plus riches (graphique 7)**. Cet effet reflète des différences distributionnelles dans les positions nominales nettes en actifs et en passifs dont la valeur de remboursement est définie en termes nominaux, en plus de l'hétérogénéité de l'épargne nette capturée par la composante transactions. Les ménages les plus pauvres, en tant que groupe, détiennent des dépôts inférieurs à leur endettement. Cela signifie que l'inflation érodera une plus grande part de leurs passifs que de leurs actifs exposés à l'inflation (autrement dit, les dépôts), contrairement aux ménages les plus riches. Cet effet ne saisit que la redistribution du patrimoine des épargnants vers les emprunteurs, fonctionnant mécaniquement via les positions de bilan, et ignore d'autres effets tels que les flux de revenus d'intérêts et les remboursements de dettes, ainsi que les différences au sein des groupes de patrimoine, seule une partie des ménages étant

<sup>24</sup> Pour une discussion plus détaillée sur la vigueur du canal de Fisher dans un contexte de hausse de l'inflation, cf. Erosa (A.) et Ventura (G.), « *On inflation as a regressive consumption tax* », *Journal of Monetary Economics*, vol 49, Issue 4, mai 2002, p. 761-795 et in Heer (B.) et Süßmuth (B.), « *Effects of inflation on wealth distribution: Do stock market participation fees and capital income taxation matter?* », *Journal of Economic Dynamics and Control*, vol. 31, Issue 1, janvier 2007, p. 277-303.

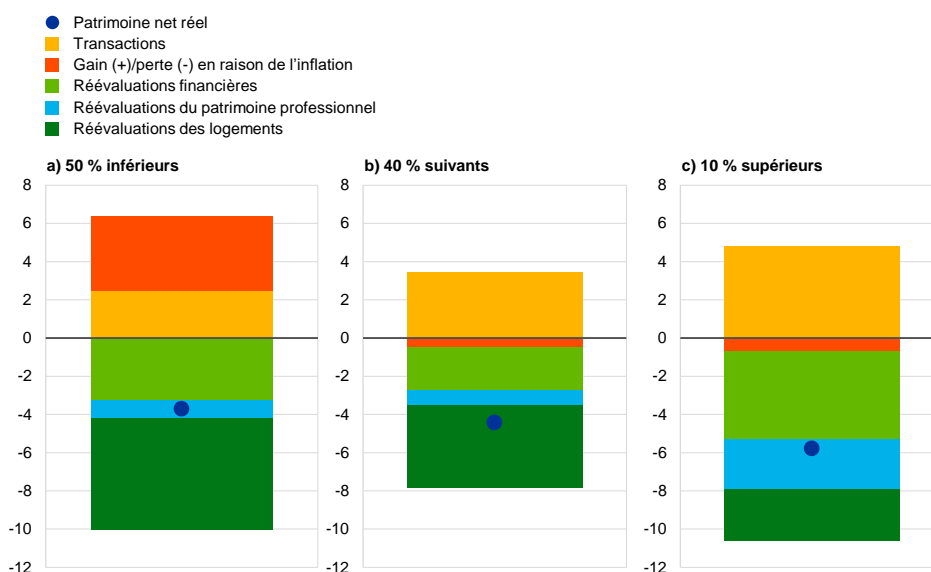
<sup>25</sup> Cette approche est fondée sur l'équation 1 dans Infante (L.), Loschiavo (D.), Neri (A.), Spuri (M.) et Vercelli (F.), « *The heterogeneous impact of inflation across the joint distribution of household income and wealth* », *Occasional Paper Series*, n° 817, Banca d'Italia, novembre 2023.

endettée <sup>26</sup>. Si l'on se déplace vers le haut de la distribution, les pertes de patrimoine réelles ont augmenté au cours des deux dernières années et demie, en dépit de contributions plus marquées de l'épargne au patrimoine net et de pertes moins limitées liées à la baisse des prix réels des logements. Ce résultat est principalement imputable aux réévaluations des actifs financiers autres que les dépôts (tels que les actions et les obligations) et du patrimoine professionnel, qui ont enregistré des pertes réelles plus importantes dans un contexte de hausse des taux d'intérêt.

## Graphique 7

### Évolutions du patrimoine net réel depuis le deuxième trimestre 2021 et contributions

(variations cumulées en pourcentages ; contributions en points de pourcentage)



Sources : Eurostat, BCE (comptes distributionnels de patrimoine, comptes sectoriels trimestriels) et calculs de la BCE.  
Notes : La décomposition est fondée sur Infante (L.) *et al.*, *op. cit.* Le patrimoine net est déflaté à l'aide du déflatateur de la consommation privée. Les instruments fortement exposés à l'inflation (dont la valeur de remboursement est définie à l'avance en termes nominaux) incluent les dépôts et les passifs (dette hypothécaire et autres dettes). L'effet net de l'incidence de l'inflation plus élevée sur les dépôts (négative) et sur les passifs (positive) est agrégé dans la rubrique « Gain (+)/perte (-) en raison de l'inflation ». Pour tous les autres actifs, les réévaluations sont fondées sur les contributions des variations cumulées du prix des actifs réels, appliquées au niveau de chaque classe d'instrument, calculées sur la base des réévaluations nominales par instrument tirées des comptes sectoriels trimestriels agrégés déflatés à l'aide du déflatateur de la consommation privée, et appliquées aux positions d'instruments en cours par décile de patrimoine à compter du deuxième trimestre 2021. Les effets des réévaluations du prix des actifs réels sont regroupés sous « Réévaluations financières » pour tous les actifs financiers autres que les dépôts (actions cotées, fonds d'investissement, obligations et créances d'assurance). « Réévaluations du patrimoine professionnel » correspond à la somme du patrimoine professionnel financier et non financier. Les transactions sont calculées en tant qu'acquisitions résiduelles et groupées de tout instrument au cours de la période.

**Concernant les effets de la politique monétaire, les évolutions de la distribution du patrimoine entre les ménages se produisent principalement par le biais de deux canaux.** Le premier canal porte sur les prix des actifs, la taille et la composition des avoirs dans la zone euro impliquant que certains ménages détiennent plus d'actifs à long terme, et sont donc davantage affectés par des

<sup>26</sup> Par exemple, les bénéfices d'une inflation plus élevée pour les ménages les moins riches liés au fait que leurs passifs sont supérieurs à leurs dépôts pourraient être neutralisés par le niveau plus élevé de leur exposition non couverte aux taux d'intérêt. Cela les rend plus vulnérables aux pertes résultant de la détérioration du revenu d'intérêt net par rapport aux ménages les plus riches, la politique monétaire réagissant à une forte inflation en relevant les taux d'intérêt. De tels effets sont susceptibles de dépendre de la prévalence des emprunts hypothécaires à taux variable et de varier fortement entre les pays. Cf. Tzamourani (P.), « *The interest rate exposure of euro area households* », *European Economic Review*, vol. 132, février 2021. En plus d'affecter le revenu d'intérêt net, des taux d'intérêt plus élevés limiteraient également l'érosion du patrimoine en ralentissant l'inflation. Il convient de noter par ailleurs que l'analyse ne tient pas compte de la possibilité que les taux d'inflation diffèrent selon les groupes de la distribution du patrimoine.

variations des prix (des actifs) liées à l'orientation de politique monétaire, tel que documenté également dans la section 4 <sup>27</sup>. Le second canal est lié à la rémunération de l'épargne et au coût de la dette, un changement des taux d'intérêt ayant des effets opposés sur le patrimoine des emprunteurs nets et celui des épargnants nets. S'il existe un certain consensus concernant les effets de la politique monétaire sur la distribution du revenu, les effets distributionnels sur le patrimoine sont moins clairs et les résultats sont assez hétérogènes. En ce sens, certaines des analyses disponibles suggèrent des effets globaux limités sur la distribution du patrimoine, tandis que d'autres études indiquent une augmentation des inégalités de patrimoine en raison de la politique monétaire non conventionnelle expansionniste <sup>28, 29</sup>.

### **Les données empiriques font état d'effets modérateurs d'un resserrement de la politique monétaire sur l'ensemble de la distribution du patrimoine.**

Les évolutions des prix des actifs ont une incidence directe sur les bilans des ménages <sup>30</sup>. Après le début du resserrement de la politique monétaire, les prix des actions ont d'abord baissé au cours des trois premiers trimestres 2022 avant de rebondir fortement. En revanche, les prix des logements, qui présentent généralement une volatilité plus faible, n'ont commencé à baisser de manière visible que plus tard en réaction à la hausse des taux d'intérêt, bien que la baisse totale soit restée modeste sur l'ensemble de la zone euro dans un contexte d'évolutions hétérogènes entre les pays. Un cadre de projections locales en panel linéaire est utilisé pour évaluer l'incidence du resserrement de la politique monétaire sur la distribution du patrimoine, en mettant l'accent sur les canaux du patrimoine immobilier et financier <sup>31</sup>. Les estimations empiriques montrent que le resserrement de la politique monétaire a un effet modérateur hétérogène sur la distribution du patrimoine <sup>32</sup>. Dans l'ensemble, toutes les catégories de ménages subissent des pertes en termes de patrimoine net (graphique 8, partie a). Si les pertes des 50 %

<sup>27</sup> Cf. également O'Farrell (R.), Rawdanowicz (Ł.) et Inaba (K.), « *Monetary Policy and Inequality* », *OECD Economics Department Working Papers*, n° 1281, OECD Publishing, mars 2016.

<sup>28</sup> Pour des études montrant les effets limités de l'assouplissement de la politique monétaire non conventionnelle sur les inégalités de patrimoine dans la zone euro, cf. Lenza (M.) et Slacalek (J.), « *How does monetary policy affect income and wealth inequality? Evidence from quantitative easing in the euro area* », *Journal of Applied Econometrics*, avril 2024 ; pour une analyse du patrimoine des ménages italiens, cf. Casiraghi (M.), Gaiotti (E.), Rodano (L.) et Secchi (A.), « *A 'reverse Robin Hood'? The distributional implications of non-standard monetary policy for Italian households* », *Journal of International Money and Finance*, vol. 85, 2018, p. 215-235 ; pour une analyse de la problématique aux États-Unis, cf. Greenwald (D.L.), Leombroni (M.), Lustig (H.) et Van Nieuwerburgh (S.), « *Financial and total wealth inequality with declining interest rate* », *NBER Working Paper*, n° 28613, 2021 ; pour des éléments indiquant une augmentation des inégalités de patrimoine dans la zone euro à la suite de l'expansion de la politique monétaire non conventionnelle, cf. De Luigi (C.), Feldkircher (M.), Poyntner (P.), Schubert (H.), « *Quantitative easing and wealth inequality: the assets price channel* », *Oxford Bulletin of Economics and Statistics*, vol. 85, n° 3, février 2023, p. 638-670.

<sup>29</sup> Pour une étude des effets distributionnels de la politique monétaire sur le patrimoine, cf. également « *The distributional footprint of monetary policy* », *BIS Annual Economic Report*, Banque des règlements internationaux, juin 2021.

<sup>30</sup> L'incidence sur les gains/pertes en capital liés à des taux d'intérêt moins/plus élevés dépend de la durée plus ou moins longue des actifs par rapport aux engagements ; cf. les articles intitulés « *Politique monétaire et inégalités* », *Bulletin économique*, n°2, BCE, 2021, et « *L'impact selon les catégories de ménages de la récente poussée de l'inflation* », *Bulletin économique*, n°3, BCE, 2023.

<sup>31</sup> Les modèles de projections locales suivent l'approche pionnière de Jordà (Ò), « *Estimation and Inference of Impulse Responses by Local Projections* », *American Economic Review*, vol. 95, n° 1, mars 2005, p. 161-182.

<sup>32</sup> L'analyse se concentrant sur des groupes de patrimoine spécifiques tels que reportés par les comptes distributionnels de patrimoine, l'évaluation des implications globales des résultats pour les inégalités de patrimoine n'est pas simple. Les résultats disponibles dans la littérature suggèrent que les conclusions peuvent être sensibles aux mesures des inégalités utilisées (cf. De Luigi *et al.* (2023), *op. cit.*).

inférieurs sont principalement liées au patrimoine immobilier en raison de la baisse des prix des logements, les 40 % suivants et, plus particulièrement, les 10 % supérieurs, subissent des pertes principalement liées aux canaux du patrimoine financier, le canal des logements jouant un rôle plus limité. Néanmoins, pour ce dernier groupe, le patrimoine net a tendance à se redresser rapidement en ligne avec le rebond des prix plus rapide pour les actions que pour les logements (graphique 8, partie b), en dépit d'une baisse initiale relativement plus marquée à la suite du choc de politique monétaire. De manière générale, le resserrement de la politique monétaire semble avoir un effet modérateur sur l'ensemble de la distribution du patrimoine, le canal du logement jouant un rôle relativement plus important pour les moins riches, tandis que les canaux financiers semblent être plus importants pour les ménages les plus riches <sup>33</sup>.

---

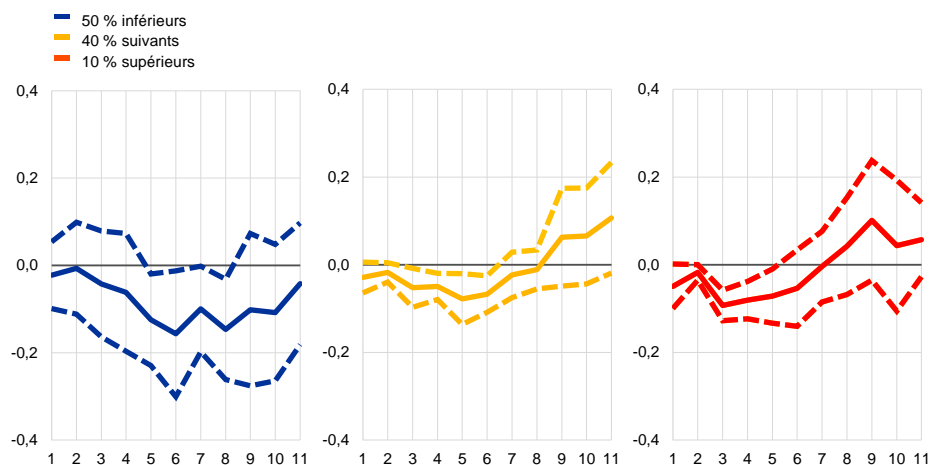
<sup>33</sup> Il convient de faire preuve de prudence, en raison de la taille limitée de l'échantillon des comptes distributionnels de patrimoine et de l'analyse partielle de cette évaluation qui omet d'autres canaux d'équilibre général jouant un rôle potentiellement important.

## Graphique 8

### Effets de la politique monétaire

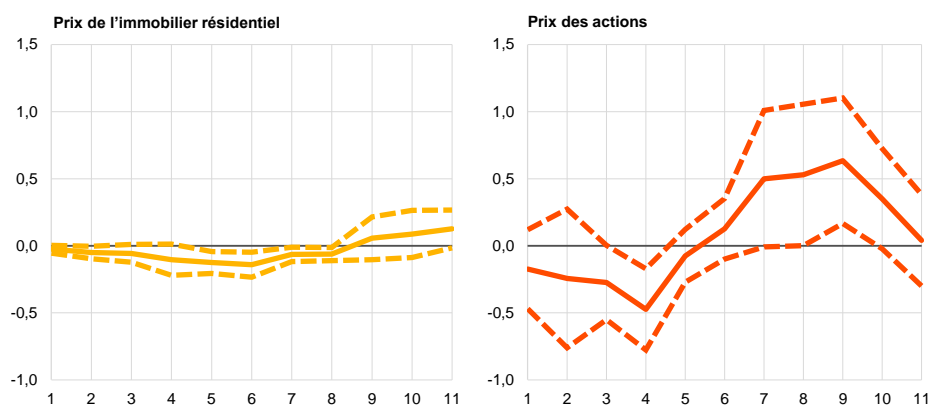
#### a) Incidence du resserrement de la politique monétaire sur le patrimoine net

(en pourcentages)



#### b) Incidence du resserrement de la politique monétaire sur le patrimoine net

(en pourcentages)



Sources : BCE (comptes distributionnels de patrimoine), Eurostat et calculs de la BCE.

Notes : La partie a) montre les résultats sur la base d'un modèle de projections locales en panel pour les cinq plus grands pays de la zone euro (Allemagne, France, Italie, Espagne et Pays-Bas) à l'aide d'un échantillon (asymétrique), allant du quatrième trimestre 2009 au quatrième trimestre 2023 et tenant compte des effets fixes par pays. Le modèle inclut comme variables dépendantes le patrimoine net pour les trois grands groupes de la distribution du patrimoine – les 50 % inférieurs, les 40 % suivants et les 10 % supérieurs – et les chocs de politique monétaire, qui correspondent à des surprises de politique monétaire et sont reflétés dans les variations des taux sans risque des swaps au jour le jour à un an autour des annonces de politique monétaire de la BCE, tel qu'identifié dans Altavilla (C.) et al. (2019) comme variable exogène<sup>34</sup>. En suivant Lenza (M.) et Slacalek (J.), *op. cit.*, les prix des actifs (immobilier et actions) ont été ajoutés au modèle aux côtés du PIB en volume, du taux à court terme et de l'inflation. La partie b) présente les résultats sur la base d'un modèle de projections locales en panel, comprenant les prix des actifs comme variables dépendantes. Le modèle inclut quatre décalages des variables dépendantes ainsi que des décalages des variables de contrôle. Les lignes en pointillés reflètent des intervalles de confiance à 95 %. Les résultats pour les instruments spécifiques au patrimoine pour les trois groupes de la distribution du patrimoine sont en ligne avec ceux du graphique 8, partie a), qui montrent que le patrimoine immobilier baisse un peu plus, en termes relatifs, pour les 50 % inférieurs tandis que le patrimoine financier baisse davantage pour les 10 % supérieurs.

<sup>34</sup> Cf. Altavilla (C.), Brugnolini (L.), Gürkaynak (R. S.), Motto (R.) et Ragusa (G.), « *Measuring euro area monetary policy* », *Working Paper Series*, n° 2281, BCE, mai 2019. Les résultats sont robustes à l'utilisation des échéances à plus long terme de différents instruments de politique monétaire, comme dans Altavilla (C.) et al. (2019), ou d'autres chocs de politique monétaire tels que ceux identifiés dans Jarociński (M.) et Karadi (P.), « *Deconstructing Monetary Policy Surprises – The Role of Information Shocks* », *American Economic Journal: Macroeconomics*, vol. 12, n° 2, avril 2020, p. 1-43.

## 6 Conclusions

**Cet article présente les comptes distributionnels de patrimoine nouvellement publiés, qui apportent un éclairage sur l'hétérogénéité des niveaux de patrimoine des ménages.** La concentration du patrimoine dans la zone euro a baissé entre 2015 et 2023, le patrimoine des 50 % de ménages les moins riches rebondissant plus rapidement que celui des 10 % les plus riches, bien qu'à partir de niveaux relativement plus faibles. L'accumulation de patrimoine pour la moitié inférieure a été soutenue par des hausses relativement plus rapides de la valeur des actifs financiers et immobiliers et par un désendettement des ménages qui a réduit la charge de la dette et renforcé les bilans. Les inégalités de patrimoine restent nettement plus faibles dans la zone euro qu'aux États-Unis. La hausse des prix des logements pourrait avoir réduit les inégalités dans la zone euro dans son ensemble depuis 2015, en bénéficiant principalement, en termes relatifs, à la moitié inférieure de la distribution du patrimoine, dans un contexte d'hétérogénéité entre les pays. Cela a plus que compensé l'incidence des transactions immobilières, qui ont probablement eu l'effet inverse, les 50 % inférieurs ayant réduit leurs actifs immobiliers tandis que les plus aisés en ont accumulé davantage.

**Cet article utilise également les comptes distributionnels de patrimoine pour évaluer l'incidence sur la distribution du patrimoine de la récente poussée de l'inflation et du resserrement de la politique monétaire qui en a découlé.**

Selon notre analyse, les bilans des ménages plus modestes ont été moins affectés, en termes relatifs, par la poussée récente de l'inflation. Cela s'explique par le fait qu'en termes réels, leurs passifs ont été davantage érodés, compte tenu du solde entre l'encours de dépôts et de dettes. Dans le même temps, les ménages les plus riches ont été affectés davantage par les pertes amplifiées du patrimoine net réel, dues aux réévaluations des prix des actifs financiers en termes réels, les évolutions des valorisations nominales pour différentes classes d'actifs financiers n'ayant pas suivi le rythme de l'inflation. Les deux groupes ont, selon les estimations, très probablement subi des pertes nominales de patrimoine net à la suite du resserrement de la politique monétaire. Tandis que les 50 % inférieurs sont susceptibles d'avoir subi des pertes en matière de patrimoine immobilier en raison de la baisse des prix des logements dans la zone euro dans son ensemble, pour les 40 % suivants et encore plus pour les 10 % supérieurs, de telles pertes se sont probablement produites via les canaux du patrimoine financier, l'immobilier jouant un rôle plus limité.

### 3 La performance empirique des projections d'inflation établies par les services de la BCE et de l'Eurosystème depuis 2000

Mohammed Chahad, Anna-Camilla Hofmann-Drahonsky, Willi Krause, Bettina Landau et Antoine Sigwalt

#### 1 Introduction

**Les prévisions macroéconomiques jouent un rôle essentiel dans l'élaboration de la politique monétaire des banques centrales.** Les prévisions d'inflation permettent à la BCE d'anticiper les risques d'écarts notables par rapport à sa cible d'inflation de 2 % à moyen terme et d'ajuster de manière proactive ses instruments de politique monétaire pour y faire face. Les prévisions à moyen terme sont particulièrement importantes pour l'ajustement rapide de la politique monétaire, étant donné les décalages variables dans le temps de la transmission des chocs de politique monétaire à l'économie <sup>1</sup>.

**Les prévisions établies par les services de la BCE et de l'Eurosystème dépendant d'un ensemble d'hypothèses, des erreurs dans ces hypothèses constituent potentiellement des facteurs-clés à l'origine d'erreurs de prévision.** Les prévisions d'inflation à court et moyen termes sont conditionnées à un ensemble d'hypothèses, et ces prévisions conditionnelles sont appelées projections. Ces hypothèses couvrent des variables liées à l'environnement international, aux prix des matières premières, aux taux de change et aux taux d'intérêt. Cela signifie que, pour chaque exercice, des écarts significatifs entre ces hypothèses conditionnelles et leurs résultats finaux peuvent conduire à des erreurs de projections importantes dans les variables d'intérêt, telles que l'inflation et la croissance. Les erreurs dans les hypothèses conditionnelles s'avèrent souvent un facteur-clé dans les erreurs de projection. D'autres facteurs résultent de chocs économiques inattendus, ou du moins de leur ampleur inattendue ; d'une mauvaise spécification de modèle, certains modèles pouvant ne pas simuler correctement la transmission de ces chocs au reste de l'économie, même s'ils sont parfaitement prévus ; et, enfin, des déficiences dans le jugement d'expert utilisé pour remédier à certaines de ces limites en matière de prévision.

**La forte hausse récente de l'inflation s'est accompagnée d'erreurs de projections importantes de la part des services de la BCE et de l'Eurosystème, ce qui souligne la nécessité de suivre et d'analyser constamment les erreurs de prévision afin de comprendre leurs implications pour le processus de projection.** Deux encadrés du *Bulletin économique* en 2022 et 2023 ont analysé les importantes erreurs de projection relatives à l'inflation qui se sont alors produites,

<sup>1</sup> Pour de plus amples informations concernant le cadre des projections établies par les services de la BCE et de l'Eurosystème, cf. « *A guide to the Eurosystem/ECB staff macroeconomic projection exercises* », BCE, juillet 2016.

tandis qu'un troisième encadré, début 2024, a documenté une amélioration des projections concomitante à la baisse plus récente de l'inflation <sup>2</sup>. Si ces encadrés portaient sur l'exactitude des prévisions, d'autres études ont également examiné les différentes propriétés des projections de la BCE et de l'Eurosystème, telles que leur absence de biais et leur efficacité <sup>3</sup>. Les prévisions sont considérées comme efficaces si les erreurs de prévision ne peuvent être expliquées par aucune autre information à la disposition des prévisionnistes au moment de la projection. Une prévision à la fois non biaisée et efficace est appelée rationnelle <sup>4</sup>. Kontogeorgos et Lambrias ont conclu que les projections d'inflation de la BCE et de l'Eurosystème étaient rationnelles <sup>5</sup>. Toutefois, la période d'échantillon considérée a précédé la pandémie de coronavirus (COVID-19) et les chocs atypiques ultérieurs qui ont frappé les économies mondiales et, en particulier, celles de la zone euro. En outre, l'étude s'est principalement appuyée sur des tests standards, qui ne tiennent pas compte de la performance prédictive variable dans le temps.

**Cet article complète de trois manières les analyses précédentes des erreurs de prévision d'inflation de la BCE et de l'Eurosystème.** Premièrement, il étend le cadre temporel en incluant des données allant de début 2000 à début 2024, ce qui permet de dresser un tableau plus complet de la performance des services de la BCE et de l'Eurosystème en matière de projections. Deuxièmement, l'article approfondit l'analyse en évaluant les propriétés des projections d'inflation à l'aide de tests robustes aux environnements instables où la performance du modèle peut évoluer au fil du temps (cf. encadré 1). Troisièmement, il recherche également des facteurs susceptibles d'expliquer les propriétés des projections de l'IPCH total : a) en analysant les composantes de l'IPCH telles que les produits alimentaires, l'énergie et l'IPCH hors énergie et produits alimentaires (IPCHX) ; et b) en examinant le rôle de certaines hypothèses conditionnelles. Si ce dernier est directement lié à la nature conditionnelle des projections, l'analyse des composantes de l'IPCH est liée à l'approche ascendante de la projection de la hausse de l'IPCH total, les projections de la BCE et de l'Eurosystème relatives à l'inflation mesurée par l'IPCH étant calculées à partir de l'agrégation des projections d'un ensemble de composantes de l'IPCH.

**Dans l'ensemble, cet article fournit une évaluation empirique complète des projections d'inflation de la zone euro établies par les services de la BCE et de l'Eurosystème depuis début 2000.** La section 2 présente les données utilisées

<sup>2</sup> Cf. les encadrés intitulés « [Les récentes erreurs dans les projections relatives à l'inflation établies par les services de l'Eurosystème et de la BCE : quelles explications ?](#) », *Bulletin économique*, n° 3, BCE, 2022 ; « [Évaluation actualisée des projections d'inflation à court terme établies par les services de l'Eurosystème et de la BCE](#) », *Bulletin économique*, n° 1, BCE, 2023 ; et « [Une actualisation de l'exactitude des projections récentes relatives à l'inflation à court terme établies par les services de l'Eurosystème/de la BCE](#) », *Bulletin économique*, n° 2, BCE, 2024.

<sup>3</sup> Cf., par exemple, Argiri (E.), Hal (S.G.), Momtsia (A.), Papadopoulou (D.M.), Skotida (I.), Tavlas (G.S.) et Wang (Y.), « *An evaluation of the inflation forecasting performance of the European Central Bank, the Federal Reserve, and the Bank of England* », *Journal of Forecasting*, vol. 43(4), juillet 2024, p. 932-947 ; et Granziera (E.), Jalasjoki (P.) et Paloviita (M.), « *The Bias of the ECB Inflation Projections: A State-Dependent Analysis* », *Working Paper*, n° 11/2024, Norges Bank, mai 2024.

<sup>4</sup> Cf. Mincer (J.) et Zarnowitz (V.), « *The Evaluation of Economic Forecasts* », dans Mincer (J.) (éd.), *Economic Forecasts and Expectations: Analysis of Forecasting Behaviour and Performance*, National Bureau of Economic Research, 1969, p. 3-46.

<sup>5</sup> Cf. Kontogeorgos (G.) et Lambrias (K.), « *Evaluating the Eurosystem/ECB staff macroeconomic projections: The first 20 years* », *Journal of Forecasting*, vol. 41(2), mars 2022, p. 213-229.



pour mener l'analyse et évalue la performance des projections établies par les services de la BCE et de l'Eurosystème par rapport aux prédictions des autres prévisionnistes, ainsi que le rôle des erreurs dans les hypothèses conditionnelles. La section 3 évalue la performance prédictive des projections établies par les services de la BCE et de l'Eurosystème en termes absolus en analysant les propriétés de projection pour l'inflation totale et pour ses composantes, et elle examine les déterminants des erreurs.

## Encadré 1

### Évaluation de la performance prédictive variable dans le temps : le test de fluctuation et le test de rationalité de la fluctuation

---

En présence de performances prédictives variables dans le temps (« instabilités »), deux tests peuvent être utilisés : a) le test de rationalité de la fluctuation (Rossi et Sekhposyan) pour évaluer la performance prédictive absolue et en particulier la rationalité des prévisions (absence de biais et efficacité) ; et b) le test de fluctuation (Giacomini et Rossi) pour comparer la performance prédictive de deux projections concurrentes (performance prédictive relative) <sup>6</sup>.

#### Test de rationalité de la fluctuation

Le test de rationalité de la fluctuation de Rossi et Sekhposyan (R&S) est un test basé sur une régression (cf. Mincer et Zarnowitz ; et West et McCracken) <sup>7</sup>. Il s'agit de tester différentes hypothèses concernant les prévisions en présence d'instabilités. En pratique, l'erreur de prévision associée à une prévision à l'étape h préalable ( $\hat{y}_{t+h|t}$ ) est régressée sur une fonction vectorielle  $g_t$ :

$$y_{t+h} - \hat{y}_{t+h|t} = \theta g_t + \eta_{t+h}$$

Où  $y_{t+h}$  est la réalisation associée. Tous les tests consistent à tester l'hypothèse nulle  $H_0: \theta = 0$  vs  $H_A: \theta \neq 0$  à travers la statistique de Wald standard avec des valeurs différentes pour  $g_t$ . Pour l'absence de biais, c'est-à-dire pour vérifier si les erreurs de prévision sont en moyenne égales aux valeurs réelles observées, nous définissons  $g_t = 1$ . Tester l'efficacité de la prévision implique de vérifier qu'aucune information pertinente dont disposent les prévisionnistes à la date de prévision ne peut expliquer les erreurs de prévision. Un exemple particulier d'efficacité consiste à vérifier si les prévisions s'adaptent sans heurts aux chocs macroéconomiques et sous-réagissent aux nouvelles informations. C'est le cas si les révisions des prévisions expliquent en partie les erreurs de projection. Dans ce test dit de lissage excessif (*oversmoothing test*),  $g_t = \hat{y}_{t+h|t} - \hat{y}_{t+h|t-1}$ .

L'une des principales valeurs ajoutées du test de R&S est la capacité à obtenir des valeurs critiques pour les statistiques calculées sur des fenêtres glissantes afin de vérifier la rationalité des prévisions variables dans le temps. Les valeurs critiques dépendent de la taille de la fenêtre glissante et de la taille de l'échantillon. Cette méthode évite les écueils du calcul de la moyenne des instabilités, fournissant ainsi une évaluation plus précise de la rationalité des prévisions en présence d'instabilités. L'hypothèse nulle est rejetée si la statistique du test dépasse la valeur

<sup>6</sup> Cf. Rossi (B.) et Sekhposyan (T.), « *Forecast Rationality Tests in the Presence of Instabilities, with Applications to Federal Reserve and Survey Forecasts* », *Journal of Applied Econometrics*, vol. 31(3), avril/mai 2016, p. 507-532 ; et Giacomini (R.) et Rossi (B.), « *Forecast comparisons in unstable environments* », *Journal of Applied Econometrics*, vol. 25(4), juin/juillet 2010, p. 595-620.

<sup>7</sup> Cf. Mincer (J.) et Zarnowitz (V.), *op. cit.* ; et West (K.D.) et McCracken (M.W.), « *Regression-Based Tests of Predictive Ability* », *International Economic Review*, vol. 39(4), novembre 1998, p. 817-840.

critique au moins une fois sur l'ensemble des fenêtres glissantes. Ce test peut fournir de meilleures preuves de la rationalité des prévisions que les tests traditionnels.

### Test de fluctuation

Le test de fluctuation de Giacomini et Rossi (G&R) examine la performance relative locale de deux prévisions concurrentes au fil du temps à l'aide de fenêtres glissantes. Il suit les tests standards Diebold et Mariano et Giacomini et White et effectue les tests sur des fenêtres glissantes afin de tenir compte des performances relatives variables dans le temps<sup>8</sup>. Dans la pratique, nous considérons une fonction de perte quadratique et calculons les différences de l'erreur quadratique moyenne des prévisions hors échantillon (*mean squared forecast error*, MSFE) entre les deux projections pour chaque fenêtre  $\Delta(\text{MSFE}_t^{\text{Eurosystem}} - \text{MSFE}_t^{\text{Benchmark}})$ , où  $\text{MSFE}_t^X$  est la MSFE associée à la projection BCE et Eurosysteme ( $X$ : Eurosystem) et à la référence ( $X$ : Benchmark). Le test vérifie si cette différence est significativement distincte de zéro à l'aide d'une approche simple fondée sur la régression avec des estimations à fenêtres glissantes, comme dans le test de rationalité de la fluctuation. Si, à un moment donné, cette différence dépasse les valeurs critiques, cela suggère qu'une prévision a surperformé l'autre pendant cette fenêtre spécifique.

Ces approches par fenêtre glissante permettent aux tests de s'adapter aux changements potentiels dans le processus de production des données, ce qui les rend particulièrement utiles dans des environnements instables où la performance prédictive peut varier au fil du temps.

---

## 2 Exactitude des projections des services de la BCE et de l'Eurosysteme

### Analyse des données

**Afin d'évaluer l'exactitude et certaines propriétés des projections établies par les services de la BCE et de l'Eurosysteme, nous utilisons une base de données trimestrielle des erreurs de projection construites pour l'inflation totale mesurée par l'IPCH et pour les principales composantes de l'IPCH.**

Les erreurs de prévision sont définies comme les réalisations moins les projections aux horizons T+0 à T+8. Les réalisations sont tirées de la deuxième publication des ensembles de données en temps réel et T+0 correspond à la prévision en temps réel de l'inflation pour le même trimestre, tandis que T+8 correspond à une prévision à un horizon de huit trimestres (cf., par exemple, le graphique 1, qui représente la dynamique des erreurs relatives à l'inflation mesurée par l'IPCH à différents horizons de prévision). Nous étudions les échantillons les plus importants disponibles pour l'ensemble de ces données, couvrant également des périodes affectées par des événements difficiles à prévoir qui ont conduit à d'importantes erreurs de prévision, telles que la crise financière mondiale ou la guerre menée par la Russie contre

---

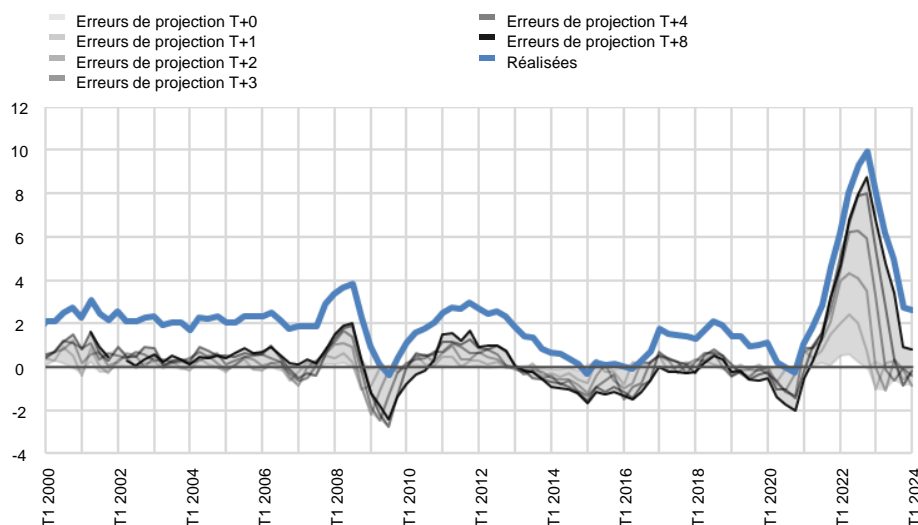
<sup>8</sup> Cf. Diebold (F.X.) et Mariano (R.S.), « *Comparing Predictive Accuracy* », *Journal of Business & Economic Statistics*, vol. 20(1), janvier 2002, p. 134-144 ; et Giacomini (R.) et White (H.), « *Tests of Conditional Predictive Ability* », *Econometrica*, vol. 74(6), novembre 2006, p. 1545-1578.

l'Ukraine. En outre, nous construisons une base de données des erreurs en matière de projections d'inflation totale, corrigée de l'impact des prix de l'énergie, des taux de change, des taux d'intérêt et des cours des actions (« hypothèses de marché »), ainsi que des prix à l'exportation des partenaires commerciaux, de la demande étrangère et des prix des produits alimentaires (« hypothèses non fondées sur le marché »). Cet ajustement a été réalisé en éliminant les erreurs dues à ces hypothèses conditionnelles à l'aide d'élasticités linéaires tirées des modèles de prévision de l'Eurosystème estimés en temps réel. Cela se résume à calculer la trajectoire des projections qui auraient été établies par les services de la BCE et de l'Eurosystème si les prévisionnistes avaient connu à l'avance la trajectoire réelle de ces hypothèses, qui sont, dans plusieurs cas, comme en ce qui concerne les prix des matières premières énergétiques, non prévues par les services de la BCE et de l'Eurosystème. Cela permet d'évaluer si la source des erreurs est due aux hypothèses conditionnelles ou à d'autres raisons, telles qu'une mauvaise spécification de modèle.

### Graphique 1

#### Inflation mesurée par l'IPCH total et erreurs de projections de la BCE et de l'Eurosystème pour l'inflation mesurée par l'IPCH total aux horizons T+0 à T+8

(variations annuelles en pourcentage ; erreurs en points de pourcentage, données trimestrielles)



Sources : Projections établies par les services de la BCE/de l'Eurosystème et calculs de la BCE.

Notes : La ligne bleue indique les réalisations relatives à l'inflation mesurée par l'IPCH en glissement annuel en pourcentage.

Les différentes lignes grises illustrent les erreurs de projection relatives à l'IPCH des services de la BCE et de l'Eurosystème en points de pourcentage, définies comme la hausse réalisée de l'IPCH en glissement annuel moins la projection correspondante à différents horizons, de T+0 (gris le plus clair) à T+8 (gris le plus foncé). La zone grisée englobe la totalité de la fourchette de ces erreurs de projection sur les différents horizons temporels.

**Afin de comparer les projections établies par les services de la BCE et de l'Eurosystème à d'autres prévisions, une base de données similaire a été construite, comprenant des prévisions d'inflation tirées d'enquêtes et celles extraites des instruments de marché.** Compte tenu de leurs bonnes performances empiriques (cf., par exemple, Faust et Wright), les prévisions tirées d'enquêtes fournissent des références utiles<sup>9</sup>. Cet article s'appuie en particulier sur les

<sup>9</sup> Cf. Faust (J.) et Wright (J.), « *Forecasting Inflation* », dans Elliot (G.), Granger (C.) et Timmermann (A.) (eds.), *Handbook of Economic Forecasting*, vol. 2, Elsevier, 2013, chapitre 1, p. 2-56.

prévisions de *Consensus Economics*, dans la mesure où ces propriétés communes sont nécessaires à la comparaison avec les projections établies par les services de la BCE et de l'Eurosystème, telles qu'une couverture d'échantillon large et des projections à horizon fixe. Pour des raisons similaires, nous tenons également compte des prévisions extraites des instruments de marché, qui, dans notre analyse, se rapportent à deux instruments principaux : les *swaps* indexés sur l'inflation (*inflation-linked swaps*, ILS) et les *inflation fixings* (cf. tableau 1, qui synthétise toutes les données disponibles et certaines de leurs caractéristiques). Les ILS sont disponibles à partir d'une échéance à un an et pour les intervalles suivants à horizon d'un an au comptant. Les échéances plus courtes sont calculées par interpolation linéaire de l'indice des prix logarithmiques corrigés des variations saisonnières sur une base trimestrielle à partir des taux des ILS et en réintroduisant la saisonnalité sur la base des évolutions historiques observées au cours des cinq dernières années sur un horizon mobile. Les *inflation fixings*, débutant en septembre 2018, fournissent des informations pour des échéances plus courtes que les taux des ILS. Ces deux instruments suivent principalement l'IPCH hors tabac. De plus, les taux d'inflation calculés à l'aide de ces instruments reflètent non seulement les anticipations d'inflation, mais également les primes de risque sur l'inflation, qui peuvent être positives ou négatives. Bien que les primes de risque hors inflation et d'autres imperfections (souvent collectivement appelées « primes de liquidité ») puissent influencer ces produits, leur impact sur le contenu informationnel et la capacité de prévision est considéré comme mineur <sup>10</sup>.

**Tableau 1**  
Disponibilité des projections de référence

	Première observation	Dernière observation	Commentaires
<b>Projections des services de la BCE/de l'Eurosystème</b>			
IPCH	T4 1998	T1 2024	
Composante énergie de l'IPCH	T4 1998	T1 2024	T4 1998 – T3 2000 : jusqu'à T+4
Composante produits alimentaires de l'IPCH	T4 1998	T1 2024	T4 1998 – T1 2010 : jusqu'à T+4
IPCH hors énergie et produits alimentaires	T4 1998	T1 2024	T4 1998 – T1 2010 : jusqu'à T+4
<b>Références</b>			
<i>Consensus Economics</i>	T4 2002	T1 2024	Complet jusqu'à T+6, partiellement disponible pour T+7 et non disponible pour T+8 Les dates d'arrêt suivent toujours celles des projections des services de la BCE et de l'Eurosystème
Extraites des instruments de marché	T1 2005	T1 2024	De T1 2005 à T2 2018, sur la base d'une interpolation entre les taux des ILS Dates d'arrêt des projections des services de la BCE et de l'Eurosystème

Sources : Projections des services de la BCE/de l'Eurosystème, *Consensus Economics* et calculs des services de la BCE.

**S'agissant des deux références, il convient de noter certaines réserves lors des comparaisons avec les projections établies par les services de la BCE et**

<sup>10</sup> Cf. l'encadré intitulé « [Rôle des facteurs techniques dans les taux des swaps indexés sur l'inflation dans la zone euro](#) », *Bulletin économique*, n° 3, BCE, 2024.

**de l'Eurosystème.** Les dates d'arrêt des prévisions mensuelles de *Consensus Economics* sont toujours plus récentes que celles des projections établies par les services de la BCE et de l'Eurosystème, ce qui peut potentiellement offrir un léger avantage en matière d'information aux premières, tandis que, pour les prévisions extraites des instruments de marché, les ILS et les *inflation fixings* sont collectés aux dates d'arrêt des projections établies par les services de la BCE et de l'Eurosystème, lorsqu'elles sont disponibles. En outre, comme les *inflation fixings* ne sont pas disponibles avant septembre 2018, les projections d'inflation extraites des instruments de marché sont calculées en utilisant les taux des ILS à partir de l'échéance à un an, puis les échéances plus courtes sont interpolées à partir de l'échéance à un an et des valeurs réalisées. Par conséquent, les projections déduites à court terme fondées sur le marché doivent être traitées avec prudence.

## Exactitude des projections d'inflation mesurée par l'IPCH total

**Par rapport aux prévisions en temps réel hors échantillon des projections tirées d'enquête et extraites des instruments de marché, les projections établies par les services de la BCE et de l'Eurosystème donnent des résultats comparables ou meilleurs, à quelques exceptions près.** Les approches tirées d'enquête et extraites des instruments de marché fournissent des prévisions en temps réel, même si l'ensemble des informations utilisées par les prévisionnistes peut différer de celles utilisées par les services de la BCE et de l'Eurosystème en raison de dates d'arrêt légèrement différentes. L'ensemble des informations utilisées par ces prévisionnistes est probablement beaucoup plus riche qu'une simple référence fondée sur un modèle et contient également des avis d'experts pertinents et difficiles à quantifier, ce qui constitue une référence complexe pour les projections établies par les services de la BCE et de l'Eurosystème. Néanmoins, les projections d'inflation établies par les services de la BCE et de l'Eurosystème sont, dans la plupart des cas, soit aussi exactes, soit plus exactes que ces références (tableau 2), les racines carrées de l'erreur quadratique moyenne (RMSE) relatives étant proches de l'unité, ou supérieures, dans plusieurs cas. Toutefois, il s'avère que les projections des services de la BCE et de l'Eurosystème sont moins performantes que les prévisions du marché à court terme. Cette sous-performance reflète principalement la baisse de l'exactitude relative des projections établies par les services de la BCE et de l'Eurosystème sur la période récente d'inflation élevée. En excluant ces dernières, les projections établies par les services de la BCE et de l'Eurosystème tendent à afficher de meilleurs résultats par rapport aux projections tirées d'enquêtes et extraites des instruments de marché <sup>11</sup>. De plus, en utilisant la décomposition RMSE standard en biais et variance des erreurs de prévision, il apparaît que les prévisions d'inflation à court terme fondées sur les ILS sont plus biaisées que les projections équivalentes établies par les services de la BCE et de l'Eurosystème, même si les prévisions fondées sur les ILS affichent de meilleurs résultats que ces dernières. Cela indique que la sous-performance relative des

---

<sup>11</sup> De même, en ce qui concerne les erreurs moyennes absolues, elles varient entre 0,97 et 1,30 sur l'ensemble de l'échantillon disponible, affichant une détérioration moins marquée depuis la période antérieure à 2021.

projections à court terme établies par les services de la BCE et de l'Eurosystème s'explique par une variance de l'erreur de prévision plus élevée, reflétant probablement une prévision plus rigide que les projections fondées sur les ILS. Néanmoins, les résultats pour les prévisions à court terme fondées sur les ILS doivent être traités avec prudence, étant donné que jusqu'en 2018, les projections allant de T+0 à T+3 sont construites sur la base d'interpolations des *swaps* indexés sur l'inflation à l'échéance à un an et de l'inflation réalisée.

**Tableau 2**

RMSE d'autres prévisions par rapport aux projections établies par les services de la BCE/de l'Eurosystème

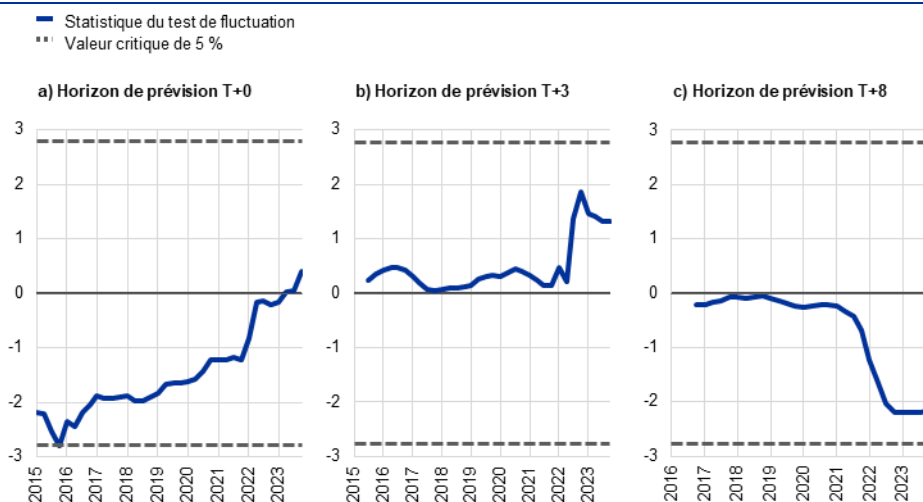
		T+0	T+1	T+2	T+3	T+4	T+5	T+6	T+7	T+8
Ensemble de l'échantillon	Produits financiers indexés sur l'inflation*	1,32	0,88	0,91	0,96	0,99	1,03	1,05	1,07	1,09
	<i>Consensus Economics</i> **	0,84	0,91	0,96	0,99	1,00	1,01	1,00	0,99	-
Jusqu'à 2019	Produits financiers indexés sur l'inflation*	2,28	1,14	0,96	0,94	0,94	1,00	1,04	1,04	1,05
	<i>Consensus Economics</i> **	1,01	1,03	1,02	1,01	0,98	0,98	1,01	1,02	-

Sources : *Consensus Economics* et calculs de la BCE à l'aide d'inflation *fixings* et de *swaps* indexés sur l'inflation.  
Notes : Tous les RMSE sont divisés par le RMSE correspondant des projections établies par les services de la BCE/de l'Eurosystème. Ainsi, une valeur inférieure à 1 indique que les projections sont plus précises que les projections établies par les services de la BCE/de l'Eurosystème, tandis qu'une valeur supérieure à 1 indique le contraire. \* Les RMSE relatifs pour les produits financiers indexés sur l'inflation (ILS et inflation *fixings*) sont basés sur l'IPCH hors tabac. En outre, les projections de la BCE/de l'Eurosystème relatives à ce dernier n'étant disponibles que jusqu'à l'horizon T+3 et partiellement à l'horizon T+4, pour les points manquants, nous considérons que les erreurs de projection de la BCE/de l'Eurosystème pour l'IPCH hors tabac sont les mêmes que les erreurs de projection pour l'inflation totale. \*\* S'agissant de *Consensus Economics*, les prévisions jusqu'au quatrième trimestre 2006 sont arrondies à un chiffre après la virgule, de même que les projections correspondantes établies par les services de la BCE/de l'Eurosystème.

**Dans la plupart des cas, la différence entre les performances prédictives des services de la BCE/de l'Eurosystème et celles de *Consensus Economics* et des marchés est statistiquement non significative sur l'ensemble des horizons et dans le temps.** Les différences de performances prédictives mises en évidence dans le tableau 2 ne sont pas statistiquement significatives. Les tests standards de Diebold et Mariano suggèrent que les différences de performance prédictive, quel que soit l'horizon, ne sont pas significatives au seuil de confiance de 5 %. En tenant compte des variations potentielles dans le temps de la performance prédictive relative, le test de G&R confirme ces résultats, sauf dans le cas des prévisions en temps réel extraites des instruments de marché, qui sont nettement moins performantes que les prévisions en temps réel de la BCE/de l'Eurosystème (graphique 2, partie a). Les parties relatives aux horizons alternatifs présentant une variation dans le temps relativement modérée des différentiels de pertes, et le test de G&R ayant tendance à être moins robuste avec des fenêtres glissantes de petite taille en l'absence d'instabilités, des tests ont également été menés avec des fenêtres glissantes de grande taille. Toutefois, ces contrôles de robustesse avec des fenêtres plus grandes confirment tous les résultats, n'indiquant aucune différence significative dans les performances prédictives.

## Graphique 2

Performance prédictive relative : prévisions établies par les services de la BCE/de l'Eurosystème et prévisions extraites des instruments de marché



Sources : Projections établies par les services de la BCE/de l'Eurosystème et calculs de la BCE.

Notes : Les statistiques du test de fluctuation reflètent la différence entre le MSFE des projections établies par les services de la BCE/de l'Eurosystème et celui des prévisions extraites des instruments de marché, calculé sur des fenêtres glissantes de 32 trimestres. Des valeurs positives (négatives) indiquent que les projections établies par les services de la BCE/de l'Eurosystème affichent des performances inférieures (supérieures) aux prévisions extraites des instruments de marché. Cette sous-performance/surperformance est jugée statistiquement significative si le test rencontre la valeur critique au seuil de significativité de 5 %.

Les prévisions de l'inflation extraites des instruments de marché sont fondées sur l'IPCH hors tabac. Les projections de la BCE/de l'Eurosystème relatives à ce dernier n'étant disponibles que jusqu'à l'horizon T+3 et partiellement à l'horizon T+4, les points de données manquants ont été complétés en supposant des erreurs de projection égales pour l'IPCH total, l'IPCH hors tabac et la composante tabac de l'IPCH.

## Rôle des composantes de l'IPCH et hypothèses conditionnelles

**L'exactitude des projections est globalement comparable pour l'inflation totale et ses principales composantes, y compris la composante énergie de l'IPCH et l'inflation mesurée par l'IPCH hors énergie et produits alimentaires, sur tous les horizons de prévision.** Le tableau 3 montre les RMSE au cours des douze dernières années pour l'inflation mesurée par l'IPCH et ses principales composantes<sup>12</sup>. Les résultats confirment la forte corrélation entre le niveau de volatilité des variables et les RMSE, la composante énergie de l'IPCH affichant de loin les RMSE les plus élevés et l'IPCHX les plus bas. Toutefois, les RMSE corrigés de la volatilité (« RMSE recalculés ») montrent une forte réduction de l'hétérogénéité entre les variables, l'exactitude des prévisions de la composante énergie de l'IPCH se situant, par exemple, dans la fourchette du milieu de l'exactitude des prévisions des autres composantes. En outre, les projections relatives à la composante énergie de l'IPCH ont tendance à être légèrement moins précises que celles relatives aux autres composantes sur des horizons à court terme, mais plus précises sur des horizons à plus long terme. On observe un profil légèrement différent pour les projections relatives à l'IPCHX, dont l'exactitude tend à se détériorer sur des horizons de projection à plus long terme par rapport, par exemple, à l'inflation

<sup>12</sup> Cet échantillon constitue le plus grand échantillon commun pour l'ensemble des variables et des horizons de prévision considérés. Ce choix a été fait afin de permettre des comparaisons entre des variables et des horizons.

mesurée par l'IPCH total. Il est important de noter que si les erreurs de projection pour l'IPCHX sont moins importantes que pour les autres composantes de l'IPCH, la correction de la volatilité plus faible des réalisations de l'IPCHX révèle une exactitude des projections comparable à celle des autres variables dans l'ensemble.

**Tableau 3**

RMSE de l'inflation mesurée par l'IPCH et des autres indicateurs de l'inflation dans les projections établies par les services de la BCE/de l'Eurosystème

RMSE	T+0	T+1	T+2	T+3	T+4	T+5	T+6	T+7	T+8
<b>IPCH</b>	<b>0,14</b>	<b>0,71</b>	<b>1,31</b>	<b>1,91</b>	<b>2,40</b>	<b>2,55</b>	<b>2,62</b>	<b>2,66</b>	<b>2,66</b>
Composante produits alimentaires de l'IPCH	0,23	0,97	1,80	2,64	3,31	3,56	3,66	3,72	3,76
Composante énergie de l'IPCH	0,92	4,56	7,96	10,66	12,58	12,72	12,51	12,35	12,23
IPCH hors énergie et produits alimentaires	0,07	0,33	0,59	0,89	1,18	1,29	1,38	1,45	1,49
<b>RMSE recalculé</b>	<b>T+0</b>	<b>T+1</b>	<b>T+2</b>	<b>T+3</b>	<b>T+4</b>	<b>T+5</b>	<b>T+6</b>	<b>T+7</b>	<b>T+8</b>
<b>IPCH</b>	<b>0,08</b>	<b>0,39</b>	<b>0,72</b>	<b>1,04</b>	<b>1,31</b>	<b>1,38</b>	<b>1,42</b>	<b>1,43</b>	<b>1,43</b>
Composante produits alimentaires de l'IPCH	0,09	0,37	0,67	0,99	1,23	1,32	1,36	1,38	1,40
Composante énergie de l'IPCH	0,09	0,47	0,82	1,08	1,28	1,30	1,27	1,25	1,23
IPCH hors énergie et produits alimentaires	0,07	0,33	0,59	0,89	1,17	1,28	1,36	1,43	1,46

Sources : Projections établies par les services de la BCE/de l'Eurosystème et calculs de la BCE.

Note : Tous les RMSE sont calculés sur le plus grand échantillon commun pour l'ensemble des variables et des horizons de prévision (T2 2012 à T1 2024).

**La correction des erreurs dans les variables conditionnelles améliore nettement l'exactitude des projections établies par les services de la BCE/de l'Eurosystème, en mettant l'accent sur les contributions des erreurs non seulement dans les hypothèses relatives aux prix du pétrole, mais aussi dans d'autres hypothèses conditionnelles.**

Afin d'évaluer l'exactitude des projections établies par les services de la BCE indépendamment des erreurs dans certaines hypothèses conditionnelles qui sont principalement tirées des prévisions extraites des instruments de marché, les RMSE sont également calculés pour les projections en supposant qu'il n'y ait pas d'erreurs dans les hypothèses de marché et dans les autres hypothèses décrites à la section 2. Le tableau 4 présente les RMSE pour les projections de l'IPCH établies par les services de la BCE/de l'Eurosystème corrigées de différentes hypothèses conditionnelles. Il met en évidence la contribution significative des erreurs dans les hypothèses relatives aux prix du pétrole aux erreurs globales de projection relatives à l'IPCH. En particulier, la correction des erreurs dans l'hypothèse relative au prix du pétrole réduit le RMSE de l'inflation mesurée par l'IPCH de plus de 15 %, tandis que la correction des erreurs dans d'autres hypothèses de marché, y compris le taux de change effectif, ne modifie pas significativement le niveau d'exactitude des prévisions au cours des 12 dernières années. Cette analyse n'inclut pas les corrections liées aux erreurs dans les hypothèses relatives aux prix du gaz, qui permettraient d'améliorer encore davantage l'exactitude des projections, en particulier sur la période post-pandémique. En outre, après correction des erreurs dans d'autres hypothèses



conditionnelles, les projections établies par les services de la BCE/de l'Eurosystème s'améliorent encore, en particulier pour les horizons de prévision à plus long terme. Cela souligne le rôle des erreurs liées à des facteurs tels que la demande et les prix extérieurs dans les erreurs de projection de l'inflation intérieure.

#### Tableau 4

RMSE des projections de l'inflation mesurée par l'IPCH après correction des erreurs dans les hypothèses conditionnelles par rapport aux RMSE non corrigés des projections de l'inflation mesurée par l'IPCH

RMSE corrigé de	T+0	T+1	T+2	T+3	T+4	T+5	T+6	T+7	T+8
Toutes les hypothèses	0,86	0,77	0,74	0,72	0,71	0,68	0,65	0,62	0,60
Toutes les hypothèses de marché	0,88	0,81	0,80	0,79	0,80	0,80	0,81	0,81	0,81
Prix du pétrole	0,89	0,84	0,83	0,83	0,84	0,85	0,84	0,84	0,83
Taux de change nominal	1,00	1,00	0,99	0,99	0,99	0,99	1,00	1,00	1,00

Sources : Projections établies par les services de la BCE/de l'Eurosystème et calculs de la BCE.

Notes : Les RMSE sont calculés sur le plus grand échantillon commun pour l'ensemble des variables et des horizons de prévision (T2 2012 à T1 2024). Tous les RMSE sont divisés par le RMSE correspondant des projections relatives à l'inflation mesurée par l'IPCH total. Ainsi, une valeur inférieure à 1 indique que les projections sont plus précises que les projections non corrigées de l'inflation mesurée par l'IPCH, tandis qu'une valeur supérieure à 1 indique le contraire.

### 3 Autres caractéristiques des projections d'inflation établies par les services de la BCE/de l'Eurosystème

#### Biais et rigidités dans les projections d'inflation totale établies par les services de la BCE/de l'Eurosystème

##### La détection des biais potentiels dans les projections de la BCE/de l'Eurosystème peut contribuer à améliorer leur exactitude.

Un biais indique s'il existe une surestimation ou une sous-estimation systématique et persistante de la variable cible. Un tel biais ne reflète toutefois pas nécessairement un manque ou une mauvaise utilisation des informations, plusieurs études suggérant que les prévisionnistes des banques centrales disposent des compétences et des données suffisantes pour prévoir efficacement les variables cibles, mais qu'il peut être optimal pour eux de faire une projection optimiste ou pessimiste<sup>13</sup>. Néanmoins, l'identification des biais et de leurs sources potentielles peut améliorer l'exactitude des projections. Comprendre si les prévisions ont tendance à surestimer ou à sous-estimer systématiquement la variable cible permet de corriger les modèles ou méthodologies de prévision pour compenser les biais injustifiés. Ces corrections peuvent améliorer l'exactitude globale des projections futures. Il convient également de noter qu'il n'est pas simple d'évaluer le biais des prévisions, et il peut être avancé que des chocs importants et inattendus dans une direction, tels que ceux observés

<sup>13</sup> Ce type de biais est appelé « biais rationnel ». Cf., par exemple, Batchelor (R.), « *Bias in macroeconomic forecasting* », *International Journal of Forecasting*, vol. 23, n° 2, avril-juin 2007, p. 189-203 ; et Herbert (S.), « *State-dependent Central Bank Communication with Heterogeneous Beliefs* », *Working Papers*, n° 875, Banque de France, avril 2022.

en 2021-2022, peuvent entraîner des erreurs de prévision autocorrélées ne reflétant pas nécessairement une insuffisance dans le processus de projection.

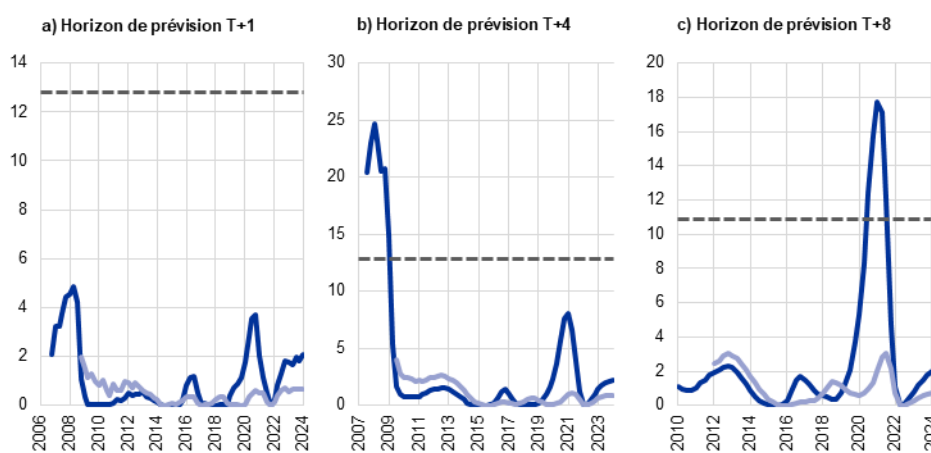
**Les tests de rationalité des fluctuations indiquent que les projections d'inflation totale établies par les services de la BCE/de l'Eurosystème ne sont généralement pas biaisées, même si des périodes spécifiques, parfois de courte durée, s'écartent de cette absence de biais.** Plutôt que d'évaluer le biais des prévisions sur l'ensemble de l'échantillon disponible, le test de rationalité des fluctuations de R&S permet de vérifier l'absence de biais sur des fenêtres plus petites afin d'éviter des biais de compensation sur l'ensemble de l'échantillon. La taille de la fenêtre glissante constitue un élément essentiel du test de R&S. Elle doit être suffisamment grande, en particulier pour les horizons longs. Nous suivons Rossi et Sekhposyan en considérant différentes tailles de fenêtres (graphique 3). Si l'on considère les fenêtres glissantes de 32 trimestres, les tests de rationalité des fluctuations rejettent les hypothèses d'absence de biais pour presque tous les horizons de prévision. En augmentant légèrement la fenêtre à 40 trimestres, nous ne constatons aucun biais quel que soit l'horizon <sup>14</sup>. Ce manque de robustesse des tests de rationalité des fluctuations indique la présence de périodes spécifiques s'écartant de l'absence de biais dans les projections d'inflation totale établies par les services de la BCE/de l'Eurosystème. En outre, le test de rationalité des fluctuations de R&S fournit des informations utiles sur le moment où l'absence de biais ne se vérifie plus. Le graphique 3 montre que deux ruptures importantes se sont produites en 2007-2009 et en 2020. Cela indique qu'au cours des huit années précédant ces dates, les services de la BCE/de l'Eurosystème ont soit systématiquement sous-estimé, soit systématiquement surestimé l'inflation. De plus, si l'on exclut les exercices de projection réalisés au tout début de l'échantillon (jusqu'en décembre 2000), on constate que les erreurs de projection pour les horizons jusqu'à quatre trimestres sont parfaitement exemptes de biais, même avec des fenêtres glissantes de petite taille.

---

<sup>14</sup> Si l'on considère l'échantillon disponible dans son ensemble, les tests traditionnels ne rejettent pas l'hypothèse d'une absence de biais au seuil de significativité de 5 % ou à tout horizon de prévision de T+0 à T+8.

### Graphique 3

Test de rationalité des fluctuations du biais pour l'inflation totale mesurée par l'IPCH



Sources : Projections établies par les services de la BCE/de l'Eurosystème et calculs de la BCE.

Notes : L'axe des ordonnées correspond à la valeur de la statistique de Wald du test avec des fenêtres glissantes de 32 trimestres ( $M = 32$ , ligne bleue) et de 40 trimestres ( $M = 40$ , ligne grise). L'axe des abscisses correspond à la date du dernier point de données de la fenêtre glissante. Par exemple, le pic des résultats du test de rationalité des fluctuations au premier trimestre 2021 pour une fenêtre glissante de 32 trimestres se rapporte aux résultats pour la période allant du deuxième trimestre 2013 au premier trimestre 2021. L'hypothèse nulle du manque d'absence de biais est rejetée si la statistique de Wald rencontre la valeur critique au seuil de 5 % (ligne grise en pointillés). Si les valeurs critiques varient avec la longueur de la fenêtre glissante, elles sont généralement similaires. Pour simplifier, nous ne présentons que la valeur critique au seuil de 5 % pour une fenêtre de 32 trimestres.

#### **Ce biais occasionnel dans les projections de l'IPCH pourrait en partie refléter des rigidités des projections de l'inflation totale, en particulier pour les horizons courts**<sup>15</sup>. La présence d'erreurs de prévision persistantes pourrait

indiquer que les nouvelles informations mises à disposition entre deux exercices de projection ne sont pas correctement prises en compte dans les révisions des prévisions<sup>16</sup>. Afin de le vérifier, un test de lissage excessif (*oversmoothing*) a été réalisé pour évaluer si les prévisions des services de la BCE/de l'Eurosystème tendent à s'ajuster de manière trop lisse aux chocs macroéconomiques et à sous-réagir aux nouvelles informations (cf. les détails mathématiques du test dans l'encadré 1). Les résultats confirment la présence de telles rigidités dans les projections de la BCE/de l'Eurosystème pour des horizons allant jusqu'à trois trimestres, mais ne rejettent pas l'absence d'atonie excessive pour des horizons plus longs (graphique 4)<sup>17</sup>. Ce résultat est également étayé par des tests de corrélation sérielle, qui affichent des autocorrélations dans les erreurs de prévision d'un ordre strictement inférieur à l'horizon de prévision correspondant, sauf pour les horizons jusqu'à deux trimestres, dérogeant ainsi à l'une des conditions d'optimalité des prévisions<sup>18</sup>. Il convient toutefois de noter qu'en période de chocs importants dans une direction ou dans une autre, il peut être difficile de percevoir si ce résultat est dû

<sup>15</sup> Cela fait également écho aux résultats de la section 3 qui suggèrent que les projections à court terme de la BCE/de l'Eurosystème sont plus rigides que les prévisions extraites des instruments de marché.

<sup>16</sup> Cf. Coibion (O.) et Gorodnichenko (Y.), « *Information Rigidity and the Expectations Formation Process: A Simple Framework and New Facts* », *NBER Working Papers*, n° 16537, National Bureau of Economic Research, novembre 2010.

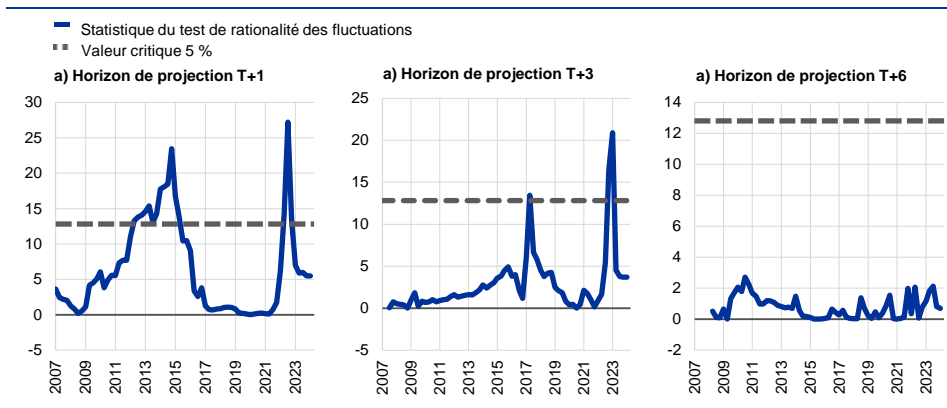
<sup>17</sup> Ces résultats sont robustes à différentes tailles de la fenêtre glissante.

<sup>18</sup> Cf. Diebold (F.X.) et Lopez (J.A.), « *Forecast evaluation and combination* », *Handbook of Statistics*, vol. 14, Elsevier, 1996, p 241-268.

à l'atonie des projections ou à des chocs autocorrélés de manière inattendue. De fait, la propriété de lissage excessif tend à s'affaiblir lorsque l'on ajoute des informations sur les hypothèses conditionnelles (cf. ci-dessous).

#### Graphique 4

##### Test de rationalité des fluctuations du lissage excessif pour l'IPCH



Sources : Projections établies par les services de la BCE/de l'Eurosystème et calculs de la BCE.

Notes : L'axe des ordonnées correspond à la valeur de la statistique de Wald du test avec une fenêtre glissante de 32 trimestres. L'axe des abscisses correspond à la date du dernier point de données de la fenêtre glissante. Par exemple, le pic des résultats du test de rationalité des fluctuations au deuxième trimestre 2022 (partie a) fait référence aux résultats pour la période allant du troisième trimestre 2014 au deuxième trimestre 2022. L'hypothèse nulle d'absence de lissage excessif est rejetée si la statistique de Wald franchit la valeur critique au niveau de 5 % (ligne grise en pointillés). Les résultats pour les projections à moyen terme (horizons à plus de trois trimestres) ne rejettent pas l'hypothèse d'une absence de lissage excessif, comme l'illustrent les résultats à T+6.

#### Rôle des composantes de l'IPCH et hypothèses conditionnelles

**Au niveau des composantes de l'IPCH, des épisodes prolongés de biais et de rigidités dans l'IPCH hors énergie et produits alimentaires semblent se traduire par des propriétés comparables pour l'inflation totale.** S'agissant des

composantes de l'IPCH, les résultats suggèrent que l'on s'écarte de manière prolongée de l'hypothèse d'absence de biais dans les projections de l'inflation mesurée par l'IPCHX pour tous les horizons (graphique 5)<sup>19</sup>. Toutefois, il convient de considérer avec prudence les résultats aux horizons supérieurs à T+3 compte tenu de l'échantillon relativement réduit disponible pour l'erreur de projection de l'IPCHX. Néanmoins, dans ces échantillons, qui représentent de 48 à 58 points de données selon l'horizon de prévision, le signe des erreurs de prévision ne change qu'à trois reprises à l'horizon T+4 et à deux reprises seulement à des horizons plus longs, ce qui indique clairement la présence d'un biais (cf. graphique 6)<sup>20</sup>.

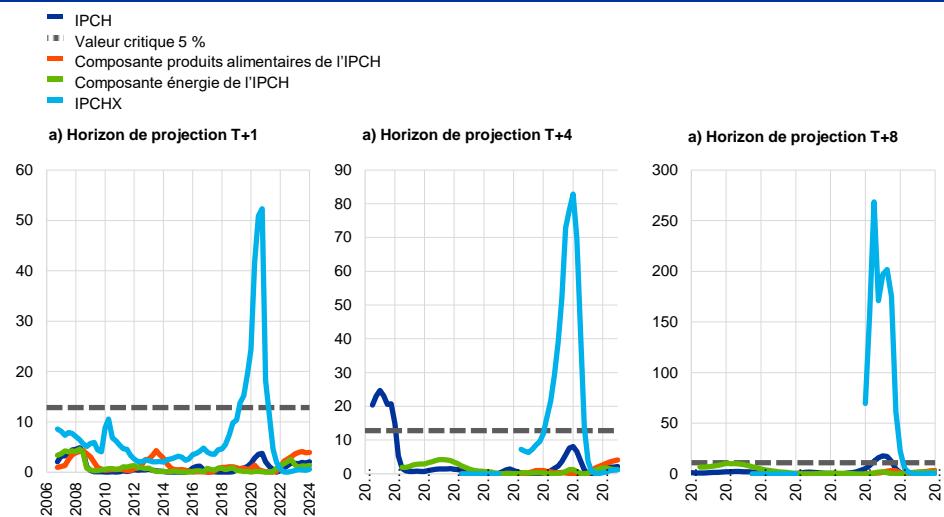
En particulier, de 2013 au premier semestre 2021, quand l'inflation était basse, les projections de l'inflation mesurée par l'IPCHX établies par les services de la BCE/de l'Eurosystème ont systématiquement surestimé l'inflation effective. Le biais dans les projections de l'IPCHX peut aussi refléter des rigidités, l'inflation mesurée par l'IPCHX affichant un lissage excessif pour la plupart des horizons de prévisions et en

<sup>19</sup> Ce résultat est robuste à différentes tailles de fenêtre glissante et à différents sous-échantillons des données disponibles.

<sup>20</sup> Sur ces horizons de projections, le test standard de Mincer et Zarnowitz ne parvient pas non plus à rejeter l'hypothèse d'absence de biais à un niveau de signification raisonnable. Cela confirme la présence de propriétés de prévision variables dans le temps et la pertinence qu'il y a à prendre en considération les mesures locales dans ces cas.

particulier pour les horizons courts, ce qui indique que les révisions des prévisions sous-réagissent aux informations rendues disponibles entre les exercices de projection. S'agissant des projections relatives à la composante énergie de l'IPCH, celles-ci se révèlent non biaisées pour tous les horizons jusqu'à cinq trimestres, mais l'hypothèse d'absence de biais a été systématiquement rejetée pour les horizons à plus long terme <sup>21</sup>. Puisque les projections relatives aux prix de l'énergie établies par les services de la BCE/de l'Eurosystème sont plus sensibles que d'autres composantes de l'IPCH aux hypothèses de marché conditionnelles, ce résultat reflète probablement un biais dans les contrats à terme sur le pétrole pour les horizons à long terme en raison, entre autres, des coûts de stockage.

**Graphique 5**  
Test de rationalité des fluctuations du biais pour l'IPCH et ses principales composantes



Sources : Projections établies par les services de la BCE/de l'Eurosystème et calculs de la BCE.

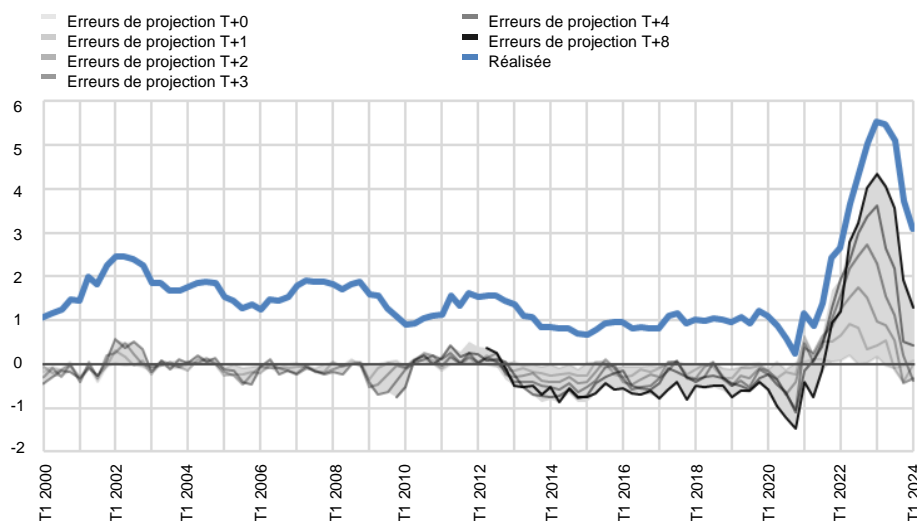
Notes : L'axe des ordonnées correspond à la valeur de la statistique de Wald du test avec une fenêtre glissante de 32 trimestres. L'axe des abscisses correspond à la date du dernier point de données de la fenêtre glissante. Par exemple, le pic des résultats du test de rationalité des fluctuations pour l'inflation mesurée par l'IPCHX au premier trimestre 2021 fait référence aux résultats pour la période allant du deuxième trimestre 2013 au premier trimestre 2021. L'hypothèse nulle d'absence de biais est rejetée si la statistique de Wald rencontre la valeur critique au niveau de 5 % (ligne grise en pointillés). Même si les valeurs critiques varient avec la taille de l'échantillon, qui diffère selon les variables, elles sont généralement comparables. Par souci de simplicité, nous ne représentons que la valeur critique au niveau de 5 % pour l'inflation totale mesurée par l'IPCH.

<sup>21</sup> De plus, la sous-optimalité des projections relatives à la composante énergie de l'IPCH au-delà de l'horizon T+5 est aussi mise en évidence par le fait que la variance des erreurs de projection commence à baisser au-delà de l'horizon T+5, ce qui s'écarte des propriétés des prévisions optimales. Ces caractéristiques ne sont pas observées dans les autres composantes de l'IPCH, qui présentent toujours des variances des erreurs de projection qui augmentent avec l'horizon de prévision.

## Graphique 6

### Inflation mesurée par l'IPCHX et erreurs de projections de la BCE/de l'Eurosystème pour l'inflation mesurée par l'IPCHX aux horizons T+0 à T+8

(variations annuelles en pourcentage ; erreurs en points de pourcentage, données trimestrielles)



Sources : Projections établies par les services de la BCE/de l'Eurosystème et calculs de la BCE.

Notes : La ligne bleue indique les réalisations de l'IPCHX en glissement annuel en pourcentages. Les différentes lignes grises illustrent les erreurs dans les projections de l'IPCHX établies par les services de la BCE/de l'Eurosystème en points de pourcentage, définies comme l'inflation réalisée mesurée par l'IPCHX en glissement annuel moins la projection correspondante à différents horizons de T+0 (gris le plus clair) à T+8 (gris le plus foncé). La zone grisée recouvre la fourchette entière de ces erreurs de projection sur les différents horizons temporels.

**Une partie du biais et des rigidités dans les projections d'inflation établies par les services de la BCE/de l'Eurosystème disparaît après correction des erreurs dans certaines hypothèses conditionnelles.** À l'aide d'hypothèses prudentes avec une fenêtre glissante de huit ans, nous avons précédemment identifié un biais pour l'inflation totale sur l'ensemble des horizons à partir de T+2. Après correction de l'impact de toutes les hypothèses disponibles, un biais est identifié uniquement pour les prévisions en temps réel et pour les projections supérieures à T+6 (tableau 5). Toutefois, lorsque l'on ne corrige que les hypothèses de marché, le biais persiste à l'horizon T+4 et aux suivants, ce qui indique que les autres hypothèses conditionnelles, telles que celles qui résultent de l'environnement international, sont en grande partie à l'origine du biais, notamment au cours de la période qui a précédé la crise pandémique. On peut tirer des conclusions comparables en examinant les rigidités des projections. Après correction de toutes les hypothèses disponibles, les rigidités disparaissent des projections de l'IPCH à l'horizon T+2 et aux suivants, tandis que si l'on ne corrige que les erreurs contenues dans l'ensemble des hypothèses de marché, les tests continuent de rejeter l'hypothèse nulle de l'absence de lissage excessif aux horizons T+3 et T+4. Cela suggère que les autres hypothèses conditionnelles pourraient aussi pâtir de rigidités. Toutefois, ces résultats, y compris l'absence de lissage excessif sur des horizons plus longs, doivent être considérés avec prudence étant donné l'échantillon relativement réduit disponible, en particulier pour les projections à long terme. De plus, étant donné les chocs sans précédents liés à la pandémie et à la guerre menée par la Russie en Ukraine, qui ne pouvaient être prévus très en amont, il est nécessaire de faire preuve de prudence dans l'interprétation des résultats, de tels événements pouvant

générer des autocorrélations des erreurs de prévisions ne résultant pas nécessairement de l'utilisation inefficace de l'information.

**Tableau 5**

Tests de rationalité des fluctuations pour l'inflation totale corrigée de différentes erreurs dans les hypothèses conditionnelles

Hypothèse nulle	Correction	T+0	T+1	T+2	T+3	T+4	T+5	T+6	T+7	T+8
Absence de biais	Aucune	-	-	**	***	***	***	***	***	***
	Ensemble des hypothèses	***	-	-	-	-	-	-	**	***
	Ensemble des hypothèses de marché	-	-	-	-	**	***	***	***	***
	Prix du pétrole	-	-	-	-	*	**	***	***	***
	Taux de change nominal	-	-	-	-	-	-	-	*	**
Absence de lissage excessif	Aucune	***	***	***	***	*	-	-	-	-
	Ensemble des hypothèses	***	**	-	-	-	-	-	-	-
	Ensemble des hypothèses de marché	***	***	***	***	-	-	-	-	-
	Prix du pétrole	***	***	***	***	-	-	-	-	-
	Taux de change nominal	***	***	***	***	***	**	-	-	-

Notes : Un tiret (-) indique que l'hypothèse nulle n'est pas rejetée. Un astérisque (\*) indique un rejet au niveau de 10 %, deux astérisques (\*\*) au niveau de 5 % et trois astérisques (\*\*\*) au niveau de 1 %. Les tests de rationalité des fluctuations sont calculés sur des fenêtres glissantes à 32 trimestres.

## 4 Conclusion

**Cet article suggère que l'exactitude des projections des services de l'Eurosystème/de la BCE relatives à l'inflation totale mesurée par l'IPCH est comparable ou légèrement supérieure à celle des prévisions extraites des instruments de marché et tirées d'enquêtes et est également comparable entre les principales composantes de l'IPCH.** Les projections d'inflation établies par les services de la BCE/de l'Eurosystème sont d'une qualité globalement comparable aux prévisions extraites des instruments de marché et tirées d'enquêtes, même si ces dernières ont en général tendance à être un peu moins précises que les projections des services de la BCE/de l'Eurosystème, en particulier avant les chocs sans précédent liées à la pandémie et à l'après-pandémie. De plus, et sur l'ensemble des composantes de l'IPCH, les résultats montrent que, au cours des 12 dernières années, l'exactitude des projections établies par les services de la BCE/de l'Eurosystème pour l'inflation mesurée par l'IPCHX a été comparable à celle des projections relatives à l'inflation totale et à la hausse de la composante énergie de l'IPCH, bien que cette dernière présente des erreurs de projection plus importantes, reflétant largement la plus forte volatilité de ces variables.

**Bien que globalement non biaisés, les résultats montrent des périodes spécifiques au cours desquelles l'absence de biais des projections d'inflation établies par les services de la BCE/de l'Eurosystème ne se vérifie plus, tandis que les projections affichent également des rigidités, qui reflètent principalement les propriétés des projections de l'inflation mesurée par l'IPCHX au cours des dix années précédant 2020.** Si elles sont globalement non

biaisées, les projections des services de l'Eurosystème/de la BCE relatives à l'inflation totale mesurée par l'IPCH affichent un biais sur certaines périodes, comme début 2000 et quand l'inflation était basse entre 2013 et le premier semestre 2021. Les résultats soulignent également que, si l'on prend en considération l'échantillon entier, il semble que l'on n'observe pas de biais dans les projections de l'inflation mesurée par l'IPCHX. Toutefois, l'examen de périodes plus courtes révèle un biais négatif (surestimation) pendant la période de faible inflation avant la pandémie et un biais positif (sous-estimation) pendant la période d'inflation élevée qui a suivi. Ces résultats ne devraient donc pas être vus comme la preuve d'un biais constant dans les projections de l'IPCHX.

**Enfin, cet article souligne le rôle important que joue le large ensemble d'hypothèses conditionnelles en tant que contributeur-clé aux rigidités, au biais occasionnel et à l'exactitude réduite des projections établies par les services de la BCE/de l'Eurosystème pour l'inflation mesurée par l'IPCH.**

Les résultats confirment le rôle joué par les erreurs des hypothèses sur les prix du pétrole dans la réduction de l'exactitude des prévisions d'inflation établies par les services de la BCE/de l'Eurosystème. Ils soulignent également leur contribution à un biais dans les projections de l'IPCH total, notamment à court terme<sup>22</sup>. Toutefois, les résultats soulignent également le rôle joué par d'autres hypothèses conditionnelles, telles que celles résultant de l'environnement international, dans la réduction de l'exactitude des prévisions ainsi que dans l'explication de certaines des rigidités et des biais occasionnels des projections d'inflation totale. Il est également important de mentionner que les prix du gaz n'ont pas été pris en considération dans l'analyse, bien qu'ils aient joué un rôle fondamental dans les erreurs de prévision au cours de la période récente.

---

<sup>22</sup> Les services de la BCE ont récemment développé de nouvelles projections fondées sur l'apprentissage automatique (*machine learning*) afin d'enrichir les informations fournies aux décideurs s'agissant des perspectives d'inflation à court terme. Cf., par exemple, Lenza (M.), Moutachaker (I.) et Paredes (J.), « [Density forecasts of inflation: a quantile regression forest approach](#) », *Working Paper Series*, n° 2830, BCE, juillet 2023 ; et Lenza (M.), Moutachaker (I.) et Paredes (J.), « [Forecasting euro area inflation with machine learning models](#) », *Research Bulletin*, n° 112, BCE, octobre 2023.



# Statistiques

(disponible en anglais uniquement)

# Statistics

## Contents

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

## Further information

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

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

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

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

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

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

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

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

## Conventions used in the tables

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

# 1 External environment

## 1.1 Main trading partners, GDP and CPI

	GDP <sup>1)</sup> (period-on-period percentage changes)						CPI (annual percentage changes)						
	G20	United States	United Kingdom	Japan	China	Memo item: euro area	OECD countries		United States	United Kingdom (HICP)	Japan	China	Memo item: euro area <sup>2)</sup> (HICP)
							Total	excluding food and energy					
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
2021	6.6	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	0.5	6.9	7.0	4.1	7.4	3.2	0.2	5.4
2023 Q3	0.9	1.2	-0.1	-0.9	1.8	0.0	6.4	7.0	3.5	6.7	3.2	-0.1	5.0
Q4	0.7	0.8	-0.3	0.1	1.2	-0.1	5.9	6.8	3.2	4.2	2.9	-0.3	2.7
2024 Q1	0.9	0.3	0.6	-0.5	1.6	0.3	5.7	6.5	3.2	3.5	2.6	0.0	2.6
Q2	.	.	.	.	.	.	.	.	3.2	2.1	.	.	2.5
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	6.2	3.4	2.3	2.5	0.3	2.4
May	-	-	-	-	-	-	5.9	6.1	3.3	2.0	2.8	0.3	2.6
June	-	-	-	-	-	-	.	.	3.0	2.0	.	.	2.5

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

1) Quarterly data seasonally adjusted; annual data unadjusted.

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

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

	Purchasing Managers' Surveys (diffusion indices; s.a.)									Merchandise imports <sup>1)</sup>		
	Composite Purchasing Managers' Index						Global Purchasing Managers' Index <sup>2)</sup>			Global	Advanced economies	Emerging market economies
	Global <sup>2)</sup>	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	4.1	0.7
2023	52.0	51.2	51.2	51.8	52.5	49.7	49.8	52.3	47.6	-2.4	-4.0	-0.7
2023 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	51.1	50.8	50.5	50.0	51.4	47.2	49.4	50.9	47.9	0.9	0.8	1.0
2024 Q1	52.6	52.2	52.9	51.3	52.6	49.2	51.1	52.4	49.2	-0.2	0.9	-1.4
Q2	53.2	53.5	53.1	51.5	53.2	51.6	52.2	53.3	50.1	.	.	.
2024 Jan.	52.5	52.0	52.9	51.5	52.5	47.9	50.3	52.3	48.8	-0.9	-0.2	-1.6
Feb.	52.6	52.5	53.0	50.6	52.5	49.2	51.2	52.4	49.3	-0.1	0.8	-1.1
Mar.	52.6	52.1	52.8	51.7	52.7	50.3	51.9	52.4	49.5	-0.2	0.9	-1.4
Apr.	52.5	51.3	54.1	52.3	52.8	51.7	51.4	52.7	50.4	1.8	2.7	0.8
May	54.0	54.5	53.0	52.6	54.1	52.2	52.8	54.0	50.4	.	.	.
June	53.2	54.8	52.3	49.7	52.8	50.9	52.3	53.1	49.3	.	.	.

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 <sup>1)</sup>		
		Total	Private consumption	Government consumption	Gross fixed capital formation				Changes in inventories <sup>2)</sup>	Total	Exports <sup>1)</sup>	Imports <sup>1)</sup>
					Total	construction	Total machinery	Intellectual property products				
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
<b>Current prices (EUR billions)</b>												
2021	12,475.0	11,980.9	6,354.5	2,737.3	2,727.0	1,388.6	761.4	570.4	162.2	494.1	6,172.3	5,678.2
2022	13,507.8	13,266.5	7,069.5	2,901.0	3,017.6	1,560.7	847.5	602.3	278.4	241.3	7,440.1	7,198.8
2023	14,378.5	13,847.7	7,536.7	3,042.4	3,177.2	1,626.8	904.7	638.2	91.5	530.8	7,419.9	6,889.1
2023 Q2	3,580.1	3,442.6	1,874.2	755.1	788.9	405.8	226.1	155.1	24.4	137.5	1,866.7	1,729.2
Q3	3,610.0	3,468.8	1,899.3	768.5	794.8	407.7	228.8	156.4	6.2	141.2	1,835.0	1,693.9
Q4	3,648.8	3,514.5	1,911.0	777.5	807.5	408.1	225.0	172.5	18.5	134.3	1,847.4	1,713.1
2024 Q1	3,681.3	3,499.2	1,924.6	783.4	796.0	412.6	223.7	157.8	-4.8	182.2	1,875.1	1,692.9
<i>as percentage of GDP</i>												
2023	100.0	96.3	52.4	21.2	22.1	11.3	6.3	4.4	0.6	3.7	-	-
<b>Chain-linked volumes (prices for the previous year)</b>												
<i>quarter-on-quarter percentage changes</i>												
2023 Q2	0.1	0.6	0.1	0.3	0.2	-0.4	0.4	1.1	-	-	-1.0	-0.2
Q3	0.0	-0.1	0.4	0.7	0.1	-0.3	0.6	0.4	-	-	-1.3	-1.6
Q4	-0.1	0.1	0.2	0.6	0.8	-0.6	-2.7	9.7	-	-	0.2	0.6
2024 Q1	0.3	-0.6	0.2	0.0	-1.5	0.7	0.3	-9.0	-	-	1.4	-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	0.5	0.2	0.5	0.9	1.2	-0.8	3.2	3.6	-	-	-0.8	-1.4
2023 Q2	0.6	0.6	0.6	0.7	1.7	-0.6	5.3	2.5	-	-	0.0	-0.1
Q3	0.2	-0.4	-0.3	1.5	0.7	-0.1	2.7	-0.3	-	-	-2.7	-4.0
Q4	0.2	0.3	0.7	1.4	1.6	-0.4	0.4	8.4	-	-	-2.5	-2.4
2024 Q1	0.4	0.0	0.8	1.6	-0.5	-0.6	-1.4	1.3	-	-	-0.8	-1.5
<i>contributions to quarter-on-quarter percentage changes in GDP; percentage points</i>												
2023 Q2	0.1	0.5	0.1	0.1	0.0	0.0	0.0	0.0	0.4	-0.4	-	-
Q3	0.0	-0.1	0.2	0.2	0.0	0.0	0.0	0.0	-0.4	0.1	-	-
Q4	-0.1	0.1	0.1	0.1	0.2	-0.1	-0.2	0.4	-0.3	-0.2	-	-
2024 Q1	0.3	-0.5	0.1	0.0	-0.3	0.1	0.0	-0.4	-0.3	0.9	-	-
<i>contributions to annual percentage changes in GDP; percentage points</i>												
2021	5.9	4.8	2.4	1.0	0.8	0.7	0.5	-0.3	0.6	1.4	-	-
2022	3.4	3.5	2.2	0.4	0.6	0.2	0.3	0.1	0.4	0.0	-	-
2023	0.5	0.2	0.3	0.2	0.3	-0.1	0.2	0.2	-0.6	0.3	-	-
2023 Q2	0.6	0.6	0.3	0.1	0.4	-0.1	0.3	0.1	-0.2	0.1	-	-
Q3	0.2	-0.5	-0.1	0.3	0.1	0.0	0.2	0.0	-0.8	0.7	-	-
Q4	0.2	0.3	0.4	0.3	0.4	0.0	0.0	0.4	-0.8	-0.1	-	-
2024 Q1	0.4	0.0	0.4	0.3	-0.1	-0.1	-0.1	0.1	-0.6	0.3	-	-

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
<b>Current prices (EUR billions)</b>												
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	1,283.4
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	1,342.1
2023	13,007.7	221.7	2,623.9	722.8	2,449.5	679.7	610.2	1,413.6	1,493.0	2,393.1	400.1	1,370.9
2023 Q2	3,243.1	55.6	661.1	179.9	612.3	169.3	151.7	351.0	371.1	592.2	98.9	337.1
Q3	3,257.5	55.0	648.8	181.8	613.7	171.0	155.2	354.5	375.9	601.0	100.5	352.5
Q4	3,295.5	54.0	656.0	184.0	619.9	173.1	156.7	358.5	382.1	610.1	101.3	353.3
2024 Q1	3,316.7	55.1	646.4	187.3	624.5	174.3	160.0	362.2	385.1	619.1	102.5	364.7
<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	-
<b>Chain-linked volumes (prices for the previous year)</b>												
<i>quarter-on-quarter percentage changes</i>												
2023 Q2	0.1	-0.1	-0.6	-0.2	0.2	1.3	0.8	-0.1	0.5	0.2	0.6	0.1
Q3	0.0	-1.1	-1.2	-0.1	0.3	1.0	0.1	0.3	0.2	0.2	1.8	0.0
Q4	0.0	0.2	-0.6	-0.1	-0.3	0.9	-1.0	0.1	0.5	0.7	-1.2	-0.5
2024 Q1	0.3	0.7	-0.4	0.6	0.6	0.3	0.7	0.7	0.5	0.3	0.9	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	0.7	0.5	-1.6	0.5	0.3	4.3	0.2	1.3	1.3	1.2	4.1	-1.2
2023 Q2	0.8	1.3	-0.5	0.4	0.1	4.6	1.0	1.1	1.4	1.2	3.3	-1.2
Q3	0.2	0.0	-2.3	1.3	-0.5	3.5	0.7	1.2	1.1	0.9	3.2	-0.3
Q4	0.2	-0.1	-2.9	1.2	0.0	4.0	-0.9	1.1	1.2	1.3	3.4	-0.7
2024 Q1	0.4	-0.2	-2.7	0.1	0.8	3.4	0.6	1.0	1.7	1.4	2.1	-0.1
<i>contributions to quarter-on-quarter percentage changes in value added; percentage points</i>												
2023 Q2	0.1	0.0	-0.1	0.0	0.0	0.1	0.0	0.0	0.1	0.0	0.0	-
Q3	0.0	0.0	-0.2	0.0	0.1	0.1	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	0.1	0.1	0.0	-
2024 Q1	0.3	0.0	-0.1	0.0	0.1	0.0	0.0	0.1	0.1	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	0.7	0.0	-0.3	0.0	0.1	0.2	0.0	0.1	0.1	0.2	0.1	-
2023 Q2	0.8	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	0.2	0.1	-
Q4	0.2	0.0	-0.6	0.1	0.0	0.2	0.0	0.1	0.1	0.2	0.1	-
2024 Q1	0.4	0.0	-0.5	0.0	0.1	0.2	0.0	0.1	0.2	0.3	0.1	-

Sources: Eurostat and ECB calculations.

## 2 Economic activity

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

(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
<b>Persons employed</b>													
<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	3.4	1.0	1.7	1.6	1.4	0.9
2023 Q2	1.5	1.5	0.9	-2.3	1.1	1.0	1.9	4.0	1.0	2.3	1.9	1.4	0.8
Q3	1.4	1.4	1.0	-1.0	0.8	1.5	2.0	2.4	1.1	0.9	1.4	1.5	0.5
Q4	1.2	1.2	1.3	-0.5	0.4	1.8	1.3	2.6	0.8	1.1	1.1	1.5	1.2
2024 Q1	1.0	1.0	0.8	-0.3	0.2	1.2	1.2	2.2	0.6	0.0	0.9	1.4	0.4
<b>Hours worked</b>													
<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	1.6	3.0	0.7	1.1	1.6	1.5	1.5
2023 Q2	1.6	1.8	0.8	-2.5	1.2	1.3	1.8	4.1	1.3	1.8	2.2	1.8	1.7
Q3	1.4	1.6	0.7	-1.2	0.6	1.6	1.8	2.0	1.1	1.1	1.6	1.8	1.5
Q4	1.2	1.4	0.5	-0.7	0.5	1.7	1.1	3.0	0.4	0.6	1.4	1.8	1.0
2024 Q1	0.6	0.7	0.5	-1.9	-0.5	0.9	1.0	1.6	-0.2	-0.5	1.0	1.2	0.2
<b>Hours worked per person employed</b>													
<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 Q2	0.2	0.3	-0.1	-0.3	0.1	0.2	-0.1	0.2	0.2	-0.5	0.3	0.4	0.9
Q3	0.1	0.1	-0.2	-0.2	-0.2	0.1	-0.2	-0.5	0.0	0.2	0.3	0.3	1.0
Q4	0.0	0.2	-0.8	-0.2	0.1	-0.1	-0.2	0.4	-0.3	-0.5	0.3	0.3	-0.2
2024 Q1	-0.3	-0.3	-0.3	-1.5	-0.6	-0.3	-0.2	-0.6	-0.8	-0.5	0.1	-0.2	-0.2

Sources: Eurostat and ECB calculations.

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

## 2 Economic activity

### 2.4 Labour force, unemployment and job vacancies

(seasonally adjusted, unless otherwise indicated)

	Labour force, millions	Under-employment, % of labour force	Unemployment <sup>1)</sup>											Job vacancy rate <sup>3)</sup>
			Total		Long-term unemployment, % of labour force <sup>2)</sup>	By age				By gender				
			Millions	% 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	165.154	3.4	12.831	7.8	3.2	10.347	6.9	2.484	16.9	6.549	7.4	6.283	8.2	2.5
2022	167.998	3.1	11.408	6.8	2.7	9.150	6.0	2.257	14.6	5.733	6.4	5.675	7.2	3.3
2023	170.162	2.9	11.178	6.6	2.4	8.881	5.8	2.297	14.5	5.644	6.2	5.535	6.9	3.0
2023 Q2	170.056	2.9	11.104	6.5	2.4	8.832	5.7	2.272	14.3	5.595	6.2	5.509	6.9	3.1
Q3	170.226	2.9	11.215	6.6	2.3	8.885	5.8	2.330	14.6	5.674	6.3	5.540	7.0	3.0
Q4	170.948	2.9	11.172	6.5	2.3	8.807	5.7	2.366	14.8	5.653	6.2	5.520	6.9	2.9
2024 Q1	171.509	2.9	11.213	6.5	2.3	8.884	5.7	2.328	14.5	5.661	6.2	5.552	6.9	2.9
2023 Dec.	-	-	11.139	6.5	-	8.803	5.7	2.335	14.6	5.645	6.2	5.493	6.9	-
2024 Jan.	-	-	11.192	6.5	-	8.853	5.7	2.339	14.6	5.687	6.2	5.506	6.9	-
Feb.	-	-	11.218	6.5	-	8.881	5.7	2.337	14.6	5.698	6.2	5.520	6.9	-
Mar.	-	-	11.125	6.5	-	8.817	5.7	2.308	14.4	5.617	6.2	5.508	6.9	-
Apr.	-	-	11.040	6.4	-	8.756	5.6	2.284	14.2	5.617	6.1	5.423	6.7	-
May	-	-	11.078	6.4	-	8.791	5.6	2.287	14.2	5.653	6.2	5.425	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 <sup>1)</sup>	New passenger car registrations
	Total (excluding construction)		Main Industrial Groupings					Total	Food, beverages, tobacco	Non-food	Fuel		
	Total	Manufacturing	Intermediate goods	Capital goods	Consumer goods	Energy							
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	
% of total in 2021	100.0	88.7	32.4	33.2	22.5	11.9	100.0	100.0	38.1	54.4	7.5	100.0	100.0
annual percentage changes													
2021	8.8	9.8	9.6	9.4	8.1	0.7	5.7	5.3	1.0	8.3	9.0	8.1	-2.9
2022	2.2	3.0	-1.6	5.1	6.3	-2.9	2.9	0.9	-2.8	3.1	4.5	9.9	-4.3
2023	-2.2	-1.8	-5.6	2.4	-1.7	-5.7	1.5	-2.0	-2.7	-1.0	-1.7	2.8	14.5
2023 Q2	-0.9	0.0	-6.4	7.6	-1.7	-8.5	1.5	-2.2	-3.3	-1.1	-0.7	2.7	22.7
Q3	-4.8	-4.4	-5.6	-2.4	-3.2	-7.6	1.6	-2.3	-1.9	-1.6	-3.8	2.0	15.4
Q4	-4.0	-4.3	-4.8	-2.5	-6.6	-0.9	1.1	-0.7	-0.6	0.0	-4.0	1.7	4.1
2024 Q1	-4.7	-4.8	-2.9	-6.0	-5.5	-1.5	-0.7	-0.2	-0.5	0.2	-0.6	3.3	4.6
2023 Dec.	0.2	0.3	-3.6	4.6	-4.9	-1.9	2.4	-0.4	-0.1	-0.2	-3.4	2.0	-0.4
2024 Jan.	-6.5	-7.4	-3.1	-10.9	-4.2	0.7	1.0	-0.9	-1.3	-0.7	0.6	3.4	7.0
Feb.	-6.3	-6.3	-2.8	-9.1	-4.8	-3.4	-1.5	-0.3	-1.2	0.7	-1.5	4.5	4.2
Mar.	-1.2	-1.0	-2.8	1.7	-7.2	-2.1	-0.3	0.6	1.0	0.7	-1.0	2.2	2.7
Apr.	-3.1	-3.1	-2.1	-5.2	0.2	-1.9	-1.5	0.6	-0.3	1.2	1.1	4.8	3.7
May	-2.9	-3.3	-3.5	-6.5	1.9	0.7	-2.4	0.3	0.3	0.7	-0.6	.	-3.7
month-on-month percentage changes (s.a.)													
2023 Dec.	1.5	5.2	-1.4	11.4	0.3	0.3	0.3	-0.5	-0.6	-0.6	0.4	0.5	-1.4
2024 Jan.	-2.2	-6.2	2.2	-15.4	-0.3	1.1	0.7	0.0	0.3	0.3	0.5	0.3	-0.7
Feb.	0.0	0.8	0.4	1.9	-0.2	-3.2	0.1	-0.1	-0.3	0.4	-1.0	1.1	0.2
Mar.	0.5	1.0	-0.3	0.9	-1.8	-0.1	-0.5	0.7	1.1	0.0	0.8	-0.4	-1.2
Apr.	0.0	-0.4	-0.3	0.7	3.1	-0.2	-0.2	-0.2	-0.9	0.5	-0.7	1.1	-0.4
May	-0.6	-0.8	-1.0	-1.2	1.2	0.8	.	0.1	0.7	-0.2	0.4	.	-5.3

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	96.3	-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	-5.3	-6.1	7.0	90.1	46.4	46.7	50.0	49.2
Q2	95.9	-10.1	79.0	-14.4	-6.4	-7.2	6.5	90.0	46.2	47.6	53.1	51.6
2024 Jan.	96.1	-9.3	79.4	-16.1	-4.6	-5.7	8.4	90.1	46.6	46.6	48.4	47.9
Feb.	95.5	-9.5	.	-15.5	-5.5	-6.7	6.1	.	46.5	46.6	50.2	49.2
Mar.	96.3	-8.8	.	-14.9	-5.7	-6.0	6.5	.	46.1	47.1	51.5	50.3
Apr.	95.6	-10.4	79.0	-14.7	-6.0	-6.8	6.1	90.0	45.7	47.3	53.3	51.7
May	96.1	-9.9	.	-14.3	-6.2	-6.8	6.8	.	47.3	49.3	53.2	52.2
June	95.9	-10.1	.	-14.0	-7.0	-7.8	6.5	.	45.8	46.1	52.8	50.9

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 <sup>2)</sup>	Housing wealth	Profit rate <sup>3)</sup>	Saving rate (gross)	Debt ratio <sup>4)</sup>	Financial investment	Non-financial investment (gross)	Financing
	Percentage of gross disposable income (adjusted) <sup>1)</sup>		Annual percentage changes				Percentage of gross value added	Percentage of GDP	Annual percentage changes				
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
2021	17.1	95.2	2.1	3.6	18.9	8.6	8.8	36.2	7.4	77.4	5.5	10.5	3.3
2022	13.1	92.8	-0.2	2.4	12.3	2.3	8.1	37.2	5.5	72.7	3.3	9.3	2.2
2023	13.7	87.1	1.2	2.0	2.0	2.0	-0.8	35.4	5.7	68.3	1.6	1.4	0.6
2023 Q2	13.2	89.4	1.2	2.1	1.0	2.9	1.7	36.4	5.9	69.9	1.8	18.7	0.9
Q3	13.4	88.1	0.6	1.9	0.2	1.8	-0.1	36.1	5.9	68.9	1.6	-12.6	0.5
Q4	13.7	87.1	1.8	2.0	1.2	2.0	-0.8	35.4	5.7	68.3	1.6	3.3	0.6
2024 Q1	14.1	85.9	2.9	2.0	-2.6	2.3	-0.4	34.7	5.3	67.5	1.8	-4.8	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 <sup>1)</sup>	
	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	1,413.1	1,354.4	58.7	728.6	668.7	336.3	304.7	303.4	292.0	44.8	89.0	25.7	22.7
Q3	1,432.2	1,371.0	61.2	725.7	646.9	337.8	304.7	325.9	330.7	42.7	88.7	28.9	18.5
Q4	1,408.3	1,336.1	72.2	714.1	647.0	335.9	304.5	311.3	293.4	46.9	91.1	61.6	40.7
2024 Q1	1,433.5	1,321.3	112.2	726.6	623.0	362.9	331.2	299.6	289.1	44.3	78.1	19.3	31.0
2023 Nov.	470.1	444.6	25.5	241.4	214.1	111.2	102.2	102.3	98.8	15.2	29.4	9.4	7.5
Dec.	472.9	444.0	28.9	241.5	214.4	112.6	100.8	102.0	97.2	16.7	31.6	41.4	23.7
2024 Jan.	471.6	429.6	42.0	242.0	198.8	119.2	109.3	96.0	95.6	14.4	25.9	4.0	13.3
Feb.	481.9	446.6	35.3	240.7	210.2	125.1	112.4	101.4	98.8	14.7	25.2	4.5	7.9
Mar.	480.0	445.1	34.9	244.0	214.0	118.5	109.4	102.2	94.7	15.3	27.0	10.8	9.7
Apr.	480.6	442.0	38.6	250.7	213.2	112.5	101.5	101.9	99.8	15.4	27.6	6.0	6.7
<i>12-month cumulated transactions</i>													
2024 Apr.	5,698.8	5,370.7	328.0	2,904.7	2,573.3	1,373.5	1,243.6	1,241.5	1,209.0	179.2	344.8	134.2	111.3
<i>12-month cumulated transactions as a percentage of GDP</i>													
2024 Apr.	39.2	37.0	2.3	20.0	17.7	9.5	8.6	8.6	8.3	1.2	2.4	0.9	0.8

1) The capital account is not seasonally adjusted.

### 2.9 Euro area external trade in goods<sup>1)</sup>, values and volumes by product group<sup>2)</sup>

(seasonally adjusted, unless otherwise indicated)

	Total (n.s.a.)		Exports (f.o.b.)					Imports (c.i.f.)					
	Exports	Imports	Total				Memo item:	Total				Memo items:	
			Total	Intermediate goods	Capital goods	Consumption goods		Manu- facturing	Total	Intermediate goods	Capital goods	Consumption goods	Manu- facturing
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	710.4	331.5	144.3	216.3	592.3	706.6	411.5	113.5	164.3	503.2	74.1
Q3	-5.2	-22.1	704.0	331.3	142.0	214.5	585.5	677.8	390.0	111.7	158.6	488.7	82.2
Q4	-4.8	-16.6	708.5	333.6	144.2	214.8	588.5	669.8	383.1	107.5	157.7	476.9	81.1
2024 Q1	-3.0	-12.0	714.3	336.8	142.2	219.1	590.2	655.1	371.4	105.0	158.1	463.4	75.7
2023 Dec.	-8.3	-18.5	235.2	110.5	47.6	72.1	193.2	221.2	124.9	36.0	52.3	157.9	25.0
2024 Jan.	1.3	-16.0	238.7	113.4	48.1	71.9	197.4	212.0	121.5	33.7	51.3	150.2	25.2
Feb.	0.3	-8.0	238.0	111.3	47.6	73.0	197.1	221.3	124.6	35.6	52.5	154.7	24.8
Mar.	-9.4	-11.5	237.6	112.1	46.6	74.1	195.7	221.8	125.3	35.6	54.4	158.5	25.7
Apr.	13.5	1.8	243.9	113.9	46.3	76.5	199.5	225.4	130.4	35.6	54.8	158.6	28.3
May	-0.5	-6.4	237.4	.	.	.	196.1	225.1	.	.	.	156.8	.
<i>Volume indices (2000 = 100; annual percentage changes for columns 1 and 2)</i>													
2023 Q2	-3.6	-6.7	97.2	92.6	99.8	105.1	97.2	109.5	107.2	112.2	111.8	110.6	158.7
Q3	-4.2	-10.1	96.3	93.8	95.9	102.4	96.0	106.7	104.6	111.4	109.5	108.5	171.5
Q4	-3.6	-8.7	96.4	93.1	96.1	103.0	95.6	104.6	101.9	104.6	108.3	105.7	164.5
2024 Q1	-4.0	-7.0	96.8	94.0	93.5	104.2	95.6	103.7	101.2	101.2	107.6	103.2	164.4
2023 Nov.	-3.2	-9.3	96.3	92.9	96.2	103.3	95.9	103.3	101.0	101.3	107.7	104.2	162.8
Dec.	-7.3	-11.0	96.8	93.1	96.2	104.7	95.4	105.1	102.0	105.3	107.0	105.3	168.6
2024 Jan.	0.8	-9.6	97.9	96.1	95.5	102.4	96.8	101.7	99.9	97.2	104.7	100.9	161.0
Feb.	-0.7	-3.4	96.5	92.6	92.5	105.0	95.2	103.9	101.4	102.9	107.0	103.3	166.8
Mar.	-10.8	-7.8	96.0	93.1	92.4	105.3	94.9	105.5	102.2	103.6	110.9	105.5	165.4
Apr.	10.9	2.7	97.0	94.3	90.5	107.6	95.8	105.0	103.1	102.5	109.0	105.4	174.6

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 <sup>1)</sup> (annual percentage changes, unless otherwise indicated)

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

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

Sources: Eurostat and ECB calculations.

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

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

## 3 Prices and costs

### 3.2 Industry, construction and property prices

(annual percentage changes, unless otherwise indicated)

	Industrial producer prices excluding construction <sup>1)</sup>									Energy	Construction <sup>2)</sup>	Residential property prices	Experimental indicator of commercial property prices <sup>3)</sup>		
	Total (index: 2021 = 100)	Total		Industry excluding construction and energy					Total					Food, beverages and tobacco	Non-food
		Total	Manufacturing	Total	Intermediate goods	Capital goods	Consumer goods								
							Total	Food, beverages and tobacco							
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	3.3	1.7	30.3	5.8	7.9	0.6		
2022	133.5	33.5	17.2	14.0	19.9	7.2	12.2	16.4	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	8.5	5.0	-13.3	6.9	-1.1	-8.3		
2023 Q2	129.0	-0.8	0.7	4.1	-0.6	5.7	9.5	9.7	5.9	-11.3	7.5	-1.6	-9.2		
Q3	128.1	-8.8	-0.5	1.3	-4.0	4.4	6.4	5.6	4.1	-25.2	5.1	-2.2	-9.4		
Q4	128.4	-8.7	-1.2	-0.1	-4.8	3.3	3.6	2.2	2.4	-23.1	4.5	-1.2	-9.3		
2024 Q1	125.4	-8.0	-1.6	-1.3	-5.2	2.0	1.5	-0.2	0.9	-20.4	3.7	-0.4	.		
2023 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	0.3	1.1	-19.9	-	-	-		
Feb.	125.2	-8.3	-1.6	-1.3	-5.4	2.1	1.4	-0.4	0.9	-21.1	-	-	-		
Mar.	124.5	-7.8	-1.3	-1.3	-4.8	1.9	1.2	-0.6	0.8	-20.2	-	-	-		
Apr.	123.3	-5.7	-0.7	-0.9	-3.9	1.5	1.0	-0.9	0.7	-14.7	-	-	-		
May	123.0	-4.2	-0.2	-0.4	-2.9	1.6	1.1	-0.4	0.8	-11.4	-	-	-		

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

1) Domestic sales only.

2) Input prices for residential buildings.

3) Experimental data based on non-harmonised sources (see [https://www.ecb.europa.eu/stats/ecb\\_statistics/governance\\_and\\_quality\\_framework/html/experimental-data.en.html](https://www.ecb.europa.eu/stats/ecb_statistics/governance_and_quality_framework/html/experimental-data.en.html) for further details).

### 3.3 Commodity prices and GDP deflators

(annual percentage changes, unless otherwise indicated)

	GDP deflators								Oil prices (EUR per barrel)	Non-energy commodity prices (EUR)					
	Total (s.a.; index: 2015 = 100)	Total	Domestic demand				Exports <sup>1)</sup>	Imports <sup>1)</sup>		Import-weighted <sup>2)</sup>			Use-weighted <sup>2)</sup>		
			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	121.7	6.0	4.2	6.1	3.9	4.1	0.6	-2.9	76.4	-12.8	-11.6	-14.0	-13.7	-12.5	-15.0
2023 Q3	122.2	6.0	3.2	5.8	4.0	3.0	-1.9	-7.0	79.8	-13.4	-14.5	-12.2	-14.5	-15.2	-13.7
Q4	123.6	5.1	3.6	3.8	3.1	2.5	-1.4	-4.6	78.5	-8.8	-9.3	-8.3	-9.8	-10.4	-9.0
2024 Q1	124.3	3.6	2.6	2.9	3.8	2.1	-0.6	-3.0	76.5	-2.3	3.1	-7.5	-2.7	1.8	-7.8
Q2	.	.	.	.	.	.	.	.	85.0	12.6	15.9	9.4	11.3	12.8	9.4
2024 Jan.	-	-	-	-	-	-	-	-	73.5	-4.8	-0.4	-8.8	-5.5	-2.5	-8.9
Feb.	-	-	-	-	-	-	-	-	77.5	-3.3	1.5	-8.0	-3.2	1.1	-8.2
Mar.	-	-	-	-	-	-	-	-	78.6	1.2	8.3	-5.7	0.7	6.6	-6.2
Apr.	-	-	-	-	-	-	-	-	85.0	12.7	20.4	5.0	10.5	15.1	5.0
May	-	-	-	-	-	-	-	-	.	12.6	12.6	12.6	11.5	11.0	12.2
June	-	-	-	-	-	-	-	-	.	12.6	14.5	10.7	11.8	12.3	11.2

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 <sup>5</sup>	Input prices		Prices charged	
	Manu- facturing 1	Retail trade 2	Services 3	Construction 4		Manu- facturing 6	Services 7	Manu- facturing 8	Services 9
1999-20	4.7	5.7	4.0	-3.4	28.9	-	-	-	-
2021	31.7	23.9	10.3	19.7	30.4	-	-	-	-
2022	48.5	52.9	27.4	42.4	71.6	-	-	-	-
2023	9.5	28.5	19.2	13.9	74.5	43.7	64.6	50.0	57.4
2023 Q3	3.5	22.0	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
Q2	6.0	13.8	13.8	3.4	56.7	49.9	60.5	48.6	54.6
2024 Jan.	4.6	18.6	20.0	9.9	66.1	42.8	62.6	48.6	56.3
Feb.	3.9	16.9	17.3	3.7	65.3	45.5	62.9	48.3	56.6
Mar.	5.5	14.4	15.2	1.7	62.1	46.5	61.5	47.7	55.1
Apr.	5.6	14.1	14.0	2.5	58.3	49.0	61.7	47.9	55.9
May	6.5	13.8	13.4	3.5	56.9	49.2	60.5	48.3	54.2
June	6.1	13.5	14.1	4.3	54.7	51.4	59.3	49.5	53.5

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 <sup>1)</sup> 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	1.0	1.4
2022	105.7	4.8	4.0	7.0	5.0	4.1	2.9
2023	110.5	4.5	4.4	4.8	5.0	3.4	4.5
2023 Q2	113.8	4.4	4.5	4.0	4.6	3.9	4.4
Q3	107.4	5.2	5.2	5.0	5.8	3.9	4.7
Q4	118.0	3.4	3.3	4.0	4.2	2.0	4.5
2024 Q1	107.9	5.1	5.2	4.5	5.0	5.3	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](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)	By economic activity										
		Total	Agriculture, forestry and fishing	Manu- facturing, energy and utilities	Con- struction	Trade, transport, accom- modation and food services	Information and commu- nication	Finance and insurance	Real estate	Professional business and support services	Public ad- ministration, education, health and social work	Arts, 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	8.1	5.7	7.4	4.3	5.4	4.3	6.5	4.4	2.3
2023 Q2	119.5	6.1	2.3	6.8	5.4	7.7	4.6	4.1	4.5	6.6	4.9	2.6
Q3	121.5	6.5	4.2	9.1	5.0	7.8	4.0	4.6	3.3	6.5	5.5	2.9
Q4	123.3	6.0	4.6	9.3	5.7	7.0	3.8	6.8	5.6	5.3	3.6	4.3
2024 Q1	125.3	5.7	3.1	7.6	6.3	4.6	3.8	4.8	4.5	4.3	5.8	5.6
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	3.3	3.9	5.2	3.8	7.1
2023	122.6	5.2	5.6	5.5	4.6	5.8	5.1	4.6	3.9	6.2	4.1	5.6
2023 Q2	121.6	5.2	6.0	5.1	4.7	5.8	5.3	4.1	3.2	6.0	4.6	5.2
Q3	123.4	5.3	5.3	5.7	4.8	5.1	5.1	4.1	3.6	6.3	4.9	5.8
Q4	124.8	4.9	5.1	5.7	5.1	5.6	5.2	5.1	5.6	5.4	3.3	6.6
2024 Q1	126.8	5.0	3.3	4.6	5.1	4.1	5.0	4.8	5.6	5.1	5.7	7.5
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	1.8	-2.5	-1.0	-1.5	0.8	-0.8	-0.4	-0.3	-0.2	3.2
2023 Q2	101.8	-0.8	3.6	-1.6	-0.6	-1.8	0.7	0.0	-1.2	-0.5	-0.2	2.5
Q3	101.6	-1.2	1.0	-3.0	-0.2	-2.5	1.1	-0.4	0.3	-0.2	-0.6	2.7
Q4	101.2	-1.0	0.4	-3.3	-0.6	-1.4	1.4	-1.6	0.0	0.1	-0.2	2.1
2024 Q1	101.2	-0.6	0.2	-2.8	-1.1	-0.4	1.2	0.0	1.0	0.8	-0.1	1.8
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	5.2	5.4	5.8	4.8	5.8	5.3	5.0	4.5	6.0	4.0	4.8
2023 Q2	122.4	4.9	6.5	4.9	4.7	5.9	5.0	3.9	3.7	5.7	4.1	3.9
Q3	124.5	5.1	4.9	5.8	4.8	5.2	5.2	4.3	4.5	6.0	4.6	4.3
Q4	126.2	4.7	4.9	5.6	4.9	5.6	4.5	5.2	4.8	4.9	3.1	6.4
2024 Q1	128.1	5.4	3.9	5.1	5.5	4.5	5.7	5.5	5.7	5.2	5.9	7.9
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	-0.8	2.1	-2.2	-0.7	-1.3	1.2	-0.4	0.1	-0.3	-0.3	2.6
2023 Q2	103.6	-1.0	3.9	-1.7	-0.9	-1.7	0.5	-0.2	-0.7	-0.8	-0.6	1.6
Q3	103.6	-1.2	1.2	-2.8	-0.3	-2.3	1.6	-0.4	0.1	-0.5	-0.9	1.7
Q4	103.4	-1.1	0.6	-3.4	-0.5	-1.2	1.0	-1.3	0.5	-0.2	-0.5	2.3
2024 Q1	103.4	-0.3	1.7	-2.2	-0.8	-0.2	1.7	0.8	1.5	0.7	0.1	2.0

Sources: Eurostat and ECB calculations.

## 4 Financial market developments

### 4.1 Money market interest rates

(percentages per annum, period averages)

	Euro area <sup>1)</sup>					United States	Japan
	Euro short-term rate (€STR)	1-month deposits (EURIBOR)	3-month deposits (EURIBOR)	6-month deposits (EURIBOR)	12-month deposits (EURIBOR)	Secured overnight financing rate (SOFR)	Tokyo overnight average rate (TONAR)
	1	2	3	4	5	6	7
2021	-0.57	-0.56	-0.55	-0.52	-0.49	0.04	-0.02
2022	-0.01	0.09	0.35	0.68	1.10	1.63	-0.03
2023	3.21	3.25	3.43	3.69	3.86	5.00	-0.04
2024 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
June	3.75	3.63	3.72	3.71	3.65	5.33	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 <sup>1)</sup>					Euro area <sup>1)2)</sup>	United States	United Kingdom	Euro area <sup>1)2)</sup>			
	3 months	1 year	2 years	5 years	10 years	10 years - 1 year	10 years - 1 year	10 years - 1 year	1 year	2 years	5 years	10 years
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
2021	-0.73	-0.72	-0.68	-0.48	-0.19	0.53	1.12	0.45	-0.69	-0.58	-0.12	0.24
2022	1.71	2.46	2.57	2.45	2.56	0.09	-0.84	-0.24	2.85	2.48	2.47	2.76
2023	3.78	3.05	2.44	1.88	2.08	-0.96	-0.92	-1.20	2.25	1.54	1.76	2.64
2024 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
June	3.41	3.10	2.80	2.42	2.50	-0.60	-0.73	-0.51	2.74	2.31	2.22	2.91

Source: ECB calculations.

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

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

### 4.3 Stock market indices

(index levels in points; period averages)

	Dow Jones EURO STOXX Indices												United States	Japan
	Benchmark		Main industry indices										Standard & Poor's 500	Nikkei 225
	Broad index	50	Basic materials	Consumer services	Consumer goods	Oil and gas	Financials	Industrials	Technology	Utilities	Telecoms	Health care	13	14
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12		
2021	448.3	4,023.6	962.9	289.8	183.0	95.4	164.4	819.0	874.3	377.7	279.6	886.3	4,277.6	28,836.5
2022	414.6	3,757.0	937.3	253.4	171.3	110.0	160.6	731.7	748.4	353.4	283.2	825.8	4,098.5	27,257.8
2023	452.0	4,272.0	968.5	292.7	169.2	119.2	186.7	809.8	861.5	367.8	283.1	803.6	4,285.6	30,716.6
2024 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
June	510.0	4,952.0	997.7	309.2	160.7	125.2	231.2	951.1	1,159.0	377.0	288.9	772.9	5,415.1	38,858.9

Source: LSEG.

## 4 Financial market developments

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

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

	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 <sup>3)</sup>		By initial period of rate fixation				APRC <sup>3)</sup>	
			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 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	5.38	4.85	4.08	3.67	3.52	4.15	3.88
Feb.	0.38	1.70	3.17	3.07	8.18	16.80	7.68	7.94	8.63	5.31	4.83	4.01	3.64	3.49	4.11	3.84
Mar.	0.39	1.71	3.18	2.91	8.18	16.90	8.09	7.79	8.54	5.15	4.79	4.00	3.57	3.44	4.04	3.80
Apr.	0.39	1.73	3.13	2.89	8.14	16.92	8.11	7.85	8.58	5.19	4.82	3.99	3.59	3.42	4.04	3.80
May	0.39	1.73	3.10	2.81	8.20	16.96	7.59	7.95	8.69	5.26	4.79	3.97	3.62	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) <sup>1), 2)</sup>

(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 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	5.65	5.45	5.23	4.43	5.15	5.00	4.20	5.18
Feb.	0.89	3.63	3.50	5.36	5.44	5.72	5.60	5.46	5.14	4.38	5.10	4.83	3.97	5.14
Mar.	0.91	3.68	3.60	5.35	5.39	5.70	5.53	5.41	5.17	4.34	5.18	5.16	4.16	5.19
Apr.	0.91	3.66	3.34	5.36	5.20	5.61	5.62	5.35	5.09	4.30	5.19	4.99	4.15	5.18
May	0.92	3.64	3.61	5.32	5.27	5.73	5.68	5.37	5.07	4.29	4.99	4.96	4.18	5.10

Source: ECB.

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

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

## 4 Financial market developments

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

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

	Outstanding amounts							Gross issues <sup>1)</sup>						
	Total	MFIs	Non-MFI corporations		General government		Total	MFIs	Non-MFI corporations		General government			
			Financial corporations other than MFIs		Non-financial corporations	Total			of which central government	Financial corporations other than MFIs		Non-financial corporations	Total	of which central government
			Total	FVCs						Total	FVCs			
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
<b>Short-term</b>														
2021	1,406.8	427.4	125.0	48.7	89.7	764.7	674.9	386.5	137.9	78.9	26.3	32.1	137.6	104.8
2022	1,378.1	475.1	141.4	50.4	94.6	667.0	621.7	480.3	182.5	115.7	48.1	48.1	133.9	97.1
2023	1,528.1	605.3	134.9	51.1	86.2	701.8	659.1	500.4	212.6	111.5	37.8	48.9	127.5	103.8
2024 Jan.	1,539.4	609.0	155.2	51.4	90.4	684.8	642.7	552.8	211.2	145.8	43.2	47.1	148.8	121.6
Feb.	1,534.3	604.4	152.9	49.4	93.1	683.8	643.2	458.8	183.6	112.6	36.6	39.7	122.9	100.7
Mar.	1,537.4	612.4	151.3	48.5	82.0	691.6	644.0	462.8	183.3	109.7	33.3	38.6	131.3	102.8
Apr.	1,516.6	571.3	160.8	53.8	91.3	693.3	645.0	452.9	171.0	101.4	38.7	48.9	131.5	105.1
May	1,516.1	551.9	181.9	53.5	93.4	688.9	635.8	455.5	174.2	105.9	40.5	41.8	133.6	102.1
June	1,527.2	564.8	171.6	50.5	87.6	703.1	655.0	410.1	160.0	84.8	35.7	38.4	126.8	95.4
<b>Long-term</b>														
2021	19,894.9	4,181.6	3,327.3	1,344.0	1,622.3	10,763.7	9,942.7	316.6	68.8	82.9	33.5	23.3	141.6	128.1
2022	17,849.5	3,967.2	3,194.1	1,341.0	1,417.4	9,270.8	8,558.8	298.9	79.5	71.7	30.2	17.0	130.6	121.2
2023	19,507.0	4,504.4	3,374.2	1,356.7	1,527.9	10,100.5	9,360.8	323.2	94.5	69.1	25.4	21.2	138.4	130.0
2024 Jan.	19,612.7	4,560.4	3,432.7	1,364.7	1,527.4	10,092.2	9,345.0	472.9	167.5	89.7	30.7	22.7	193.0	172.3
Feb.	19,571.4	4,559.9	3,432.0	1,359.1	1,516.8	10,062.7	9,310.8	371.3	100.5	65.0	11.3	19.3	186.4	168.1
Mar.	19,846.1	4,640.0	3,462.0	1,367.0	1,537.5	10,206.6	9,444.8	434.8	126.5	94.4	31.1	34.9	179.0	164.3
Apr.	19,747.2	4,655.5	3,451.2	1,356.4	1,536.2	10,104.2	9,354.5	346.3	100.5	66.3	10.5	35.6	143.9	138.0
May	19,793.5	4,672.7	3,486.1	1,350.2	1,543.3	10,091.3	9,341.1	398.1	77.1	109.2	19.6	33.5	178.3	160.1
June	19,928.4	4,685.0	3,508.8	1,356.3	1,557.8	10,176.9	9,422.2	308.3	74.8	69.4	27.2	28.0	136.0	127.7

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	
<b>Outstanding amount</b>											
2021	21,301.6	4,609.0	3,452.2	1,392.7	1,712.0	11,528.4	10,617.5	10,367.6	600.3	1,486.6	8,279.7
2022	19,227.6	4,442.3	3,335.5	1,391.4	1,512.0	9,937.8	9,180.5	8,712.4	525.2	1,290.2	6,896.4
2023	21,035.1	5,109.7	3,509.0	1,407.9	1,614.1	10,802.3	10,019.9	9,690.9	621.8	1,410.7	7,658.0
2024 Jan.	21,152.1	5,169.5	3,587.9	1,416.1	1,617.8	10,777.0	9,987.8	9,842.9	641.1	1,439.4	7,762.0
Feb.	21,105.6	5,164.3	3,584.8	1,408.5	1,609.9	10,746.6	9,954.0	10,167.2	652.5	1,502.1	8,012.2
Mar.	21,383.5	5,252.5	3,613.3	1,415.6	1,619.5	10,898.2	10,088.8	10,523.5	727.4	1,591.3	8,204.3
Apr.	21,263.8	5,226.8	3,612.0	1,410.2	1,627.5	10,797.5	9,999.4	10,248.0	729.1	1,529.5	7,989.0
May	21,309.6	5,224.6	3,668.0	1,403.7	1,636.8	10,780.1	9,976.9	10,382.2	750.6	1,556.6	8,074.6
June	21,455.6	5,249.8	3,680.4	1,406.9	1,645.4	10,800.0	10,077.1	10,074.2	697.9	1,502.7	7,873.2
<b>Growth rate <sup>1)</sup></b>											
2023 Nov.	5.5	10.7	2.9	1.2	2.5	4.5	4.9	-1.3	-3.3	0.9	-1.5
Dec.	5.9	12.2	3.0	1.2	2.3	4.6	5.0	-1.5	-3.1	0.7	-1.7
2024 Jan.	6.0	11.1	4.7	2.4	2.1	4.7	5.1	-1.5	-3.0	0.7	-1.8
Feb.	5.7	10.6	4.4	1.7	2.0	4.5	4.8	-1.5	-3.0	0.7	-1.7
Mar.	5.8	11.4	4.7	2.3	2.3	4.2	4.6	-1.3	-3.0	1.0	-1.6
Apr.	5.7	10.2	4.6	1.0	3.0	4.3	4.6	-1.4	-3.1	0.6	-1.6
May	5.4	8.8	4.0	-2.3	2.8	4.8	4.7	-1.2	-3.2	0.5	-1.3
June	4.7	7.8	3.4	-3.1	3.1	4.1	4.1	-0.6	-3.3	-1.0	-0.3

Source: ECB.

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



## 4 Financial market developments

### 4.8 Effective exchange rates <sup>1)</sup>

(period averages; index: 1999 Q1=100)

	EER-19						EER-42	
	Nominal	Real CPI	Real PPI	Real GDP deflator	Real ULCM	Real ULCT	Nominal	Real CPI
	1	2	3	4	5	6	7	8
2021	99.6	93.7	93.7	89.3	68.3	87.5	120.5	94.3
2022	95.3	90.8	93.7	84.2	63.4	82.7	116.1	90.9
2023	98.1	94.0	98.1	88.3	65.2	86.3	121.8	94.7
2023 Q3	98.9	94.9	99.0	89.0	65.6	87.2	123.5	95.9
Q4	98.3	94.2	98.3	88.8	65.9	87.1	123.0	95.1
2024 Q1	98.4	94.5	98.3	88.8	65.9	87.7	123.7	95.2
Q2	98.7	94.5	98.9	.	.	.	124.1	95.1
2024 Jan.	98.4	94.4	98.3	-	-	-	123.6	95.2
Feb.	98.1	94.1	98.1	-	-	-	123.3	94.9
Mar.	98.8	94.8	98.7	-	-	-	124.2	95.5
Apr.	98.6	94.5	98.5	-	-	-	124.0	95.1
May	98.9	94.8	99.2	-	-	-	124.4	95.3
June	98.5	94.4	99.0	-	-	-	124.0	94.9
<i>Percentage change versus previous month</i>								
2024 June	-0.4	-0.4	-0.1	-	-	-	-0.3	-0.4
<i>Percentage change versus previous year</i>								
2024 June	0.3	0.6	0.8	-	-	-	1.8	0.2

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	7.797	.	24.959	7.460	391.332	167.773	4.300	0.853	4.9750	11.504	0.974	1.077
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
June	7.805	.	24.779	7.459	394.763	169.813	4.321	0.846	4.9767	11.285	0.962	1.076
<i>Percentage change versus previous month</i>												
2024 June	-0.2	0.0	-0.2	0.0	2.0	0.8	1.0	-1.1	0.0	-2.9	-2.2	-0.5
<i>Percentage change versus previous year</i>												
2024 June	0.5	.	4.6	0.1	6.5	10.9	-3.1	-1.4	0.3	-3.4	-1.5	-0.7

Source: ECB.

## 4 Financial market developments

### 4.10 Euro area balance of payments, financial account

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

	Total <sup>1)</sup>			Direct investment		Portfolio investment		Net financial derivatives	Other investment		Reserve assets	Memo: Gross external debt
	Assets	Liabilities	Net	Assets	Liabilities	Assets	Liabilities		Assets	Liabilities		
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
<i>Outstanding amounts (international investment position)</i>												
2023 Q2	32,071.3	31,998.5	72.8	12,218.1	10,028.3	11,962.3	14,119.1	-9.0	6,794.7	7,851.1	1,105.2	16,375.9
Q3	32,250.2	31,983.3	266.9	12,318.8	10,109.6	12,006.9	14,111.2	-31.2	6,842.1	7,762.5	1,113.6	16,374.8
Q4	32,190.1	31,841.7	348.4	11,939.7	9,696.9	12,447.1	14,682.9	-15.3	6,670.8	7,461.9	1,147.7	16,048.3
2024 Q1	33,581.1	32,989.2	591.9	12,255.9	9,806.9	13,142.9	15,446.3	-15.8	6,983.1	7,736.1	1,215.1	16,537.5
<i>Outstanding amounts as percentage of GDP</i>												
2024 Q1	231.4	227.4	4.1	84.5	67.6	90.6	106.5	-0.1	48.1	53.3	8.4	114.0
<i>Transactions</i>												
2023 Q2	56.4	5.1	51.3	-89.4	-84.3	222.8	154.0	-4.8	-74.1	-64.7	1.9	-
Q3	129.6	35.4	94.2	4.4	14.8	98.5	111.0	-1.1	29.9	-90.4	-2.2	-
Q4	-304.0	-424.3	120.3	-308.1	-300.2	44.0	84.3	23.0	-69.3	-208.4	6.4	-
2024 Q1	563.9	451.9	112.0	118.3	50.0	174.4	190.0	11.4	258.6	211.9	1.2	-
2023 Nov.	-4.2	-32.7	28.4	-50.3	-52.1	46.7	26.8	1.1	-3.1	-7.4	1.4	-
Dec.	-277.0	-324.1	47.0	-144.5	-131.5	-4.0	44.2	4.9	-134.8	-236.7	1.5	-
2024 Jan.	214.8	174.8	39.9	25.6	16.0	71.3	91.2	12.0	105.0	67.7	0.8	-
Feb.	208.8	193.9	14.9	52.4	3.0	59.1	72.6	11.4	85.1	118.3	0.9	-
Mar.	140.3	83.1	57.2	40.3	31.1	44.0	26.2	-11.9	68.4	25.8	-0.5	-
Apr.	70.8	53.4	17.3	27.0	-8.2	22.3	44.5	7.3	13.4	17.1	0.8	-
<i>12-month cumulated transactions</i>												
2024 Apr.	492.1	90.7	401.4	-207.1	-316.6	487.9	576.9	37.3	164.1	-169.5	9.9	-
<i>12-month cumulated transactions as percentage of GDP</i>												
2024 Apr.	3.4	0.6	2.8	-1.4	-2.2	3.4	4.0	0.3	1.1	-1.2	0.1	-

Source: ECB.

1) Net financial derivatives are included in total assets.

## 5 Financing conditions and credit developments

### 5.1 Monetary aggregates <sup>1)</sup>

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

	M3											
	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	
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
<b>Outstanding amounts</b>												
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	10,714.4	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	15,073.1	131.0	714.4	75.7	921.1	15,994.2
Q4	1,536.0	8,834.3	10,370.3	2,309.8	2,458.5	4,768.3	15,138.6	186.8	739.5	70.1	996.4	16,135.0
2024 Q1 <sup>(a)</sup>	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 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.	1,531.3	8,722.3	10,253.7	2,459.8	2,431.4	4,891.2	15,144.9	205.1	797.2	73.2	1,075.5	16,220.4
May <sup>(a)</sup>	1,528.5	8,740.4	10,268.9	2,505.4	2,430.7	4,936.0	15,204.9	205.1	791.2	66.4	1,062.7	16,267.6
<b>Transactions</b>												
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	-275.6	-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	-129.2	228.9	-6.8	222.1	92.9	35.0	26.0	-6.3	54.6	147.6
2024 Q1 <sup>(a)</sup>	-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 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.	9.0	-15.0	-6.0	10.5	0.4	10.9	4.9	12.2	9.9	1.1	23.2	28.1
May <sup>(a)</sup>	-2.8	21.1	18.3	35.6	-0.7	34.9	53.3	0.3	-6.0	-6.8	-12.4	40.8
<b>Growth rates</b>												
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 <sup>(a)</sup>	-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 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.	-0.3	-6.8	-5.9	45.4	-4.2	15.6	0.1	78.5	17.8	-10.3	22.6	1.3
May <sup>(a)</sup>	-0.5	-5.6	-4.9	41.3	-3.9	14.7	0.7	64.6	14.7	-23.2	17.5	1.6

Sources: ECB.

<sup>1)</sup> Data refer to the changing composition of the euro area.

## 5 Financing conditions and credit developments

### 5.2 Deposits in M3 <sup>1)</sup>

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

	Non-financial corporations <sup>2)</sup>					Households <sup>3)</sup>					Financial corporations other than MFIs and ICPFs <sup>4)</sup>	Insurance corporations and pension funds <sup>12)</sup>	Other general government <sup>4)</sup>
	Total	Overnight	With an agreed maturity of up to 2 years	Redeemable at notice of up to 3 months	Repos	Total	Overnight	With an agreed maturity of up to 2 years	Redeemable at notice of up to 3 months	Repos			
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
<b>Outstanding amounts</b>													
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	2,438.8	737.1	131.9	14.8	8,350.5	5,205.0	847.5	2,297.1	0.8	1,217.0	212.6	565.7
Q4	3,335.4	2,424.0	767.7	131.6	12.1	8,425.1	5,111.0	1,021.7	2,290.9	1.4	1,252.4	234.8	541.7
2024 Q1 <sup>10)</sup>	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 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.	3,346.2	2,384.1	824.6	126.7	10.7	8,487.7	5,058.8	1,160.5	2,267.4	1.0	1,248.6	209.8	526.4
May <sup>10)</sup>	3,371.9	2,389.6	846.7	126.9	8.7	8,495.6	5,046.6	1,180.3	2,267.7	1.0	1,262.3	214.7	537.0
<b>Transactions</b>													
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	21.2	-8.7	32.4	-0.1	-2.5	76.6	-93.0	175.0	-6.0	0.6	30.9	23.0	-24.1
2024 Q1 <sup>10)</sup>	-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 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.	13.0	3.7	10.3	-0.8	-0.2	27.3	2.5	24.5	0.4	-0.1	3.1	-17.6	-17.7
May <sup>10)</sup>	28.4	7.0	23.1	0.1	-1.9	8.5	-11.8	20.0	0.3	0.0	3.8	5.1	10.6
<b>Growth rates</b>													
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 <sup>10)</sup>	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 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.	0.6	-7.0	32.6	-3.2	16.1	1.4	-6.2	91.8	-4.3	9.0	1.9	-8.6	-6.8
May <sup>10)</sup>	1.9	-5.4	31.8	-3.2	-11.9	1.5	-5.7	81.0	-3.9	11.2	2.7	-5.7	-4.4

Sources: ECB.

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

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

3) Including non-profit institutions serving households.

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

## 5 Financing conditions and credit developments

### 5.3 Credit to euro area residents <sup>1)</sup>

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

	Credit to general government			Credit to other euro area residents								
	Total	Loans	Debt securities	Total	Loans					Debt securities	Equity and non-money market fund investment fund shares	
					Total	To non-financial corporations <sup>3)</sup>	To households <sup>4)</sup>	To financial corporations other than MFIs and ICPFs <sup>3)</sup>	To insurance corporations and pension funds			
												Total
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
<b>Outstanding amounts</b>												
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	13,177.9	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	15,430.9	12,986.6	13,207.9	5,126.9	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 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.	6,209.8	972.8	5,211.4	15,534.1	13,058.3	13,292.4	5,111.4	6,642.1	1,167.7	137.0	1,556.0	919.8
May	6,176.7	972.8	5,178.3	15,530.6	13,067.0	13,300.2	5,117.2	6,640.7	1,179.1	130.0	1,541.6	922.0
<b>Transactions</b>												
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	635.9	624.1	680.7	269.4	241.9	126.1	-13.4	18.2	-6.4
2023	-160.5	-16.8	-144.0	55.5	25.1	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	-9.3	-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	10.0	17.6	16.7	2.2	-23.8	16.3
2024 Q1	-75.1	-16.4	-58.9	60.9	24.9	37.5	-5.4	-0.9	30.5	0.8	12.3	23.7
2023 Dec.	36.3	9.0	27.2	6.2	-5.1	13.4	11.3	-3.5	-17.8	4.9	-4.3	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	3.0	7.6	5.8	3.6	-13.4	10.6
Apr.	14.4	-3.3	17.6	-7.4	13.2	16.5	-4.5	-1.1	21.7	-2.8	-14.5	-6.1
May	-28.7	0.0	-28.8	-9.0	2.9	3.2	8.1	-1.2	2.9	-7.0	-13.8	1.9
<b>Growth rates</b>												
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	6.3	-1.2	0.5	7.2
2023 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	6.3	-1.2	0.5	7.2
Apr.	-1.9	-0.7	-2.1	0.7	0.5	0.9	-0.2	-0.2	8.7	-4.5	-0.6	5.7
May	-1.4	-1.4	-1.5	0.6	0.6	0.8	-0.1	0.3	6.9	-7.6	-2.5	5.2

Source: ECB.

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

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

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

4) Including non-profit institutions serving households.

## 5 Financing conditions and credit developments

### 5.4 MFI loans to euro area non-financial corporations and households <sup>1)</sup>

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

	Non-financial corporations <sup>2)</sup>					Households <sup>3)</sup>				
	Total		Up to 1 year	Over 1 and up to 5 years	Over 5 years	Total		Loans for consumption	Loans for house purchase	Other loans
	Total	Adjusted loans <sup>4)</sup>				Total	Adjusted loans <sup>4)</sup>			
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
<b>Outstanding amounts</b>										
2021	4,864.8	4,995.5	885.0	1,005.2	2,974.6	6,372.6	6,637.5	698.3	4,970.8	703.5
2022	5,129.8	5,130.8	962.6	1,077.6	3,089.6	6,632.2	6,832.8	717.3	5,214.7	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	5,126.9	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 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.	5,111.4	5,127.3	876.8	1,087.7	3,146.9	6,642.1	6,876.1	741.3	5,223.9	676.9
May	5,117.2	5,130.1	888.2	1,086.2	3,142.8	6,640.7	6,877.4	742.0	5,222.2	676.5
<b>Transactions</b>										
2021	176.9	208.3	0.2	2.3	174.4	261.7	267.3	10.7	254.9	-3.9
2022	269.4	309.2	78.0	77.4	114.1	241.9	250.3	23.3	217.8	0.9
2023	-5.4	24.9	-43.8	10.5	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	-10.3	-10.8	-3.3	5.6	2.1	0.6	6.7	3.1	-7.6
Q4	10.0	30.3	4.0	5.4	0.7	17.6	3.4	3.8	17.6	-3.8
2024 Q1	-5.4	-3.3	-20.0	-1.4	16.0	-0.9	9.8	9.4	-5.2	-5.0
2023 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.	3.0	3.4	-3.3	-0.9	7.2	7.6	2.3	5.7	2.7	-0.9
Apr.	-4.5	-5.4	-7.5	-2.4	5.4	-1.1	3.2	-0.1	1.4	-2.4
May	8.1	5.2	12.2	-0.8	-3.3	-1.2	2.6	1.0	-1.5	-0.7
<b>Growth rates</b>										
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	0.3	-3.9	-0.2	1.0	-0.1	0.2	3.3	-0.2	-3.0
2023 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	0.3	-3.9	-0.2	1.0	-0.1	0.2	3.3	-0.2	-3.0
Apr.	-0.2	0.2	-3.8	-0.7	1.1	-0.2	0.2	3.0	-0.2	-3.1
May	-0.1	0.3	-2.3	-0.8	0.9	0.3	0.3	2.9	0.4	-2.9

Source: ECB.

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

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

3) Including non-profit institutions serving households.

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

## 5 Financing conditions and credit developments

### 5.5 Counterparts to M3 other than credit to euro area residents <sup>1)</sup>

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

	MFI liabilities					MFI assets				
	Central government holdings <sup>2)</sup>	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 <sup>3)</sup>	Reverse repos to central counterparties <sup>3)</sup>
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	
Outstanding amounts										
2021	736.1	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	387.2	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	6,985.0	1,806.8	61.5	2,229.8	2,886.9	1,461.0	293.9	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 <sup>(p)</sup>	399.4	7,464.7	1,828.5	105.2	2,502.4	3,028.5	2,045.5	243.2	178.0	174.2
2023 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	3,003.4	1,961.6	217.4	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	7,464.7	1,828.5	105.2	2,502.4	3,028.5	2,045.5	243.2	178.0	174.2
Apr.	438.2	7,507.3	1,826.4	107.9	2,531.7	3,041.3	2,173.2	248.9	163.6	177.4
May <sup>(p)</sup>	445.1	7,507.5	1,824.7	109.1	2,527.9	3,045.9	2,232.7	280.2	159.1	165.0
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	62.0	-89.0	-4.4	15.5	139.9	-68.4	-174.8	10.4	18.0
2023	-193.6	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	96.5	16.9	11.4	44.9	23.3	130.5	-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 <sup>(p)</sup>	-61.5	107.1	4.9	14.7	94.3	-6.8	133.8	-18.6	25.6	21.5
2023 Dec.	53.8	12.2	-2.0	6.8	19.1	-11.7	52.9	98.3	-15.4	-9.4
2024 Jan.	-3.7	61.9	2.7	6.4	38.3	14.5	105.9	-53.8	10.7	7.0
Feb.	-18.6	12.4	1.8	4.7	14.8	-9.0	-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.	39.5	23.2	-2.1	2.6	23.4	-0.7	100.6	-16.7	-14.4	3.2
May <sup>(p)</sup>	6.8	11.2	-1.0	1.3	3.2	7.7	61.6	34.9	-4.5	-12.4
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 <sup>(p)</sup>	-30.3	5.2	1.3	89.9	11.7	0.9	-	-	20.3	7.1
2023 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.	-23.2	5.1	0.4	89.7	12.4	0.8	-	-	9.6	11.8
May <sup>(p)</sup>	-10.4	4.7	0.6	85.1	11.0	0.7	-	-	-6.1	-8.6

Sources: ECB.

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

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

3) Not adjusted for seasonal effects.

## 6 Fiscal developments

### 6.1 Deficit/surplus

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

	Deficit (-)/surplus (+)					Memo item:
	Total	Central government	State government	Local government	Social security funds	Primary deficit (-)/surplus (+)
	1	2	3	4	5	6
2020	-7.0	-5.7	-0.4	0.0	-0.9	-5.5
2021	-5.2	-5.2	0.0	0.1	0.0	-3.8
2022	-3.7	-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 <sup>1)</sup>

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

	Change in debt-to-GDP ratio <sup>2)</sup>	Primary deficit (+)/surplus (-)	Deficit-debt adjustment								Interest-growth differential	Memo item: Borrowing requirement
			Total	Transactions in main financial assets					Revaluation effects and other changes in volume	Other		
				Total	Currency and deposits	Loans	Debt securities	Equity and investment fund shares				
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
2020	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 <sup>1)</sup>

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

	Debt service due within 1 year <sup>2)</sup>					Average residual maturity in years <sup>3)</sup>	Average nominal yields <sup>4)</sup>						
	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	12.9	11.6	3.8	1.4	0.3	8.3	2.1	1.3	2.3	2.0	1.6	3.7	2.5
2023 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	2.1	2.0	1.6	3.7	2.3
Mar.	12.9	11.6	3.8	1.4	0.3	8.3	2.1	1.3	2.3	2.0	1.6	3.7	2.5
Apr.	13.0	11.6	3.9	1.4	0.4	8.3	2.1	1.3	2.1	2.1	1.4	3.7	2.6
May	12.9	11.4	3.3	1.4	0.4	8.3	2.1	1.3	2.2	2.1	1.4	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
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](http://www.ecb.europa.eu)

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

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

La date d'arrêt des statistiques figurant dans cette publication est le 17 juillet 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-24-005-FR-N (PDF)

Directeur de la publication : Claude Piot

Secrétaire général