



BANQUE CENTRALE EUROPÉENNE
EUROSYSTEME

Bulletin économique

Numéro 3 / 2024



Sommaire

Évolutions économiques, financières et monétaires	3
Synthèse	3
1 Environnement extérieur	8
2 Activité économique	13
3 Prix et coûts	20
4 Évolutions sur les marchés financiers	26
5 Conditions de financement et évolutions du crédit	30
Encadrés	39
1 Évolutions récentes de l'inflation et tensions sur les salaires dans la zone euro et aux États-Unis	39
2 Pourquoi l'intensité en importations du PIB s'est-elle ralentie en 2023 ?	47
3 Quelle charge représentent les coûts du logement pour les ménages ? Éléments tirés de l'enquête de la BCE sur les anticipations des consommateurs	52
4 L'investissement dans l'immobilier résidentiel et le coût d'usage du logement dans la zone euro	60
5 Principales conclusions tirées des contacts récents de la BCE avec les sociétés non financières	68
6 Décomposition de l'inflation mesurée par l'IPCHX en rubriques sensibles à l'énergie et sensibles aux salaires	73
7 Rôle des facteurs techniques dans les taux des <i>swaps</i> indexés sur l'inflation dans la zone euro	79
8 La réforme du cadre budgétaire de l'UE – implications macroéconomiques potentielles pour la zone euro	85
Articles	90
1 Confiance dans la BCE – informations tirées de l'enquête sur les anticipations des consommateurs	90
Encadré 1 Qui sont les personnes situées aux extrêmes de l'échelle de confiance ?	100

Encadré 2	Co-mouvement de la confiance dans les différentes institutions	105
2	Quels enseignements tirer des nouvelles données individuelles de prix pour la dynamique de l'inflation et la transmission de la politique monétaire ?	108
Encadré 1	Comment les profils d'ajustement des prix évoluent-ils avec une inflation plus élevée : résultats récents obtenus à partir des relevés de prix à la consommation dans la zone euro	116
Encadré 2	Un aperçu des évolutions récentes de la fixation des prix : éléments fournis par les données microéconomiques quotidiennes de prix provenant des supermarchés en ligne	121
Encadré 3	La fixation des prix pendant et après la période d'inflation élevée : résultats d'une enquête menée auprès des grandes entreprises	126
Statistiques		130

Évolutions économiques, financières et monétaires

Synthèse

Lors de sa réunion du 11 avril 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. Le reflux de l'inflation s'est poursuivi, sous l'effet principalement du ralentissement de la hausse des prix des produits alimentaires et des biens. La plupart des mesures de l'inflation sous-jacente diminuent, la hausse des salaires se tasse progressivement et les entreprises absorbent une partie de l'augmentation des coûts de main-d'œuvre à travers leurs bénéfices. Les conditions de financement demeurent restrictives et les relèvements passés des taux d'intérêt continuent de peser sur la demande, ce qui contribue à la modération de l'inflation. Mais les tensions sur les prix d'origine interne sont fortes et maintiennent la hausse des prix des services à un niveau élevé.

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 estime que les taux d'intérêt directeurs de la BCE se situent à des niveaux qui contribuent fortement au processus de désinflation en cours. Les futures décisions du Conseil des gouverneurs feront en sorte que les taux d'intérêt directeurs de la BCE restent suffisamment restrictifs, aussi longtemps que nécessaire. Si l'évaluation actualisée des perspectives d'inflation, de la dynamique de l'inflation sous-jacente et de la vigueur de la transmission de la politique monétaire devait encore renforcer la confiance du Conseil des gouverneurs dans la convergence durable de l'inflation vers son objectif, il serait opportun de réduire le caractère restrictif actuel de la politique monétaire. En tout état de cause, le Conseil des gouverneurs maintiendra une approche s'appuyant sur les données pour déterminer de manière appropriée, réunion par réunion, le degré et la durée de l'orientation restrictive, et il ne s'engage pas à l'avance sur une trajectoire de taux particulière.

Activité économique

L'économie est restée atone au premier trimestre 2024. Si les dépenses dans les services sont solides, la demande adressée aux entreprises manufacturières est faible et la production demeure modérée, en particulier dans les secteurs à forte intensité énergétique. Les enquêtes laissent entrevoir une reprise progressive au cours de l'année, tirée par les services. Cette reprise devrait être soutenue par la hausse des revenus réels, résultant du ralentissement de l'inflation, de la croissance des salaires et de l'amélioration des termes de l'échange. De plus, la croissance des exportations de la zone euro devrait se renforcer au cours des prochains trimestres, à mesure du redressement de l'économie mondiale et de la poursuite de la

réorientation des dépenses vers les biens échangeables. Enfin, la politique monétaire devrait progressivement moins peser sur la demande.

Le taux de chômage se situe à son point le plus bas depuis l'introduction de l'euro. Dans le même temps, les tensions sur le marché du travail continuent de s'atténuer graduellement, comme en atteste la diminution des annonces de postes vacants.

Pour que le processus de désinflation puisse se poursuivre durablement, les pouvoirs publics devraient continuer de retirer les mesures de soutien liées à l'énergie. La mise en œuvre intégrale et sans délai du cadre de gouvernance économique révisé de l'UE aidera les pouvoirs publics à réduire les déficits budgétaires et les taux d'endettement de manière durable. Les politiques budgétaires et structurelles nationales devraient viser à améliorer la productivité et la compétitivité de l'économie, ce qui favoriserait un allègement des tensions sur les prix à moyen terme. Au niveau européen, une mise en application rapide et effective du programme « Next Generation EU » et un renforcement du marché unique soutiendraient l'innovation et permettraient d'accroître les investissements dans les transitions verte et numérique. À cette fin, des efforts plus déterminés et concrets vers l'achèvement de l'union bancaire et de l'union des marchés de capitaux contribueraient à mobiliser les investissements privés massifs nécessaires, comme l'a souligné récemment le Conseil des gouverneurs dans sa déclaration ¹ du 7 mars 2024.

Inflation

L'inflation a encore baissé et est revenue d'un taux annuel de 2,6 % en février à 2,4 % en mars, selon l'estimation rapide d'Eurostat. La hausse des prix des produits alimentaires s'est ralentie à 2,7 % en mars, après 3,9 % en février, tandis que la baisse des prix de l'énergie s'est établie à – 1,8 % en mars, contre – 3,7% le mois précédent. La hausse des prix des biens s'est une nouvelle fois modérée en mars, augmentant de 1,1 % après 1,6 % en février. L'inflation dans le secteur des services est toutefois restée élevée en mars, à 4,0 %.

La plupart des mesures de l'inflation sous-jacente ont encore diminué en février, confirmant le scénario d'une réduction progressive des tensions sur les prix. Alors que l'inflation intérieure demeure forte, les salaires et les bénéfices unitaires ont augmenté moins vivement qu'anticipé au dernier trimestre 2023, mais les coûts unitaires de main-d'œuvre sont restés élevés, en partie du fait d'une faible croissance de la productivité. Les indicateurs plus récents signalent une nouvelle modération de la hausse des salaires.

L'inflation devrait fluctuer autour des niveaux actuels dans les prochains mois, avant de revenir vers l'objectif de 2 % l'an prochain, sous l'effet de l'affaiblissement de la croissance des coûts de main-d'œuvre, des répercussions de la politique monétaire restrictive du Conseil des gouverneurs et de l'atténuation des effets de la crise

¹ Cf. « [Déclaration du Conseil des gouverneurs de la BCE sur les progrès vers l'Union des marchés de capitaux](#) », communiqué de presse, BCE, 7 mars 2024.

énergétique et de la pandémie. 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 restent orientés à la baisse. La croissance pourrait être plus faible si les effets de la politique monétaire s'avèrent plus marqués qu'anticipé. Un affaiblissement de l'économie mondiale ou un nouveau ralentissement du commerce international pourraient également peser sur 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. Ceci peut conduire à une baisse de confiance des entreprises et des ménages dans l'avenir et à des perturbations du commerce international. La croissance pourrait être plus élevée si l'inflation baisse plus rapidement que prévu et que la hausse des revenus réels se traduit par une augmentation des dépenses plus importante qu'anticipé, ou si l'économie mondiale croît plus fortement que prévu.

Les risques à la hausse pesant sur l'inflation incluent les tensions géopolitiques accrues, en particulier au Moyen-Orient, qui pourraient entraîner un renchérissement de l'énergie et un accroissement des coûts du fret à court terme et perturber les échanges mondiaux. L'inflation pourrait aussi être plus élevée qu'anticipé si les salaires augmentent plus qu'attendu ou si les marges bénéficiaires résistent mieux. En revanche, elle pourrait surprendre à la baisse si la politique monétaire freine davantage la demande qu'anticipé ou si l'environnement économique dans le reste du monde se détériore de manière inattendue.

Conditions financières et monétaires

Les taux d'intérêt de marché ont été globalement stables depuis la réunion de politique monétaire du Conseil des gouverneurs du 7 mars 2024 et les conditions de financement au sens large restent restrictives. Le taux d'intérêt moyen appliqué aux prêts aux entreprises est revenu de 5,2 % en janvier à 5,1 % en février. Les taux hypothécaires se sont établis à 3,8 % en février, après 3,9 % en janvier.

Le niveau toujours élevé des taux d'emprunt et les réductions associées des projets d'investissement se sont traduits par une nouvelle baisse de la demande de crédits par les entreprises au premier trimestre 2024, comme l'a montré l'enquête d'avril 2024 sur la distribution du crédit bancaire dans la zone euro. Les critères d'octroi de prêts sont restés stricts, avec un léger durcissement supplémentaire pour les prêts aux entreprises et un modeste assouplissement pour les crédits hypothécaires.

Dans ce contexte, la dynamique du crédit reste faible. Les prêts bancaires aux entreprises ont progressé un peu plus rapidement en février, à un rythme annuel de 0,4 %, contre 0,2 % en janvier. La croissance des prêts aux ménages est demeurée

inchangée sur un an en février, à 0,3 % en rythme annuel. La monnaie au sens large, mesurée par M3, a augmenté à un taux modéré de 0,4 % en février.

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 4,50 %, 4,75 % et 4,00 %.

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

Au cours du premier semestre 2024, le Conseil des gouverneurs entend poursuivre le réinvestissement intégral des remboursements au titre du principal des titres arrivant à échéance acquis dans le cadre du programme d'achats d'urgence face à la pandémie (*pandemic emergency purchase programme*, PEPP). Il prévoit de réduire le portefeuille du PEPP de 7,5 milliards d'euros par mois en moyenne au second semestre de l'année. Le Conseil des gouverneurs entend mettre un terme aux réinvestissements dans le cadre du PEPP fin 2024.

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

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

Conclusion

Lors de sa réunion du 11 avril 2024, le Conseil des gouverneurs a décidé 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 estime que les taux d'intérêt directeurs de la BCE se situent à des niveaux qui contribuent fortement au processus de désinflation en cours. Les futures décisions du Conseil des gouverneurs feront en sorte que les taux d'intérêt directeurs de la BCE restent fixés à des niveaux suffisamment restrictifs, aussi longtemps que nécessaire. Si l'évaluation actualisée des perspectives d'inflation, de la dynamique de l'inflation sous-jacente et de la vigueur de la transmission de la politique monétaire devait encore renforcer la confiance du Conseil des gouverneurs dans la convergence durable de l'inflation vers son objectif, il serait opportun de réduire le caractère restrictif actuel de la politique monétaire. En tout état de cause, le Conseil des gouverneurs maintiendra une approche s'appuyant sur les données pour déterminer de manière appropriée, réunion par réunion, le degré et la durée de

l'orientation restrictive, et il ne s'engage pas à l'avance sur une trajectoire de taux particulière.

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

Environnement extérieur

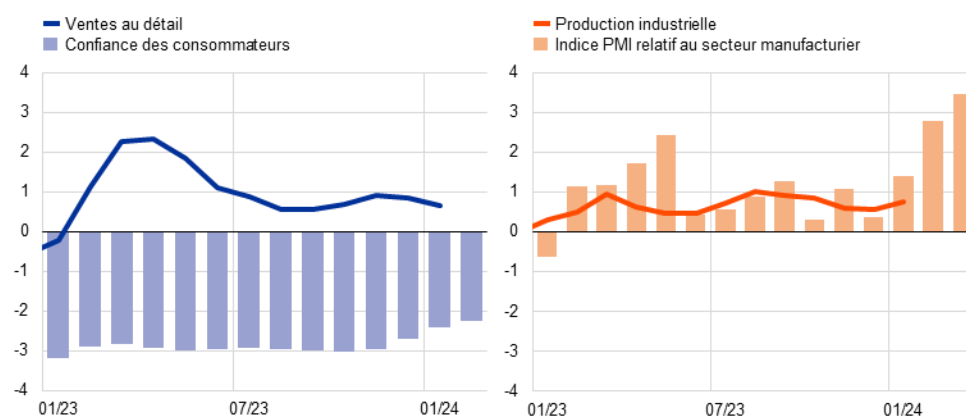
L'activité économique mondiale devrait s'améliorer légèrement au premier trimestre 2024. Le commerce mondial devrait se redresser progressivement après un quatrième trimestre atone l'année dernière. Même si les perturbations en mer Rouge persistent, les prix du transport maritime ont commencé à refluer et les chaînes d'approvisionnement mondiales demeurent résistantes. Les pressions inflationnistes restent élevées, mais les tensions sur les marchés du travail dans les économies avancées continuent de s'apaiser.

L'activité mondiale devrait se redresser mais rester modérée au premier trimestre 2024. Les indicateurs continuent de montrer une amélioration de la dynamique de la croissance mondiale au début de l'année, le signal le plus fort provenant des indicateurs tirés d'enquêtes. En mars, l'indice composite des directeurs d'achat (PMI) pour la production mondiale (hors zone euro) s'est maintenu à un niveau élevé de 52,6, reflétant une production manufacturière solide, également à 52,6. Toutefois, d'autres données dressent un tableau plus nuancé. Les ventes mondiales au détail ont légèrement diminué en janvier en glissement sur trois mois (momentum), malgré un redressement de la confiance des consommateurs, tandis que le momentum de la production industrielle mondiale s'est légèrement accéléré (graphique 1). Dans l'ensemble, l'indicateur de suivi et le modèle de prévision en temps réel de la croissance mondiale de la BCE suggèrent un léger redressement de l'activité au début de l'année.

Graphique 1

Indicateurs de l'activité mondiale

(ventes au détail et production industrielle : variations en pourcentage en glissement sur 3 mois ; données relatives à la confiance et données du PMI : différence par rapport au seuil d'expansion)



Sources : OCDE, S&P Global, Haver et calculs des services de la BCE.

Notes : Moyenne pondérée de 32 économies (AU, BR, BG, CA, CL, CN, CO, CZ, DK, HK, IN, ID, JP, HU, MX, MY, NZ, NO, PL, RO, RU, SG, ZA, KR, SE, CH, TW, TH, TR, UK, US, VN) couvrant 82 % du PIB mondial hors zone euro. Les indices par pays sont pondérés par la parité de pouvoir d'achat. Les dernières observations se rapportent à janvier 2024 (ventes au détail et production industrielle), février 2024 (confiance des consommateurs) et mars 2024 (indice PMI pour la production manufacturière).

La croissance du commerce mondial devrait également se redresser après un quatrième trimestre atone l'année dernière. L'indice des directeurs d'achat (PMI) pour les nouvelles commandes à l'exportation au niveau mondial dans le secteur manufacturier comme dans les services en mars indique que la croissance des échanges de biens et de services devrait se redresser progressivement à court

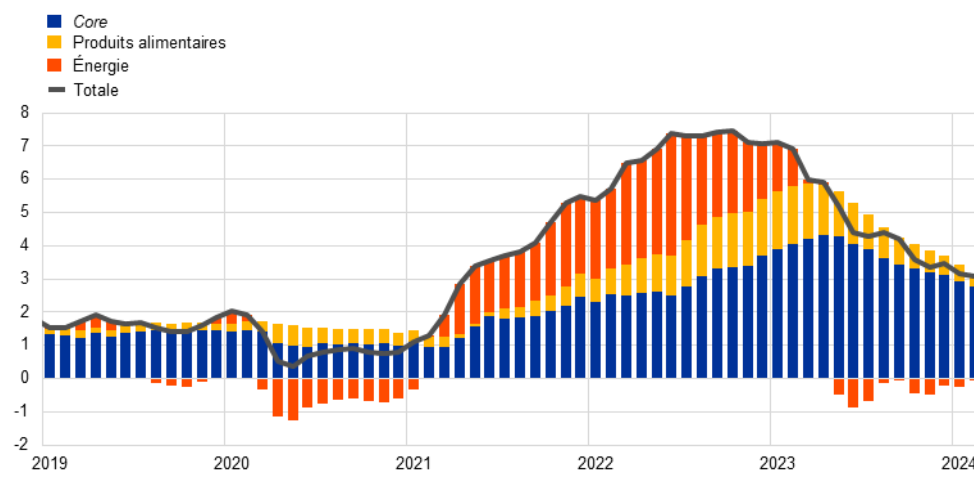
terme. L'amélioration du momentum de la production industrielle mondiale devrait également soutenir les échanges. Les facteurs post-pandémiques qui ont pesé sur le commerce en 2023, tels que le rééquilibrage des dépenses des biens vers les services et la correction du cycle des stocks à la suite d'une suraccumulation, s'estompent, ce qui devrait également permettre au commerce mondial de se redresser progressivement tout au long de 2024. Toutefois, les perturbations des échanges commerciaux en mer Rouge continuent de faire peser un risque important. Les volumes de transit dans cette région restent inférieurs d'environ 60 % à la normale, car les sociétés de transport maritime continuent de contourner cette route. Toutefois, les prix des transports maritimes, qui ont fortement augmenté à la suite des attaques menées par les Houthis, sont désormais en baisse, tandis que la congestion des ports dans le monde a diminué depuis mi-janvier et se situe en mars au-dessous de sa moyenne d'avant la pandémie. Les capacités inutilisées dans le secteur du transport maritime, l'atonie de la demande de biens et les niveaux élevés des stocks des fabricants ont atténué les effets de l'allongement des délais d'expédition, mais une escalade du conflit au Moyen-Orient constitue toujours un risque important pour les échanges commerciaux et l'inflation.

Dans les économies de l'OCDE, l'inflation totale est restée stable en février, tandis que l'inflation sous-jacente (core) a continué de s'atténuer, bien que de façon modérée. En février, l'inflation totale annuelle mesurée 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 3,1 %, après 3,2 % le mois précédent (graphique 2). Hors produits alimentaires et énergie, l'inflation core dans l'OCDE a continué de se ralentir pour revenir à 3,6 % en février, une baisse de 0,2 point de pourcentage par rapport à janvier, dans un contexte d'atténuation des tensions sur le marché du travail dans les économies avancées. Les indicateurs précoces relatifs aux salaires, basés sur les offres d'emploi en ligne, suggèrent que la croissance des salaires nominaux a déjà franchi son pic dans les économies avancées et qu'elle continuera de se ralentir. La baisse du ratio vacance d'emploi-chômage dans les principales économies avancées indique également une atténuation des tensions sur le marché du travail. En outre, si la croissance des salaires réels est devenue positive aux États-Unis et au Royaume-Uni fin 2023, les données recueillies au niveau des entreprises montrent que les marges bénéficiaires des entreprises sont toujours supérieures à leurs niveaux d'avant la pandémie, ce qui suggère que les entreprises disposent d'une certaine marge de manœuvre pour absorber la hausse des coûts de main-d'œuvre sans la répercuter sur les consommateurs par le biais de prix plus élevés. Par conséquent, les prix à la consommation au niveau mondial devraient continuer de diminuer progressivement au cours des prochains mois dans les économies avancées, bien que l'inflation puisse s'avérer persistante à très court terme.

Graphique 2

Hausse des prix à la consommation dans les pays de l'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 février 2024.

Les prix du pétrole ont augmenté de 5 % depuis la réunion du Conseil des gouverneurs de mars, dans un contexte d'incertitude géopolitique au Moyen-Orient.

Les prix du pétrole restent sensibles aux évolutions au Moyen-Orient, une intensification du conflit pouvant avoir une incidence significative sur l'offre mondiale de pétrole. Dans le même temps, l'OPEP+ a prolongé les réductions de la production jusqu'au deuxième trimestre 2024, et l'Agence internationale de l'énergie a révisé ses prévisions relatives à l'équilibre entre l'offre et la demande de pétrole, passant d'un excédent de l'offre à un déficit pour 2024. La hausse des prix du pétrole a été freinée par l'atonie de la demande de pétrole en Europe et en Chine. Les prix du gaz en Europe ont augmenté de 7 % mais sont restés inférieurs à 30 euros par MWh, l'UE entamant la saison de reconstitution des stocks de gaz avec des niveaux de stocks record de 60 % de la capacité. La hausse récente des prix du gaz résulte de perturbations de l'approvisionnement en provenance de Norvège et des États-Unis, tandis que les exportations de gaz naturel liquéfié du Qatar ont également été influencées par les attaques de navires menées par les Houthis en mer Rouge. Toutefois, la demande de gaz en Europe est restée à un niveau historiquement bas en raison de la faiblesse de l'activité industrielle dans les secteurs à forte intensité de gaz, des conditions météorologiques favorables et des changements dans le comportement des ménages et des entreprises à la suite de la crise du gaz. Les prix des matières premières hors énergie ont également augmenté depuis la réunion du Conseil des gouverneurs de mars. Les prix internationaux des matières premières alimentaires ont été principalement déterminés par une hausse sans précédent des prix du cacao, provoquée par de graves pénuries d'approvisionnement en Afrique de l'Ouest, tandis que les prix des céréales ont augmenté plus modérément, en partie en raison de l'incertitude géopolitique entourant l'approvisionnement en provenance de la Russie et de l'Ukraine. Dans le même temps, les prix des métaux ont augmenté en raison de perturbations de l'offre sur les marchés du cuivre et de l'aluminium.

Aux États-Unis, l'évolution de l'activité et des prix continue de suggérer un atterrissage en douceur.

Les indicateurs à haute fréquence indiquent que l'activité économique a été robuste mais qu'elle s'est ralentie au premier trimestre. Les dépenses de consommation continuent de soutenir l'activité économique, mais les effets retardés de la politique monétaire restrictive du Système fédéral de réserve devraient peser sur l'activité économique future. En outre, le marché du travail américain montre de plus en plus de signes de détente, avec un ralentissement de la croissance des salaires et une baisse du nombre de personnes quittant volontairement leur emploi. Toutefois, la hausse annuelle de l'indice total des prix à la consommation a augmenté de 0,3 point de pourcentage pour s'établir à 3,5 % en mars sous l'effet de l'augmentation des prix de l'énergie, tandis que l'inflation *core* est restée stable à 3,8 %. La hausse des prix des services, en particulier, ne devrait se ralentir que progressivement, ce qui pourrait entraîner un essoufflement de la trajectoire baissière de l'inflation dans les mois à venir. Lors de sa réunion de mars, le Comité fédéral de l'open market (FOMC) a maintenu les taux directeurs entre 5,25 % et 5,5 %. Les membres du FOMC ont considérablement révisé à la hausse leurs prévisions relatives au PIB pour 2024, à 2,1 % contre 1,4 % en glissement d'un quatrième trimestre à l'autre, reflétant principalement des données meilleures que prévu. Les révisions des perspectives d'inflation pour cette année ont été beaucoup plus modestes, avec une légère hausse de 0,2 point de pourcentage.

La reprise de l'économie chinoise reste mitigée, le ralentissement du secteur de l'immobilier continuant de peser sur la croissance.

L'activité industrielle en Chine, dont le taux de croissance s'est établi à 7,0 % en glissement annuel, a dépassé les anticipations en janvier et février, l'expansion du « cycle de la tech » mondial ayant entraîné une hausse à deux chiffres de la fabrication d'ordinateurs et d'équipements électroniques, ce qui a également stimulé la croissance des exportations chinoises depuis décembre. Toutefois, l'activité sur le marché de l'immobilier continue de baisser, entraînant le maintien de la confiance des consommateurs à des niveaux historiquement bas. La croissance des ventes au détail s'est ralentie, revenant à 5,5 % au cours des deux premiers mois de l'année, contre 8,3 % au quatrième trimestre de 2023. Par conséquent, l'objectif de croissance du PIB de 5 % fixé par le gouvernement chinois pour cette année est considéré comme ambitieux en l'absence de nouvelles mesures de relance budgétaire. Si l'inflation totale est devenue positive en février, s'établissant à 0,7 % en glissement annuel, les tensions inflationnistes restent modérées, la hausse des prix à la production demeurant négative en février.

Au Japon, l'inflation et la croissance des salaires se renforcent, conduisant la Banque du Japon à mettre fin à sa politique de taux d'intérêt négatifs.

Au début de l'année, les données à haute fréquence suggéraient que les dépenses de consommation et la confiance des consommateurs pourraient se redresser, reflétant en partie la hausse des salaires. En revanche, l'activité manufacturière reste atone. L'inflation totale s'est accélérée en février pour s'établir à 2,8 %, après 2,2 % le mois précédent, reflétant en grande partie les effets de base liés aux subventions à l'énergie de l'année dernière. Toutefois, les premiers résultats des négociations salariales annuelles de printemps indiquent une hausse globale des salaires de 5,3 %, la plus forte depuis 33 ans, ce qui soutiendra davantage la croissance des

salaires en 2024. Le 19 mars, la Banque du Japon (BoJ) a décidé de mettre fin officiellement à sa politique de taux d'intérêt négatifs ainsi qu'à d'autres mesures d'assouplissement de sa politique monétaire. La BoJ a relevé son taux d'intérêt au jour le jour (*uncollateralised overnight call rate*) entre 0 % et 0,1 %, ce qui constitue la première hausse de taux de la banque centrale japonaise en 17 ans. Cette décision reflète l'opinion de la BoJ selon laquelle, après une période prolongée d'inflation inférieure à la cible, des signes indiquent plus nettement un cercle vertueux entre la hausse des salaires et des prix, ce qui renforce la confiance dans le fait que la BoJ atteindra son objectif de stabilité des prix de 2 % au cours de son horizon de projection.

Les indicateurs signalent un rebond à court terme de la dynamique de croissance du Royaume-Uni. Après une stagnation du PIB sur une grande partie de 2023, les enquêtes indiquent désormais une amélioration modérée mais continue des perspectives en matière d'activité. La reprise du PIB s'est amorcée en janvier (+ 0,2 % en glissement mensuel) et a été soutenue par le secteur de la construction et les services, tandis que la production manufacturière a continué de diminuer. La hausse de l'IPC total au Royaume-Uni s'est ralentie en février, revenant de 4,0 % en janvier à 3,4 %, principalement en raison d'un ralentissement de la hausse des prix des produits alimentaires. L'inflation *core* a également diminué, ressortant à 4,5 % en février après 5,1 % en janvier, reflétant un ralentissement de la hausse des prix des biens et des services. Cette dernière reste toutefois élevée et généralisée, plus d'un tiers des rubriques de services continuant de progresser à un rythme supérieur à 8 %. La Banque d'Angleterre s'attend à ce que la hausse des prix des services revienne de 7 % actuellement à environ 5 % au cours de l'année 2024. En outre, la situation sur le marché du travail a continué de s'assouplir, mais elle reste relativement tendue par rapport aux normes historiques. Si l'assouplissement de la situation sur le marché du travail et la baisse des anticipations d'inflation à court terme indiquent une atténuation continue des tensions sur les salaires, les données tirées d'enquêtes montrent que les anticipations des entreprises en matière de croissance des salaires restent élevées et supérieures à celles de la Banque d'Angleterre.

2 Activité économique

L'activité économique dans la zone euro a essentiellement stagné tout au long de 2023, dans un contexte de conditions de financement restrictives, de faiblesse de la confiance et de perte de compétitivité passée. Dans le même temps, les créations d'emplois se sont poursuivies au cours de l'année. La croissance du PIB en volume devrait être restée modérée au premier trimestre 2024, étant donné la divergence persistante entre un secteur manufacturier en difficulté et un secteur des services plus résilient. Toutefois, on observe les premiers signes d'un redressement progressif de la croissance plus tard dans l'année. Cette reprise devrait être soutenue par la hausse des revenus réels, résultant du ralentissement de l'inflation, de la croissance des salaires et de l'amélioration des termes de l'échange. En outre, la demande d'exportations adressée à la zone euro devrait augmenter au cours des prochains trimestres et l'effet modérateur des précédentes hausses des taux d'intérêt devrait progressivement s'atténuer au fil du temps.

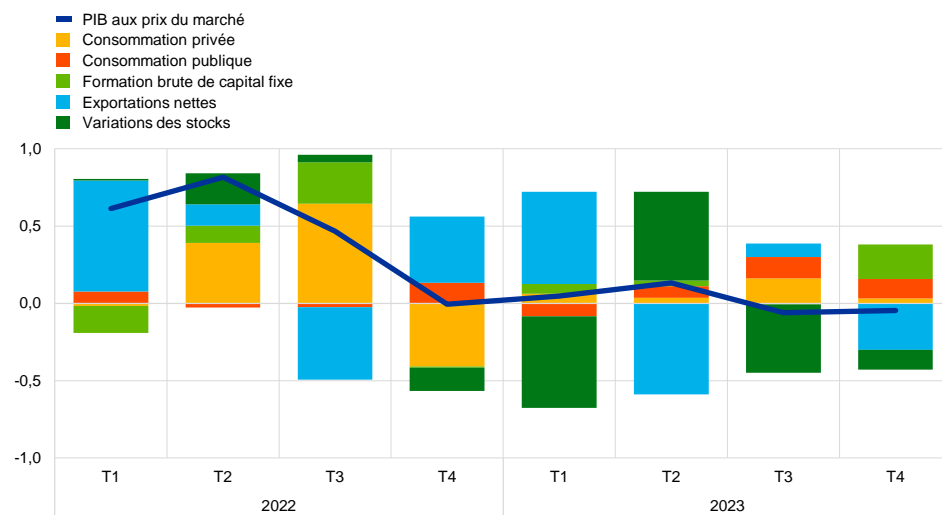
La croissance du PIB en volume de la zone euro a été éteinte au quatrième trimestre 2023, marquant le cinquième trimestre consécutif d'une activité économique essentiellement stagnante². Ce résultat a porté la croissance du PIB en 2023 à un faible taux de 0,4 % (non corrigé des jours ouvrés), après 3,4 % en 2022. La demande intérieure a apporté une contribution positive à la croissance au quatrième trimestre de l'année dernière, tandis que les exportations nettes ont apporté une contribution négative et les variations des stocks ont exercé un léger effet modérateur (graphique 3). Le résultat pour la zone euro et la composition de la croissance ont été affectés par une forte baisse du PIB irlandais (– 3,4 % au quatrième trimestre 2023) liée à des évolutions dans les secteurs dominés par les entreprises multinationales. Hors Irlande, la croissance du PIB de la zone euro s'est établie à 0,1 % au quatrième trimestre 2023. En outre, les principales économies de la zone euro ont enregistré des taux de croissance nettement différents, avec une hausse du PIB en Espagne (0,6 %), aux Pays-Bas (0,3 %), en Italie (0,2 %) et en France (0,1 %), mais une diminution en Allemagne (– 0,3 %).

² Selon l'estimation actualisée publiée par Eurostat le 19 avril, le PIB en volume de la zone euro a diminué de 0,1 % au quatrième trimestre 2023. Cette estimation n'était pas disponible à la date d'arrêt des données pour le présent *Bulletin économique*.

Graphique 3

PIB en volume de la zone euro et ses composantes

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



Sources : Eurostat et calculs de la BCE.

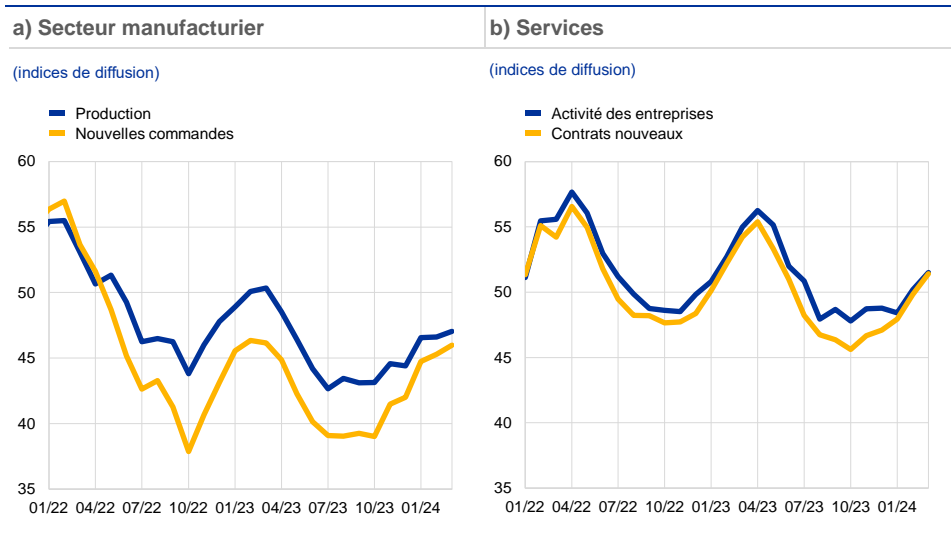
Note : Les dernières observations se rapportent au quatrième trimestre 2023.

Les indicateurs disponibles suggèrent que la croissance est restée faible au premier trimestre 2024 ; toutefois, des enquêtes vont dans le sens d'une reprise progressive au cours de cette année, tirée par les services.

L'indice composite des directeurs d'achat (PMI) pour la production a affiché des améliorations mensuelles successives au cours du premier trimestre 2024, atteignant 50,3 en mars, juste au-dessus du seuil de 50 qui indique une croissance. Cela suggère que l'économie de la zone euro a probablement de nouveau stagné au premier trimestre, mais montre également les premiers signes indiquant qu'un plancher aurait été atteint. L'amélioration de l'indice PMI de mars résulte principalement de la forte hausse de l'activité dans les services (graphique 4). L'indice des directeurs d'achat pour la production manufacturière a affiché une dynamique positive en mars, mais est resté en territoire négatif, ce qui suggère que le secteur manufacturier a continué de peser sur la croissance de la production dans la zone euro au premier trimestre. Les principales conclusions tirées des contacts récents de la BCE avec les sociétés non financières font état d'un début d'année atone, en particulier pour le secteur manufacturier, certaines industries étant affectées négativement par des grèves et des retards dans le transport maritime. Toutefois, des contacts font également état de l'arrivée à son terme du récent cycle de réduction des stocks et d'une légère augmentation de la demande de produits manufacturés (cf. encadré 5). Ces signes d'une légère amélioration de la dynamique de croissance pour l'avenir sont corroborés par la hausse de l'indicateur du climat économique (*Economic Sentiment Indicator*) de la Commission européenne en mars, après deux mois de baisse. Cette amélioration de la confiance a concerné l'ensemble des secteurs. En outre, l'indice des directeurs d'achat pour les anticipations relatives à l'activité future (à 12 mois) a encore augmenté en mars pour atteindre sa moyenne d'avant la pandémie, ce qui suggère que les directeurs d'achat anticipent toujours une reprise économique régulière cette année.

Graphique 4

Indices des directeurs d'achat (PMI) dans les différents secteurs de l'économie



Source : S&P Global Market Intelligence.

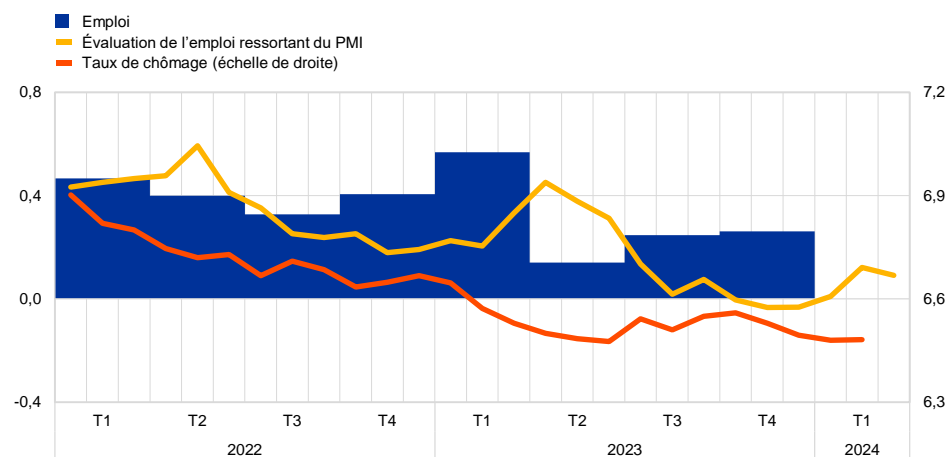
Note : Les dernières observations se rapportent à mars 2024.

Le taux de chômage se situe à son plus bas niveau depuis l'introduction de l'euro ; dans le même temps, les tensions sur le marché du travail continuent de s'atténuer progressivement, comme en atteste la diminution des annonces de postes vacants. L'emploi a augmenté de 0,3 % au quatrième trimestre 2023, sous l'effet des hausses des taux d'activité et de la croissance de la population. Le nombre moyen d'heures travaillées des personnes employées a légèrement diminué au quatrième trimestre, de 0,1 %, après une baisse de 0,3 % au troisième trimestre. Ainsi, la hausse de l'emploi ne s'est pas accompagnée d'une augmentation du nombre d'heures travaillées. La population active ayant continué d'augmenter, le taux de chômage est revenu à son plus bas niveau depuis l'introduction de l'euro, s'établissant à 6,5 % en février 2024, sans changement par rapport à janvier (graphique 5). Les indicateurs à court terme récents, notamment l'indice des directeurs d'achat (PMI) relatif à l'emploi dans l'économie de la zone euro, continuent de suggérer une croissance modérée de la création d'emplois au premier trimestre 2024. L'indice PMI relatif à l'emploi s'est établi à 50,9 en mars, légèrement au-dessus de sa valeur neutre de 50. En ce qui concerne les différents secteurs, l'indice des directeurs d'achat relatif à l'emploi a diminué dans le secteur manufacturier, mais a continué d'augmenter modérément dans le secteur des services. L'indicateur composite des directeurs d'achat relatif à l'emploi s'est légèrement amélioré au premier trimestre 2024 par rapport au quatrième trimestre 2023, mais dans l'ensemble, il a suivi une tendance baissière depuis avril 2023.

Graphique 5

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

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



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

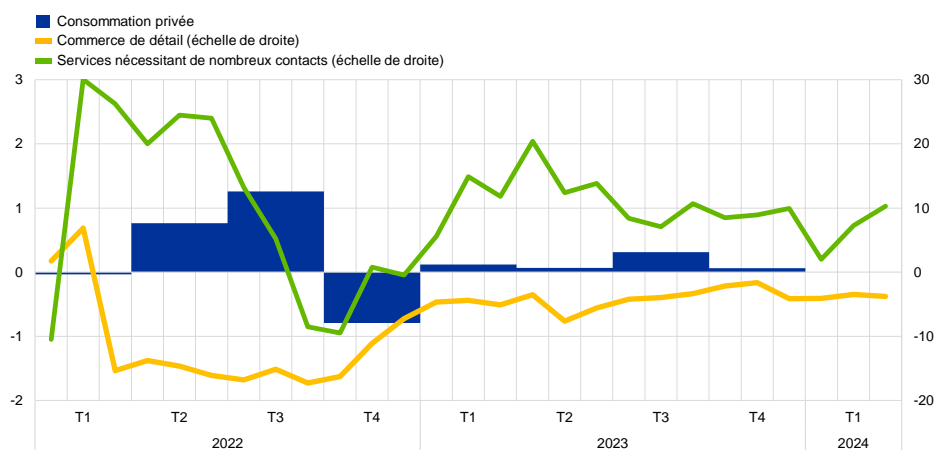
Notes : Les deux lignes indiquent les évolutions mensuelles ; les barres représentent des données trimestrielles. Le PMI est exprimé comme un écart par rapport à 50 divisé par 10. Les dernières observations se rapportent au quatrième trimestre 2023 pour l'emploi, à mars 2024 pour l'évaluation de l'emploi ressortant du PMI et à février 2024 pour le taux de chômage.

La consommation privée a légèrement augmenté fin 2023 et devrait être restée faible au premier trimestre 2024, reflétant l'atonie persistante de la consommation de biens. La faible croissance de la consommation privée au quatrième trimestre 2023 (0,1 % en rythme trimestriel) masque une hausse marginale de la consommation de services, tandis que la consommation de biens s'est encore contractée. Les données devenues disponibles continuent d'indiquer une faiblesse globale des dépenses en biens au premier trimestre 2024. La faiblesse des volumes de ventes au détail et des ventes de voitures persiste, les deux rubriques demeurant inférieures, en moyenne, à leurs niveaux du quatrième trimestre 2023 en janvier et février. L'indicateur de la Commission européenne relatif à la confiance des consommateurs s'est de nouveau amélioré en mars, mais demeure légèrement inférieur à sa moyenne de long terme. Les indicateurs de la Commission concernant les anticipations relatives à l'activité dans le commerce de détail et les intentions des consommateurs de réaliser des achats importants ont de nouveau été modérés en mars. En revanche, la demande attendue de services nécessitant de nombreux contacts s'est encore améliorée et enregistre de nouveau une croissance positive (graphique 6). L'enquête de la BCE sur les anticipations des consommateurs (*Consumer Expectations Survey*, CES) pour février continue de signaler une résilience de la demande anticipée de réservations pour les vacances et une augmentation progressive de la propension à dépenser en biens durables. Jusqu'à présent, le marché du travail a bien résisté, les revenus disponibles réels ayant augmenté au quatrième trimestre 2023, dans un contexte de baisse de l'inflation et de croissance robuste des salaires nominaux. De nouvelles améliorations du pouvoir d'achat devraient avoir un effet favorable qui se renforcera courant 2024 et soutenir la reprise des dépenses de consommation.

Graphique 6

Consommation privée, anticipations des entreprises relatives au commerce de détail et demande attendue de services nécessitant de nombreux contacts

(variations trimestrielles en pourcentage ; soldes nets en pourcentage)



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

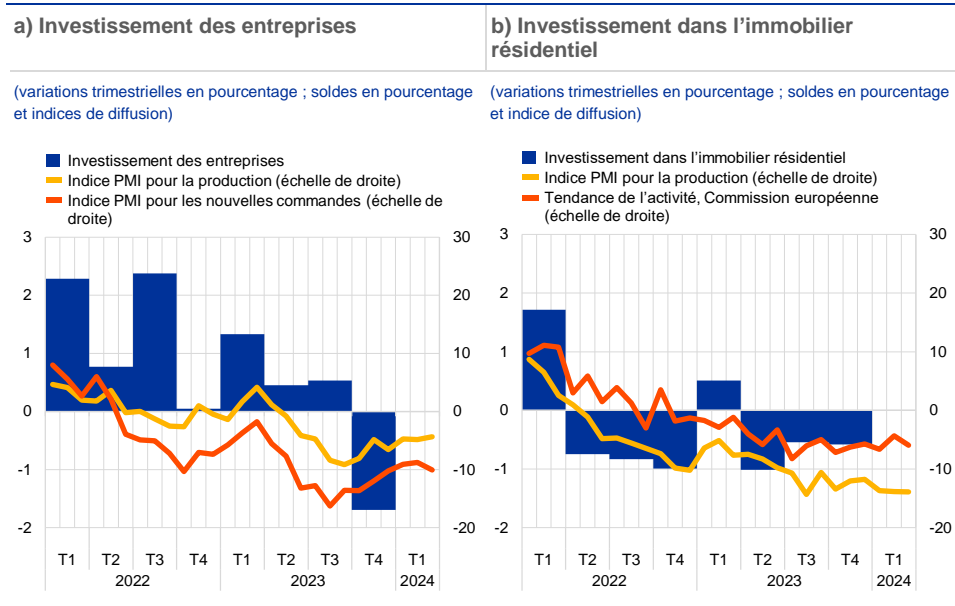
Notes : Les anticipations des entreprises concernant le commerce de détail et la demande attendue de services nécessitant de nombreux contacts pour les trois prochains mois se rapportent à des soldes nets en pourcentage ; les « services nécessitant de nombreux contacts » recouvrent l'hébergement, les voyages et la restauration. Les dernières observations se rapportent au quatrième trimestre 2023 pour la consommation privée et à mars 2024 pour les anticipations des entreprises relatives au commerce de détail et à la demande attendue de services nécessitant de nombreux contacts.

L'investissement des entreprises s'est fortement contracté au quatrième trimestre 2023 et devrait être resté faible au premier semestre 2024.

L'investissement hors construction modifié (hors actifs incorporels irlandais) a reculé de 1,7 % en rythme trimestriel au quatrième trimestre 2023 (graphique 7, partie a). La baisse sous-jacente reflète une forte contraction de l'investissement dans les machines et les équipements (principalement en Allemagne) et une diminution plus généralisée des équipements de transport. L'investissement devrait être resté faible au premier trimestre 2024, la production industrielle dans le secteur des biens d'équipement (hors Irlande) ayant baissé nettement en janvier (de 2,6 % par rapport au quatrième trimestre 2023). La confiance des producteurs de biens d'équipement s'est réduite pendant le premier trimestre, la production, les activités en cours et les nouvelles commandes restant ancrées en territoire négatif, d'après les données PMI, et dans un contexte de conditions de financement restrictives. L'[enquête sur la distribution du crédit bancaire de la BCE pour avril 2024](#) et l'[enquête sur l'accès des entreprises au financement de la BCE](#) indiquent une faiblesse continue de l'investissement fixe au premier trimestre. Les contacts de la BCE avec les sociétés non financières montrent que l'investissement devrait rester faible au premier semestre 2024, avant de se redresser dans le courant de l'année dans la mesure où la demande se renforce comme prévu (cf. encadré 5). De plus, les versements retardés des fonds au titre du programme « *Next Generation EU* » devraient contribuer à susciter des investissements supplémentaires de la part des entreprises dans le cadre des transitions écologique et numérique.

Graphique 7

Dynamique de l'investissement réel et données d'enquête



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

Notes : Les lignes indiquent les évolutions mensuelles, tandis que les barres se rapportent aux données trimestrielles. Les indices PMI sont exprimés comme un écart par rapport à 50. Dans la partie a, l'investissement des entreprises est mesuré par l'investissement hors construction en excluant les actifs incorporels irlandais. Les lignes correspondent aux réponses du secteur des biens d'équipement. Les dernières observations se rapportent au quatrième trimestre 2023 pour l'investissement des entreprises et à mars 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 par rapport aux trois mois précédents. Les dernières observations se rapportent au quatrième trimestre 2023 pour l'investissement dans l'immobilier résidentiel et à mars 2024 pour l'enquête de la Commission européenne et les indices PMI.

L'investissement dans l'immobilier résidentiel a de nouveau baissé au quatrième trimestre 2023 et devrait s'être contracté également au premier trimestre 2024.

L'investissement dans l'immobilier résidentiel a reculé de 0,6 % au quatrième trimestre 2023 et de 2,3 % sur l'ensemble de l'année. Plus récemment, la production dans la construction de bâtiments a baissé de 1,5 % en janvier 2024 par rapport à son niveau moyen au quatrième trimestre 2023. De plus, des mesures de l'activité tirées d'enquêtes, telles que l'indicateur de la Commission européenne pour l'activité de construction de bâtiments sur les trois derniers mois et l'indice des directeurs d'achat pour la production dans la construction de logements, ont continué de se contracter jusqu'en mars (graphique 7, partie b). Selon l'enquête de la Commission européenne auprès des entreprises et des consommateurs portant sur les facteurs limitant l'activité dans la construction, l'insuffisance de la demande a été mentionnée plus fréquemment par les entreprises au premier trimestre 2024 qu'au quatrième trimestre 2023. Il s'agit une fois de plus du facteur le plus mentionné, suivi des pénuries de main-d'œuvre. Le nombre de permis de construire pour des logements a légèrement augmenté au quatrième trimestre 2023, après six trimestres de recul. Dans l'ensemble, ces évolutions indiquent que la dynamique de l'investissement dans l'immobilier résidentiel devrait rester atone dans un avenir proche, ce qui est cohérent avec la faiblesse des emprunts pour l'achat d'un logement. Ces perspectives peu favorables sont liées à la hausse considérable des coûts liés à la propriété ou à l'occupation d'un logement depuis le début du cycle récent de resserrement de la politique monétaire, lequel devrait continuer de peser sur la demande de logements (cf. encadré 4). La hausse de la charge que

représente le coût du logement ressort également clairement des données tirées de l'enquête CES, qui montrent que davantage de ménages s'attendaient à payer en retard leur loyer, leur emprunt hypothécaire ou leurs factures d'électricité ou de gaz au premier trimestre 2024 qu'en 2023 (cf. encadré 3).

Les exportations de la zone euro montrent de premiers signes de reprise.

En janvier 2024, les exportations de biens en volume hors zone euro ont augmenté de 0,6 % en glissement sur trois mois, soutenus par la reprise de la demande mondiale. La dissipation progressive de certains défis liés à la compétitivité-prix dans un contexte de baisse des prix de l'énergie et l'atténuation des effets de l'appréciation de l'euro l'an dernier ont apporté un soutien supplémentaire à la croissance des exportations. À court terme, les indicateurs prospectifs – pour les exportations de biens et de services – suggèrent que la reprise des exportations pourrait se poursuivre, mais en restant modérée. Les importations de biens en volume hors zone euro se sont encore contractées, de 1,9 % en glissement sur trois mois. Ce résultat reflète l'atonie actuelle de l'activité et une réduction des stocks dans la zone euro.

Pour résumer, malgré un faible démarrage cette année, une amélioration de l'activité économique dans la zone euro est toujours attendue courant 2024.

La croissance du PIB devrait se renforcer progressivement, le ralentissement de l'inflation et la croissance robuste des salaires devant 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 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

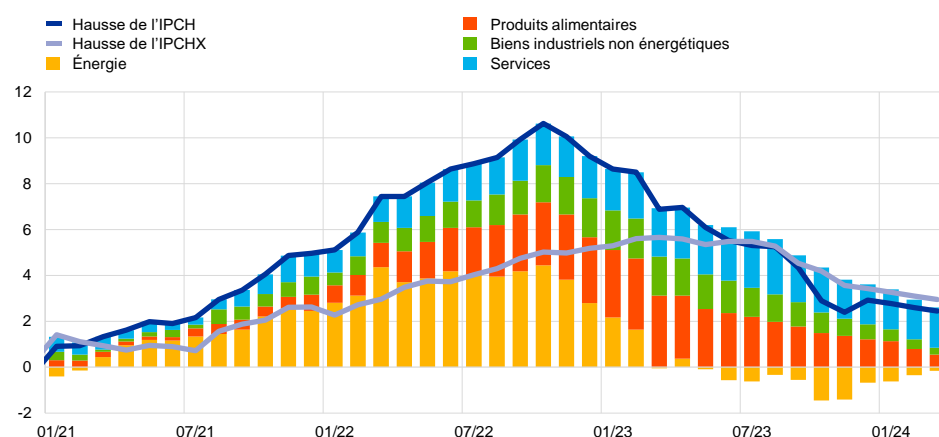
L'inflation totale dans la zone euro est revenue à 2,4 % en mars 2024, après 2,6 % en février 2024. L'inflation hors énergie et produits alimentaires s'est modérée, revenant de 3,1 % en février à 2,9 % en mars, en raison du ralentissement de la hausse des prix des biens, mais masquant un niveau élevé inchangé de la hausse des prix des services. La plupart des mesures de l'inflation sous-jacente ont diminué, confirmant le tableau de la diminution progressive des tensions sur les prix. La croissance des salaires s'est ralentie au cours du quatrième trimestre 2023, et bien que la hausse des coûts unitaires de main-d'œuvre soit restée élevée, reflétant en partie la faible croissance de la productivité, les entreprises absorbent une partie de l'augmentation des coûts de main-d'œuvre dans leurs profits. Les mesures des anticipations d'inflation à long terme s'établissent principalement autour de 2 %, tandis que les mesures des anticipations d'inflation à plus court terme ont baissé.

Selon l'estimation rapide d'Eurostat, l'inflation mesurée par l'IPCH total dans la zone euro est revenue à 2,4 % en mars, après 2,6 % en février (graphique 8).

Le ralentissement a résulté d'une modération de la hausse des prix des produits alimentaires et des biens industriels non énergétiques. La désinflation se poursuit progressivement, reflétant la baisse des taux de croissance des prix des produits alimentaires et des biens industriels non énergétiques. Pour ces derniers, le taux de croissance plus faible résulte de l'atténuation continue des tensions en amont sur les prix, en dépit d'une certaine accentuation de la hausse des prix de l'énergie résultant largement d'effets de base.

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 mars 2024 (estimation rapide).

Les prix de l'énergie ont continué de se contracter, mais à un rythme moins rapide, passant, de -3,7 % en février à -1,8 % en mars. Les principaux déterminants du taux de variation annuel moins négatif ont été un effet de base haussier et un faible impact de la fin des mesures de compensation. Ce dernier

reflète en partie le report de la fin de la réduction de la TVA sur le gaz et sur l'énergie de chauffage en Allemagne.

La hausse des prix des produits alimentaires s'est encore ralentie, revenant à 2,7 % en mars, après 3,9 % en février (graphique 9). La baisse du taux annuel a été observée pour les deux principales composantes, les produits alimentaires transformés et non transformés, mais a été plus forte pour les produits alimentaires non transformés. La hausse des prix des produits alimentaires transformés est revenue à 3,6 % en mars, après 4,5 % en février. Cette diminution reflète les baisses des coûts de l'énergie et des prix des matières premières alimentaires mesurées, par exemple, par les prix au départ de l'exploitation dans la zone euro. La variation des prix des produits alimentaires non transformés, qui s'inscrivait à 2,1 % en février, s'est fortement ralentie, pour s'inscrire à - 0,4 % en mars. Cette évolution a résulté également d'un effet de base négatif associé à la dynamique de prix élevée de l'année dernière.

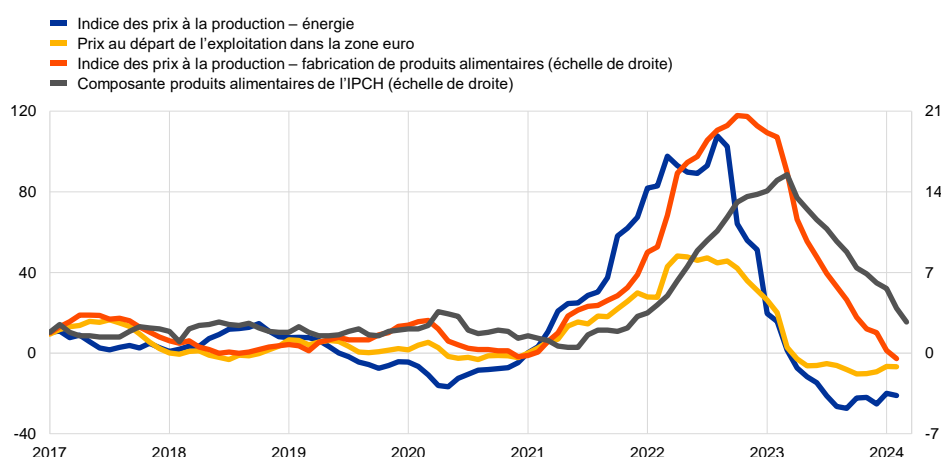
L'inflation mesurée par l'IPCH hors énergie et produits alimentaires (IPCHX) a poursuivi son ralentissement, revenant de 3,1 % en février à 2,9 % en mars.

S'agissant des composantes, la hausse des prix des biens industriels non énergétiques est revenue de 1,6 % à 1,1 %, reflétant la dissipation progressive de l'impact des chocs passés. La hausse des prix des services est restée inchangée, pour le cinquième mois consécutif, à 4,0 % en mars. La persistance relativement plus grande de la hausse des prix des services est en ligne avec la forte croissance des salaires et le rôle plus important que jouent les coûts de main-d'œuvre dans la production de services.

Graphique 9

Coûts des intrants énergétiques et alimentaires, et prix des produits alimentaires mesurés par l'IPCH

(variations annuelles en pourcentage)



Source : Eurostat.

Note : Les dernières observations se rapportent à mars 2024 (estimation rapide) pour la hausse de la composante produits alimentaires de l'IPCH et à février 2024 pour les autres données.

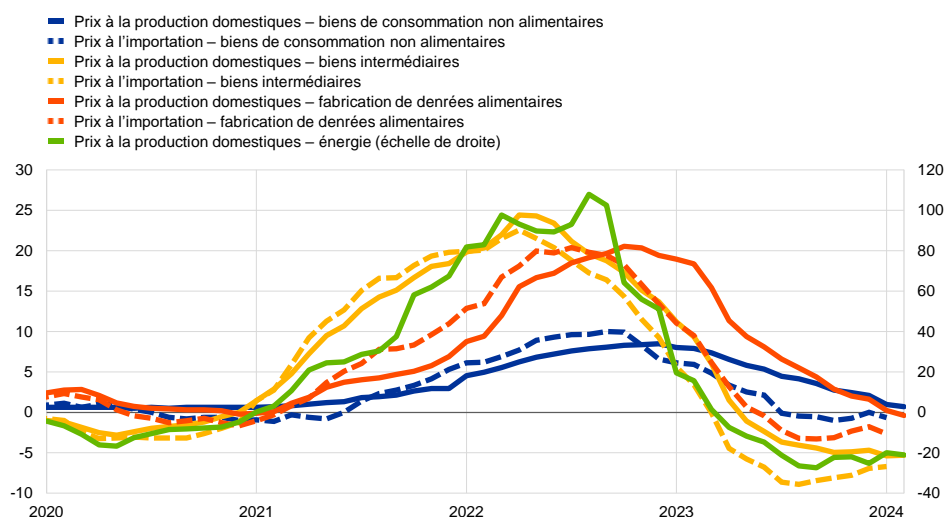
Les pressions sur les prix à la production ont continué de s'atténuer dans toutes les principales catégories de biens (graphique 10). En amont de la chaîne des prix, la variation des prix à la production pour les ventes domestiques de biens

intermédiaires a été négative (– 5,3 % en février, après – 5,4 % en janvier). En aval de la chaîne des prix, les taux de croissance annuels des prix à la production des biens de consommation non alimentaires ont continué de baisser, pour s'établir à 0,7 % en février, après 1,0 % en janvier, atteignant le niveau plus bas depuis février 2021. Les mêmes tendances à la modération ont été observées pour les prix à la production dans le segment des biens de consommation manufacturés, les prix à la production devenant négatifs (– 0,4 % en février, après 0,2 % en janvier), ce qui confirme l'atténuation générale et progressive des tensions en amont de la chaîne des prix s'agissant des biens de consommation. Les taux de croissance annuels des prix à l'importation ont été négatifs depuis mi-2023, convergeant vers ceux des prix à la production domestiques, et contribuant ainsi à la modération des tensions sur les prix.

Graphique 10

Indicateurs des tensions en amont de la chaîne des prix

(variations annuelles en pourcentage)



Sources : Eurostat et calculs de la BCE.

Note : Les dernières observations se rapportent à janvier 2024 pour les prix à l'importation et à février 2024 pour les prix à la production domestiques.

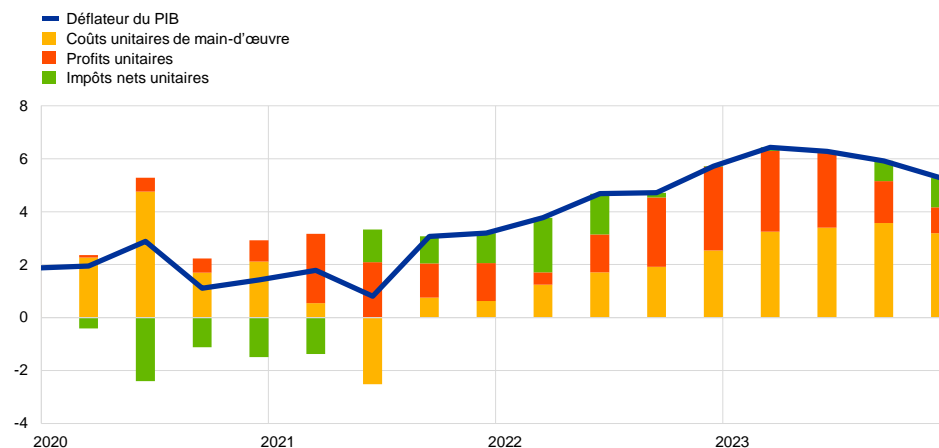
Les tensions d'origine interne sur les coûts, mesurées par la croissance du déflateur du PIB, ont diminué à 5,3 % au quatrième trimestre 2023, contre 5,9 % au trimestre précédent, en raison d'une faible contribution des profits unitaires et des coûts unitaires de main-d'œuvre (graphique 11). Après un pic à 6,4 % au premier trimestre 2023, le taux de croissance annuel du déflateur du PIB s'est encore ralenti. La baisse au cours du quatrième trimestre 2023 a principalement résulté du ralentissement de la croissance des profits unitaires, leur contribution diminuant à 1,0 point de pourcentage, après 1,6 point de pourcentage au cours du trimestre précédent. De même, la contribution des coûts unitaires de main-d'œuvre a également encore diminué à 3,2 points de pourcentage, après 3,6 points de pourcentage au cours du trimestre précédent. Néanmoins, les coûts de main-d'œuvre restent la principale contribution aux tensions sur les prix d'origine interne. Dans le même temps, la contribution des impôts nets unitaires a enregistré

une légère hausse au cours du quatrième trimestre 2023, de 0,8 point de pourcentage à 1,1 point de pourcentage

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 quatrième trimestre 2023. La rémunération par tête apporte une contribution positive aux variations des coûts unitaires de main-d'œuvre, tandis que la productivité du travail apporte une contribution négative.

Les tensions sur les salaires se sont légèrement atténuées fin 2023 et devraient encore se modérer en 2024.

Les dernières données disponibles, qui correspondent au quatrième trimestre 2023, montrent une baisse de 4,5 % du taux de croissance annuel des salaires négociés, après 4,7 % au troisième trimestre 2023. La rémunération par tête et la rémunération horaire, qui mesurent la croissance effective des salaires, ont diminué au quatrième trimestre 2023, revenant à 4,6 % et 4,4 %, respectivement, contre 5,1 % et 5,0 %, au troisième trimestre. Les outils prospectifs de suivi des salaires signalent la persistance de fortes tensions sur les salaires, bien qu'elles s'atténuent. Les informations relatives aux accords salariaux devenues disponibles depuis la fin de l'année dernière montrent que la croissance moyenne des salaires négociés en 2024 a été successivement plus faible dans l'ensemble des contrats salariaux actifs, y compris les missions ponctuelles, revenant de 4,4 % au moment de la réunion du Conseil des gouverneurs de janvier à 4,2 %, lors de la réunion de mars et à 4,1 % lors de la réunion d'avril³.

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 (EPP) pour le deuxième trimestre 2024 et dans l'enquête réalisée en mars 2024 par la BCE auprès des analystes monétaires (*Survey of Monetary Analysts*), la moyenne des anticipations d'inflation à plus long terme (pour 2028) s'établit à 2,0 %. Les mesures de la compensation de l'inflation

³ Pour plus de 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.

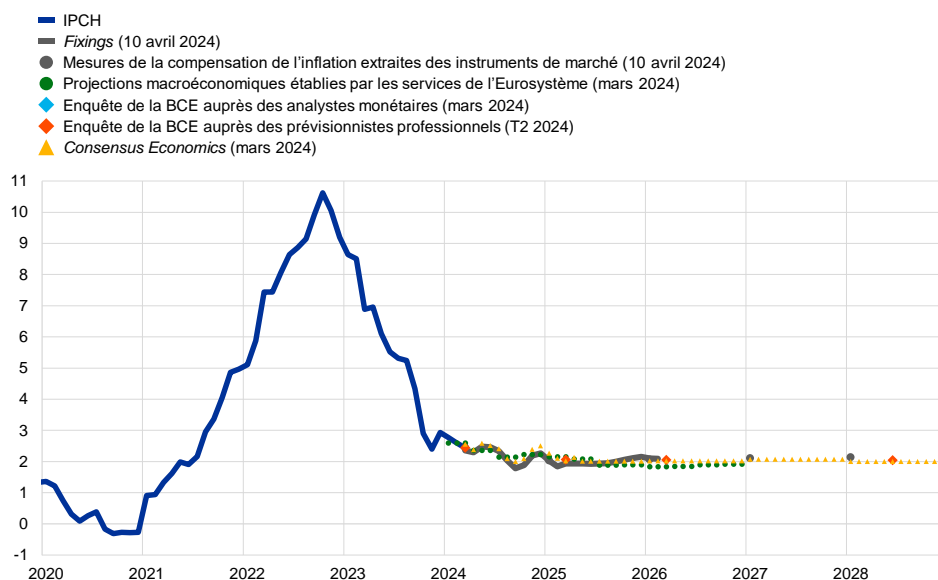
extraites des instruments de marché (basées sur l'IPCH hors tabac) sur la partie longue de la courbe des rendements ont légèrement augmenté, le taux des swaps indexés sur l'inflation à cinq ans dans cinq ans s'établissant à 2,3 % environ. Même si ces mesures de la compensation de l'inflation extraites des instruments de marché incluent la hausse des primes de risque 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 extraites des instruments de marché pour les résultats d'inflation à court terme dans la zone euro suggèrent que les investisseurs s'attendent à ce que l'inflation fléchisse encore en 2024, s'établissant en moyenne à 2,0 % au second semestre de l'année. Le taux des swaps indexés sur l'inflation à un an dans un an est resté globalement inchangé au cours de la période sous revue, s'établissant à 2,1 %. Du côté des consommateurs, selon l'enquête de la BCE sur les anticipations des consommateurs (*Consumer Expectations Survey*) de février 2024, les anticipations médianes pour l'inflation totale à un an ont diminué à 3,1 %, par rapport à 3,3 % en janvier, tandis que les anticipations d'inflation à trois ans sont demeurées inchangées à 2,5 %.

Chart 12

Inflation totale, projections d'inflation et anticipations

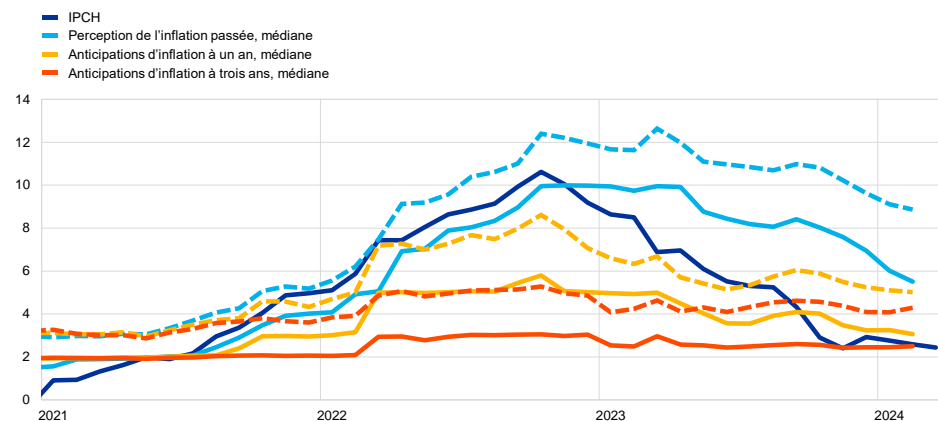
a) Inflation totale, indicateurs des anticipations d'inflation tirés d'enquêtes, projections d'inflation et mesures de la compensation de l'inflation extraites des instruments de marché

(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 CES, enquête EPP, enquête SMA, projections macroéconomiques de mars 2024 établies par les services de la BCE et calculs de la BCE.

Notes : La série relative aux mesures de la compensation de l'inflation extraites des instruments de marché se fonde 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 7 mars 2024. *Inflation fixings* correspond à l'inflation implicite tirée des swaps d'inflation zéro coupon dans la zone euro hors tabac. Pour le deuxième trimestre 2024, l'EPP a été réalisée entre le 18 et le 21 mars 2024. La date d'arrêt pour les prévisions à long terme de *Consensus Economics* est janvier 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 la BCE est le 9 février 2024. Les dernières observations se rapportent à mars 2024 (estimation rapide) pour l'IPCH et à février 2024 pour l'enquête CES.

Évolutions sur les marchés financiers

Au cours de la période sous revue du 7 mars au 10 avril 2024, les évolutions sur les marchés financiers de la zone euro restent relativement contenues et le marché a continué de se concentrer sur le rythme de la désinflation et sur le calendrier des ajustements de la politique monétaire. À la suite de la décision de politique monétaire largement attendue, prise en mars 2024 par le Conseil des gouverneurs, de laisser inchangés les taux directeurs de la BCE, la partie courte de la courbe des rendements des taux sans risque de la zone euro n'a fluctué que marginalement au cours de la période sous revue. Cela a reflété le raffermissement des anticipations des intervenants de marché prévoyant que les taux directeurs de la BCE resteraient inchangés à la réunion d'avril et que la première réduction des taux interviendrait à la réunion de juin. À plus long terme, la volatilité implicite tirée des options des anticipations des taux directeurs a diminué mais est demeurée à des niveaux élevés. Dans la zone euro, les rendements des obligations souveraines ont évolué globalement en ligne avec les taux sans risque, qui se sont légèrement redressés, dans un contexte de hausse modeste des écarts de rendement souverains. Les prix des actions de la zone euro ont augmenté, en particulier pour les sociétés financières, sous l'effet d'un sentiment favorable à l'égard du risque au niveau mondial et de la diminution de la prime de risque sur actions qui en a résulté. Les spreads sur les obligations d'entreprises dans la zone euro ont montré quelques divergences, les spreads sur les obligations les mieux notées (investment-grade) s'étant légèrement resserrés tandis que les spreads à rendement élevé se sont élargis dans un contexte de stagnation de l'économie. Sur les marchés des changes, l'euro a été globalement stable en termes pondérés des échanges commerciaux.

Les taux sans risque à court terme de la zone euro sont restés stables au cours de la période sous revue depuis la réunion de mars du Conseil des gouverneurs.

Le taux à court terme de l'euro (€STR) s'est établi à 3,91 % en moyenne au cours de la période sous revue. L'excédent de liquidité a diminué de 244 milliards d'euros environ pour s'établir à 3 255 milliards. Cette diminution reflète principalement les remboursements dans le cadre de la troisième série d'opérations de refinancement à plus long terme ciblées (TLTRO III) et la réduction de la taille du portefeuille du programme d'achats d'actifs (APP), l'Eurosystème ne réinvestissant plus les remboursements au titre du principal des titres arrivant à échéance dans ce portefeuille. La courbe à terme des taux des swaps au jour le jour (OIS), basée sur l'€STR, est restée stable pour les échéances à court terme inférieures ou égales à un an à la suite de la décision de politique monétaire largement attendue, prise en mars par le Conseil des gouverneurs, de laisser inchangés les taux directeurs de la BCE. La volatilité implicite tirée des options des taux anticipés à court terme a diminué mais est demeurée à des niveaux élevés, les marchés continuant de se concentrer sur le rythme de la désinflation et sur le calendrier des ajustements attendus de la politique monétaire. Dans l'ensemble, les marchés ont exclu toute probabilité résiduelle d'une réduction des taux par la BCE en avril 2024 et ont confirmé leurs anticipations d'une première réduction en juin. À la fin de la période sous revue, les marchés avaient intégré dans leurs prix une baisse des taux de 20 points de base pour juin et des baisses des taux cumulées de 78 points de base d'ici à fin 2024. Les taux d'intérêt sans risque à long terme dans la zone euro ont

légèrement augmenté au cours de la période sous revue. Par exemple, le taux sans risque nominal à dix ans de la zone euro s'est inscrit en hausse à 2,7 %, terminant la période sous revue avec une hausse globale de 10 points de base.

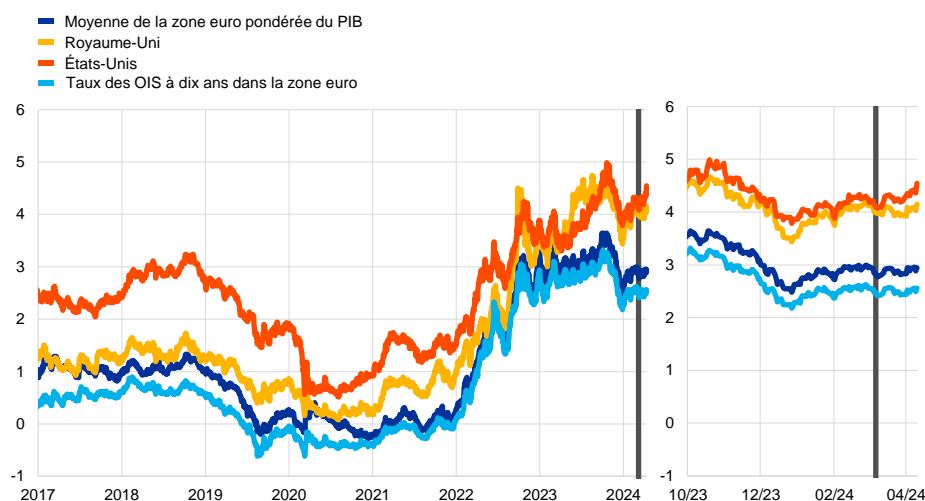
Les rendements des obligations souveraines à long terme ont évolué globalement en ligne avec les taux sans risque, dans le contexte d'une modeste hausse des *spreads* sur les obligations souveraines (graphique 13).

Le rendement pondéré du PIB des obligations souveraines de la zone euro à dix ans s'est établi à 2,9 % environ à la fin de la période sous revue, soit 14 points de base de plus qu'au début de la période sous revue, ce qui implique une augmentation de 5 points de base de l'écart par rapport au taux sans risque à dix ans de la zone euro. Cet élargissement de l'écart pondéré du PIB n'a pas reflété seulement les mouvements des *spreads* observés dans la plupart des juridictions de la zone euro – il a également résulté d'une réduction du *spread* négatif de l'Allemagne. Dans l'ensemble, les mouvements des *spreads* sur les obligations souveraines dans les différentes juridictions de la zone euro ont été limités au cours de la période sous revue, car les émissions nettes, qui ont atteint un niveau record depuis le début de l'année, ont fait l'objet d'une forte demande de la part des investisseurs. Comme le taux à long terme de la zone euro, le rendement des obligations souveraines à dix ans au Royaume-Uni a augmenté de 16 points de base, mais pour s'établir à un niveau plus élevé, à 4,2 %. En revanche, le rendement des titres du Trésor américain à dix ans a augmenté significativement, de 46 points de base, pour atteindre 4,6 %.

Graphique 13

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

(en pourcentage annuel)



Sources : LSEG et calculs de la BCE.

Notes : La ligne verticale grise indique le début de la période sous revue (7 mars 2024). Les dernières observations se rapportent au 10 avril 2024.

Les *spreads* des obligations du secteur des entreprises de la zone euro ont légèrement divergé, les *spreads* sur les obligations les mieux notées (*investment-grade*) se sont légèrement resserrés et les *spreads* à rendement

élevé se sont élargis. À la fin de la période sous revue, les *spreads* pour les entreprises les mieux notées (*investment-grade*) se sont légèrement resserrés, poursuivant la tendance observée au cours de l'année dernière et en ligne avec le marché global des obligations d'entreprise aux États-Unis. En revanche, les *spreads* des entreprises de la zone euro dans le compartiment à haut rendement se sont élargis de 32 points de base dans un contexte de stagnation de l'économie mais sont demeurés à des niveaux comprimés dans l'ensemble.

Les prix des actions de la zone euro ont augmenté, en particulier pour les sociétés financières, le sentiment à l'égard du risque au niveau mondial étant favorable, entraînant une diminution de la prime de risque sur actions.

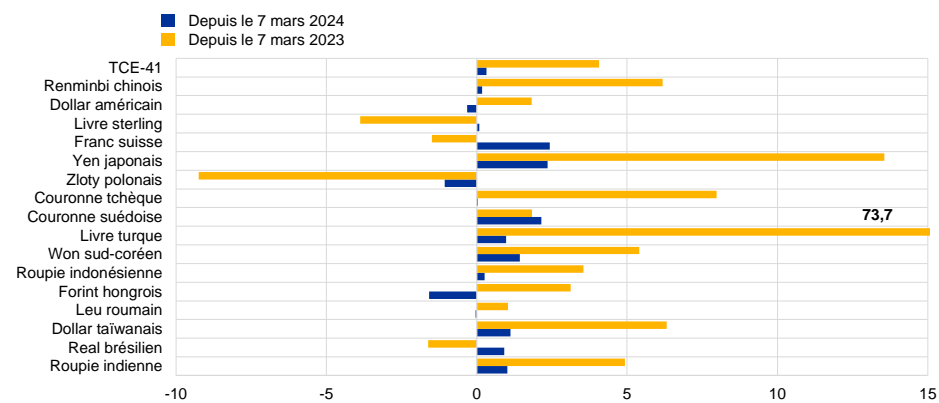
Au cours de la période sous revue, les indices boursiers larges de la zone euro ont augmenté de 1,1 % dans un contexte de sentiment favorable à l'égard du risque, tandis que leurs contreparties américaines sont restées globalement stables. Les plus-values sur les actions de la zone euro ont été très prononcées dans le secteur financier. La surperformance des valeurs financières de la zone euro a compensé leur sous-performance observée plus tôt dans l'année. Cette amélioration a résulté de la diminution des préoccupations concernant l'exposition au risque de l'ensemble du secteur bancaire à l'immobilier commercial. En termes nets, les prix des actions émises par les sociétés non financières de la zone euro sont restés inchangés, tandis que les prix des actions des banques et d'autres sociétés financières ont augmenté de 9,8 % et 6,2 % respectivement. Aux États-Unis, les cours des actions sont également restés inchangés pour les sociétés non financières et ont augmenté de 1,7 % pour les banques et de 1,0 % pour les autres entreprises financières.

Sur les marchés des changes, l'euro est resté globalement stable en termes pondérés des échanges commerciaux (graphique 14). 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 – est resté globalement stable (+ 0,3 %). Une légère dépréciation par rapport au dollar (– 0,3 %) a été plus que compensée par une appréciation vis-à-vis d'autres grandes devises. La stabilité de l'euro par rapport au dollar américain est venue après les pressions initiales à la hausse exercées sur le dollar américain en raison des anticipations par les marchés d'une politique monétaire américaine plus stricte pendant plus longtemps. Ces tensions se sont en partie inversées après la réunion de mars du Comité fédéral de l'*open market*, laquelle a rassuré les marchés sur le fait que le Système fédéral de réserve prévoit toujours de réduire ses taux à un rythme similaire cette année. S'agissant des évolutions des taux de change bilatéraux vis-à-vis des autres grandes devises, l'euro s'est apprécié vis-à-vis de la couronne suédoise (de 2,1 %), du franc suisse (de 2,4 %), la Banque nationale suisse ayant décidé de réduire les taux, et du yen japonais (de 2,4 %), malgré la décision de la Banque du Japon d'augmenter les taux d'intérêt, la décision ayant été largement anticipée par les marchés.

Graphique 14

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

(variations en pourcentage)



Source : Calculs de la BCE.

Notes : Le « TCE-41 » est le taux de change effectif nominal de l'euro par rapport aux monnaies des 41 principaux partenaires commerciaux de la zone euro. Une variation positive (négative) correspond à une appréciation (dépréciation) de l'euro. Toutes les évolutions sont calculées en utilisant les taux de change enregistrés le 10 avril 2024.

5 Conditions de financement et évolutions du crédit

En février 2024, les coûts de financement composites des banques et les taux des prêts bancaires sont demeurés élevés. Le coût du financement par endettement de marché pour les sociétés non financières (SNF) est resté pratiquement inchangé sur la période allant du 7 mars au 10 avril 2024, tandis que le coût des fonds propres a baissé. Dans l'enquête d'avril 2024 sur la distribution du crédit bancaire dans la zone euro, les banques ont fait état de critères d'octroi globalement inchangés au premier trimestre 2024. La demande de prêts des entreprises a fortement baissé, contrairement aux prévisions des banques, qui s'attendaient à un redressement. En février, les prêts bancaires sont restés globalement faibles, malgré la hausse modérée du taux de croissance annuel des prêts aux entreprises, et les prêts aux ménages sont restés globalement stables à des niveaux à peine supérieurs à zéro. Dans l'enquête sur l'accès des entreprises au financement pour le premier trimestre 2024, les entreprises ont fait état d'une modeste réduction de leur besoin de prêts bancaires, ainsi que d'une baisse moins forte de la disponibilité des prêts bancaires. Le taux de croissance annuel de l'agrégat monétaire large (M3) a augmenté mais est resté bas, en raison des coûts d'opportunité élevés, de la stagnation des prêts et de la réduction du bilan de l'Eurosystème.

Les coûts de financement des banques de la zone euro sont demeurés élevés au regard des évolutions historiques. En février 2024, le coût composite du financement par endettement pour les banques de la zone euro est ressorti à 2,08 %, un niveau légèrement inférieur au récent pic de 2,24 % enregistré en octobre 2023 (graphique 15, partie a). Cette évolution résulte d'arbitrages en cours au profit de sources de financement plus coûteuses et d'une légère hausse des rendements des obligations bancaires en février 2024, dans un contexte de forte hétérogénéité entre les pays et de volatilité accrue (graphique 15, partie b). Les taux des dépôts sont demeurés globalement inchangés, avec quelques variations selon les instruments et les secteurs. Les taux des dépôts à vue sont restés stables en février, tandis que les taux des dépôts à terme ont baissé, entraînant une légère diminution du large écart de rendement entre les deux taux. Dans le même temps, les taux sur les dépôts remboursables avec un préavis inférieur ou égal à trois mois ont continué d'augmenter.

Les opérations de prêt des banques centrales continuent de diminuer régulièrement, contribuant à une hausse des coûts de financement des banques. Les banques ont procédé à des remboursements importants (obligatoires et surtout volontaires) des fonds empruntés dans le cadre des opérations de refinancement à plus long terme ciblées (TLTRO). Le 27 mars 2024, des remboursements de 251 milliards d'euros ont été effectués au titre de la troisième série d'opérations (TLTRO III). Un total de 1 972 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 93 % des encours ⁴. Dans le contexte de réduction progressive des TLTRO et de diminution

⁴ Cf. le communiqué de presse de la BCE « [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.

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.

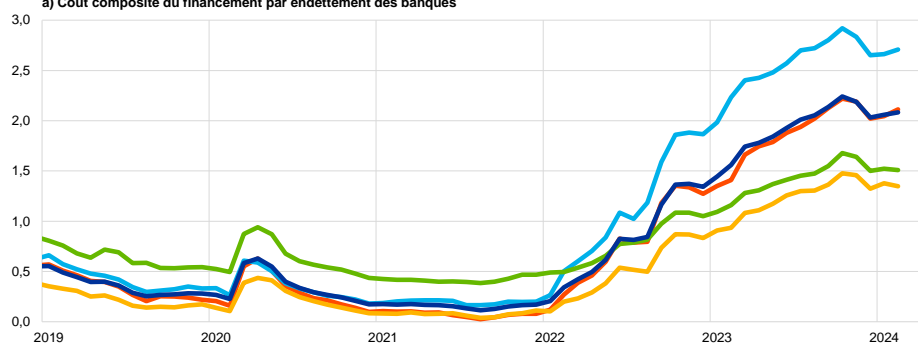
Graphique 15

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

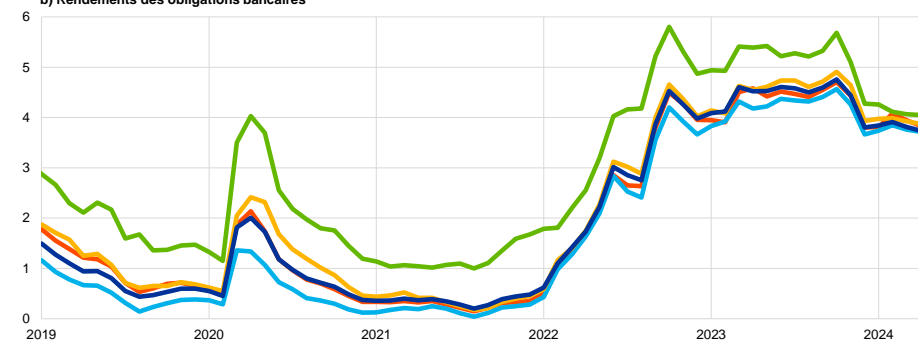
(pourcentages annuels)

- Zone euro
- Allemagne
- France
- Italie
- Espagne

a) Coût composite du financement par endettement des banques



b) Rendements des obligations bancaires



Sources : BCE, S&P Dow Jones Indices LLC et/ou ses filiales, et calculs des services 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 leurs encours respectifs. Les rendements des obligations bancaires correspondent aux moyennes mensuelles des obligations de la tranche senior. Les dernières observations se rapportent à février 2024 pour le coût composite du financement par endettement des banques et au 4 avril 2024 pour les rendements des obligations bancaires.

Les bilans des banques sont globalement solides, malgré un environnement économique faible. Au quatrième trimestre 2023, les banques ont continué d'accroître leur capitalisation et ont maintenu des ratios de fonds propres bien supérieurs aux exigences de fonds propres de base de catégorie 1 (CET1).

Un système bancaire bien capitalisé est essentiel pour garantir la fourniture durable de crédit à l'économie réelle dans des conditions adéquates. Dans un contexte de coûts élevés de financement des banques, de stagnation de la croissance des prêts et de détérioration de la qualité des actifs, la rentabilité des banques au cours de l'année dernière s'explique principalement par le revenu de taux d'intérêt net, reflétant d'importantes marges d'intérêt et avec une très forte hétérogénéité d'un pays à l'autre. Les marges d'intérêt sur les contrats nouveaux ont poursuivi leur baisse généralisée à l'ensemble des pays de la zone euro, tandis que les marges

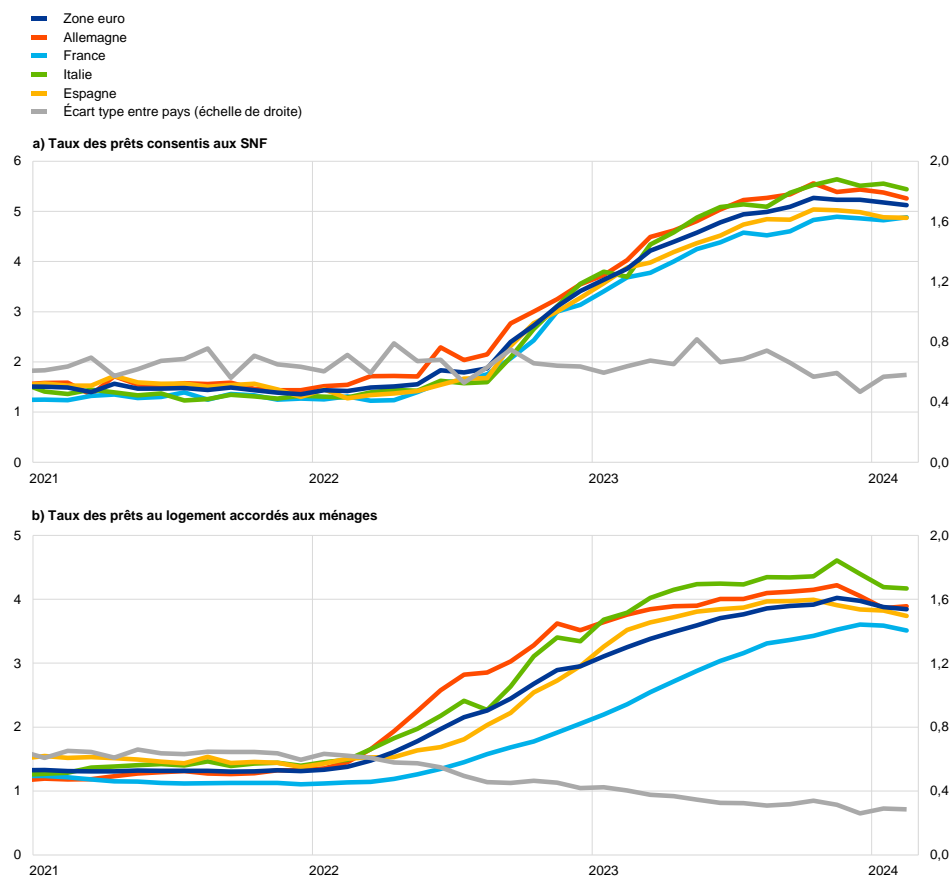
sur les encours sont demeurées globalement stables. Dans l'ensemble, les prêts bancaires non performants sont restés à de bas niveaux au quatrième trimestre 2023, mais les taux de défaut pour les expositions sur les entreprises et sur la clientèle de détail sont en hausse, indiquant de nouvelles augmentations des prêts non performants. Les banques pourraient faire face à une hausse des coûts de provisionnement si les risques pesant sur les secteurs non financiers se matérialisaient en raison de la faiblesse des conditions économiques.

En février 2024, les taux débiteurs appliqués aux entreprises et ceux appliqués aux prêts au logement accordés aux ménages ont encore diminué. En février, les taux débiteurs appliqués aux entreprises sont revenus à 5,12 %, après 5,18 % en janvier, et au-dessous du récent pic de 5,27 % enregistré en octobre 2023 (graphique 16). Ce recul a été hétérogène d'un pays de la zone euro à l'autre et a été plus prononcé pour les prêts de montant élevé à moyen terme. L'écart entre les taux d'intérêt sur les prêts de faible montant et ceux de montant élevé consentis aux entreprises de la zone euro s'est accru en février, à 0,52 %, reflétant à la fois la baisse des taux sur les prêts de montant élevé et la hausse des taux sur les prêts de faible montant. Les taux appliqués aux nouveaux prêts au logement consentis aux ménages ont baissé pour le troisième mois de suite, à 3,84 % en février, après 3,88 % en janvier et au-dessous du récent point haut de 4,02 % observé en novembre 2023 (graphique 19). Cette baisse a été généralisée à l'ensemble des compartiments d'échéance, mais s'est révélée plus prononcée pour les prêts au logement assortis d'échéances à moyen terme comprises entre un et cinq ans. Les prêts hypothécaires à taux variables sont restés considérablement plus coûteux pour les emprunteurs que les prêts hypothécaires à taux fixe. Les taux appliqués par les banques aux nouveaux prêts à la consommation accordés aux ménages et aux entrepreneurs individuels ont également diminué en février. La dispersion entre pays des taux débiteurs appliqués aux entreprises et aux ménages est restée à un bas niveau (graphique 16), suggérant une transmission sans heurt de la politique monétaire dans les différents pays de la zone euro.

Graphique 16

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

(pourcentages annuels ; écart type)



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. L'écart type entre pays est calculé pour un échantillon fixe de 12 pays de la zone euro. Les dernières observations se rapportent à février 2024.

Sur la période allant du 7 mars au 10 avril 2024, le coût de l'endettement de marché pour les SNF n'a pas changé, tandis que le coût de leurs fonds propres a diminué. Sur la base des données mensuelles disponibles, le coût total du financement des SNF, c'est-à-dire le coût composite de l'emprunt bancaire, de l'endettement de marché et des fonds propres, s'est établi à 6,0 % en février, globalement inchangé par rapport au niveau de janvier et nettement plus bas que le point haut d'octobre 2023, qui n'avait pas été enregistré depuis plusieurs années (graphique 17)⁵. Cette stabilité tient au fait que la légère hausse du coût des fonds propres et de l'endettement de marché observée depuis février a été largement compensée par la baisse du coût des prêts à court et à long terme. Les données quotidiennes sur le coût de l'endettement de marché confirment une absence de changement sur la période comprise entre le 7 mars et le 10 avril 2024, malgré des différences entre les classes de notation des obligations. La légère hausse du taux

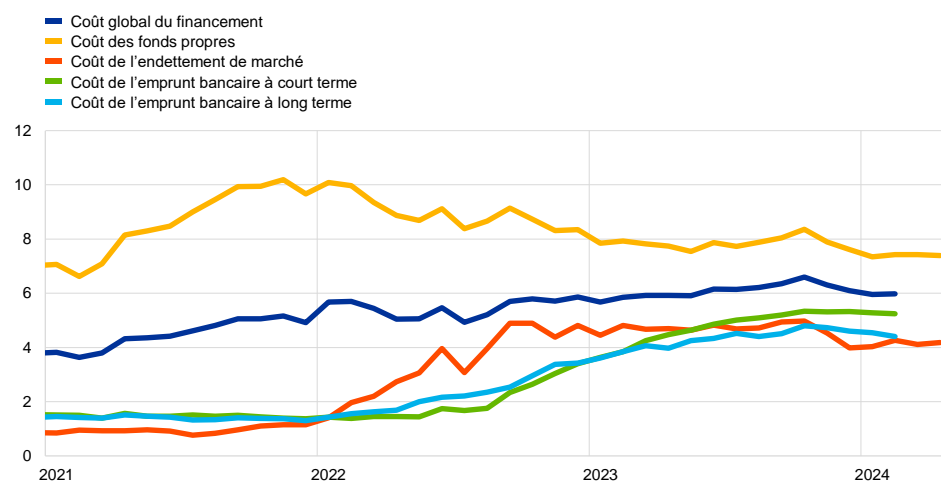
⁵ En raison de décalages dans la disponibilité des données relatives au coût de l'emprunt auprès des banques, les données relatives au coût total du financement des SNF ne sont disponibles que jusqu'à février 2024.

sans risque (approximé par le taux des *swaps* au jour le jour à dix ans) observée sur la période et l'élargissement de l'écart de rendement sur les obligations émises par les SNF sur le compartiment à haut rendement ont été compensés par une compression des écarts de rendement sur les obligations émises par les SNF sur le compartiment bien noté. Parallèlement, le coût du financement par émission d'actions a baissé sur la même période, reflétant une baisse des primes de risque sur actions qui a plus que compensé la légère hausse du taux sans risque (section 4).

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 10 avril 2024 pour le coût de l'endettement de marché et le coût des fonds propres (données quotidiennes) et à février 2024 pour le coût total du financement et le coût de l'emprunt auprès des banques à court et à long terme (données mensuelles).

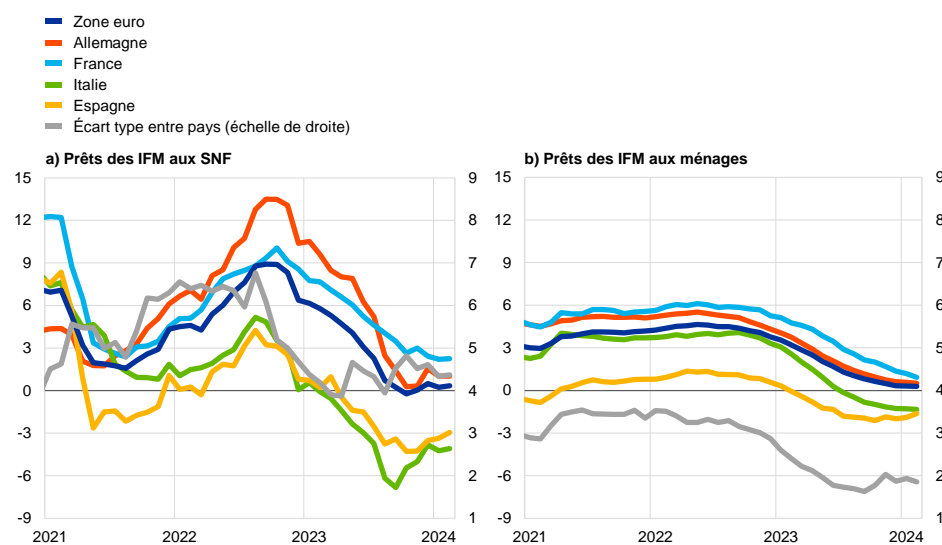
En février 2024, le taux de croissance annuel des prêts consentis par les banques aux entreprises s'est inscrit en hausse modeste mais est resté bas, tandis que pour les ménages, il est resté globalement stable à des niveaux à peine supérieurs à zéro. La croissance annuelle des prêts aux SNF a légèrement augmenté, à 0,4 % en février après 0,2 % en janvier (graphique 18, partie a), dans un contexte de forte hétérogénéité entre les pays. La faiblesse persistante de la croissance des prêts reflète l'atonie de la dynamique des prêts observée depuis début 2023 sur fond de faiblesse de la demande agrégée, de critères d'octroi restrictifs et de politique monétaire restrictive. Le taux de croissance annuel des prêts aux ménages a montré des signes de stabilisation à de bas niveaux, demeurant inchangé à 0,3 % en février (graphique 18, partie b), dans un contexte de perspectives négatives pour le marché de l'immobilier résidentiel, de critères d'octroi restrictifs et de taux débiteurs élevés. Cette stabilisation a été observée pour l'ensemble des compartiments, quoiqu'à des niveaux différents : les prêts au logement ont affiché une croissance légèrement positive et les prêts à la consommation ont résisté, mais les prêts aux entrepreneurs individuels ont continué d'enregistrer des taux négatifs. Les résultats de l'enquête de la BCE sur les

anticipations des consommateurs (*Consumer Expectations Survey*) en mars 2024 montrent qu'un pourcentage net important, mais en baisse, de participants à l'enquête a l'impression que l'accès au crédit est devenu plus restrictif au cours des 12 mois précédents et s'attendent à ce qu'il devienne 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 ; écart type)



Sources : BCE et calculs de la BCE.

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

Selon l'enquête d'avril 2024 sur la distribution du crédit bancaire dans la zone euro, les banques ont déclaré un nouveau léger durcissement de leurs critères d'octroi de prêts aux entreprises et un assouplissement modéré des critères d'octroi de prêts au logement accordés aux ménages au premier trimestre 2024 (graphique 19). Le durcissement des critères d'octroi pour les entreprises a été inférieur à ce que les banques avaient prévu lors de la campagne précédente, mais a tout de même accentué l'important durcissement cumulé observé depuis 2022. Les banques ont également fait état d'un nouveau durcissement pour les crédits à la consommation qui, comme pour les prêts aux entreprises, résulte principalement de la perception des risques en lien avec les perspectives économiques et la solvabilité des emprunteurs. En revanche, l'assouplissement déclaré pour les prêts au logement résulte de pressions concurrentielles et, dans une moindre mesure, d'une tolérance au risque accrue.

Les banques de la zone euro s'attendent à un durcissement modéré des prêts aux entreprises au deuxième trimestre 2024 et au maintien de critères inchangés pour les prêts aux ménages.

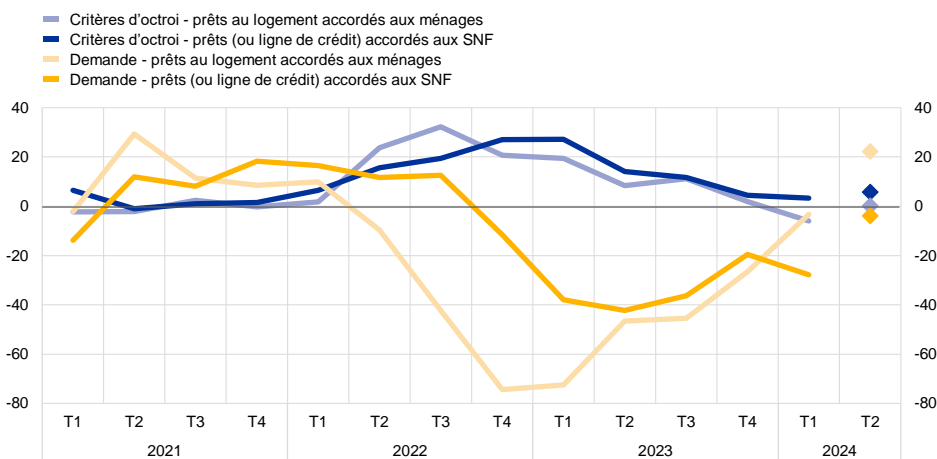
Les banques ont fait état d'une nouvelle baisse importante de la demande de prêts des entreprises et d'une légère baisse de la demande de prêts au logement au premier trimestre 2024, contrairement au redressement qu'elles

anticipaient. Les banques ont également indiqué une demande de crédit à la consommation et d'autres prêts aux ménages globalement inchangée. Comme lors des récents trimestres, la demande de prêts des entreprises a principalement été freinée par la hausse des taux d'intérêt et la baisse de l'investissement fixe, tandis que la demande de prêts au logement a été soumise à des pressions provenant d'un affaiblissement des perspectives sur le marché de l'immobilier résidentiel et d'une confiance des consommateurs en berne. La baisse substantielle de la demande de prêts par les entreprises a contrasté avec les prévisions antérieures d'une stabilisation par les banques, tandis que la légère baisse de la demande de prêts au logement a contrasté avec les anticipations d'une augmentation nette par les banques. De plus, les banques ont déclaré une nouvelle hausse nette de la part des demandes refusées pour l'ensemble des catégories de prêts. Les banques prévoient une baisse modérée de la demande de prêts aux entreprises et une hausse de la demande de prêts aux ménages au deuxième 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 premier trimestre 2024.

De plus, les banques s'attendent à ce que la réduction du bilan de l'Eurosystème continue d'inciter au durcissement des critères d'octroi et à ce que l'impact positif sur les profits des banques des décisions passées relatives aux taux directeurs diminue au cours des six prochains mois.

Au premier 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, tandis que l'accès au financement de détail s'est détérioré. Les banques indiquent que la réduction du portefeuille d'actifs de la BCE relevant de la politique monétaire a continué de peser sur leurs conditions de financement et leurs positions de liquidité ces six derniers mois, entraînant un durcissement modéré des modalités

et conditions et affectant les volumes de prêts. L'impact sur les critères d'octroi aurait été globalement neutre, même si les banques prévoient de nouvelles tensions incitant au durcissement des critères d'octroi au cours des six prochains mois. De plus, la suppression progressive des TLTRO III a continué d'affecter les positions de liquidité des banques. Reflétant les remboursements très importants des fonds des TLTRO III depuis novembre 2022 et le reliquat d'encours relativement faible, les banques n'ont déclaré qu'un faible effet de durcissement sur leurs conditions de financement globales et un effet neutre sur les conditions des prêts. Les banques ont également indiqué que les décisions de la BCE en matière de taux directeurs avaient de nouveau exercé un impact positif marqué sur leurs marges d'intérêt nettes au cours des six derniers mois et un effet modérateur via leurs volumes de prêts qui devrait persister sur les six prochains mois. La hausse des marges a plus que compensé l'effet volume, ce qui s'est traduit par une part élevée de banques indiquant un impact positif sur leur revenu d'intérêt net et leur rentabilité globale. D'après les banques, l'impact net cumulé des décisions relatives aux taux directeurs de la BCE sur la rentabilité des banques devrait diminuer au cours des six prochains mois, avec une contribution modérément négative de l'augmentation des besoins de provisionnement et des dépréciations ⁶.

Selon l'enquête sur l'accès des entreprises au financement pour le premier trimestre 2024, les entreprises ont fait état d'une modeste réduction de leur besoin de prêts bancaires, tandis qu'un nombre moins élevé d'entreprises ont indiqué une baisse de la disponibilité des prêts bancaires. Par conséquent, l'accentuation de l'écart de financement était moins marquée que dans la précédente campagne d'enquête. Les entreprises estiment que les perspectives économiques générales sont le principal frein à la disponibilité des financements externes, tandis que leur perception de la volonté des banques à consentir des prêts, qui reflète l'aversion au risque des banques, s'est encore améliorée.

Les entreprises et les ménages ont continué de réallouer les dépôts à vue vers les dépôts à terme en février 2024. Le taux de croissance annuel des dépôts à vue a été moins négatif et s'est établi à – 8,9 % en février, en hausse après – 9,9 % en janvier (graphique 20). Le maintien de la forte préférence pour les dépôts à terme s'explique par l'écart de rendement important entre les taux des dépôts à terme et ceux des dépôts à vue, qui reflète les coûts d'opportunité élevés de la détention d'instruments très liquides ⁷. Les taux proposés aux entreprises pour la détention de dépôts à terme sont restés proches du taux de la facilité de dépôt de la BCE et sont demeurés supérieurs à ceux offerts aux ménages. On a observé un autre arbitrage mensuel important des dépôts à vue vers les dépôts à terme pour les ménages, tandis que le rythme auquel les entreprises ont rééquilibré ces deux instruments s'est encore ralenti. Cela suggère que la répartition des dépôts des entreprises se rapproche du niveau souhaité sur la base des évolutions historiques. Le niveau

⁶ L'impact reflète les décisions relatives aux taux directeurs de la BCE tant passées que prévues.

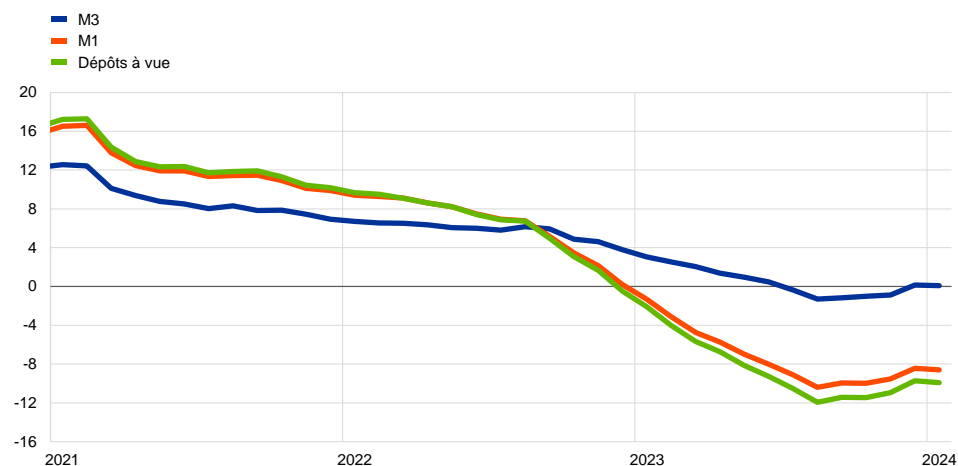
⁷ Comme lors des précédents cycles de resserrement, les taux d'intérêt des dépôts à vue se sont ajustés plus lentement aux variations des taux directeurs que les taux des dépôts à terme. Cf. également l'encadré intitulé « [La dynamique monétaire durant le cycle de resserrement](#) », *Bulletin économique*, n° 8, BCE, 2023.

élevé des taux d'intérêt à court terme a également soutenu le remplacement des instruments liquides par des fonds d'investissement monétaires.

Graphique 20

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 février 2024.

Le taux de croissance annuel de l'agrégat monétaire large (M3) a augmenté en février 2024, mais est resté bas, en raison des coûts d'opportunité élevés, de la stagnation des prêts et de la nouvelle réduction du bilan de l'Eurosystème.

La croissance de M3 dans la zone euro a augmenté, ressortant à 0,4 % en février, après 0,1 % en janvier (graphique 20). En rythme annuel, l'agrégat monétaire étroit (M1), qui recouvre les actifs les plus liquides de M3, s'est encore contracté, mais à un rythme moins élevé, - 7,7 % en février, contre - 8,6 % en janvier. Après une sortie mensuelle significative en janvier, M3 a enregistré une entrée mensuelle en février, résultant d'une baisse des dépôts des administrations publiques et d'une hausse des prêts aux autres institutions financières sur fond de stagnation des prêts au secteur privé. La création monétaire a été freinée en février par les émissions d'obligations bancaires à long terme, la nouvelle réduction du bilan de l'Eurosystème et, pour la première fois depuis septembre 2022, une contribution négative des opérations financières du secteur extérieur sur fond de volatilité à court terme.

Encadrés

1 Évolutions récentes de l'inflation et tensions sur les salaires dans la zone euro et aux États-Unis

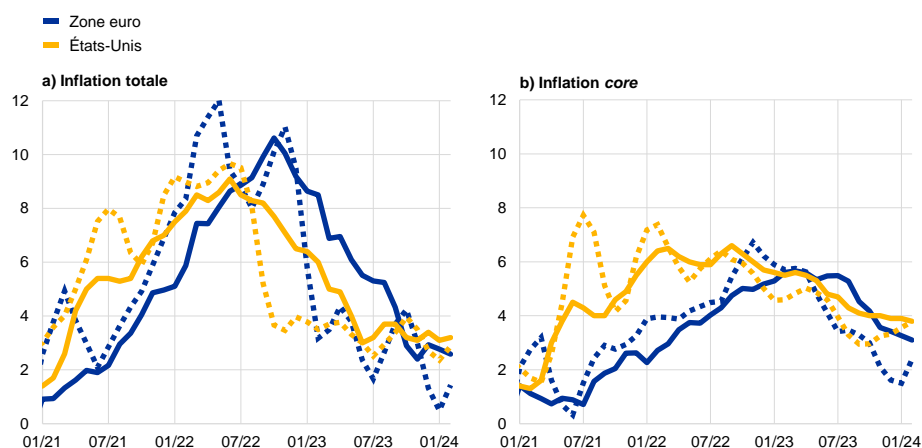
Anna Beschin, Katalin Bodnár, Ramon Gomez-Salvador, Eduardo Gonçalves, Marcel Tirpák et Marco Weißler

Les niveaux de l'inflation totale et de l'inflation core, ainsi que la dynamique du momentum dans la zone euro sont actuellement légèrement plus faibles qu'aux États-Unis. En pourcentage annuel, l'inflation totale a baissé plus vite et à partir d'un pic plus élevé dans la zone euro qu'aux États-Unis – revenant de 10,6 % en octobre 2022 à 2,6 % en février 2024 dans la zone euro et de 9,1 % en juin 2022 à 3,2 % en février 2024 aux États-Unis ¹. Le momentum (mesuré comme la croissance en glissement sur trois mois annualisé) est également plus faible dans la zone euro, tant pour l'inflation totale que pour l'inflation core (graphique A). Dans les deux zones économiques, la baisse des prix de l'énergie et le ralentissement de la hausse des prix des produits alimentaires ont constitué des déterminants importants du recul de l'inflation totale, tandis que l'inflation core demeure élevée dans les deux économies ².

Graphique A

Inflation totale, inflation core et leur momentum dans la zone euro et aux États-Unis

(variations annuelles en pourcentage, variations en pourcentage en glissement sur trois mois annualisé)



Sources : Eurostat et Bureau of Labor Statistics.

Notes : Zone euro : inflation mesurée par l'IPCH ; États-Unis : inflation mesurée par l'IPC. Les lignes en pointillés représentent le momentum. Les dernières observations se rapportent à février 2024.

¹ Cf. l'encadré intitulé « Évolutions de l'inflation dans la zone euro et aux États-Unis », *Bulletin économique*, n° 8, BCE, 2022.

² Il existe des différences entre la zone euro et les États-Unis s'agissant de la classification de certaines catégories dans les statistiques relatives à l'inflation. En particulier, la restauration fait partie des prix des services dans la zone euro et des prix des produits alimentaires aux États-Unis. Dans le même temps, les boissons alcoolisées et le tabac figurent dans les prix des produits alimentaires dans la zone euro et dans les prix des biens aux États-Unis.

La hausse des prix des services maintient l'inflation core à un niveau élevé dans les deux zones économiques.

Aux États-Unis, l'inflation *core* a atteint un pic à 6,6 % en septembre 2022, avant de revenir à 3,8 % en février 2024. Dans la zone euro, elle a atteint son pic plus tardivement, à 5,7 % en mars 2023, et a baissé à 3,1 % en février 2024. Dans les deux économies, l'inflation *core* demeure persistante, la hausse des prix des services en étant le déterminant principal. Au cours des dernières années, la hausse des prix des services a été plus forte aux États-Unis que dans la zone euro (graphique B, partie a). La persistance aux États-Unis est principalement liée à une hausse des loyers obstinément élevée (même si elle se ralentit), qui réagit seulement lentement au ralentissement significatif de la hausse des loyers dans les nouveaux contrats. La hausse des loyers représente plus de la moitié de l'inflation *core* pour les services aux États-Unis, ce qui en fait un déterminant important de la dynamique de l'inflation *core*. Hors loyers, l'inflation *core* pour les services se situe actuellement à 4,4 %. Ce niveau est supérieur à sa moyenne pré-pandémique de 2 % environ et il est fortement lié à la hausse des prix dans les secteurs des transports et des loisirs. Dans la zone euro, les hausses des loyers ont été plus modérées et l'inflation pour cette composante contribue nettement moins à l'inflation dans les services³. Cette dernière s'établit à 4,0 % (le même taux qu'en excluant les loyers) et également bien au-dessus de sa moyenne pré-pandémique de 1,9 %. La hausse des prix pour le tourisme et les services de loisirs (nécessitant des contacts plus nombreux), qui s'établit à 4,5 %, est également plus élevée que la hausse totale des prix des services dans la zone euro, malgré de fortes baisses au cours de l'année 2023.

En revanche, la hausse des prix des biens s'est fortement ralentie dans les deux économies, la baisse s'étant amorcée nettement plus tôt aux États-Unis.

La hausse des prix des biens s'est sensiblement ralentie dans les deux économies, en ligne avec la normalisation des chaînes d'approvisionnement au niveau mondial, la baisse des prix des matières premières et le resserrement de la politique monétaire (graphique B, partie b). Cette tendance a été renforcée par la réorientation des dépenses de consommation des biens vers les services depuis le début de la réouverture de l'économie après la pandémie. Aux États-Unis, la contribution de la hausse des prix des biens à l'inflation totale est déjà légèrement négative, en ligne avec les tendances pré-pandémiques. Dans la zone euro, la hausse des prix des biens reste légèrement plus élevée que sa moyenne de long terme et que celle enregistrée aux États-Unis. Cette situation est probablement liée à un effet décalé du choc énergétique après l'invasion de l'Ukraine par la Russie, qui a touché la zone euro plus fortement, ainsi qu'à des différences dans le calendrier du resserrement monétaire⁴.

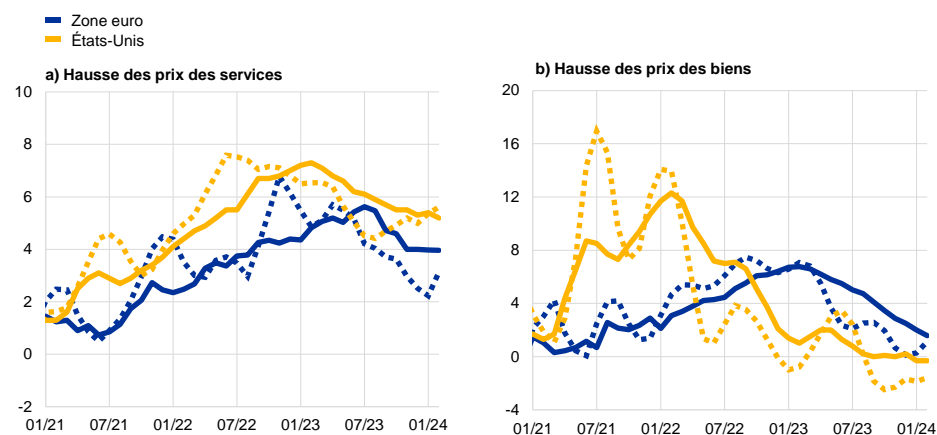
³ En 2023, le poids moyen des loyers dans l'inflation *core* pour le secteur des services s'est établi à 57 % aux États-Unis – le loyer de la résidence principale représentant 13 %, tandis que l'équivalent du loyer pour les propriétaires a atteint 44 % – et ce poids est ressorti à 13 % dans la zone euro. L'équivalent du loyer pour les propriétaires n'est pas inclus dans l'IPCH de la zone euro.

⁴ Les poids relatifs de la hausse des prix des biens et des services diffèrent dans la zone euro et aux États-Unis, ce qui contribue également aux différences observées pour l'inflation *core*. Les services représentent 40 % environ de la hausse de l'IPCH dans la zone euro et 60 % environ de l'IPC aux États-Unis.

Graphique B

Hausse des prix des biens, hausse des prix des services et leur momentum dans la zone euro et aux États-Unis

(variations annuelles en pourcentage, et variations en pourcentage en glissement sur trois mois annualisé)



Sources : Eurostat et Bureau of Labor Statistics.

Notes : Zone euro : inflation mesurée par l'IPCH ; États-Unis : inflation mesurée par l'IPC. Pour la zone euro, la hausse des prix des biens se rapporte aux biens industriels non énergétiques. Les lignes en pointillés représentent le momentum. Les dernières observations se rapportent à février 2024.

Les mesures de l'inflation sous-jacente se sont généralement inscrites en baisse par rapport à leurs points hauts respectifs tant dans la zone euro qu'aux États-Unis (graphique C). Ces mesures, qui visent à capturer la composante plus persistante de l'inflation et se rapportent à l'IPCH dans la zone euro et à l'indice relatif aux dépenses de consommation personnelles (*personal consumption expenditures*, PCE) aux États-Unis, ont considérablement augmenté après la pandémie de coronavirus (COVID-19), mais ont généralement commencé à fléchir en 2023⁵. La fourchette des indicateurs a commencé à franchir le seuil de 2 % au cours des derniers mois. Dans les deux économies, les mesures de la composante persistante et commune de l'inflation (*Persistent and Common Component of Inflation*, PCCI) se situent au bas des fourchettes respectives. Cela reflète, en partie, le fait que la PCCI extrait des signaux de manière plus rapide à partir de la dynamique mensuelle des prix pour de nombreuses rubriques⁶. Dans la zone euro, l'indicateur relatif à l'inflation intérieure, qui inclut les rubriques de l'IPCH dont l'intensité en importations est faible, est actuellement la mesure la plus élevée et la plus persistante, démontrant l'importance des tensions sur les prix dans l'économie intérieure, telles que les évolutions des salaires et des profits⁷. Aux États-Unis, l'indicateur conjoncturel relatif à l'inflation *core*, qui suit les évolutions des prix dans les catégories sensibles à l'écart de chômage, se situe dans le haut de la fourchette après avoir atteint des niveaux beaucoup plus élevés que les autres mesures de l'inflation sous-jacente, reflétant probablement une situation toujours

⁵ Pour la zone euro, cf. l'encadré intitulé « [Les mesures de l'inflation sous-jacente : un guide d'analyse pour la zone euro](#) », *Bulletin économique*, n° 5, BCE, 2023. Pour les États-Unis, les mesures de l'inflation sous-jacente sont fondées sur la hausse des dépenses de consommation personnelles (PCE), la mesure privilégiée de la Fed, plutôt que sur la hausse de l'IPC.

⁶ Cf. Bañbura (M.) et Bobeica (M.), « [PCCI – a data-rich measure of underlying inflation in the euro area](#) », *Statistics Paper Series*, n° 38, BCE, 2020.

⁷ Cf. l'encadré intitulé « [Un nouvel indicateur de l'inflation intérieure pour la zone euro](#) », *Bulletin économique*, n° 4, BCE, 2022

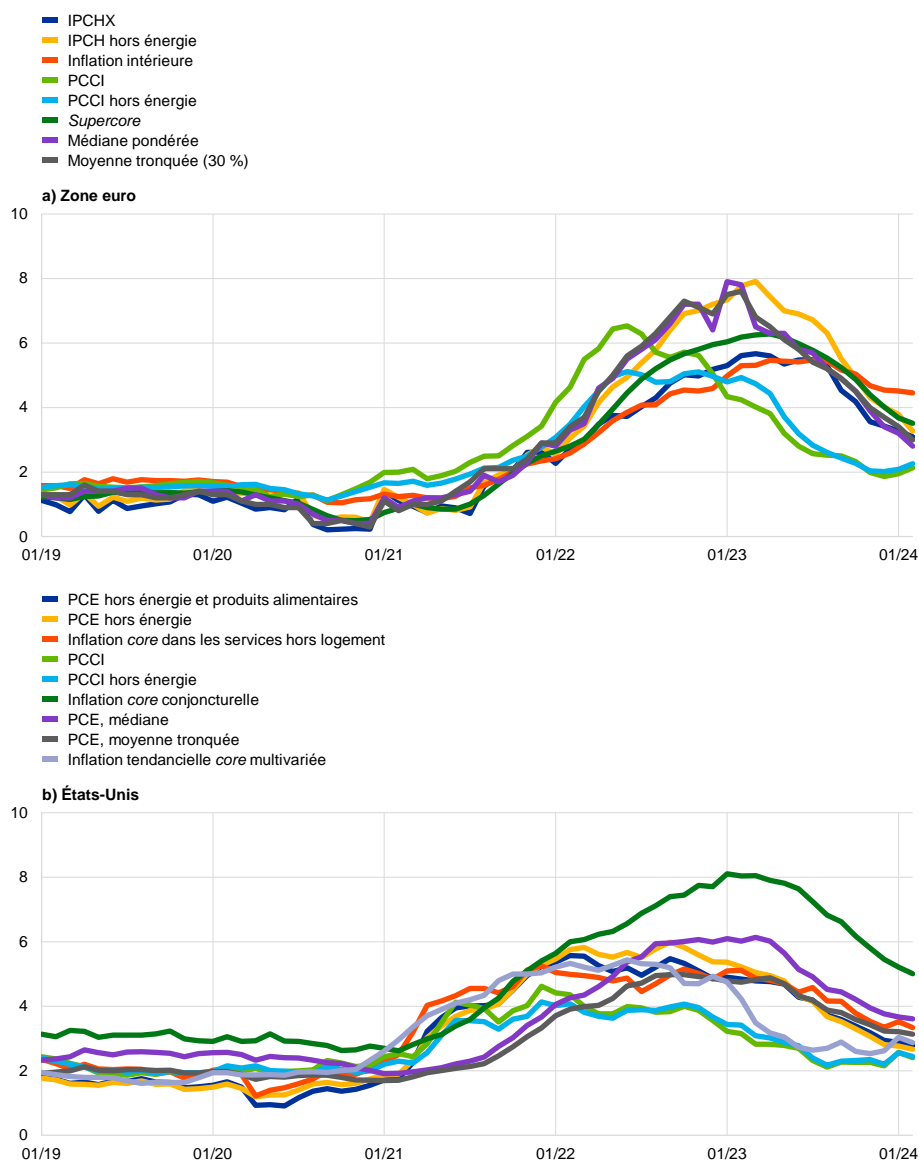
relativement tendue sur le marché du travail aux États-Unis. L'indicateur *Supercore* pour la zone euro, qui suit une approche comparable à l'indicateur conjoncturel relatif à l'inflation *core* aux États-Unis, a affiché des évolutions similaires au cours des 12 derniers mois, mais se situe à présent à un niveau inférieur, cohérent avec la demande plus faible dans la zone euro qu'aux États-Unis ⁸.

⁸ L'indicateur *Supercore* inclut uniquement les rubriques de l'IPCH hors énergie et produits alimentaires (IPCHX) qui sont jugées sensibles à la sous-utilisation des capacités de production, telle que mesurée par l'écart de production. Cf. l'article intitulé « [Les mesures de l'inflation sous-jacente pour la zone euro](#) », *Bulletin économique*, n° 4, BCE, 2018.

Graphique C

Mesures de l'inflation sous-jacente dans la zone euro et aux États-Unis

(variations annuelles en pourcentage)



Sources : Eurostat, Haver Analytics, Bureau of Economic Analysis, Federal Reserve Bank of San Francisco, Federal Reserve Bank of Cleveland, Federal Reserve Bank of Dallas, Federal Reserve Bank of New York et calculs des services de la BCE.

Notes : Pour les mesures relatives à la zone euro, cf. l'encadré intitulé « Les mesures de l'inflation sous-jacente : un guide d'analyse pour la zone euro », *Bulletin économique*, n° 5, BCE, 2023. La PCCI et la PCCI excluant les mesures de l'énergie pour l'indice PCE des États-Unis sont estimées en utilisant la méthodologie présentée dans Bañbura (M.) et Bobeica (E.), *op. cit.* Les dernières observations se rapportent à février 2024. L'IPCHX correspond à l'IPCH hors énergie et produits alimentaires.

La zone euro et les États-Unis se situent à des stades différents du cycle économique, ce qui contribue aux différences en matière d'inflation.

Dans la zone euro, le PIB en volume a largement stagné en 2023 et l'écart de production est ressorti à zéro environ selon les estimations⁹. L'économie américaine, en revanche, a enregistré une croissance soutenue sur la même période, en particulier au second semestre de l'année, et la plupart des organisations internationales estiment que

⁹ Cf. Commission européenne, *Prévisions économiques de l'automne 2023*. Source : Base de données AMECO.

l'écart de production est demeuré positif. De plus, la croissance aux États-Unis est soutenue en particulier par le dynamisme de la consommation, contribuant encore à la hausse des prix à la consommation. Cela contraste avec la croissance anémique de la consommation enregistrée dans la zone euro. Malgré les évolutions conjoncturelles différentes, la politique monétaire a été efficace pour atténuer les tensions inflationnistes dans les deux économies ¹⁰.

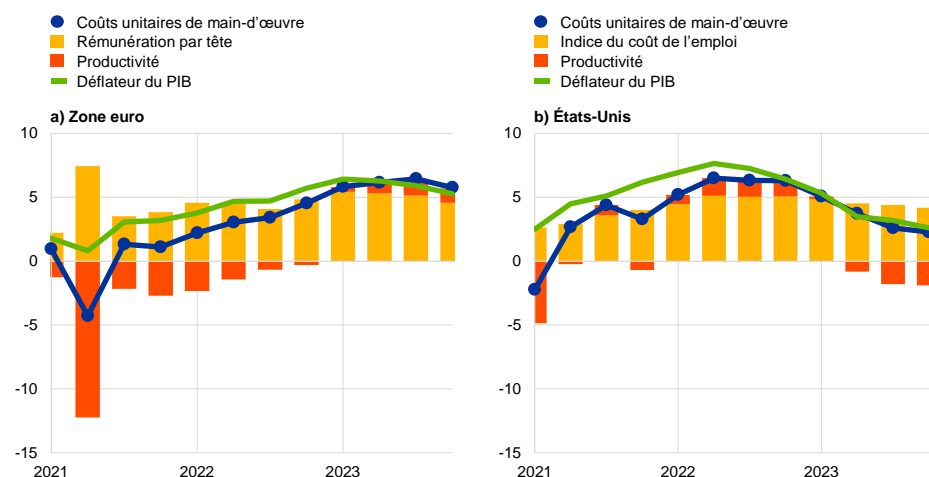
Les positions différentes des deux économies dans le cycle, ainsi que des facteurs institutionnels, se reflètent également dans la croissance des coûts unitaires de main-d'œuvre. La croissance des coûts unitaires de main-d'œuvre reste élevée dans la zone euro, tandis qu'elle s'est ralentie aux États-Unis depuis fin 2022. La différence est liée à la fois aux salaires et à la productivité. La croissance plus élevée des coûts unitaires de main-d'œuvre dans la zone euro en 2023 reflète la croissance plus soutenue des salaires et les évolutions plus faibles de la productivité (graphique D, partie a). Aux États-Unis, en revanche, la croissance des coûts unitaires de main-d'œuvre avait déjà commencé à fléchir en 2023 (graphique D, partie b), en raison à la fois du ralentissement de la croissance des salaires et de la dynamique soutenue de la productivité. Outre les évolutions conjoncturelles, ces différences sont également imputables à des différences institutionnelles sur les marchés du travail entre la zone euro et les États-Unis.

¹⁰ Dans la zone euro, les données tirées de modèles confirment un effet modérateur du resserrement de la politique monétaire sur la hausse de l'IPCH. Cf. l'encadré intitulé « [Une évaluation fondée sur des modèles de l'impact macroéconomique du resserrement de la politique monétaire de la BCE depuis décembre 2021](#) », *Bulletin économique*, n° 3, BCE, 2023.
Pour une analyse de l'impact macroéconomique du dernier cycle de resserrement de la politique monétaire de la Réserve fédérale, cf. D'Amico (S.) et King (T.), « [Past and Future Effects of the Recent Monetary Policy Tightening](#) », *Chicago Fed Letter*, n° 483, Federal Reserve Bank of Chicago, septembre 2023, et Crump (R.), Del Negro (M.), Dogra (K.), Gundam (P.), Lee (D.), Nallamotu (R.) et Pacula (B.), « [A Bayesian VAR Model Perspective on the Lagged Effect of Monetary Policy](#) », *Liberty Street Economics*, Federal Reserve Bank of New York, 21 novembre 2023.

Graphique D

Croissance des coûts unitaires de main-d'œuvre et sa décomposition dans la zone euro et aux États-Unis

(variations annuelles en pourcentage)



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

Notes : La croissance de la productivité fait diminuer la croissance des coûts unitaires de main-d'œuvre, elle apparaît donc avec un signe inversé dans la décomposition. En 2021, la croissance des coûts unitaires de main-d'œuvre a été affectée par les évolutions de la rémunération par tête et de la productivité intervenues en 2020, reflétant l'impact des dispositifs de maintien de l'emploi. Les dernières observations se rapportent au quatrième trimestre 2023.

Dans la zone euro, le rythme de la croissance des salaires semble avoir atteint son pic vers mi-2023, tandis qu'aux États-Unis, il s'est ralenti à partir de niveaux élevés depuis fin 2022.

Dans la zone euro, la croissance des salaires s'est redressée à partir de niveaux relativement faibles début 2021, les salariés cherchant à récupérer le pouvoir d'achat perdu sous l'effet de l'inflation élevée dans un contexte de tensions sur les marchés du travail. Elle a commencé à se ralentir en 2023, tout en demeurant nettement supérieure aux moyennes antérieures. Aux États-Unis, les tensions sur le marché du travail ont commencé à diminuer fin 2022, comme reflété par une baisse du ratio entre les emplois vacants et le chômage, et la croissance des salaires a par la suite commencé à se ralentir à partir de niveaux élevés. En dépit de sa baisse lente, mais régulière, la croissance des salaires aux États-Unis demeure supérieure aux niveaux que le Système fédéral de réserve considère comme compatibles avec sa cible d'inflation¹¹. Le pic de tensions sur les salaires plus tardif dans la zone euro par rapport aux États-Unis s'explique par des facteurs tant conjoncturels que structurels. Plus précisément, le caractère plus flexible du marché du travail américain rend la croissance des salaires plus sensible aux évolutions des tensions sur ce marché¹². De plus, la couverture par une convention collective est plus élevée dans la zone euro, mais c'est le cas également pour la coordination des salaires. Les négociations salariales se déroulent principalement au niveau sectoriel, ce qui entraîne une réponse plus

¹¹ Cf., par exemple, les remarques introductives du Président Powell (*opening remarks by Chair Powell*) au Spelman College le 1^{er} décembre 2023.

¹² Cf. l'encadré intitulé « Les évolutions du marché du travail dans la zone euro et aux États-Unis en 2022 », *Rapport annuel*, BCE, 2022, et l'encadré intitulé « Comparaison des évolutions du marché du travail dans la zone euro et aux États-Unis et de leur impact sur les salaires » dans l'article intitulé « Les évolutions des salaires et leurs déterminants depuis le début de la pandémie », *Bulletin économique*, n° 8, BCE, 2022.

échelonnée des salaires à l'impact des chocs. En revanche, le modèle de négociations salariales à l'échelle des entreprises qui prédomine aux États-Unis peut conduire les salaires à réagir plus rapidement aux conditions qui prévalent sur le marché du travail.

Au second semestre 2023, la croissance de la productivité du travail a été inférieure à sa tendance pré-pandémique dans la zone euro, tandis qu'elle s'est accélérée aux États-Unis. Ces différences reflètent en partie des facteurs à la fois structurels et conjoncturels. S'agissant des différences structurelles, le taux de croissance de la productivité du travail était déjà plus faible dans la zone euro qu'aux États-Unis avant la pandémie. Sur la période allant de 2016 à 2019, le taux de croissance annuel moyen de la productivité s'établissait à 0,6 % environ dans la zone euro et à 1,1 % environ aux États-Unis. Ces différences structurelles ont trait, entre autres facteurs, au manque d'entreprises se situant à la frontière technologique mondiale et à la diffusion plus lente des nouvelles technologies, qui ont entraîné une croissance plus lente du stock de capital et de la productivité globale des facteurs dans la zone euro ¹³. Du point de vue conjoncturel, la croissance de la productivité s'est ralentie dans la zone euro – un comportement cyclique commun aux marchés du travail plus rigides de la zone euro, où les entreprises ont tendance à maintenir des sureffectifs durant les périodes de croissance faible ou négative du PIB ¹⁴. En revanche, la croissance de la productivité du travail supérieure à la moyenne enregistrée aux États-Unis au second semestre 2023 a résulté d'une croissance du PIB exceptionnellement forte. Cette évolution a fait suite à une croissance négative de la productivité en 2022, en raison de la reprise soutenue de l'emploi dans les services après la réouverture de l'économie après la pandémie. Dans la zone euro, l'accélération attendue de la croissance du PIB et un redressement de la productivité à des niveaux proches des tendances pré-pandémiques devraient favoriser le ralentissement de la croissance des coûts unitaires de main-d'œuvre à l'avenir.

¹³ Cf., par exemple, l'encadré intitulé « [Dynamisme de la productivité des entreprises dans la zone euro](#) », *Bulletin économique*, n° 1, BCE, 2022.

¹⁴ Cf. également Arce (O.), Consolo (A.), Dias da Silva (A.) et Mohr (M.), « [More jobs but fewer working hours](#) », *The ECB Blog*, 7 juin 2023.

2 Pourquoi l'intensité en importations du PIB s'est-elle ralentie en 2023 ?

Laura Lebastard, Laura Olivero et Giacomo Pongetti

En 2023, les importations de la zone euro ont été atones malgré l'assouplissement significatif des goulets d'étranglement au niveau de l'offre.

Pendant la pandémie, les échanges commerciaux de la zone euro ont diminué plus fortement que l'activité économique, les goulets d'étranglement au niveau de l'offre limitant les échanges de biens et les restrictions de déplacement freinant les échanges de services, en particulier dans les secteurs des voyages et du tourisme ¹. Néanmoins, après un rebond observé mi-2022, le ratio importations/PIB de la zone euro est revenu à un niveau plus bas depuis le premier trimestre 2023, bien au-dessous de sa tendance de long terme (graphique A, partie a). Cette évolution peut être attribuée à la faiblesse actuelle des importations, qui est relativement homogène à travers les pays de la zone euro et touche les grands comme les petits pays (graphique A, partie b). Dans cet encadré, nous nous intéressons aux facteurs qui ont entraîné un fléchissement de l'intensité en importations du PIB de la zone euro en 2023. Nous montrons que cet affaiblissement s'explique principalement par la composition de la croissance du PIB à la suite d'une période d'atonie des exportations et de la consommation, composantes du PIB qui sont parmi les plus intensives en importations. Par ailleurs, nous démontrons que la réduction des stocks a également joué un rôle important dans la baisse de l'intensité en importations du PIB.

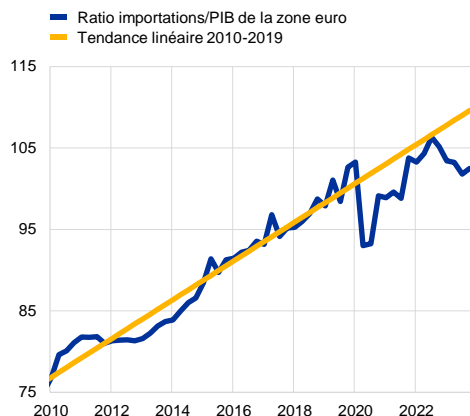
¹ Cf. l'encadré intitulé « [L'impact sur les échanges commerciaux des goulets d'étranglement au niveau de l'offre](#) », *Bulletin économique*, n° 6, BCE, 2021, et l'encadré intitulé « [Évolutions du secteur du tourisme durant la pandémie de COVID-19](#) », *Bulletin économique*, n° 8, BCE, 2020.

Graphique A

Ratio importations/PIB pour la zone euro

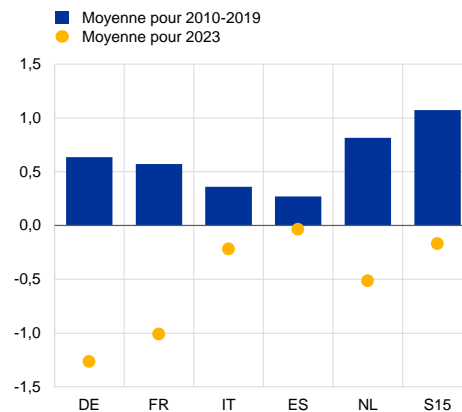
a) Agrégat pour la zone euro

(indice : 2019 = 100)



b) Pays de la zone euro

(variations trimestrielles en pourcentage)



Source : Eurostat.

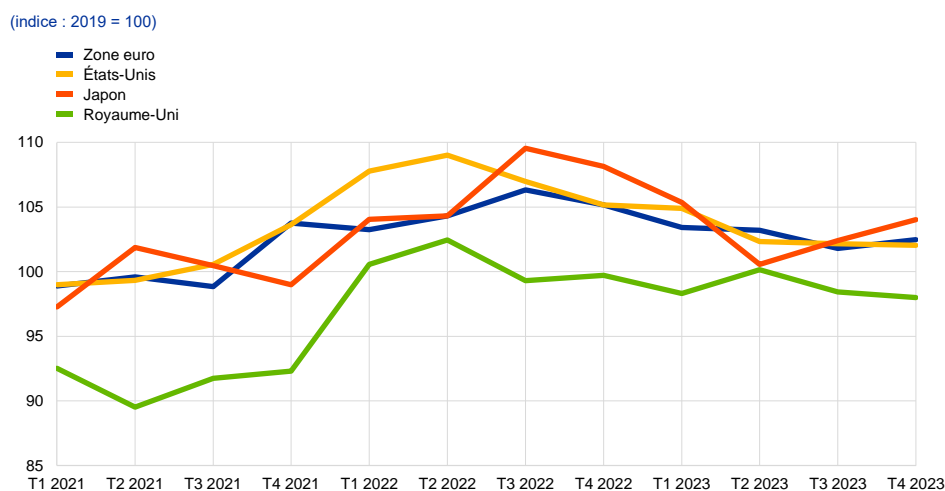
Notes : La partie a se rapporte aux importations en volume de biens et services intra-zone euro et hors zone euro. La partie b se rapporte aux importations en volume totales de biens et services. S15 désigne les 15 plus petits pays de la zone euro. Le ratio pour ces 15 plus petits pays est une moyenne pondérée. Les dernières observations se rapportent au quatrième trimestre 2023.

En 2023, le ralentissement de la croissance des importations par rapport à l'activité économique n'était pas limité à la zone euro, mais généralisé dans toutes les économies avancées. Les économies les plus avancées ont observé un ralentissement similaire de leur ratio importations/PIB en 2023 (graphique B). La faiblesse du commerce mondial pendant l'année a reflété une composition de l'activité économique mondiale moins intensive en échanges commerciaux, parallèlement à la résorption des arriérés de commande et des activités antérieures de constitution de stocks ².

² Cf. encadré intitulé « Le commerce mondial dans l'environnement post-pandémie », *Bulletin économique*, n° 1, BCE, 2024.

Graphique B

Ratio importations/PIB pour une sélection d'économies avancées



Sources : Eurostat et base de données des « Perspectives de l'économie mondiale » du FMI.

Notes : Pour les États-Unis, le Japon et le Royaume-Uni, ce graphique fait référence aux importations en volume totales de biens et services. Pour la zone euro, il fait référence aux importations en volume de biens et services intra-zone et hors zone. Les dernières observations se rapportent au quatrième trimestre 2023.

Dans la zone euro, la composition de la demande et la réduction des stocks peuvent largement expliquer la baisse des importations et, par conséquent, celle de l'intensité en échanges du PIB en 2023.

Comme dans le cas d'autres économies avancées, l'un des facteurs à l'origine de la faiblesse des importations de la zone euro est la modification de la composition de la demande en faveur de composantes moins intensives en échanges. Les mesures agrégées de l'activité économique, comme le PIB, ne sont pas une mesure idéale de la demande d'importations, en raison du poids élevé de leurs composantes moins intensives en échanges commerciaux telles que les dépenses publiques, qui ont tendance à être contracycliques en période de récession ou de faible croissance. Pour tenir compte de ces effets de composition, il est utile de prendre comme mesure la demande ajustée en fonction de l'intensité en importations (*import intensity-adjusted demand*, IAD), qui attribue des pondérations plus élevées aux composantes les plus intensives en importations du PIB telles que les exportations et les investissements³. L'utilisation de l'IAD et d'un indicateur retardé des stocks dans un cadre de régression simple montre que la baisse disproportionnée des composantes intensives en importations de la demande finale explique une grande partie de la modération des importations en 2023 (graphique C). Néanmoins, l'évolution du cycle des stocks a également constitué un facteur important, les entreprises écoulant leurs stocks et réduisant par conséquent la demande d'importations⁴.

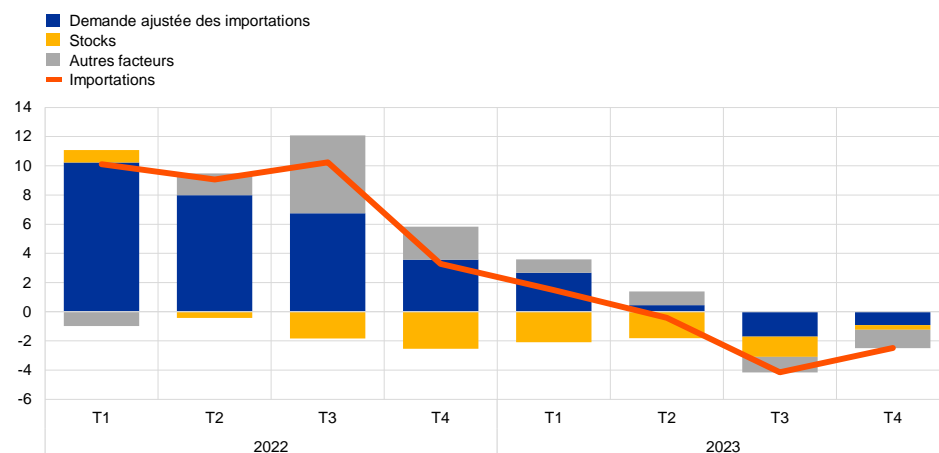
³ L'IAD est une mesure de la demande qui emploie des tableaux entrées-sorties pour inclure à la fois les importations directes et indirectes. Pour de plus amples détails, cf. Bussière (M.), Callegari (G.), Ghironi (F.), Sestieri (G.) et Yamano (N.), « *Estimating Trade Elasticities: Demand Composition and the Trade Collapse of 2008-2009* », *American Economic Journal*, vol. 5, n° 3, juillet 2013.

⁴ L'IAD est typiquement calculée en excluant les stocks, en raison de leur forte volatilité dans les tableaux entrées-sorties.

Graphique C

Décomposition des évolutions des importations dans la zone euro

(variations annuelles en pourcentage)



Sources : Eurostat et Banque asiatique de développement.

Notes : Les pondérations de l'intensité des importations pour l'IAD sont calculées d'après Bussière *et al.* (2013). Les pondérations annuelles sont calculées pour la période 2007-2022 puis moyennées. La régression est obtenue à partir de données trimestrielles pour la zone euro, allant du premier trimestre 1996 au troisième trimestre 2023. Les stocks sont mesurés à l'aide de données tirées d'enquêtes de la Commission européenne.

La réorientation de la demande intérieure des biens vers les services a également contribué à la faiblesse des importations de la zone euro.

Les autres facteurs présentés dans le graphique C pourraient être liés au basculement de la consommation des biens vers les services, ce qui signifie que les dépenses des ménages sont devenues moins intensives en importations au cours de l'année 2023 (graphique D). En effet, la part des importations dans la consommation de biens était de 51 % en 2022, contre 13 % pour la consommation de services ⁵. La croissance plus rapide dans le secteur des services que dans le secteur manufacturier en 2023 reflète les effets différents de la réouverture à la suite de la pandémie, du resserrement de la politique monétaire et de la hausse des prix de l'énergie ⁶. Les importations en volume de gaz et de pétrole dans la zone euro ont baissé de 7 % et 5 % respectivement en 2023 par rapport à 2022, reflétant une consommation d'énergie plus faible due à la flambée exceptionnelle des prix des matières premières énergétiques.

Le ratio importations/PIB de la zone euro devrait se redresser au cours de la période à venir. À moyen terme, la reprise de composantes plus intensives en importations devrait, comme souligné dans les projections macroéconomiques de mars 2024 établies par les services de la BCE, ramener l'intensité en échanges commerciaux du PIB de la zone euro à sa tendance de long terme ⁷. À court terme,

⁵ Les intensités en importations sont calculées d'après Bussière *et al.*, *op. cit.*, et sont très stables dans le temps. La valeur moyenne sur la période 2007-2022 est de 43 % pour les biens et 10 % pour les services.

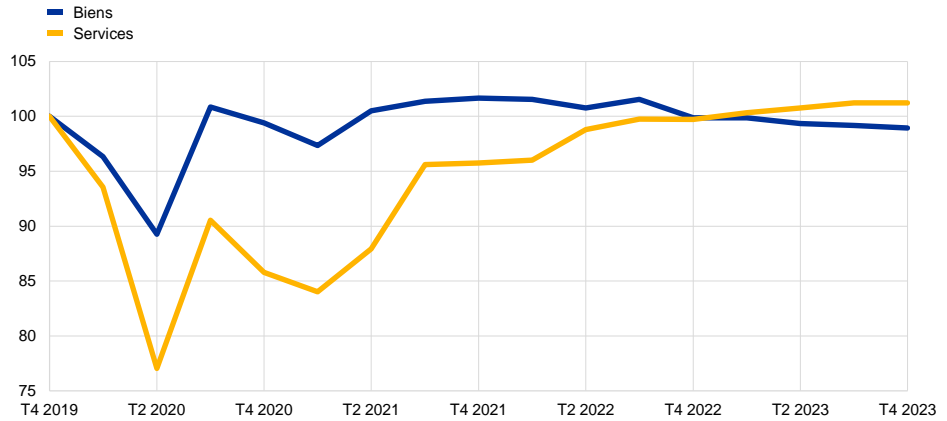
⁶ Cf. encadrés intitulés « [Le rôle des effets de réouverture selon les pays et les secteurs](#) », *Bulletin économique*, n° 6, BCE, 2023 ; « [La politique monétaire et le ralentissement récent du secteur manufacturier et des services](#) », *Bulletin économique*, n° 8, BCE, 2023 ; « [L'impact du renchérissement de l'énergie sur la consommation de services et de biens dans la zone euro](#) », *Bulletin économique*, n° 8, BCE, 2022.

⁷ Cf. « [Projections macroéconomiques pour la zone euro établies par les services de la BCE, mars 2024](#) » publiées le 7 mars 2024 sur le site internet de la BCE.

les indicateurs prospectifs de la consommation signalent une reprise plus robuste de la consommation de biens des ménages en 2024 par rapport aux services. Couplée au ralentissement de la réduction des stocks, cela devrait mener à une plus grande intensité en importations des composantes de la demande.

Graphique D Consommation privée réelle dans la zone euro

(indice : T4 2019 = 100)



Source : Eurostat.

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

3 Quelle charge représentent les coûts du logement pour les ménages ? Éléments tirés de l'enquête de la BCE sur les anticipations des consommateurs

Omiros Kouvavas et Desislava Rusinova

Au cours des derniers trimestres, les ménages de la zone euro ont été confrontés à une hausse des coûts du logement, y compris des coûts des prêts hypothécaires. Selon l'enquête de la BCE sur les anticipations des consommateurs, dans les années qui ont suivi l'apparition de la pandémie et dans le contexte de la forte hausse des prix de l'énergie, les ménages dans les onze plus grands pays de la zone euro ont enregistré une augmentation des coûts du logement, y compris les dépenses de loyer ou l'augmentation des intérêts payés sur les prêts au logement, l'entretien du logement et les services collectifs (tels que le gaz, l'électricité et l'eau) ¹. Le graphique A, partie a) montre la dynamique de la charge mensuelle globale liée au logement pour les propriétaires non accédants (sans emprunts immobiliers en cours), les locataires et les propriétaires accédants. En janvier 2024, les ménages payaient en moyenne 765 euros par mois pour l'ensemble des coûts liés au logement, y compris les services collectifs, l'entretien du logement et les loyers ou les coûts des prêts hypothécaires. Sur la période de juillet 2022 – le début du cycle de relèvement des taux d'intérêts – à janvier 2024, en données cumulées, les coûts moyens du logement déclarés dans l'enquête sur les anticipations des consommateurs ont augmenté d'environ 10,2 %, par rapport à une hausse cumulée de l'indice des prix à la consommation harmonisé (IPCH) de 5,5 %. De plus, la dispersion des coûts du logement mensuels pour chaque statut d'occupation a augmenté. Pour les accédants à la propriété en particulier, les coûts plus élevés sembleraient toucher la partie supérieure de la distribution, le coût pour la partie inférieure restant relativement constant. Cette plus grande dispersion pourrait suggérer des effets hétérogènes entre les accédants, c'est-à-dire que les ménages ayant des prêts hypothécaires existants à taux fixe n'ont pas encore été affectés de manière significative par le resserrement de la politique monétaire de la BCE et les hausses successives des taux d'intérêt, mais ceux qui contractent de nouveaux prêts ou qui renouvellent ou refinancent des prêts hypothécaires existants sont déjà confrontés à des paiements d'intérêt plus élevés.

Les coûts du logement varient selon le statut d'occupation et les pays.

Le graphique A, partie b) montre la variation en pourcentage des coûts du logement de juillet 2022 à janvier 2024 pour l'ensemble des trois catégories de ménages, à savoir les propriétaires non accédants, les accédants et les locataires. Les coûts totaux ont augmenté d'environ 6 % pour les propriétaires non accédants, mais de 12 % et de 9 % pour les accédants et les locataires respectivement. Différents facteurs sont à l'œuvre dans chaque cas : a) pour les propriétaires non accédants, la variation résulte de l'augmentation des coûts de l'entretien du logement, bien que

¹ Pour obtenir des informations générales sur l'enquête sur les anticipations des consommateurs, cf. « *ECB Consumer Expectations Survey: an overview and first evaluation* », *Occasional Paper Series*, n° 287, BCE, décembre 2021.

les coûts des services collectifs aient légèrement diminué en raison de la modération récente des prix de l'énergie après leur hausse au cours de 2022 ; b) pour les accédants, le principal déterminant a été l'augmentation des paiements hypothécaires imputable à la hausse des taux d'intérêt sur les prêts hypothécaires à taux variables existants et, surtout, sur les nouveaux prêts hypothécaires, les prêts renouvelés et les prêts refinancés ; et c) pour les locataires, les coûts ont largement suivi les évolutions des loyers, ainsi que les tendances des prix des services collectifs, les locataires ayant moins de flexibilité pour absorber les dépenses imprévues^{2 3}. S'agissant des différents pays de la zone euro, le graphique A, partie c), montre qu'il existe une importante hétérogénéité des coûts du logement d'un pays à l'autre et que la différence entre les coûts excluant les remboursements des prêts hypothécaires et ceux les incluant est significative, en particulier pour les pays tels que l'Italie et l'Espagne qui ont tendance à avoir une part élevée de prêts hypothécaires à taux variable.

² Pour plus d'informations sur l'impact variable des prix des services collectifs sur les statuts d'occupation, cf., par exemple, Carliner (M.), « *Reducing Energy Costs in Rental Housing – The Need and the Potential* », *Research Brief*, n° 13, n° 2, *Joint Center for Housing Studies of Harvard University*, décembre 2013.

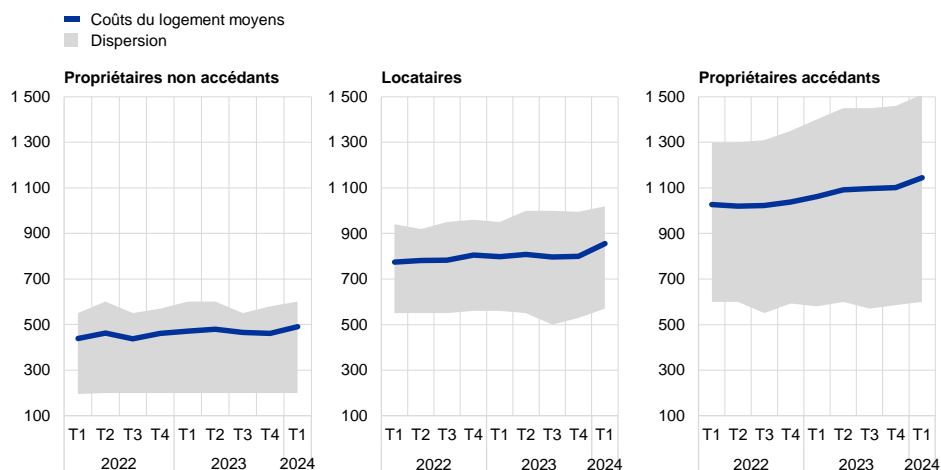
³ Les coûts des prêts hypothécaires représentent une part importante du coût d'usage des logements et leur hausse est liée aux variations récentes des taux d'intérêt. Toutefois, la hausse du coût d'usage des logements est également associée à la baisse observée de longue date de l'investissement dans l'immobilier résidentiel – cf. l'encadré 4 du présent Bulletin économique.

Graphique A

Coûts moyens du logement

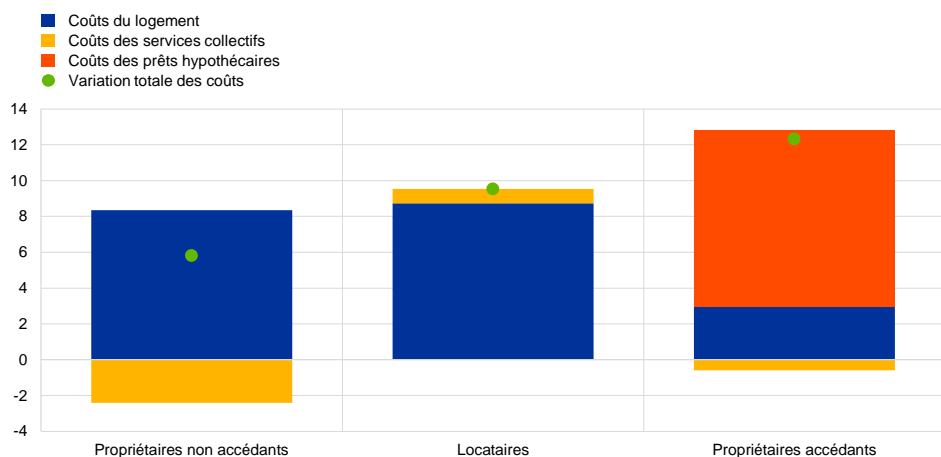
a) Par statut d'occupation au fil du temps

(coûts mensuels en euros)



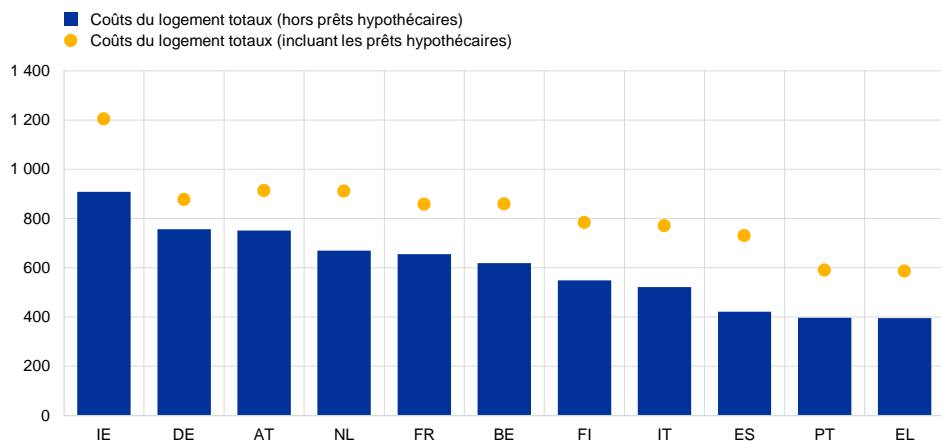
b) Variation cumulée entre juillet 2022 et janvier 2024

(variations en pourcentage ; contributions en point de pourcentage)



c) Par pays pour janvier 2024

(coûts mensuels en euros)



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

Notes : Les calculs sont fondés sur les estimations pondérées. Les coûts totaux moyens du logement comprennent l'entretien du logement et les coûts des services collectifs, ainsi que le loyer pour les ménages locataires ou les remboursements de dette pour les accédants, ces coûts étant winsorisés pour chaque statut d'occupation. On fait l'hypothèse que, pour les accédants, le remboursement de dette consiste principalement en un paiement du principal et des intérêts des prêts hypothécaires. Dans la partie b), les coûts du logement incluent l'entretien du logement et, pour les locataires, ils comprennent également le loyer. Dans la partie c), les pays sont classés en fonction des coûts du logement par ordre décroissant.

Depuis 2022, la croissance du revenu nominal des ménages a largement compensé la hausse des coûts du logement, et le ratio des coûts du logement rapportés au revenu est donc resté relativement stable. Le ratio du coût du logement, défini comme les coûts totaux du logement divisés par le revenu disponible, est resté globalement inchangé depuis début 2022. Le graphique B, partie a) montre que c'est largement le cas pour toutes les catégories, c'est-à-dire les propriétaires non accédants, les locataires et les accédants à la propriété. Les coûts du logement représentent environ 20 % du revenu disponible pour les propriétaires non accédants, 40 % pour les locataires et 35 % pour les accédants. Néanmoins, cette proportion varie selon les groupes de revenu, le ratio du coût du logement ayant légèrement augmenté pour les ménages propriétaires accédants et locataires situés dans les 20 % de revenus supérieurs, mais étant resté relativement stable pour les ménages situés dans les 50 % inférieurs. Cette différence reflète, d'une part, le fait que les ménages à revenus élevés sont plus susceptibles de contracter des prêts hypothécaires et, généralement, pour des montants plus élevés, tandis que, d'autre part, une forte croissance de revenu a été observée pour les ménages à faibles revenus, probablement due en partie aux récentes mesures de soutien du revenu ciblées mises en œuvre par les principaux gouvernements de la zone euro ⁴. Comme le montre le graphique B, partie b), l'inclusion du facteur « coûts des prêts hypothécaires » alourdit considérablement la charge moyenne liée au logement.

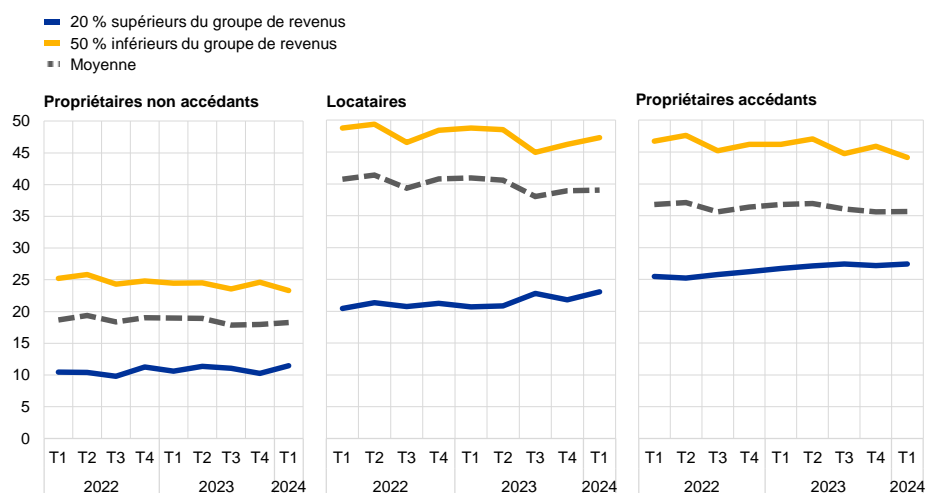
⁴ Cf. l'encadré 5 intitulé « Introduction à la mesure du revenu des ménages », *Bulletin économique*, n° 8, BCE, 2023.

Graphique B

Ratio coût du logement/revenu

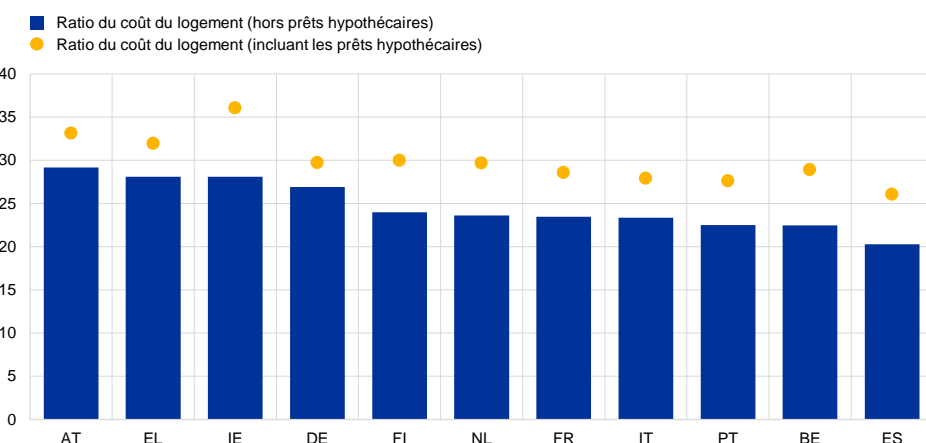
a) Par statut d'occupation au fil du temps

(en pourcentages)



b) Par pays pour janvier 2024

(en pourcentages)



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

Notes : Le ratio du coût du logement est calculé au niveau microéconomique pour chaque ménage en divisant le coût du logement par le revenu disponible du ménage, et le ratio moyen du coût du logement des ménages est ensuite déterminé pour chaque statut d'occupation et pour chaque pays. Les pays sont classés en fonction des valeurs du ratio du coût du logement par ordre décroissant.

Parmi les groupes à faibles revenus, une proportion importante des ménages supporte des coûts du logement excessifs.

Selon la définition d'Eurostat,

les ménages sont considérés comme subissant une charge excessive si le total des coûts liés au logement représente plus de 40 % de leur revenu disponible.

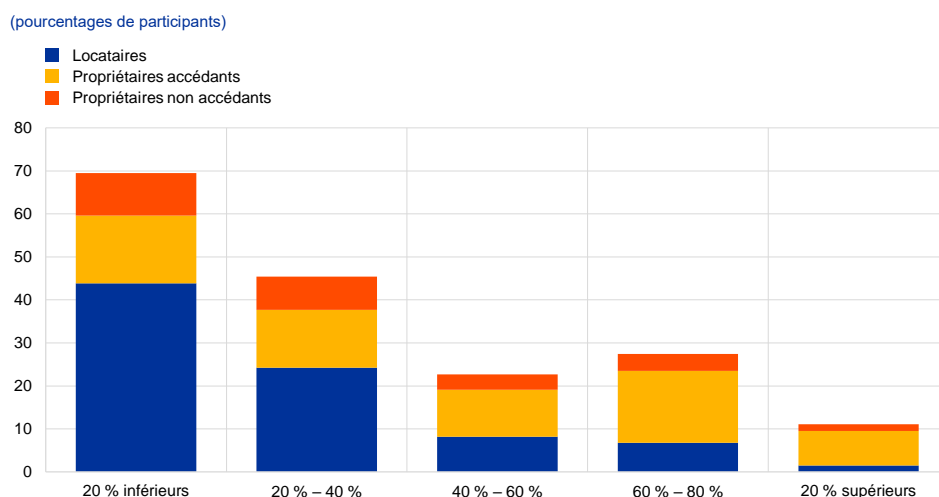
Le graphique C présente le taux de surcharge des coûts du logement pour les onze pays de la zone euro couverts par l'enquête sur les anticipations des consommateurs, ventilé par quintile de revenus et par statut d'occupation.

Les proportions varient considérablement entre les catégories de revenus. Dans le quintile de revenus inférieur, plus de 60 % des ménages subissent une surcharge, et en particulier les ménages locataires. Bien que la proportion de ménages supportant des coûts du logement excessifs dans les quintiles de revenus élevés soit nettement inférieure, elle représente néanmoins environ 45 % des ménages

dans le deuxième quintile de revenus et plus de 20 % de ceux dans le troisième quintile. Les ménages « supportant une surcharge » ayant un revenu plus élevé sont principalement des propriétaires accédants qui rencontrent des difficultés à rembourser leurs prêts hypothécaires. Il est intéressant de noter que la part de ménages supportant une surcharge dans le quatrième quintile de revenus est plus élevée que dans le troisième, en raison des propriétaires accédants. Cela pourrait refléter le fait que, dans l'environnement antérieur de faibles taux d'intérêt, ces ménages ont contracté un nombre disproportionné de dettes hypothécaires par rapport à leurs revenus.

Graphique C

Part des ménages supportant des coûts du logement excessifs par quintile de revenus pour janvier 2024



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

Notes : Les calculs sont fondés sur les estimations pondérées. Le taux de surcharge des coûts du logement correspond à la proportion des ménages ayant des coûts du logement dépassant 40 % de leur revenu disponible et est calculé pour les trois statuts d'occupation. La proportion des ménages supportant une surcharge pour chaque statut d'occupation est ensuite cumulée pour obtenir la part totale des ménages supportant une surcharge par quintile de revenus.

Un plus grand nombre de ménages, et en particulier les ménages à faibles revenus, ont indiqué ces derniers mois qu'ils prévoient de payer en retard leur loyer ou leur prêt hypothécaire et/ou leurs services collectifs. Compte tenu des effets présents et futurs de la hausse des taux d'intérêt et de la perte du pouvoir d'achat liée à l'inflation, la capacité des ménages à supporter les coûts liés au logement et les remboursements des prêts hypothécaires est une source de préoccupation, en particulier pour les ménages à faibles revenus. Ces dernières années, environ 5 à 10 % des ménages à faibles revenus ont déclaré avoir effectué un paiement tardif de leur loyer ou d'un prêt hypothécaire et/ou des services collectifs au cours des trois derniers mois (graphique D, partie a). Ce pourcentage est resté relativement stable au fil du temps, bien qu'il ait légèrement diminué au cours du premier trimestre 2024. En revanche, l'indicateur prospectif du risque de retard de paiement, mesuré comme la proportion des ménages prévoyant un retard de paiement au cours des trois prochains mois, a augmenté considérablement pour les ménages à faibles revenus. Au premier trimestre 2024, la proportion des ménages prévoyant des retards de paiement pour les services collectifs ou le loyer a

dépassé 20 %, contre 15 % en 2023, et a presque doublé pour atteindre 30 % en ce qui concerne les retards de paiement relatifs aux prêts hypothécaires.

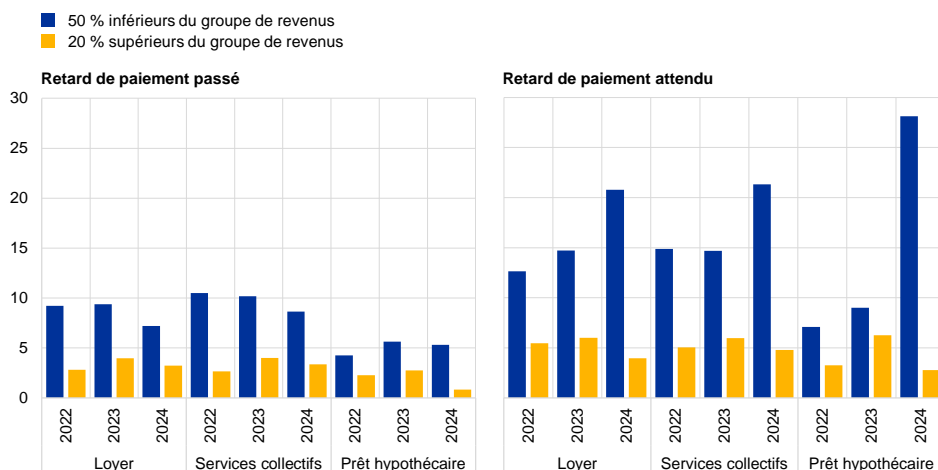
Les ratios du coût du logement sont positivement corrélés à la fréquence des retards de paiement, la plus forte corrélation étant celle des ménages accédants et locataires. Les ratios moyens des coûts du logement rapportés au revenu disponible varient considérablement entre les pays, tout comme la fréquence des retards de paiement pour les ménages des différents statuts d'occupation. Toutefois, la corrélation est forte pour l'ensemble des catégories de propriété (graphique D, partie b). Le risque accru de retard de paiements à mesure que les coûts du logement augmentent est le plus important pour les locataires, qui présentent également les valeurs moyennes les plus élevées pour le ratio du coût du logement et pour la probabilité de retard de paiement. S'agissant des locataires, tout changement d'un des indicateurs, qui tend à être plus important pour les ménages à faibles revenus, doit être suivi attentivement, puisque cela peut avoir des conséquences majeures sur le comportement de consommation et l'endettement de ces ménages.

Graphique D

Retards de paiement

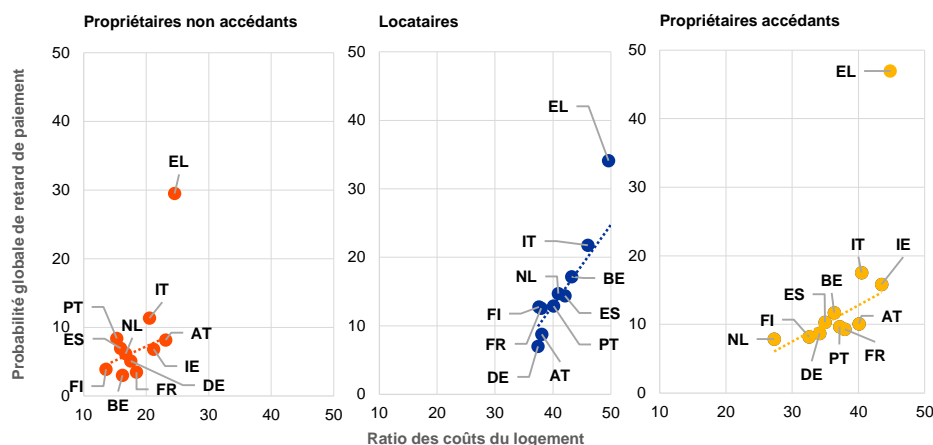
a) Par type de retard de paiement au fil du temps

(pourcentages de participants par revenu)



b) Par statut d'occupation entre les pays

(pourcentages de participants ; pourcentages de revenu)



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

Notes : Les calculs sont fondés sur les estimations pondérées. Dans la partie a), le ratio du coût du logement se rapporte à la somme des catégories de coût pertinentes (à savoir le loyer, ou un prêt hypothécaire, les services collectifs et l'entretien du logement) pour chaque statut d'occupation divisé par le revenu disponible des ménages. L'indicateur de retard de paiement prend une valeur de un si un ménage a effectué un paiement tardif au cours des trois derniers mois dans au moins une des catégories de coût. Les retards de paiement attendus prennent une valeur de un si un ménage prévoit d'effectuer un paiement tardif dans les trois prochains mois dans au moins une des catégories de coût. Les valeurs pour les années 2022 et 2023 sont des moyennes annuelles, tandis que la valeur pour 2024 est pour janvier uniquement. Dans la partie b), le ratio du coût du logement se rapporte au ratio moyen des coûts totaux du logement rapportés au revenu disponible des ménages pour le statut d'occupation respectif, calculé à un niveau microéconomique. La Grèce est exclue des lignes de régression.

L'investissement dans l'immobilier résidentiel et le coût d'usage du logement dans la zone euro

Niccolò Battistini et Johannes Gareis

Dans l'ensemble de la zone euro, l'investissement dans l'immobilier résidentiel a fortement reculé par rapport à son pic d'après la pandémie. L'investissement dans l'immobilier résidentiel dans la zone euro a diminué d'environ 4 % entre le premier trimestre 2022 et le quatrième trimestre 2023, avec une baisse particulièrement forte en Allemagne et en France, une légère hausse en Espagne et une hausse significative en Italie. Le recul de l'investissement dans l'immobilier résidentiel dans la zone euro a été précédé d'une forte augmentation des coûts de construction pendant la pandémie et d'une hausse significative des taux sans risque à long terme depuis le début du récent cycle de resserrement de la politique monétaire qui a débuté fin 2021. La hausse des taux d'intérêt s'est également accompagnée d'un durcissement des critères d'octroi des prêts bancaires, qui a contribué à la hausse des taux appliqués aux prêts hypothécaires et au ralentissement des flux de crédits. Ces évolutions, parallèlement à la baisse des prix de l'immobilier qui a suivi, ont entraîné un renchérissement implicite du coût de la vie pour les propriétaires, mesuré par le « coût d'usage du logement ». Compte tenu des hausses des taux hypothécaires et du fait que les baisses des prix de l'immobilier semblent se ralentir voire s'inverser dans une certaine mesure, la question se pose de savoir comment l'investissement dans l'immobilier résidentiel évoluera au cours de la période à venir. Pour apporter un éclairage sur cette question, cet encadré examine le niveau actuel d'investissement dans l'immobilier résidentiel dans la zone euro en relation avec une nouvelle mesure du coût d'usage du logement ¹.

Le coût d'usage du logement est un déterminant fondamental de l'investissement dans l'immobilier résidentiel ². L'accessibilité au logement peut être mesurée par le coût du capital investi par un ménage dans son logement, autrement dit le coût d'usage du logement ³. Cette mesure correspond au coût d'opportunité, pour un propriétaire, du fait d'occuper un logement par rapport à l'utilité de la consommation d'autres biens et services (actuels ou futurs), ce qui en

¹ Pour une analyse des coûts liés au logement sur la base des données tirées de l'enquête de la BCE sur les anticipations des consommateurs, cf. l'encadré 3 du présent *Bulletin économique*.

² Le coût d'usage du logement détermine le loyer que le ménage propriétaire de son logement devrait payer pour utiliser son logement, le « loyer imputé », il a également été considéré, dans la dernière évaluation de la stratégie de la BCE, comme une mesure possible pour les indices des prix des logements occupés par leur propriétaire afin d'améliorer l'indice des prix à la consommation harmonisé (IPCH). Toutefois, les coûts des logements occupés par leur propriétaire n'ont pas été jugés pertinents, principalement en raison de l'inclusion des paiements d'intérêt, ce qui établirait un lien direct avec les taux d'intérêt directeurs de la BCE. Pour plus de détails, cf. « *Inflation measurement and its assessment in the ECB's monetary policy strategy review* », *Occasional Paper Series*, n° 265, BCE, septembre 2021, et l'article intitulé « *Les logements occupés par leur propriétaire et la mesure de l'inflation* », *Bulletin économique*, n° 1, BCE, 2022.

³ L'accessibilité au logement est également souvent mesurée par les dépenses que les ménages supportent pour financer le logement, ce qui constitue une définition plus étroite de l'accessibilité que le coût d'usage du logement. Pour une comparaison des deux concepts, cf. Haffner (M.) et Heylen (K.), « *User Costs and Housing Expenses. Towards a more Comprehensive Approach to Affordability* », *Housing Studies*, vol. 26, n° 4, 2011, p. 593-614.

fait un déterminant important de l'investissement dans l'immobilier résidentiel ⁴. Le coût d'usage du logement est généralement exprimé en pourcentage de la valeur du logement et recouvre les coûts et les bénéfices qui viennent en compensation. Ceux-ci incluent (1) les charges d'intérêts hypothécaires, qui mesurent le coût du service de la dette pour le financement du logement ; (2) la perte de revenu, qui évalue les bénéfices non réalisés d'un investissement dans un actif autre que l'immobilier résidentiel ; (3) les plus-values attendues, qui reflètent la réduction de coûts résultant de la hausse attendue de la valeur du logement ; (4) le rapport prêt-valeur, qui détermine le poids relatif du coût du service de la dette par rapport à la perte de revenu ; (5) les taxes nettes, y compris la taxe foncière ainsi que les déductions fiscales sur le service de la dette et les taxes sur les revenus perdus ; et (6) d'autres éléments, comme les frais de réparation et d'entretien, la dépréciation et les primes de risque ⁵. Si l'on regroupe les éléments (4), (5) et (6), le coût d'usage du logement s'accroît avec la hausse des coûts du service de la dette, de la perte de revenu, des pertes de capital attendues ou des paiements d'impôts (nets) et autres dépenses, ce qui réduit le montant de l'investissement que les ménages pourraient souhaiter faire dans l'occupation de logements à titre de propriétaire. En résumé, le coût d'usage du logement fournit une mesure large du coût lié au fait de posséder et d'habiter un logement et reflète la consommation de services liés au logement qui sous-tend la décision d'un ménage d'investir dans son propre logement.

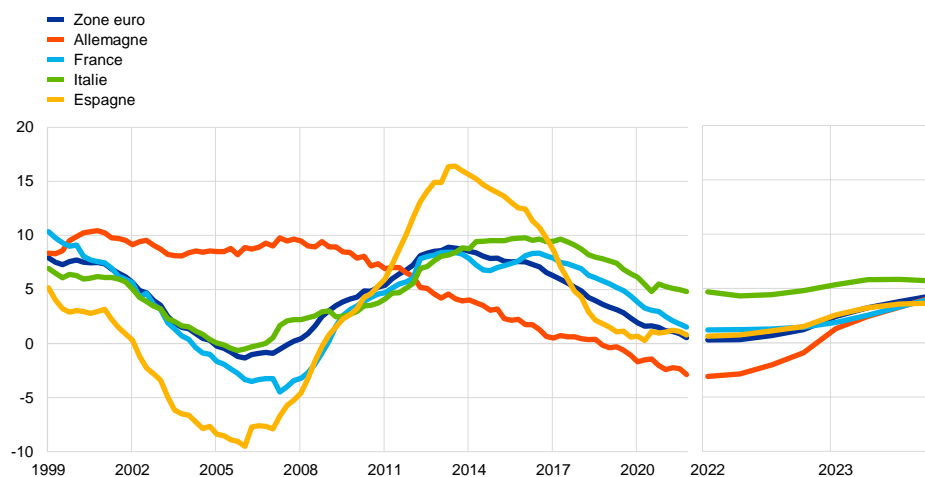
⁴ Un autre déterminant important de l'investissement dans l'immobilier résidentiel est le q de Tobin, qui est le ratio prix du logement/coût de remplacement du logement. Pour une référence classique sur le coût d'usage du logement, cf. Poterba (J.), « *Tax Subsidies to Owner-occupied Housing: An Asset Market Approach* », *Quarterly Journal of Economics*, vol. 99, n° 4, 1984, p.729-752. Pour la définition du q de Tobin, cf. Tobin (J.), « *A General Equilibrium Approach to Monetary Theory* », *Journal of Money, Credit and Banking*, vol. 1, n° 1, 1969, p. 15-29. Pour une application empirique du q de Tobin au marché de l'immobilier résidentiel, cf. l'encadré intitulé « *Evaluating housing market risks using a combined demand-supply framework* », *Macprudential Bulletin*, n° 23, BCE, 2023.

⁵ Le coût d'usage du logement ω est calculé formellement comme suit : $\omega = [\lambda(1 - \tau^M)r^M + (1 - \lambda)(1 - \tau^I)r^F - \pi^e + \kappa](1 + \tau^T)$, avec λ représentant le rapport prêt-valeur, τ^M le taux de déductibilité fiscale des intérêts hypothécaires, r^M le taux hypothécaire, τ^I le taux d'imposition sur les revenus d'intérêt, r^F le taux tiré d'un investissement différent, π^e les plus-values attendues, τ^T le taux des droits de mutation et κ d'autres éléments incluant le taux d'imposition foncier récurrent, les frais d'entretien, la dépréciation et les primes de risque. Cet encadré utilise les données trimestrielles sur les taux d'intérêt des banques appliqués aux nouveaux prêts au logement consentis aux ménages pour mesurer r^M , les taux des *swaps* au jour le jour indexés sur l'inflation à dix ans pour obtenir r^F et la moyenne mobile sur cinq ans de la croissance annuelle des prix de l'immobilier pour calculer π^e . Ces données sont combinées avec des informations sur les taux d'imposition et les caractéristiques structurelles de la construction résidentielle et le financement du logement tirées du *EU Science Hub* (cf. Barrios (S.), Denis (C.), Ivaškaitė-Tamošiūnė (V.), Reut (A.) et Torres (E.V.), « *Housing taxation: a new database for Europe* », *JRC Working Papers on Taxation and Structural Reforms*, n° 08, Commission européenne, 2019). Pour les plus-values attendues, on considère une période de cinq ans qui reflète la tendance des ménages à extrapoler la récente hausse des prix de l'immobilier pour obtenir des anticipations futures. Cf. Muellbauer (J.), « *When is a Housing Market Overheated Enough to Threaten Stability?* », Reserve Bank of Australia, RBA Annual Conference Volume – 2012, dans *Property Markets and Financial Stability*, p. 73-105.

Graphique A

Coût d'usage du logement dans la zone euro

(pourcentages annuels)



Sources : Barrios *et al.* (op. cit.), Eurostat, BCE et calculs de la BCE.

Note : Le coût d'usage du logement pour la zone euro représente la moyenne pondérée des mesures de ce coût au niveau national, en utilisant le patrimoine immobilier des ménages comme facteur de pondération.

Le coût d'usage du logement a fortement augmenté dans la zone euro au cours des deux dernières années, principalement en raison de la hausse du coût du service de la dette.

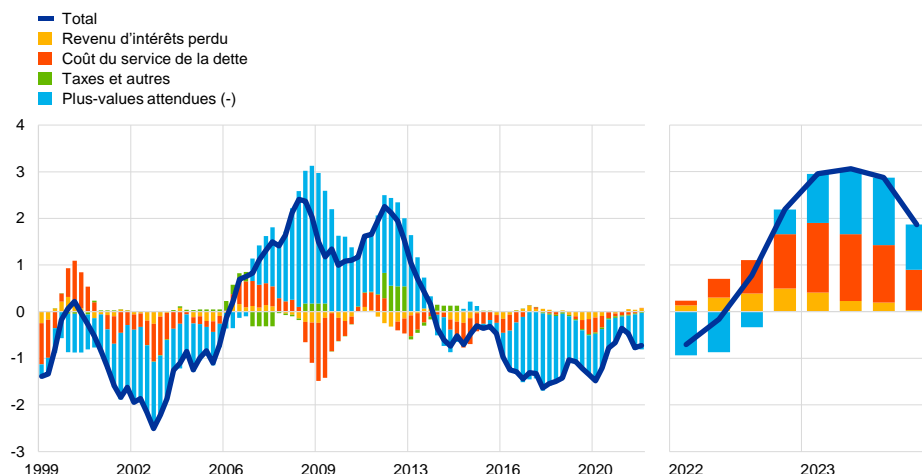
Le coût d'usage du logement a fluctué considérablement dans la zone euro depuis 1999, atteignant un point bas historique au début de la crise financière mondiale en 2007-2008 et un point haut à la fin de la crise de la dette souveraine de la zone euro en 2010-2012 (graphique A). Après le long recul qui a suivi la crise de la dette souveraine, le coût d'usage du logement a fortement augmenté au cours de la récente période de resserrement de la politique monétaire. À l'échelle des pays, la hausse a été particulièrement marquée en Allemagne. S'agissant des déterminants, les fluctuations du coût d'usage du logement sont largement dues aux évolutions des plus-values attendues (graphique B, partie a). Toutefois, la récente hausse résulte essentiellement d'une augmentation du coût du service de la dette, en ligne avec les précédents épisodes de changements significatifs des taux d'intérêt directeurs de la politique monétaire. Alors que la hausse du coût du service de la dette constitue le facteur le plus important en France, en Italie et en Espagne, les moins-values attendues sont plus significatives en Allemagne, reflétant la baisse relativement forte des prix de l'immobilier résidentiel depuis le début du récent resserrement de la politique monétaire (graphique B, partie b).

Graphique B

Déterminants du coût d'usage du logement

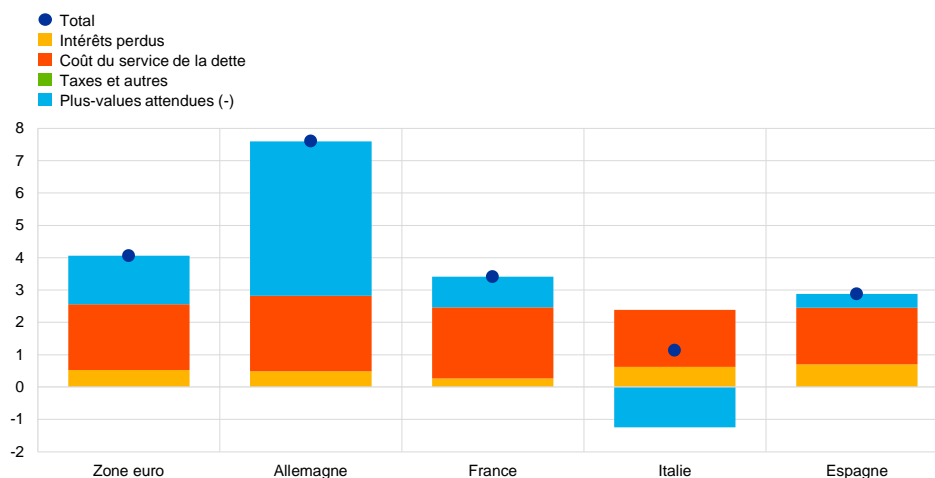
a) Évolution du coût d'usage du logement dans la zone euro

(variations annuelles, points de pourcentage et contributions en points de pourcentage)



b) Variations récentes du coût d'usage du logement dans la zone euro et ses quatre principales économies

(variations entre T1 2022 et T4 2023, points de pourcentage et contributions en points de pourcentage)



Sources : Barrios *et al.* (op. cit.), Eurostat, BCE et calculs de la BCE.

Note : Les plus-values attendues ont compensé les autres coûts du logement et sont par conséquent incluses dans le coût d'usage du logement avec un signe négatif.

Nous utilisons un modèle empirique pour relier le niveau d'investissement dans l'immobilier résidentiel au coût d'usage du logement. Un modèle de régression linéaire relie le niveau d'investissement dans l'immobilier résidentiel aux valeurs contemporaines et décalées du coût d'usage du logement et au niveau décalé du stock de logements. Le modèle reflète donc la relation historique entre l'investissement dans l'immobilier résidentiel et le coût d'usage du logement, où les valeurs décalées du coût du logement permettent la réaction progressive des ménages aux variations des coûts du logement et la modélisation des frictions de marché, telles qu'une pénurie de terrains disponibles ou une bureaucratie

excessive⁶. Si la prédiction du modèle correspond au niveau effectif d'investissement dans l'immobilier résidentiel, les évolutions de celui-ci peuvent être reliées à des variations du coût d'usage du logement et à ses déterminants sous-jacents. Toutefois, si l'investissement dans l'immobilier résidentiel s'écarte temporairement de la prédiction du modèle, cela peut tenir à d'autres raisons et ne pas être explicitement modélisé. Néanmoins, l'investissement dans l'immobilier résidentiel devrait progressivement s'ajuster à la valeur impliquée par le coût d'usage du logement, dans la mesure où l'on s'attend à ce que tout écart important soit corrigé au fil du temps⁷.

L'investissement dans l'immobilier résidentiel dans la zone euro est demeuré supérieur au niveau correspondant au coût d'usage du logement fin 2023, malgré une forte baisse en 2022-2023. D'après les résultats pour la zone euro, l'investissement dans l'immobilier résidentiel et les valeurs prédites à partir du modèle du coût d'usage présentent clairement une relation positive, ce qui confirme que le coût d'usage du logement est un déterminant important de l'investissement dans l'immobilier résidentiel (graphique C, partie a). Dans la période qui a précédé la crise financière mondiale, l'investissement dans l'immobilier résidentiel a dépassé le niveau correspondant au coût d'usage du logement et est ensuite revenu à un niveau inférieur à celui suggéré par le modèle, reflétant l'alternance de phases d'expansion et de récession de l'investissement dans l'immobilier résidentiel sur cette période⁸. Tout en suivant globalement la prédiction du modèle pendant la phase de redressement après la crise de la dette souveraine, l'investissement dans l'immobilier résidentiel a nettement dépassé le niveau correspondant au modèle après la pandémie, ce qui pourrait être le résultat de modifications liées à la pandémie dans les préférences des ménages en matière de logement⁹. Fin 2023, l'investissement dans l'immobilier résidentiel dans la zone euro est resté supérieur de plus de 4 % au niveau prédit par le modèle, même s'il avait déjà fortement baissé. À l'échelle des pays, l'investissement dans l'immobilier résidentiel en Italie au quatrième trimestre 2023 a été nettement supérieur au niveau correspondant au modèle. Cela résulte probablement des incitations fiscales généreuses associées au « superbonus », qui ont tiré l'investissement dans l'immobilier résidentiel jusqu'à un point haut sans précédent au quatrième trimestre 2023, mais ne sont pas prises en

⁶ Pour éviter une sélection *ad hoc* du nombre de valeurs décalées pour le coût d'usage du logement, le modèle est estimé à l'aide d'une régularisation nette élastique en pénalisant les coefficients via une validation croisée. De plus, le modèle assigne une pondération zéro aux observations pour le deuxième trimestre 2020, quand l'investissement dans l'immobilier résidentiel dans la zone euro a nettement diminué en raison des restrictions liées à la pandémie. Cf. Coulombe (P.G.), Leroux (M.), Stevanovic (D.) et Surprenant (S.), « *How is machine learning useful for macroeconomic forecasting?* », *Journal of Applied Econometrics*, vol. 37, n° 5, 2022, p. 920-964.

⁷ Cf. également Kopcke (R.W.), « *The determinants of business investment: has capital spending been surprisingly low?* », *New England Economic Review*, Réserve fédérale de Boston, 1993, p.3-31.

⁸ À l'échelle des pays, cette alternance de phases d'expansion et de récession se reflète en particulier dans les estimations pour l'Espagne, où l'investissement dans l'immobilier résidentiel a dépassé le niveau correspondant au modèle du coût d'usage dans une bien plus grande mesure que dans les autres grandes économies de la zone euro en 2007, et la baisse qui a suivi a été plus prononcée que le niveau correspondant au modèle du coût d'usage.

⁹ Pour une évaluation des évolutions du marché de l'immobilier résidentiel de la zone euro pendant la pandémie, cf. l'article intitulé « [Le marché de l'immobilier résidentiel de la zone euro durant la pandémie de COVID-19](#) », *Bulletin économique*, n° 7, BCE, 2021.

compte dans le coût d'usage (graphique C, partie b) ¹⁰. En revanche, l'investissement dans l'immobilier résidentiel en Allemagne et en Espagne au quatrième trimestre 2023 est ressorti globalement en ligne avec la prédiction du modèle, tandis qu'en France il était inférieur au niveau prédit ¹¹.

¹⁰ Le superbonus octroie des déductions fiscales temporaires sur les dépenses de rénovation efficace du point de vue énergétique et parasismique pour les immeubles résidentiels. Le dispositif a été lancé en 2020 ; il a été modifié plusieurs fois et devrait être progressivement supprimé à partir de début 2024. Cf. « *La dimensione economica del superbonus* », *Documentazione parlamentare*, Camera dei deputati, octobre 2023. Le superbonus étant temporaire et dépendant de la satisfaction à des exigences d'efficacité énergétique, cet encadré fait l'hypothèse que le coût d'usage du logement en Italie n'est pas affecté par cette mesure, en ligne avec les informations disponibles dans la base de données du *EU Science Hub* sur la fiscalité de l'immobilier résidentiel. Si l'on exclut l'Italie, l'investissement dans l'immobilier résidentiel dans la zone euro devrait être plus proche, mais toujours légèrement au-dessus, du niveau correspondant au modèle du coût d'usage au quatrième trimestre 2023.

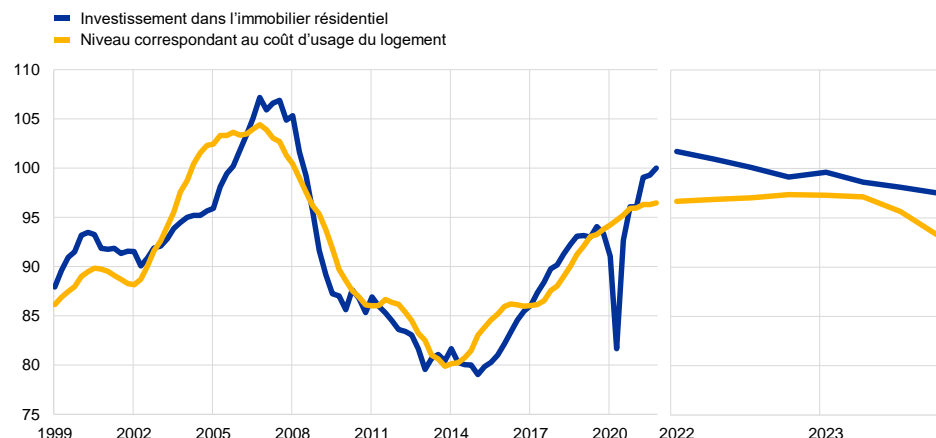
¹¹ Même si le niveau d'investissement dans l'immobilier résidentiel obtenu à partir du coût d'usage du logement n'a pas changé pendant la pandémie, l'investissement effectif dans l'immobilier résidentiel a largement fluctué dans les principales économies de la zone euro, reflétant le calendrier et le caractère relativement contraignant des mesures d'endiguement, l'activité dans la construction étant temporairement à l'arrêt en France, en Italie et en Espagne, tandis qu'elle avait pu se poursuivre en Allemagne. Cf., par exemple, l'étude intitulée « *Impacts of the COVID-19 pandemic on EU industries* », Parlement européen, mars 2021.

Graphique C

Investissement dans l'immobilier résidentiel et niveau correspondant au coût d'usage du logement

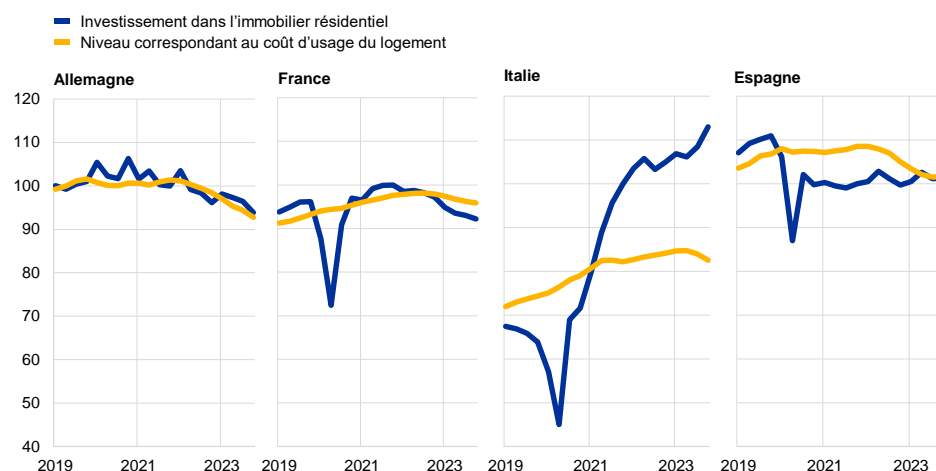
a) Investissement dans l'immobilier résidentiel et prédictions du modèle pour la zone euro

(T4 2021 = 100)



b) Investissement dans l'immobilier résidentiel et prédictions du modèle pour les quatre principales économies de la zone euro

(T4 2021 = 100)



Sources : Barrios *et al.* (*op. cit.*), Eurostat, BCE et calculs de la BCE.

Note : Le niveau correspondant au coût d'usage du logement est le niveau prédit par un modèle de régression linéaire reliant le logarithme de l'investissement dans l'immobilier résidentiel à plusieurs valeurs décalées du coût d'usage du logement et au logarithme décalé du stock de capital immobilier résidentiel pour la période allant du premier trimestre 1999 au quatrième trimestre 2023.

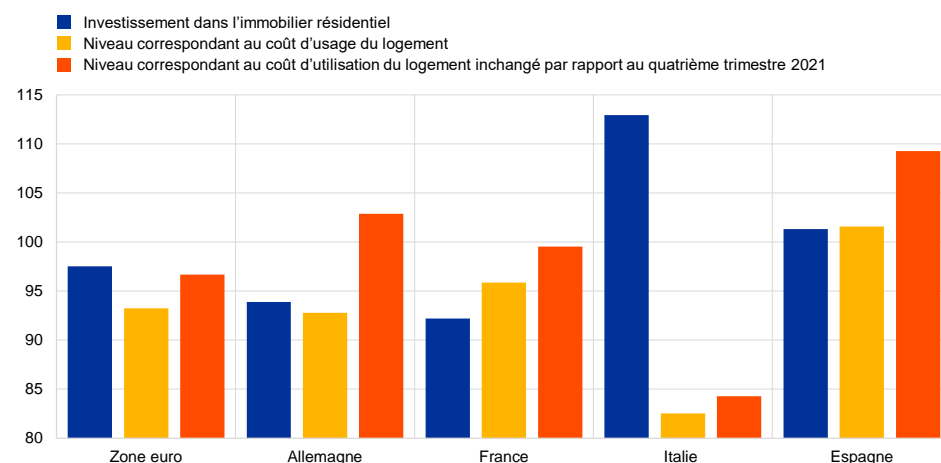
Un scénario contrefactuel pour le coût d'usage du logement illustre les effets modérateurs du récent resserrement de la politique monétaire sur l'investissement dans l'immobilier résidentiel.

Le scénario contrefactuel fait l'hypothèse que le coût d'usage du logement reste constant à partir du quatrième trimestre 2021, quand le cycle de resserrement de la politique monétaire a commencé. Le coût d'usage du logement n'est donc ni directement affecté par le récent resserrement de la politique monétaire via les taux d'intérêt, en particulier les taux hypothécaires, ni indirectement affecté par le ralentissement de la croissance

des prix de l'immobilier résidentiel ¹². Selon cette analyse contrefactuelle, l'investissement dans l'immobilier résidentiel dans la zone euro aurait été supérieur d'environ 4 % fin 2023 à la valeur supposée par le modèle sur la base de l'évolution actuelle du coût d'usage du logement (graphique D). Dans ce contexte, les différences significatives entre pays peuvent être expliquées soit par l'amplitude de la variation des coûts d'usage effectifs (en Allemagne) ou par la sensibilité de l'investissement dans l'immobilier résidentiel aux variations des coûts d'usage sur la base des régularités passées (en Espagne). Globalement, les résultats suggèrent que le récent resserrement de la politique monétaire a eu un impact négatif important sur le niveau d'investissement dans l'immobilier résidentiel dans la zone euro du point de vue du coût d'usage du logement.

Graphique D Analyse contrefactuelle

(T4 2021 = 100)



Sources : Barrios *et al.* (op. cit.), Eurostat, BCE et calculs de la BCE.

Notes : Le niveau correspondant au coût d'usage du logement est le niveau prédit par un modèle de régression linéaire reliant le logarithme de l'investissement dans l'immobilier résidentiel à plusieurs valeurs décalées du coût d'usage du logement et au logarithme de la valeur décalée du stock de capital immobilier résidentiel. Le niveau contrefactuel est le niveau prédit par le modèle en faisant l'hypothèse d'un niveau inchangé du coût d'usage du logement à partir du quatrième trimestre 2021.

L'investissement dans l'immobilier résidentiel dans la zone euro devrait encore se ralentir à court terme. À plus long terme, les évolutions futures du coût d'usage du logement sont essentielles pour les perspectives de l'investissement dans l'immobilier résidentiel dans la zone euro. Le fait que celui-ci soit encore supérieur au niveau correspondant au coût d'usage du logement fin 2023 indique la possibilité d'un nouveau ralentissement de l'investissement dans l'immobilier résidentiel. De plus, même si le coût du service de la dette semble s'être stabilisé, les plus-values attendues pourraient encore diminuer en raison du retard dans leur ajustement aux variations passées, qui exerce une pression à la hausse supplémentaire sur le coût d'usage du logement.

¹² Pour une description de l'impact direct et indirect de la politique monétaire par le biais du canal du coût d'usage du logement, cf. Mishkin (F.S.), « *Housing and the monetary transmission mechanism* », *Proceedings – Economic Policy Symposium – Jackson Hole*, Banque fédérale de réserve de Kansas City, 2007, p. 359-413.

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

Peter Healy, Friderike Kuik, Richard Morris et Michal Slavik

Cet encadré présente une synthèse des conclusions des contacts récents entre les services de la BCE et les représentants de 57 grandes sociétés non financières opérant dans la zone euro. Ces échanges ont eu lieu entre le 11 et le 19 mars 2024 ¹.

Les personnes contactées font état d'une activité modérée en début d'année, mais aussi d'une légère hausse de la demande (graphique A et graphique B, partie a). Au cours des premiers mois de 2024, l'activité a été affectée, dans une certaine mesure, par des conflits sociaux et par les retards de production causés par les attaques continues contre le transport maritime en mer Rouge, mais ces effets ont été plus que compensés par une certaine reprise de la demande de biens manufacturés. Les perceptions demeurent toutefois très variables à la fois d'un secteur à l'autre et au sein des secteurs. Un nombre croissant de personnes contactées ont également souligné les différences entre les taux de croissance dans le sud de l'Europe et l'activité plus modérée au nord de l'Europe, en particulier en Allemagne.

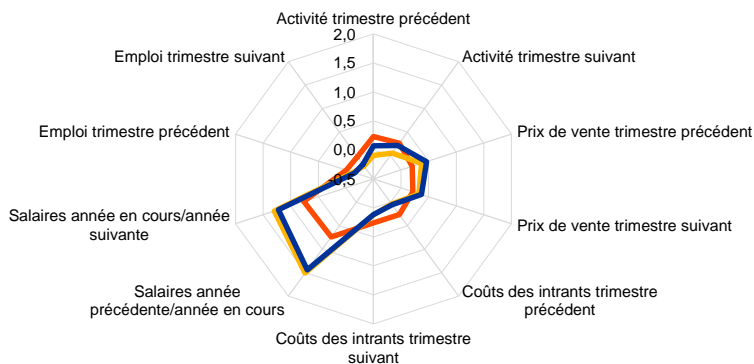
¹ Pour plus d'informations sur la nature et l'objectif de ces contacts, cf. l'article intitulé « [Le dialogue de la BCE avec les sociétés non financières](#) », *Bulletin économique*, n°1, BCE, 2021.

Graphique A

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

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

- Campagne actuelle
- Campagne précédente
- Moyenne historique



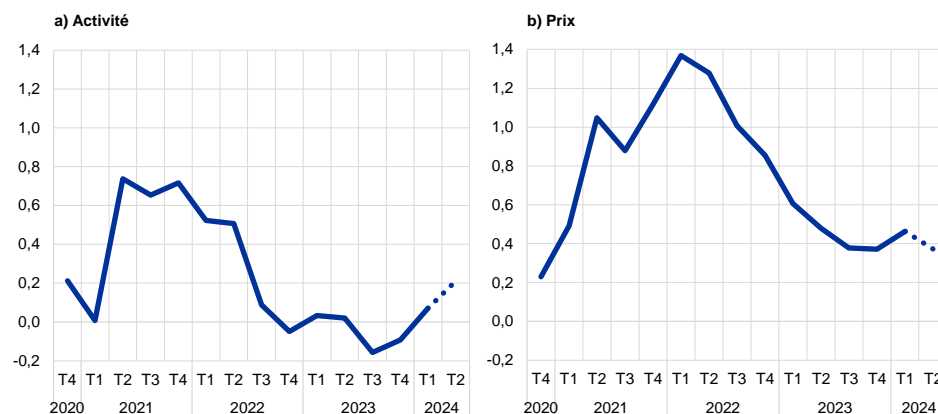
Source : BCE.

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 premier trimestre 2024 et le trimestre suivant au deuxième trimestre 2024, tandis que pour la campagne précédente, il s'agissait du quatrième trimestre 2023 et du premier trimestre 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 reflète une moyenne des scores calculée à partir 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. La ligne pointillée représente les anticipations pour le trimestre suivant.

Dans l'ensemble, la demande s'est légèrement redressée avec la fin du récent cycle de déstockage, et de premiers signes d'une amélioration de la confiance des consommateurs sont apparus. Après plusieurs trimestres de contraction, les contacts dans le secteur des biens intermédiaires ont fait état d'une stabilisation

ou même d'une augmentation de la demande, leurs clients ne réduisant plus leurs stocks. Les personnes contactées dans le secteur des biens de consommation ont évoqué une croissance raisonnable dans l'ensemble. Les segments qui ont récemment enregistré de bonnes performances, tels que les soins à la personne et les biens de luxe, restent sur cette dynamique positive, tandis que la demande en électroménager semble s'être stabilisée (à un niveau toutefois faible). Il a également été rapporté que la demande en biens de consommation électroniques commence à se redresser. Les détaillants restent néanmoins assez pessimistes concernant les perspectives globales du secteur du commerce de détail. En outre, les contacts dans le secteur de l'agroalimentaire n'ont pas encore observé d'inversion du profil de dépenses des consommateurs de produits alimentaires, qui continuent de privilégier les produits les moins chers (*downtrading*), mais pas non plus de nouvelle détérioration. La croissance de la demande de services aux consommateurs semble se maintenir, en particulier dans le tourisme (sur la base, par exemple, des réservations de chambres d'hôtel et des créneaux de décollage et d'atterrissage réservés par les compagnies aériennes), malgré des variations notables d'un pays à l'autre.

Les perspectives d'investissement sont restées plus modérées. Les entreprises ou fournisseurs du secteur des biens d'équipement ont signalé principalement la poursuite du recul de la demande et la baisse de la production, qui reflètent l'effet du resserrement récent de la politique monétaire et de la réduction des arriérés de commande. Les fournisseurs de machines et d'équipements s'attendent à une poursuite de la contraction pendant au moins un ou deux trimestres supplémentaires. Dans le secteur de l'automobile, les ventes décevantes de véhicules électriques ont pesé sur la production de voitures particulières, tandis que la production de véhicules utilitaires enregistre une correction à la baisse à partir de niveaux précédemment élevés. Les perspectives pour le secteur de la construction demeurent moroses, l'importante baisse actuelle de l'activité résidentielle n'étant que partiellement compensée par la croissance des dépenses d'infrastructure. La plupart des entreprises ou fournisseurs du secteur ne s'attendent pas à une reprise de l'investissement résidentiel avant 2025. L'incertitude concernant les prix de l'immobilier, dans un contexte de faibles volumes de transactions, explique en grande partie le ralentissement de l'activité, bien que des signes de reprise des transactions aient été observés à la suite d'une légère baisse des taux hypothécaires.

Les contacts ont généralement confirmé le narratif de base d'une reprise progressive mais modeste de l'activité au cours de l'année. Qu'elles en voient déjà les signes ou non, la plupart des personnes contactées s'accordent à dire que le recul de l'inflation et, de ce fait, l'augmentation des salaires réels devraient conduire à une certaine reprise des dépenses de consommation. Malgré une incertitude géopolitique toujours généralisée, la croissance de la consommation devrait être ensuite suivie par une hausse des investissements. Plusieurs contacts ont néanmoins estimé qu'une baisse des taux d'intérêt serait importante pour stimuler la demande. De plus, certains ont souligné que la croissance dans la zone euro resterait en retard par rapport à celle d'autres régions, en raison d'évolutions démographiques défavorables, de divers obstacles réglementaires et du fait que les

investissements dans certains secteurs sont de plus en plus tournés vers la réalisation d'objectifs climatiques plutôt que vers l'augmentation des capacités de production.

Les personnes contactées ont décrit des perspectives d'emploi moroses, dans un contexte de besoins de recrutement limités et d'accent toujours mis sur la maîtrise des coûts. En dépit de variations considérables entre pays et entre secteurs, la tendance agrégée décrite pour l'emploi est négative, avec des réductions particulièrement concentrées dans les segments à plus forte intensité énergétique des secteurs des biens intermédiaires, de la chaîne d'approvisionnement automobile, de l'agriculture et du commerce de détail. Dans ces secteurs, l'emploi est ajusté à la demande plus faible. Plus globalement, les entreprises cherchent à réaliser des économies liées à des gains d'efficacité là où elles le peuvent, afin de contenir les coûts unitaires de main-d'œuvre dans un contexte de hausse des salaires. Cet ajustement a généralement pu être réalisé en limitant les postes vacants compte tenu des taux élevés de départs à la retraite, de sorte que les licenciements contraints ont été rares. Les agences pour l'emploi ont corroboré la perception d'un marché de l'emploi globalement faible, les entreprises étant réticentes à publier de nouvelles offres d'emploi et les candidats potentiels étant moins enclins à changer d'emploi. Cela étant, les contacts dans les secteurs aux besoins en main-d'œuvre croissants considèrent toujours qu'il est difficile de recruter, que ce soit en général (dans le cas des services à forte intensité de main-d'œuvre) ou pour des compétences précises (par exemple, les compétences nécessaires à la transition énergétique).

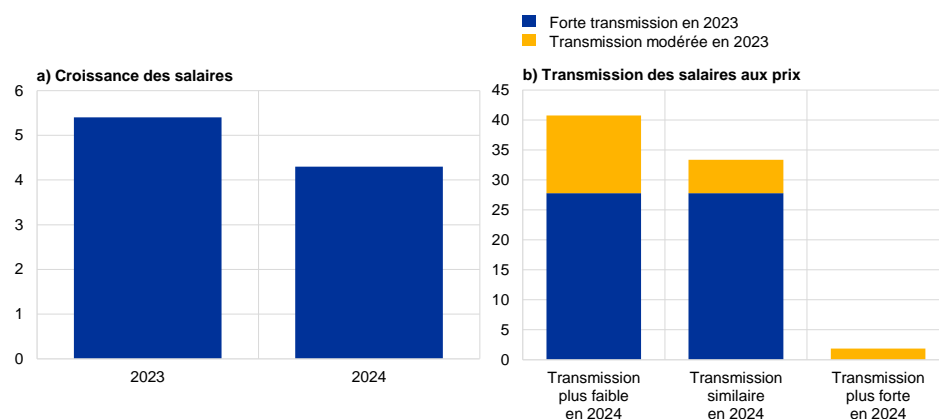
Selon les personnes contactées, la croissance des prix s'est inscrite en légère hausse, en raison principalement d'un rebond des prix de certains biens intermédiaires et services, mais la croissance des prix plus proches du consommateur final a continué de se ralentir progressivement (graphique A et graphique B, partie b). Les prix de biens intermédiaires comme l'acier, les produits chimiques et le papier sont revenus à des niveaux extrêmement bas fin 2023, et bien que la reprise de la demande mentionnée ait soutenu un redressement partiel de ces prix, ils restent à un bas niveau. Dans le même temps, les perturbations du transport maritime en mer Rouge et l'application du système d'échange de quotas d'émission de l'UE au transport entrant et sortant des ports situés dans l'UE sont des facteurs poussant à la hausse les coûts de transport, bien qu'à partir de niveaux faibles. L'environnement général de prix et de coûts dans le secteur industriel est toutefois présenté comme plutôt stable. Les contacts dans les secteurs des biens de consommation et du commerce de détail décrivent un environnement de fixation des prix de plus en plus complexe, caractérisé par des négociations difficiles entre fournisseurs et commerçants, bien qu'il reste plus favorable pour les biens de luxe et les produits de soins à la personne. Les prix des produits alimentaires se sont largement stabilisés et sont même en baisse dans certains cas, bien que des produits spécifiques soient toujours touchés par des pénuries liées au changement climatique. La croissance des prix de vente est restée robuste dans les secteurs des services à plus forte intensité de main-d'œuvre (par exemple, les secteurs des voyages et du tourisme, de l'hôtellerie et des services d'emploi) et dans des

domaines tels que les médias, les télécommunications et les logiciels, tout en commençant à se modérer légèrement.

Graphique C

Évaluation quantitative de la croissance des salaires et de la transmission des salaires aux prix

(partie a : pourcentages ; partie b : pourcentage des déclarants)



Source : BCE.

Notes : Partie a : Perception des personnes contactées concernant la croissance des salaires dans leur secteur en 2023 et leurs anticipations pour 2024. Partie b : Évaluation par les personnes contactées de la mesure dans laquelle les coûts salariaux se sont transmis aux prix de vente dans leurs secteurs en 2023, et si elles s'attendent à ce que la transmission soit plus faible, similaire ou plus forte en 2024. Le graphique exclut les déclarants qui n'ont observé aucune transmission des salaires aux prix en 2023 comme en 2024, car cela ne correspond pas au modèle de fixation des prix ou à la stratégie dans leur secteur (environ un quart des déclarants).

Les personnes contactées continuent d'anticiper un certain ralentissement de la croissance des salaires cette année, indiquant que la transmission aux prix de vente devrait être moins forte que l'année dernière (graphique C).

En prenant une simple moyenne des indications quantitatives fournies, les personnes contactées ont anticipé une baisse de la croissance des salaires, qui reviendrait d'environ 5,4 % en 2023 à 4,3 % en 2024. Ces prévisions sont en ligne avec les indications de la campagne d'enquête menée en janvier 2024. Comme indiqué à l'époque, il existe encore un élément de rattrapage dans les accords salariaux effectifs ou attendus pour 2024 dans certaines entreprises et certains secteurs. Toutefois, la plupart des contacts considèrent désormais que le ralentissement de l'inflation et l'atonie de la demande constituent des facteurs contribuant à la modération, voire à la normalisation, de la croissance des salaires. En 2023, un environnement de fixation des prix toujours dynamique a soutenu la transmission de la hausse des coûts salariaux aux prix. Dans les secteurs industriels en particulier, la baisse des prix des autres intrants (matériaux, énergie et transport par exemple) a permis de maintenir ou même d'augmenter les marges bénéficiaires, en dépit de la hausse des coûts unitaires de main-d'œuvre. En 2024, toutefois, un environnement de prix et de coûts plus stable et une hausse de la compétitivité signifient que l'augmentation des coûts salariaux devra être contrebalancée par les gains de productivité ou davantage absorbée par les marges bénéficiaires.

6 Décomposition de l'inflation mesurée par l'IPCHX en rubriques sensibles à l'énergie et sensibles aux salaires

Bruno Fagandini, Eduardo Goncalves, Ieva Rubene, Omiros Kouvas, Katalin Bodnar et Gerrit Koester

Comprendre le rôle des différents facteurs à l'origine de l'évolution de l'inflation est important pour la politique monétaire.

En raison de leur part importante dans les coûts des intrants, en particulier dans le secteur des services, les variations des coûts salariaux jouent un rôle important dans l'évolution de l'inflation mesurée par l'IPCH hors énergie et produits alimentaires (IPCHX). Les coûts de l'énergie représentent généralement une part plus faible des coûts des intrants que les salaires, mais en cas de fluctuations importantes des prix de l'énergie, ils peuvent également avoir un impact très important sur l'inflation mesurée par l'IPCHX ¹. Si les variations des prix de l'énergie trouvent souvent leur origine dans l'environnement extérieur, les évolutions des salaires sont généralement davantage déterminées au niveau domestique. Dans la mesure où les coûts de l'énergie et des salaires se répercutent sur les prix à la consommation des biens et des services, ils affectent également l'inflation mesurée par l'IPCHX. Par exemple, la forte hausse de l'inflation mesurée par l'IPCHX, qui s'est amorcée au second semestre 2021 et a atteint un point haut début 2023, peut être liée aux effets indirects de la flambée des prix de l'énergie. Le fait que l'inflation mesurée par l'IPCHX ait été relativement persistante encore plusieurs mois après cette période, à un moment où les prix de l'énergie diminuaient, pourrait être lié à une croissance élevée des salaires.

Les données provenant de différentes sources peuvent être rapprochées pour calculer des indicateurs montrant l'importance des coûts de l'énergie et des salaires pour l'inflation mesurée par l'IPCHX.

Les tableaux entrées-sorties d'Eurostat illustrent la structure de l'économie en termes d'intrants utilisés et de production générée dans chaque secteur, ce qui permet d'analyser les liens intersectoriels ². Ces informations peuvent être utilisées pour calculer les parts directes et indirectes des intrants énergétiques et salariaux dans tous les secteurs de l'économie (selon la nomenclature NACE Rév. 2) ³. L'indicateur relatif à l'importance de l'énergie dans l'IPCHX est calculé en estimant les coûts de l'énergie par rapport à la production totale de chaque secteur. Cette estimation prend en compte les coûts directs et les coûts indirects (via l'utilisation d'intrants intermédiaires provenant d'autres secteurs) de l'énergie dans la production des

¹ Cf. l'encadré intitulé « [Les mesures de l'inflation sous-jacente : un guide d'analyse pour la zone euro](#) », *Bulletin économique*, n° 5, BCE, 2023

² Pour plus d'informations, cf. Remond-Tiedrez (I.) et Rueda-Cantuche (J.M.) (eds.), « [EU inter-country supply, use and input-output tables – Full international and global accounts for research in input-output analysis \(FIGARO\)](#) », *Statistical Working Papers*, Eurostat, Union européenne, 2019.

³ Les parts de l'énergie et des salaires estimées aux fins de ces indicateurs sont basées sur le tableau symétrique des entrées-sorties d'Eurostat pour 2019. La classification peut changer lorsque des tableaux d'entrées-sorties plus récents deviennent disponibles.

rubriques de l'IPCHX ⁴. L'indicateur relatif aux salaires est alors obtenu en utilisant la part des salaires dans les coûts totaux des intrants (main-d'œuvre et hors main-d'œuvre). Seuls les coûts directs des intrants liés aux salaires sont pris en compte, car il est probable que les coûts indirects liés aux intrants intermédiaires provenant d'autres secteurs de l'industrie et des services interviennent avec un certain décalage en raison de l'échelonnement habituel de la fixation des salaires. Les variations des coûts des intrants hors main-d'œuvre, tels que les coûts de l'énergie, peuvent également se répercuter plus rapidement sur l'ensemble de la chaîne des prix que les variations des coûts de la main-d'œuvre, car elles sont plus visibles pour tous les acteurs de la chaîne. Les secteurs de l'économie selon la nomenclature NACE Rév. 2 sont ensuite rapprochés avec les 211 rubriques du panier de l'IPCHX (sur la base de la classification COICOP à cinq chiffres), ce qui permet de classer chaque rubrique en fonction de la part de l'énergie et des salaires dans ses coûts. Avec cette approche, il est possible de refléter la sensibilité des rubriques aux variations des coûts de l'énergie et des salaires ⁵.

Les indicateurs montrent que l'énergie représente une part un peu plus élevée des coûts pour les biens industriels non énergétiques que pour les services, tandis que les salaires sont particulièrement importants dans les services (graphique A). Dans la zone euro, les coûts totaux de l'énergie représentent une moyenne pondérée de 5,1 % environ des coûts totaux de production pour les rubriques de l'IPCHX. Cette part est un peu plus élevée pour les biens industriels non énergétiques (6 % environ), reflétant une contribution plus importante des coûts indirects que pour les services (4,5 % environ). Les coûts indirects de l'énergie constituent environ la moitié des coûts totaux de l'énergie dans l'IPCHX et la composante services, mais représentent une part plus importante (environ deux tiers) dans la composante biens industriels non énergétiques. Cela est cohérent avec le fait que les intrants intermédiaires hors main-d'œuvre jouent un plus grand rôle dans la production de biens. En ce qui concerne les salaires, la part directe moyenne des coûts pour les rubriques de l'IPCHX est de 32 %, avec une part légèrement plus élevée dans les services (38 %) et plus faible dans les biens industriels non énergétiques (22 %) ⁶.

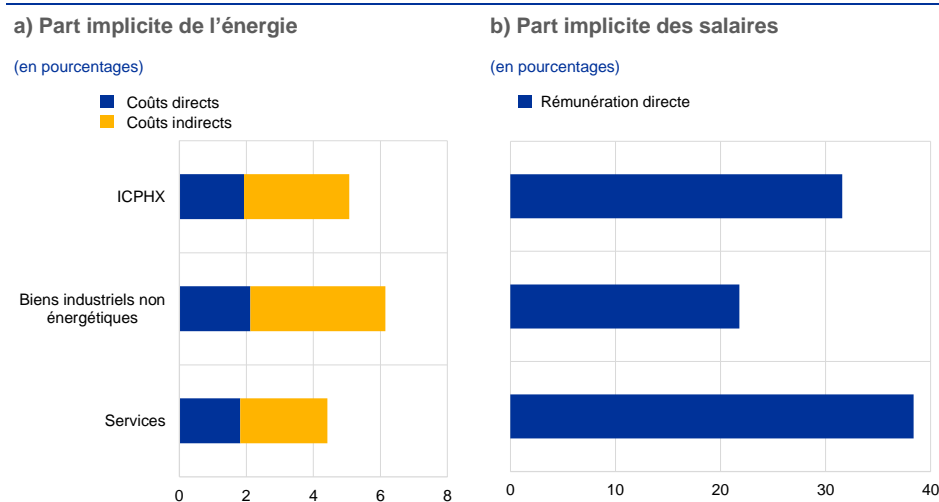
⁴ Ces indicateurs ne rendent pas compte des effets de second tour sur les prix à la consommation via d'éventuels ajustements ultérieurs des prix et des salaires.

⁵ L'utilisation de la classification COICOP à cinq chiffres implique que les indices sont calculés à partir de janvier 2017 (et les taux d'inflation annuels à partir de janvier 2018).

⁶ Les seuils de sensibilité aux salaires et à l'énergie, ainsi que la classification ultérieure des rubriques de l'indice des prix à la consommation, sont affectés selon l'utilisation comme dénominateur de la production totale ou uniquement des intrants totaux (main-d'œuvre et hors main-d'œuvre) et dépendent également de la prise en compte des effets directs ou indirects (via les intrants intermédiaires). Ces choix peuvent générer des taux d'inflation implicites légèrement différents pour l'IPCHX sensible à l'énergie et sensible aux salaires, mais la dynamique de ces taux et leurs indications sur le rôle des coûts des salaires et de l'énergie dans l'évolution de l'inflation mesurée par l'IPCHX sont très comparables et robustes pour tous les choix.

Graphique A

Parts implicites de l'énergie et des salaires dans l'IPCHX de la zone euro



Sources : Eurostat et calculs de la BCE.

Notes : Les parts des coûts directs et indirects sont calculées en utilisant le tableau symétrique des entrées-sorties d'Eurostat pour 2019. L'IPCHX et la hausse des prix des services dans la partie a) excluent les loyers, dont la part des salaires est proche de zéro. Les coûts directs se rapportent à la part de l'énergie utilisée pour la production, tandis que la part indirecte rend compte de l'impact des coûts de l'énergie via l'utilisation d'intrants intermédiaires provenant de tous les autres secteurs de l'économie. Les parts implicites de l'énergie sont calculées par rapport à la production totale, tandis que les parts implicites des salaires sont calculées par rapport aux coûts totaux des intrants (main-d'œuvre et hors main-d'œuvre).

Une fois les rubriques de l'IPCHX identifiées comme sensibles à l'énergie ou sensibles aux salaires, elles peuvent être agrégées pour obtenir les taux d'inflation correspondants.

Pour construire des indices sensibles aux salaires et sensibles à l'énergie, des seuils sont définis au-delà desquels les rubriques de l'IPCHX sont considérées comme sensibles aux salaires ou à l'énergie. Pour les indicateurs décrits dans le présent encadré, une rubrique est classée comme sensible à l'énergie si la part de ses coûts liés à l'énergie est supérieure à la moyenne observée pour, respectivement, les biens industriels non énergétiques (6,1 %) et les services (4,4 %). Le sous-panier de l'IPCHX sensible à l'énergie qui en résulte couvre environ 36 % du panier total de l'IPCHX (d'après les pondérations 2023 de l'IPCH) ⁷. Pour les rubriques sensibles aux salaires, le seuil est fixé à 38 % sur la base de la part moyenne des coûts salariaux directs dans le total des intrants pour les rubriques des services ⁸. Pour le panier constitué par les biens industriels non énergétiques, aucune rubrique n'affiche une part des salaires dans les coûts d'intrants directs supérieure au seuil – raison pour laquelle l'indicateur IPCHX

⁷ Conformément à la [classification ECOICOP à cinq chiffres](#), les rubriques de l'IPCHX sensibles à l'énergie sont les suivantes : 03141, 03142, 04310, 04410, 05122, 05401, 05402, 05403, 05521, 05522, 05611, 05612, 07211, 07224, 07241, 07242, 07243, 07311, 07312, 07321, 07322, 07331, 07332, 07341, 07342, 07350, 07361, 07362, 07369, 08101, 08109, 09331, 09332, 09341, 09342, 09411, 09412, 09423, 09425, 09429, 09541, 09601, 09602, 11111, 11112, 11120, 11201, 11202, 11203, 12111, 12112, 12113, 12132 et 12703 (toutes les autres rubriques de l'IPCHX sont classées comme étant non sensibles à l'énergie).

⁸ La part moyenne des coûts des intrants liés à l'énergie et aux salaires pour les biens industriels non énergétiques et les services est calculée comme la moyenne pondérée sur l'ensemble du panier concerné une fois que les parts au niveau sectoriel issues des tableaux entrées-sorties ont été appliquées aux rubriques de l'IPCH.

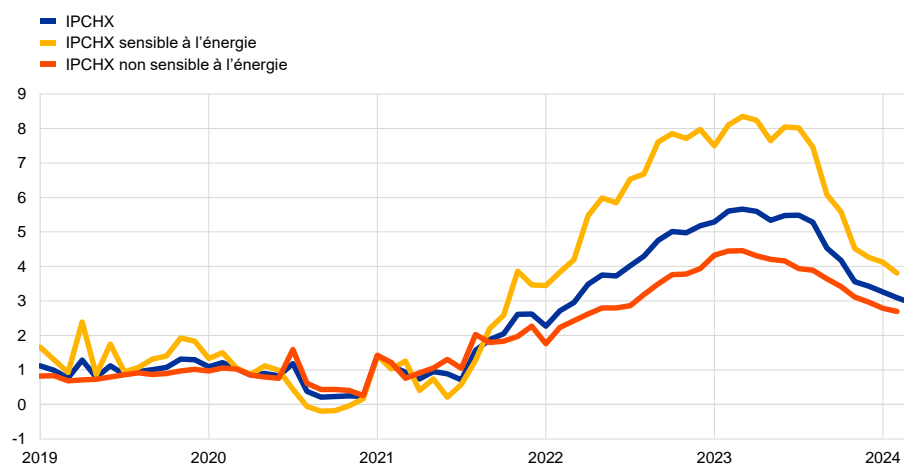
sensible aux salaires inclut seulement les rubriques des services ⁹. Le fait d'appliquer des seuils distincts pour les biens industriels non énergétiques et les services en se fondant sur les parts moyennes des salaires dans les coûts des intrants pour ces deux catégories aurait conduit à classer plusieurs rubriques des biens industriels non énergétiques (par exemple les journaux, la bijouterie ou les équipements de nettoyage) comme étant sensibles aux salaires, alors que leurs coûts salariaux ne représentent qu'une part relativement faible. Leurs prix seraient probablement affectés dans une bien moindre mesure que les prix des services par les évolutions des salaires. Le seuil appliqué permet donc de capturer la sensibilité aux salaires de manière effective au niveau de l'IPCHX.

L'indicateur obtenu pour l'IPCHX sensible à l'énergie illustre le rôle important joué par le choc passé sur l'énergie dans les évolutions de l'inflation mesurée par l'IPCHX au cours des dernières années (graphique B). Si les différences entre les taux d'inflation mesurés par l'IPCHX sensible à l'énergie et par celui non sensible à l'énergie ont été faibles jusqu'à mi-2021, l'IPCHX sensible à l'énergie a par la suite augmenté plus fortement que l'IPCHX, en particulier en 2022. À la suite des baisses marquées des prix de l'énergie intervenues plus récemment, une part importante de l'écart est désormais comblée.

Graphique B

Évolutions de l'inflation mesurée par l'IPCHX sensible à l'énergie

(variations annuelles en pourcentage)



Sources : Eurostat et calculs des services de la BCE.

Note : Les dernières observations se rapportent à février 2024 pour l'IPCHX sensible à l'énergie et celui non sensible à l'énergie, et à mars 2024 pour l'IPCHX (estimation rapide).

L'indicateur de l'inflation sensible aux salaires met en évidence un rôle important des salaires comme déterminant de la hausse de l'IPCHX dans la

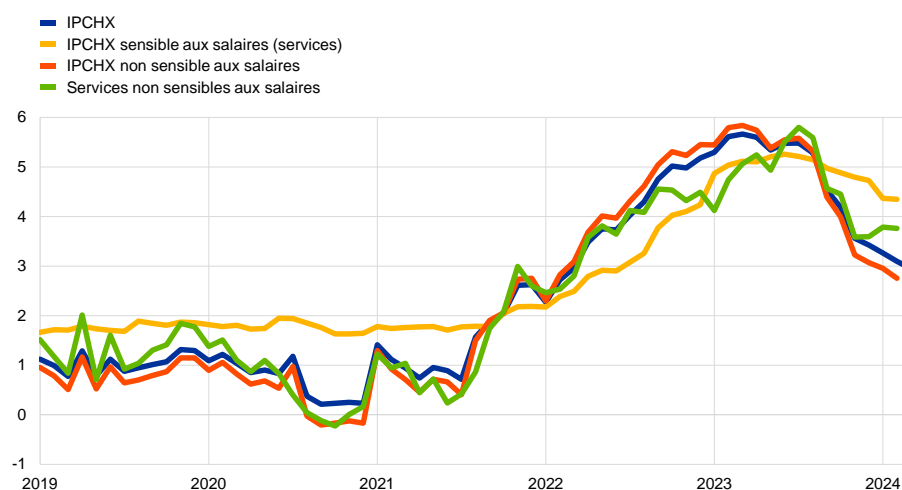
⁹ Conformément à la [classification ECOICOP à cinq chiffres](#), les rubriques de l'IPCHX sensibles aux salaires sont les suivantes : 03141, 03220, 04321, 04322, 04323, 04324, 04325, 04329, 04420, 04430, 04441, 04442, 05123, 05130, 05204, 05330, 05404, 05523, 05621, 05622, 05623, 05629, 06133, 06211, 06212, 06220, 06231, 06232, 06239, 06300, 07230, 08101, 08109, 09150, 09230, 09323, 09411, 09412, 10101, 10102, 10200, 10300, 10400, 10500, 12111, 12112, 12113, 12122, 12313, 12323, 12401, 12402, 12403, 12404, 12701, 12703 and 12704 (toutes les autres rubriques de l'IPCHX sont classées comme étant non sensibles aux salaires). L'indicateur IPCHX sensible aux salaires recouvre uniquement les rubriques des services. Il est par conséquent identique à l'indicateur sensible aux salaires pour les services.

zone euro plus récemment (graphique C). Compte tenu de l'inertie de la fixation des salaires dans les pays de la zone euro et de la persistance de la croissance des salaires qui en résulte, la hausse de l'IPCHX sensible aux salaires a été relativement stable, autour de 2 %, en 2018 et 2019 – en ligne avec la croissance moyenne à long terme des coûts unitaires de main-d'œuvre dans la zone euro. L'écart entre le taux de l'IPCHX sensible aux salaires et celui de l'IPCHX non sensible aux salaires sur cette période peut refléter la croissance de la rémunération par tête supérieure à la hausse de l'IPCHX et donc suggérer que les coûts des intrants hors main-d'œuvre exercent des pressions baissières plus fortes que celles liées aux coûts de main-d'œuvre, ainsi que des rigidités à la baisse des salaires nominaux. Quand la flambée de l'inflation totale a débuté au second semestre 2021, la hausse de l'IPCHX sensible aux salaires s'est tout d'abord accentuée plus graduellement que celle de l'IPCHX non sensible aux salaires et que celle des prix des services, qui ont été plus fortement affectées par la forte augmentation des coûts des intrants énergétiques et les pénuries d'approvisionnement. Toutefois, depuis mi-2023, la hausse de l'IPCHX sensible aux salaires (qui, par construction, est égale à la hausse des prix des services sensibles aux salaires) a été durablement supérieure à l'IPCHX – reflétant le niveau élevé de la croissance des salaires et indiquant que les salaires et les coûts de main-d'œuvre sont devenus un facteur important à l'origine de la persistance relative de la hausse de l'IPCHX dans la zone euro. La hausse des prix des services non sensibles aux salaires s'est ralentie dans une plus large mesure, l'atténuation très marquée des tensions sur les coûts des intrants intermédiaires énergétiques et des tensions à la hausse liées aux pénuries d'approvisionnement ayant joué un rôle plus important pour cet indicateur.

Graphique C

Évolutions de l'inflation mesurée par l'IPCHX sensible aux salaires

(variations annuelles en pourcentage)



Sources : Eurostat et calculs des services de la BCE.

Notes : Les dernières observations se rapportent à février 2024 pour les IPCHX sensible et non sensible à l'énergie, et à mars 2024 pour l'IPCHX (estimation rapide). Par construction, l'indicateur relatif à l'IPCHX sensible aux salaires est identique à un indicateur pour les services sensibles aux salaires, car ils recouvrent le même ensemble de rubriques (seules les rubriques des services sont incluses dans l'IPCHX sensible aux salaires).

Les rubriques qui sous-tendent le calcul des indicateurs proposés pour l'IPCHX sensible aux salaires et celui non sensible aux salaires se

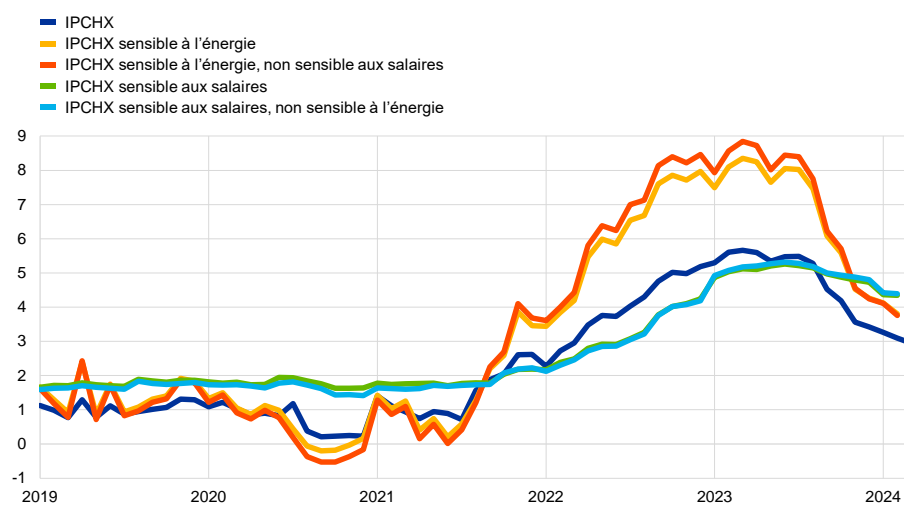
chevauchent peu, ce qui facilite l'interprétation des signaux qu'ils fournissent.

L'exclusion des rubriques classées à la fois comme sensibles aux salaires et à l'énergie a un effet très limité sur la dynamique des deux indicateurs (graphique D). Il est ainsi plus facile d'utiliser les indicateurs pour comprendre les rôles respectifs des salaires et de l'énergie dans l'évolution de l'inflation mesurée par l'IPCHX.

Graphique D

Rôle des composantes sensibles à l'énergie et aux salaires pour l'inflation mesurée par l'IPCHX

(variations annuelles en pourcentage)



Sources : Eurostat et calculs de la BCE.

Note : Les dernières observations se rapportent à février 2024 pour les quatre indicateurs sensibles aux salaires/à l'énergie et à mars 2024 pour l'IPCHX (estimation rapide).

Rôle des facteurs techniques dans les taux des *swaps* indexés sur l'inflation dans la zone euro

Asger Munch Grønlund, Kasper Jørgensen et Fabian Schupp

Cet encadré examine si les taux des *swaps* indexés sur l'inflation (*inflation-linked swaps*, ILS) dans la zone euro reflètent uniquement la compensation de l'inflation – ou s'ils reflètent également des facteurs « techniques », ce qui diminuerait leur contenu en information.

Quand les taux des ILS à long terme pour la zone euro ont atteint un pic à 2,7 % à l'été 2023, leurs déterminants sous-jacents et leur contenu en information à des fins de politique monétaire ont été examinés avec attention. D'un point de vue conceptuel, les taux des ILS incluent les véritables anticipations d'inflation des intervenants de marché plus les primes de risque d'inflation – l'ensemble étant appelé la « compensation de l'inflation » – en l'absence d'imperfections du marché. Selon la théorie de valorisation des actifs, les investisseurs ayant une tolérance faible pour le risque exigent des primes de risque d'inflation pour compenser le fait d'être exposés à ce risque. Cette prime est généralement positive lors des périodes dominées par des chocs d'offre agrégée ¹. Toutefois, en raison des imperfections du marché, les taux des ILS peuvent ne pas refléter uniquement la compensation de l'inflation au sens étroit défini précédemment. Par exemple, un fonds de pension soumis à une réglementation concernant son exposition aux risques pourrait être disposé, pour couvrir le risque d'inflation, à payer plus que ne le laisseraient prévoir ses anticipations d'inflation et une mesure de l'incertitude relative aux perspectives d'inflation. Les primes de risque de liquidité spécifiques à certains instruments pourraient également créer un écart entre les taux des ILS et la compensation de l'inflation pure. Cet encadré utilise le terme générique de « facteurs techniques » pour couvrir toutes les composantes supplémentaires liées aux imperfections du marché.

Nous proposons un modèle économétrique simple qui quantifie la part de la variation totale des taux des ILS de la zone euro pouvant être expliquée par la compensation de l'inflation au sens étroit, ce qui permet ainsi de quantifier le rôle joué par les facteurs techniques. Notre méthode apporte une nouvelle perspective économétrique et complète les approches qualitatives et quantitatives existantes pour identifier les distorsions techniques dans les mesures de la compensation de l'inflation extraites des instruments de marché ². Nous ne procédons pas à une décomposition de la compensation de l'inflation entre

¹ Cf. Campbell (J.Y.), Sunderam (A.) et Viceira (L.M.), « *Inflation Bets or Deflation Hedges? The Changing Risks of Nominal Bonds* », *Critical Finance Review*, vol. 6, n° 2, 2017, p. 263-301.

² Cf. Work stream on inflation expectations, « *Inflation expectations and their role in Eurosystem forecasting* », *Occasional Paper Series*, n° 264, BCE, 2021. Les auteurs de cette étude évaluent les facteurs techniques potentiels sur les marchés des ILS en utilisant une analyse de la profondeur du marché, des indicateurs d'activité et des analyses de régression, estimant la sensibilité des taux des ILS aux écarts entre cours acheteur et cours vendeur pour les obligations indexées sur l'inflation et d'autres indicateurs de la liquidité.

véritables anticipations d'inflation et primes de risque d'inflation ; nous considérons plutôt les deux composantes comme un facteur fondamental unique ³.

Notre approche économétrique repose sur l'idée que toutes les informations pertinentes relatives à la compensation de l'inflation pure (c'est-à-dire la compensation de l'inflation hors facteurs techniques) devraient se refléter dans les taux nominaux des swaps au jour le jour (OIS). Sur le plan conceptuel, les taux OIS basés sur l'€STR devraient comprendre les taux réels de la zone euro plus la compensation de l'inflation. Par conséquent, nous testons l'hypothèse selon laquelle les taux des ILS reflètent principalement la compensation de l'inflation en estimant la variation de ces taux qui peut s'expliquer par les informations déduites des taux OIS. Nous supposons que les taux OIS nominaux s'expliquent par un modèle à facteurs : le taux OIS pour chaque échéance correspond à la somme pondérée d'un ensemble réduit de facteurs économiques de fixation des prix (*pricing factors*) – éventuellement non observables – chaque échéance ayant ses propres pondérations. Les taux OIS réels sont également supposés être des sommes pondérées des mêmes facteurs de pricing, mais avec des pondérations différentes. Par conséquent, la compensation de l'inflation (non observée) contenue dans les taux OIS est également nécessairement une somme pondérée des facteurs de pricing sous-jacents. Supposons que les taux observables des ILS reflètent non seulement la compensation de l'inflation fondamentale, mais également un facteur technique spécifique aux ILS (par exemple une prime de liquidité). Ce facteur supplémentaire ne ferait pas partie des facteurs de pricing fondamentaux susmentionnés. Dans ce cas, si nous retirons les facteurs de pricing des taux des OIS (en utilisant l'analyse statistique en composantes principales, par exemple) et que nous régressons les taux des ILS sur ces facteurs, tous les facteurs techniques propres aux ILS qui ne sont pas couverts par les taux OIS apparaîtront dans le résidu ^{4, 5}.

La part de la variation totale qui n'est pas expliquée par ce modèle économétrique simple constitue une limite supérieure pour le rôle des facteurs techniques. Si tous ces facteurs techniques sont absents, la théorie suggère que toute variation devrait s'expliquer par les facteurs fondamentaux, et que l'on obtiendra donc un R^2 égal à 1 lors de l'estimation de la régression ⁶. Dans la pratique, même en l'absence de facteurs techniques, un tel résultat extrême semble

³ Pour plus d'informations sur les décompositions fondées sur des modèles des taux des ILS entre véritables anticipations de l'inflation et primes de risque d'inflation, cf. l'encadré intitulé « [Décomposer les mesures de la compensation de l'inflation extraites des instruments de marché en anticipations d'inflation et primes de risque](#) », *Bulletin économique*, n° 8, BCE, 2021.

⁴ En plus des facteurs de pricing déduits des taux OIS, notre modèle inclut également des mesures de l'inflation réalisée pour tenir compte du fait que, contrairement aux taux OIS, les taux des ILS sont soumis à un décalage d'indexation, que les facteurs de pricing des OIS peuvent ne pas refléter correctement. Le décalage d'indexation signifie que le rendement final d'un contrat ILS dépendra de l'inflation en glissement annuel réalisée trois mois avant la fin du contrat.

⁵ Il est possible que les taux OIS résultent également de facteurs techniques spécifiques aux OIS. Cela ne constitue pas un problème, étant donné que ces facteurs seraient simplement redondants pour les taux des ILS : les pondérations des ILS sur ces facteurs seraient égales à zéro.

⁶ L'étude de Speck (C.), « *Break-even Inflation Rates for the Euro Area* », *Discussion Papers*, Deutsche Bundesbank, à paraître, suit la même approche pour le point mort d'inflation fondé sur les obligations. Toutefois, l'analyse présentée dans cette étude s'appuie sur des composantes principales tirées des rendements du Bund allemand et n'inclut pas – contrairement au présent encadré – d'autres variables de contrôle telles que les mesures de l'inflation réalisée.

improbable, et ce, pour plusieurs raisons. Premièrement, les facteurs sous-jacents des OIS ne sont pas directement observables (et nécessitent une estimation sur la base d'un échantillon fini). Deuxièmement, il peut y avoir des non-linéarités dans la relation entre les taux OIS et les facteurs de fixation des prix (par exemple, en raison du plancher effectif des taux d'intérêt nominaux). Troisièmement, les taux des ILS sont affectés par un décalage d'indexation, tandis que les taux des OIS, purement prospectifs, ne le sont pas. Et quatrièmement, les facteurs de fixation des prix récupérés à partir des taux OIS peuvent ne pas prendre en compte des facteurs « cachés » qui exercent des effets opposés sur les composantes « compensation de l'inflation » et « taux réel » des taux OIS, de telle sorte que ces composantes se compensent totalement ⁷. Par conséquent, cela signifie que si le modèle de régression, en dépit de ces raisons, donne toujours une valeur élevée pour R^2 , il est peu probable que les facteurs techniques apportent une contribution significative à la dynamique des taux des ILS.

Nos résultats empiriques suggèrent que les taux des ILS de la zone euro reflètent principalement la compensation de l'inflation pure, avec un rôle limité des facteurs techniques en dehors de certaines distorsions de courte durée sur les taux des ILS à court terme en période de volatilité extrême des marchés.

À l'aide du modèle décrit ci-dessus, nous régressons les taux des ILS assortis d'échéances de un à dix ans sur les trois premières composantes principales déduites des taux des OIS ayant des échéances comprises entre trois mois et dix ans, ainsi que de l'inflation totale réalisée en glissement mensuel et en glissement annuel ⁸. Globalement, le modèle de régression correspond très bien aux taux des ILS observés, ce qui signifie que les séries ajustées reflètent étroitement les niveaux et la dynamique observés pour les taux des ILS sur les différentes échéances (cf. graphiques A et B pour les taux à un an dans un an et à cinq ans dans cinq ans, respectivement) ⁹. Cela se reflète également dans un R^2 moyen élevé, à 0,9, sur l'ensemble des échéances (cf. les barres bleues du graphique C), le rôle des facteurs techniques étant légèrement plus important pour les échéances les plus courtes ¹⁰. Si les résidus sont peu importants en moyenne, il existe quelques périodes où ils s'écartent plus significativement de zéro – en particulier, la crise financière mondiale, le début de la pandémie de COVID-19 et après l'invasion de

⁷ Dans une telle situation, les taux OIS n'intégreraient pas ces facteurs, à la différence de la compensation de l'inflation, et l'analyse en composantes principales des taux OIS, par exemple, ne serait pas en mesure d'identifier ces facteurs.

⁸ L'inflation réalisée est incluse pour prendre en compte le décalage d'indexation dans les taux des ILS. Par exemple, un contrat ILS à un an au mois t serait lié aux évolutions de l'inflation entre $t-3$ et $t+9$, tandis qu'un contrat OIS à un an similaire serait lié aux évolutions de l'€STR entre t et $t+12$. De plus, nous ajoutons une variable muette égale à un à partir de 2021 et des termes d'interaction avec cette variable muette pour toutes les variables explicatives afin de tenir compte de la possibilité que la récente période d'inflation élevée ait causé une rupture structurelle.

⁹ En effet, les résultats confirment que si un modèle de régression fondé uniquement sur les facteurs OIS donne une correspondance satisfaisante, l'ajout de l'inflation réalisée améliore significativement cette correspondance, en particulier pour les échéances plus courtes où le décalage d'indexation importe davantage. Cela est conforme aux conclusions concernant le marché relatif à l'inflation au Royaume-Uni dans Bahaj (S.), Czech (R.), Ding (S.) et Reis (R.), « *The market for inflation risk* », *Staff Working Papers*, n° 1028, Banque d'Angleterre, 2023.

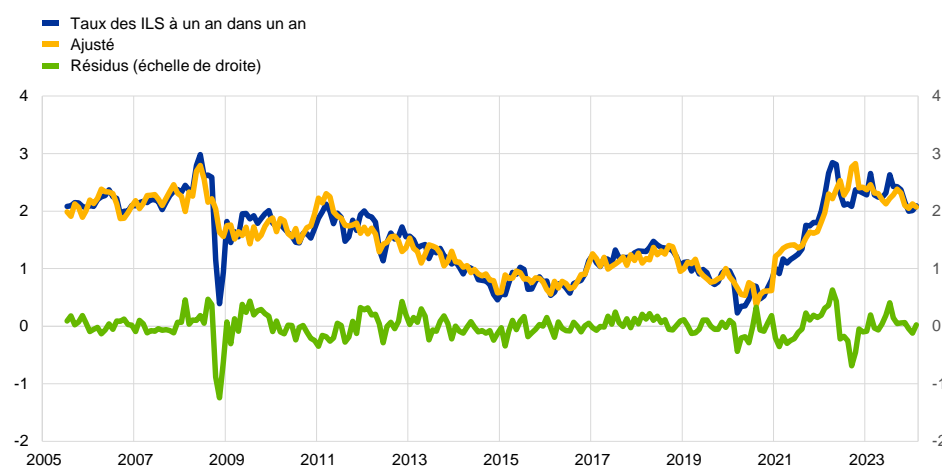
¹⁰ Bien que les taux OIS et ceux des ILS soient persistants, avec des autocorrélations proches de un, les régressions de niveau ne semblent pas trompeuses. *Ex ante*, si les taux OIS et ceux des ILS étaient non-stationnaires, nous nous attendrions à ce qu'ils soient co-intégrés. De fait, nous rejetons l'hypothèse nulle selon laquelle les résidus sont $I(1)$ pour toutes les échéances, indiquant que les taux OIS et ceux des ILS sont co-intégrés (cf. Engle (R.) et Granger (C.). « *Co-integration and error correction: Representation, estimation and testing* », *Econometrica*, vol. 55, n° 2, 1987, p. 251-276).

l'Ukraine par la Russie. Dans la mesure où il s'agissait de périodes de volatilité accrue sur les marchés, il n'est pas déraisonnable de penser que le signal provenant des mesures de la compensation de l'inflation extraites des instruments de marché a pu être légèrement biaisé par des facteurs autres que les anticipations d'inflation et les primes de risque sur l'inflation. Toutefois, les écarts sont de courte durée, comme le reflètent les moyennes proches de zéro des résidus pour chaque année dans l'échantillon, tandis que la volatilité des résidus – capturée par leur écart type – enregistre un pic lors des années qui incluent ces épisodes (cf. graphiques A et B).

Graphique A

Ajustement des taux des ILS à un an dans un an

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



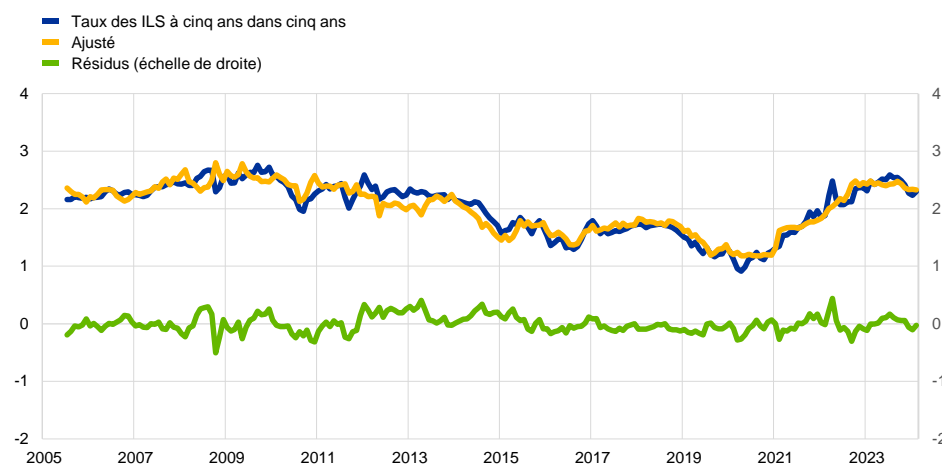
Sources : Bloomberg et calculs de la BCE.

Notes : Ce graphique illustre : a) les taux des ILS à un an dans un an impliqués par les taux des ILS au comptant observés (ligne bleue) ; b) les taux ajustés des ILS à un an dans un an, calculés en régressant les taux à terme implicites des ILS sur les trois premières composantes principales tirées des taux OIS liés à l'Eonia/l'€STR et de l'inflation réalisée mesurée par l'IPCH en glissement mensuel et annuel dans la zone euro (ligne jaune) ; et c) les résidus de cette régression, calculés comme la différence entre les taux des ILS observés et ajustés (ligne verte). Les dernières observations se rapportent à février 2024.

Graphique B

Ajustement des taux des ILS à cinq ans dans cinq ans

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



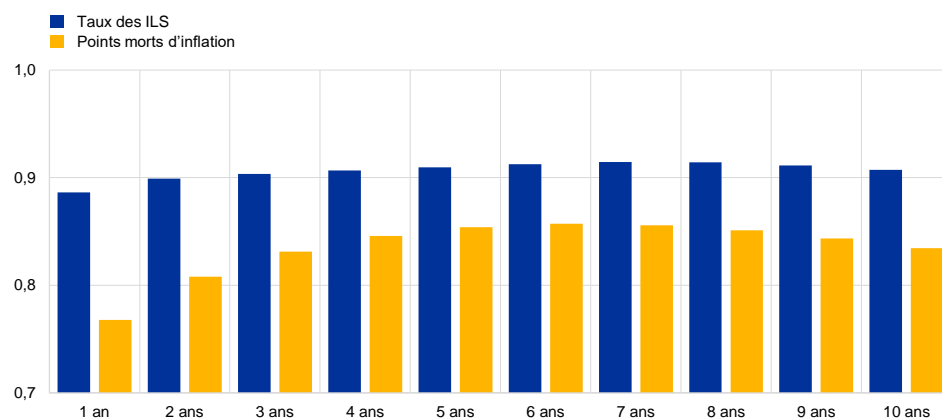
Sources : Bloomberg et calculs de la BCE.

Notes : Ce graphique illustre : a) les taux des ILS à cinq ans dans cinq ans impliqués par les taux des ILS au comptant observés (ligne bleue) ; b) les taux ajustés des ILS à cinq ans dans cinq ans, calculés en régressant les taux à terme implicites des ILS sur les trois premières composantes principales tirées des taux OIS liés à l'Eonia/l'€STR et de l'inflation réalisée mesurée par l'IPCH en glissement mensuel et annuel dans la zone euro (ligne jaune) ; et c) les résidus de cette régression, calculés comme la différence entre les taux des ILS observés et ajustés (ligne verte). Les dernières observations se rapportent à février 2024.

Graphique C

Variation des taux des ILS de la zone euro et des points morts d'inflation pouvant s'expliquer par des facteurs liés aux OIS et par l'inflation réalisée

(R^2 corrigé)



Sources : Bloomberg et calculs de la BCE.

Note : Ce graphique représente le R^2 calculé en régressant les taux des ILS et les points morts d'inflation (*break-even inflation rates*, BEIR) dans la zone euro sur les trois premières composantes principales tirées des taux OIS basés sur l'Eonia/l'€STR, et de l'inflation réalisée mesurée par l'IPCH en glissement mensuel et annuel dans la zone euro.

Toutefois, notre cadre d'analyse suggère que les facteurs techniques jouent un rôle plus important dans les points morts d'inflation de la zone euro déduits des obligations indexées sur l'inflation. Les régressions utilisant les points morts d'inflation calculés à partir du marché obligataire ont généralement un R^2 inférieur (cf. les barres jaunes du graphique C). Ce constat est conforme à l'opinion très répandue selon laquelle les points morts d'inflation sont plus exposés aux facteurs techniques en raison des niveaux relativement faibles de liquidité sur le

marché des obligations indexées sur l'inflation ¹¹. Ces résultats suggèrent que le R^2 moyen de 0,9 atteint pour les taux des ILS dans la zone euro est extrêmement haut et que ces niveaux élevés de pouvoir explicatif ne sont pas courants. En particulier, des niveaux aussi élevés ne sont pas observés sur les marchés présentant des niveaux de liquidité relativement faibles, tels que le marché des obligations indexées sur l'inflation.

¹¹ L'offre d'obligations est limitée par le caractère relativement mécanique des calendriers d'émission et de *tapping* des bureaux de gestion de la dette, ce qui se traduit par une élasticité-prix de l'offre relativement faible. Il est bien établi que cette offre relativement inélastique et le faible volume total de l'encours de 500 milliards d'euros signifient que les points morts d'inflation fondés sur les obligations d'État comportent une prime de liquidité (cf. Fleckenstein (M.), Longstaff (F.A.) et Lustig (H.), « *The TIPS-Treasury bond puzzle* », *The Journal of Finance*, vol. 69, n° 5, 2014, p. 2151-2197). En revanche, l'offre d'ILS est soumise à peu de contraintes, dans la mesure où deux intervenants de marché quels qu'ils soient peuvent en fait convenir bilatéralement de « créer » un nouveau *swap* à volonté, ce qui se traduit par une très forte élasticité-prix de l'offre.

8 La réforme du cadre budgétaire de l'UE – implications macroéconomiques potentielles pour la zone euro

Othman Bouabdallah, Cristina Checherita-Westphal, Sebastian Hauptmeier et Philip Muggenthaler

Cet encadré présente une évaluation préliminaire des implications macroéconomiques potentielles pour la zone euro de l'adhésion des pays membres aux règles révisées du Pacte de stabilité et de croissance (PSC) sur la période 2025-2026 ¹. À la lumière de l'accord politique provisoire conclu par les colégislateurs de l'UE le 10 février 2024, cet encadré analyse les implications possibles de la réforme pour l'orientation budgétaire de la zone euro, ainsi que pour les perspectives de croissance et d'inflation selon les projections macroéconomiques de mars 2024 établies par les services de la BCE pour la zone euro ². L'horizon pertinent pour l'analyse est la période 2025-2026, car les règles budgétaires révisées devraient prendre effet à partir de 2025.

Le nouveau cadre budgétaire s'appuie sur une analyse de soutenabilité de la dette (*debt sustainability analysis*, DSA) pour calculer les trajectoires d'ajustement budgétaire à moyen terme, associées à des garanties numériques en termes de réduction de la dette et de résilience du déficit.

Les États membres de l'UE dont le ratio de dette publique est supérieur à 60 % du PIB et/ou dont le déficit dépasse 3 % du PIB en 2024 doivent présenter un plan structurel budgétaire à moyen terme sur la base d'une trajectoire de référence fournie par la Commission européenne ³. La trajectoire d'ajustement contenue dans le plan national couvrira une période de quatre ans (2025-2028), qui pourra être prolongée jusqu'à sept ans (2025-2031) si elle est étayée par des engagements en matière d'investissement et de réformes (y compris celles financées au titre de la facilité pour la reprise et la résilience). L'ajustement budgétaire, qui sera rendu opérationnel par des trajectoires des dépenses nettes pluriannuelles, est fixé comme le maximum résultant des deux critères suivants :

¹ À la suite des propositions législatives de la Commission européenne d'avril 2023, le Conseil Ecofin est parvenu le 20 décembre 2023 à un accord sur une réforme des règles budgétaires qui sous-tendent le Pacte de stabilité et de croissance de l'UE. Pour plus de détails, cf. le [communiqué de presse du Conseil de l'UE du 21 décembre](#) et les projets de règlements du Conseil y afférents. Tout en conservant largement intact le compromis du Conseil, l'[accord provisoire de février](#), qui doit encore être adopté par le Parlement européen, prévoit d'exclure de la trajectoire des dépenses les dépenses nationales liées au cofinancement des programmes financés par l'UE, afin de créer davantage d'incitations à l'investissement. Cette exclusion n'affecte pas les estimations quantitatives présentées dans cet encadré.

² Cf. l'article intitulé « [Projections macroéconomiques pour la zone euro établies par les services de la BCE, mars 2024](#) » publié le 7 mars 2024 sur le site internet de la BCE.

³ Les pays dont le niveau de déficit initial (en 2024) est inférieur à 3 % du PIB et dont le niveau d'endettement initial est inférieur à 60 % du PIB ne recevront, sur demande, que des « informations techniques » de la Commission à titre d'orientation pour l'élaboration de leurs plans structurels budgétaires nationaux à moyen terme. Selon les prévisions économiques de l'automne 2023 de la Commission européenne, ces pays sont l'Estonie, l'Irlande, la Croatie, la Lituanie, le Luxembourg et les Pays-Bas. Dans les simulations examinées dans cet encadré, ces pays devraient demander les informations techniques auprès de la Commission et faire des efforts d'assainissement supplémentaires si le nouveau cadre l'exige.

- (i) **Trajectoire basée sur la soutenabilité de la dette** : le ratio de dette au-delà de l'horizon d'ajustement choisi (quatre à sept ans) doit suivre une trajectoire de baisse plausible et continue, comme le démontrent :
 1. les scénarios déterministes de soutenabilité de la dette (c'est-à-dire que le ratio de dette doit diminuer sur une période de dix ans en suivant un scénario de référence corrigé du plus exigeant des trois scénarios de choc) ; et
 2. une analyse stochastique de la soutenabilité de la dette (c'est-à-dire que le ratio de dette doit être orienté à la baisse sur un horizon de cinq ans avec une probabilité de 70 %) ⁴.
- (ii) **Correction dans le cadre d'une procédure de déficit excessif (PDE)** : si le déficit budgétaire est supérieur à 3 % du PIB, les États membres doivent le corriger en procédant à un ajustement annuel minimum de 0,5 point de pourcentage du PIB. Cet ajustement portera sur le solde primaire structurel pour la période transitoire 2025-2027, et sur le solde structurel par la suite.

En outre, deux garanties s'appliquent dans le cadre du volet préventif du PSC, et concernent tous les pays :

- (i) **Préservation de la soutenabilité de la dette** : les pays dont le ratio de dette en 2024 est supérieur à 90 % du PIB doivent le réduire d'au moins 1 point de pourcentage du PIB en moyenne par an, tandis que ceux dont le ratio de dette est inférieur à 90 % du PIB doivent le réduire de 0,5 point de pourcentage du PIB ⁵.
- (ii) **Préservation de la résilience du déficit** : l'ajustement budgétaire doit garantir une marge de sécurité avant que le seuil de déficit de 3 % du PIB fixé par le traité ne soit atteint, c'est-à-dire avant que le solde structurel n'atteigne – 1,5 % du PIB. À cette fin, l'amélioration annuelle nécessaire du solde primaire structurel sera de 0,4 point de pourcentage du PIB pour une trajectoire d'ajustement sur quatre ans, et de 0,25 point de pourcentage pour une trajectoire sur sept ans.

Sur la base de ces exigences, plusieurs scénarios d'ajustement budgétaire sont envisagés pour la zone euro sur la période 2025-2026 (graphique A, colonne de gauche). Les scénarios débutent par la trajectoire d'ajustement « nominale » qui satisfait aux exigences mentionnées précédemment, sur la base

⁴ Pour les scénarios déterministes de la soutenabilité de la dette, les chocs sont conçus comme suit : 1) un différentiel plus élevé entre taux d'intérêt et croissance (r-g) ; 2) un épisode de tensions financières ; et 3) une trajectoire du solde primaire structurel (SPS) plus basse. Le choc r-g, conçu comme un r-g plus élevé de 1 point de pourcentage (taux d'intérêt plus élevé de 0,5 point de pourcentage et croissance plus faible de 0,5 point de pourcentage), est le plus contraignant dans presque tous les cas. L'épisode de tensions financières intègre un choc de taux d'intérêt marginal plus élevé de 1 point de pourcentage, et le scénario SPS une trajectoire du SPS plus faible (– 1 point de pourcentage du PIB).

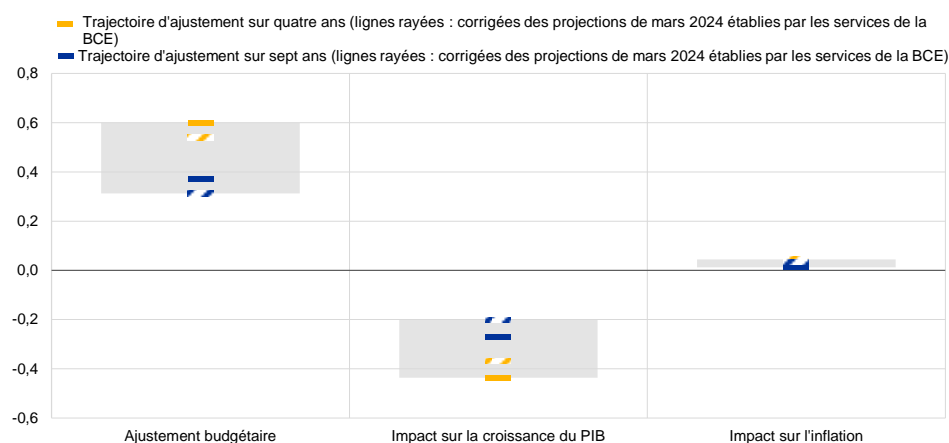
⁵ Cette condition, spécifiquement destinée aux pays fortement endettés pour assurer un niveau minimum de réduction de la dette, est applicable sur la période d'ajustement (2025 à 2028 ou 2031).

des prévisions de l'automne 2023 de la Commission européenne ⁶. Les exigences d'ajustement annuels moyens implicites sont calibrés en termes de variations du solde primaire structurel pour les trajectoires d'ajustement à quatre et sept ans. L'analyse considère également ces scénarios par rapport au scénario de référence des projections de mars 2024 établies par les services de la BCE (représentées par des lignes rayées) en éliminant l'ajustement – en termes de variation du solde primaire structurel – qui est déjà intégré dans ce scénario de référence ⁷.

Graphique A

Scénarios d'ajustement budgétaire de la zone euro dans le cadre budgétaire réformé de l'UE et leurs implications macroéconomiques potentielles au cours de la période 2025-2026

(en points de pourcentage du PIB et points de pourcentage, moyennes annuelles sur 2025 et 2026)



Sources : Calculs des services de la BCE, prévisions économiques de l'automne 2023 de la Commission européenne et projections macroéconomiques de mars 2024 établies par les services de la BCE pour la zone euro.

Notes : Ajustement budgétaire en points de pourcentage du PIB (les chiffres ne reflètent pas les révisions des coûts du vieillissement disponibles après la date d'arrêt des calculs présentés dans cet encadré). Les chiffres positifs indiquent un resserrement budgétaire supplémentaire. Les scénarios présentés supposent que les pays n'utilisent pas la marge d'écart autorisée dans le cadre du « compte de contrôle ». Les impacts macroéconomiques se rapportent à des écarts en points de pourcentage par rapport aux projections de référence. Les impacts sont calculés par année (et reflètent également les effets décalés du choc budgétaire de l'année précédente), puis une moyenne est effectuée sur 2025 et 2026. Les résultats des simulations pour l'agrégat de la zone euro sont des moyennes établies à partir d'une série de trois modèles macroéconomiques de la BCE et de l'Eurosystème utilisés dans les projections. Les simulations sont réalisées au niveau de chaque pays, puis agrégées au niveau de la zone euro pour deux des modèles, tandis que pour l'autre modèle, le choc budgétaire est d'abord agrégé au niveau de la zone euro avant que ses effets macroéconomiques ne soient simulés.

S'agissant de l'incidence sur l'orientation budgétaire globale de la zone euro, l'adhésion au cadre budgétaire réformé de l'UE impliquerait, dans l'ensemble, un resserrement budgétaire supplémentaire en 2025-2026 par rapport au scénario de référence des projections de mars 2024 établies par les services

⁶ L'accord provisoire entre les colégislateurs de l'UE prévoit que les plans structurels budgétaires nationaux à moyen terme soient soumis aux États membres au plus tard le 20 septembre 2024. La Commission fournirait des orientations préalables aux États membres, sous la forme de trajectoires de référence, au plus tard le 21 juin 2024. Ces trajectoires de référence seraient fondées sur les prévisions économiques du printemps 2024 de la Commission.

⁷ Cet ajustement s'élève à 0,13 point de pourcentage du PIB en 2025 et est proche de zéro en 2026. Les scénarios relatifs aux projections de référence de la BCE tiennent également compte de toute modification des mesures budgétaires apportée depuis les projections de décembre 2023 établies par les services de l'Eurosystème, dont la date d'arrêt est proche de celle des prévisions économiques d'automne de la Commission. Enfin, selon les calculs de la BCE, l'effort annuel moyen qu'implique la variation du solde primaire structurel et la référence en matière de dépenses (cette dernière sera utilisée pour préciser les mesures des plans respectifs) sont similaires au niveau agrégé de la zone euro.

de la BCE. Selon la durée de la période d'ajustement (quatre à sept ans), les scénarios supposent à première vue que les gouvernements prendraient des mesures de consolidation au titre du nouveau cadre représentant 0,4 à 0,6 point de pourcentage du PIB en moyenne au cours de la période 2025-2026, tandis que dans le scénario corrigé des efforts déjà inclus dans le scénario de référence de la BCE, ces mesures de consolidation représenteraient entre 0,3 et 0,5 point de pourcentage du PIB⁸. En particulier, les scénarios qui supposent que tous les pays opteraient pour une période d'ajustement de quatre ans peuvent être considérés comme des limites supérieures pour la période 2025-2026.

Les scénarios budgétaires examinés dans cet encadré impliquent certains risques à la baisse pour la croissance, bien qu'ils soient assez faibles, tandis que l'impact sur l'inflation est limité (graphique A, colonnes du milieu et de droite). Les simulations tiennent compte de la composition de l'ajustement budgétaire spécifique à chaque pays lorsque des informations fiables sont disponibles. Cette composition est orientée vers des réductions des transferts publics et de la consommation des administrations publiques. Sinon, on part de l'hypothèse d'une composition standardisée, avec une part égale pour quatre instruments budgétaires (transferts budgétaires, consommation publique, fiscalité indirecte, et fiscalité directe et cotisations sociales). Étant donné que

l'investissement public doit être préservé au titre du cadre budgétaire révisé (en particulier si l'on tient compte de l'investissement public et des réformes structurelles qui s'étendent sur un horizon d'ajustement de sept ans), cet instrument est exclu des mesures de consolidation supposées. Dans l'ensemble, au niveau agrégé de la zone euro, les scénarios supposent que 70 % de la consolidation seront mis en œuvre du côté des dépenses et 30 % du côté des recettes (moins de la moitié de ces dernières, soit 13 % du total, étant mises en œuvre via la fiscalité indirecte nette). Compte tenu de cette composition, les scénarios utilisant les projections de mars 2024 établies par les services de la BCE comme référence directe ne comporteraient que des effets modérés sur le PIB, en particulier lorsque l'ajustement s'effectue sur un horizon de sept ans. Les effets sur l'inflation sont généralement limités. L'effet très légèrement positif sur l'inflation est dû au fait que l'augmentation de la fiscalité indirecte (nette) (qui peut provenir d'une fiscalité indirecte plus élevée et/ou d'une réduction des subventions aux produits) a un effet positif immédiat, quoique temporaire, sur l'inflation, tandis que l'effet sur la demande des modifications d'autres instruments fiscaux (freinant l'inflation) est moins important et se matérialise plus progressivement.

L'ampleur et la nature des exigences en matière d'ajustements budgétaires et, par conséquent, les effets macroéconomiques présentés dans cet exercice sont entourés d'une forte incertitude. Cette incertitude résulte principalement : 1) des exigences en matière d'ajustements budgétaires, ainsi que du calendrier et de la composition de la consolidation, qui doivent encore être convenus dans les plans structurels budgétaires nationaux à la suite de consultations bilatérales entre les États membres et la Commission ; 2) des risques pratiques liés à leur mise en œuvre ; 3) des modifications potentielles des prévisions de la Commission

⁸ Les scénarios « à première vue » supposent que les gouvernements prennent de nouvelles mesures de consolidation en plus de celles déjà incluses dans les projections de référence de la BCE.

(du printemps 2024 par rapport à l'automne 2023) ; et 4) d'autres facteurs macroéconomiques et financiers. S'agissant de la mise en œuvre, les risques peuvent également résulter de la flexibilité autorisée *ex post* si les pays utilisent la marge d'écart autorisée dans le cadre du « compte de contrôle ». Le compte de contrôle a été mis en place pour suivre les écarts cumulés, à la hausse ou à la baisse, des dépenses nettes réelles par rapport à la trajectoire des dépenses nettes convenue, en enregistrant un débit lorsque les dépenses nettes annuelles réelles d'un pays sont supérieures à la trajectoire des dépenses nettes convenue, et un crédit lorsqu'elles sont inférieures à cette trajectoire. Lorsque le solde cumulé du compte de contrôle dépasse 0,6 % du PIB, la Commission peut lancer une PDE. Une PDE peut également être entamée si le débit marginal du compte de contrôle dépasse 0,3 % au cours d'une seule année ⁹.

Dans sa déclaration sur l'orientation de la politique budgétaire pour 2025, l'Eurogroupe a rappelé son engagement à assurer que le nouveau cadre budgétaire soit mis en œuvre rapidement et de façon cohérente ¹⁰.

Cela devrait contribuer à améliorer la viabilité des finances publiques grâce à des trajectoires de réduction de la dette suffisantes et différenciées selon les pays, soutenues par des excédents primaires futurs. Comme le montre cet encadré, pour la période 2025-2026, l'impact estimé sur l'inflation est limité dans tous les scénarios, alors que des risques à la baisse pèsent sur la croissance à court terme si les exigences d'ajustement sont satisfaites sur une courte période et dans leur intégralité (en plus des mesures budgétaires déjà en place). Ces effets sur la croissance semblent plus modérés si l'on tient compte de la flexibilité offerte par le cadre budgétaire révisé ¹¹. En particulier, les exigences d'ajustement budgétaire peuvent être lissées dans le temps pour soutenir la croissance via des incitations à l'investissement public et aux réformes structurelles. Enfin, des effets possibles sur la confiance, résultant par exemple de la réduction des écarts de rendement des obligations souveraines ou de perspectives de croissance potentielle plus élevées (non pris en compte dans cet encadré), pourraient atténuer l'impact négatif à court terme sur la croissance, en particulier pour les pays fortement endettés.

⁹ En outre, les pays faiblement endettés et ayant un déficit peu élevé (cf. note de bas de page 3) peuvent ne pas demander à la Commission de leur fournir une trajectoire informative de référence. Dans ce cas, ils ne seront pas tenus de respecter les exigences en matière d'ajustement, ce qui pourrait réduire encore l'ampleur de l'ajustement budgétaire examiné dans cet encadré.

¹⁰ Cf. « [Eurogroup statement on the fiscal policy orientation for 2025](#) ».

¹¹ Toutefois, des retards en matière d'ajustement budgétaire, et donc dans la réduction des niveaux de la dette, se traduiraient par des exigences d'ajustement plus élevées à l'avenir.

Articles

1 Confiance dans la BCE – informations tirées de l'enquête sur les anticipations des consommateurs

Ferdinand Dreher

1 Introduction

La confiance des résidents de la zone euro dans la BCE est importante pour l'efficacité de la politique monétaire. L'euro lui-même repose sur la confiance de ses utilisateurs, comme c'est le cas pour toutes les monnaies fiduciaires, et il s'est avéré qu'une confiance accrue dans la BCE permettait un meilleur ancrage des anticipations d'inflation¹. La confiance fait donc intégralement partie d'une conduite efficace de la politique monétaire. Cependant, au niveau mondial, les multiples crises et l'augmentation de l'incertitude depuis le début de la pandémie, associées à une inflation élevée au cours des deux dernières années, ont placé les banques centrales au centre de l'attention. Comprendre en profondeur comment se situe la confiance dans la BCE est donc particulièrement pertinent.

La BCE surveille la confiance dans l'institution principalement par le biais d'enquêtes. À cet égard, un indicateur important pour évaluer la confiance réside dans l'enquête Eurobaromètre standard de la Commission européenne, qui, depuis 1999, étudie l'opinion des citoyens européens, notamment en ce qui concerne la BCE. Il est demandé aux participants s'ils ont « tendance à faire confiance » ou « tendance à ne pas faire confiance » à la BCE et, par conséquent, l'enquête fournit des options de réponse binaires².

Depuis 2020, la BCE conduit une enquête sur les anticipations des consommateurs (*Consumer Expectations Survey, CES*), qui interroge essentiellement les résidents de la zone euro sur leur situation économique et leurs attentes pour l'avenir, mais également sur leur confiance dans en la BCE³. Même si l'évolution de la confiance dans la BCE est souvent analysée à un niveau agrégé (généralement au niveau national ou de la zone euro), la confiance dans la BCE a également été reliée à une variété de facteurs sociodémographiques

¹ Cf., par exemple, Christelis (D.), Georgarakos (D.), Jappelli (T.) et Van Rooij (M.), « *Trust in the Central Bank and Inflation Expectations* », *International Journal of Central Banking*, vol. 16, n° 6, 2020, p. 1-37.

² L'enquête Eurobaromètre pose la question suivante : « Veuillez me dire si vous avez tendance à faire confiance ou à ne pas faire confiance à ces institutions européennes : [NOM DE L'INSTITUTION] ». Les participants peuvent également répondre « Ne sais pas », une réponse donnée par 15 % des participants lors de la dernière vague d'enquête.

³ Sur la confiance, l'enquête CES pose la question suivante : « Dans quelle mesure faites-vous confiance aux institutions et organisations suivantes ? BCE ; Parlement européen ; Commission européenne ; Nations unies ; banque centrale nationale. (Veuillez noter votre niveau de confiance sur une échelle de 0 à 10, où 0 signifie que vous n'avez aucune confiance dans l'institution et 10 signifie que vous lui faites totalement confiance). »

et de croyances économiques spécifiques aux personnes interrogées ⁴. Une analyse approfondie au niveau du répondant individuel devrait donc pouvoir nous en dire plus sur la nature de la confiance et sur la façon dont la dynamique agrégée reflète les caractéristiques de la confiance au niveau des personnes interrogées.

La granularité de l'enquête CES permet une analyse plus détaillée que l'enquête Eurobaromètre, en particulier au niveau de chaque répondant.

Cet article exploite trois caractéristiques de l'enquête CES afin d'analyser de façon approfondie les points de vue des personnes interrogées sur le thème de la confiance dans la BCE. Premièrement, une échelle de 0 à 10 pour les réponses à la question sur la confiance permet de différencier les personnes dont les niveaux de confiance se situent sur un spectre allant d'un extrême à l'autre – fournissant une plus grande granularité de réponses que la question correspondante de l'Eurobaromètre. Deuxièmement, l'enquête CES suit les mêmes personnes pendant plusieurs vagues d'enquêtes, tandis que l'Eurobaromètre interroge de nouveaux participants lors de chaque vague ⁵. Cela permet de suivre l'évolution dans le temps de la confiance au niveau des personnes interrogées, plutôt qu'à un niveau agrégé seulement. Troisièmement, l'enquête CES pose également des questions sur la confiance non seulement envers d'autres institutions européennes, mais également envers la banque centrale nationale du participant, ce qui n'est pas le cas de l'Eurobaromètre. Les deux enquêtes diffèrent également à d'autres égards ⁶. Cependant, une comparaison directe des résultats des deux enquêtes nécessite également plus d'années de données pour l'enquête CES, qui n'a commencé qu'il y a quatre ans.

Après une analyse des résultats agrégés relatifs à la confiance dans la BCE pour les enquêtes Eurobaromètre et CES, cet article se concentre spécifiquement sur les indications pouvant être tirées des trois caractéristiques de l'enquête CES précédemment mentionnées.

2 La confiance dans la BCE depuis le début de la pandémie

Globalement, selon l'Eurobaromètre, la confiance dans la BCE a relativement bien résisté durant la pandémie et pendant la période d'inflation accrue qui a suivi. Dans les pays de la zone euro, la confiance moyenne a nettement diminué durant la crise financière mondiale et la crise de la dette souveraine, mais s'est lentement redressée par la suite (graphique 1). Dans la dernière enquête de

⁴ Cf., par exemple, Ehrmann (M.), Soudan (M.) et Stracca (L.), « *Explaining European Union citizens' trust in the European Central Bank in normal and crisis times* », *The Scandinavian Journal of Economics*, vol. 115, n° 3, juillet 2013, p. 781-807, pour des données sur les facteurs sociodémographiques. Et cf., par exemple, van der Cruijssen (C.) et Samarina (A.), « *Drivers of trust in the ECB during the pandemic* », *Applied Economics*, vol. 55, n° 13, 2023, p.1454-1476, pour des données sur l'association entre les anticipations des répondants concernant leur situation financière future et leur confiance dans la BCE.

⁵ Dans sa phase pilote en avril 2020, l'enquête CES a interrogé environ 10 000 consommateurs dans les six principaux pays de la zone euro (Allemagne, France, Italie, Espagne, Pays-Bas et Belgique), offrant des données représentatives au niveau national. Depuis 2022, l'enquête a étendu sa couverture à cinq pays supplémentaires (Autriche, Finlande, Portugal, Grèce et Irlande), interrogeant environ 19 000 consommateurs au total.

⁶ Les différences entre l'enquête Eurobaromètre standard et l'enquête CES sont liées à la formulation et l'ordre des questions, aux techniques d'échantillonnage, à la couverture des pays et à la fréquence.

l'Eurobaromètre, réalisée en octobre et novembre 2023, 43 % des répondants de la zone euro ont exprimé leur confiance dans la BCE, tandis que 42 % ont déclaré qu'ils ne faisaient pas confiance à l'institution et 15 % ont répondu qu'ils ne savaient pas. La confiance nette dans la BCE, définie comme la part en pourcentage des répondants qui ont « tendance à faire confiance » à la BCE moins la part en pourcentage des répondants qui ont « tendance à ne pas faire confiance » à la BCE, a donc été légèrement positive. Après avoir augmenté de 2020 à mi-2021, elle a baissé pour s'inscrire en territoire négatif début 2022 et a retrouvé les niveaux d'avant la pandémie par la suite ⁷. Cette stabilité relative a persisté bien que l'inflation élevée soit citée comme une préoccupation principale par les participants à l'enquête depuis 2021, ainsi que les tensions mondiales sans précédent.

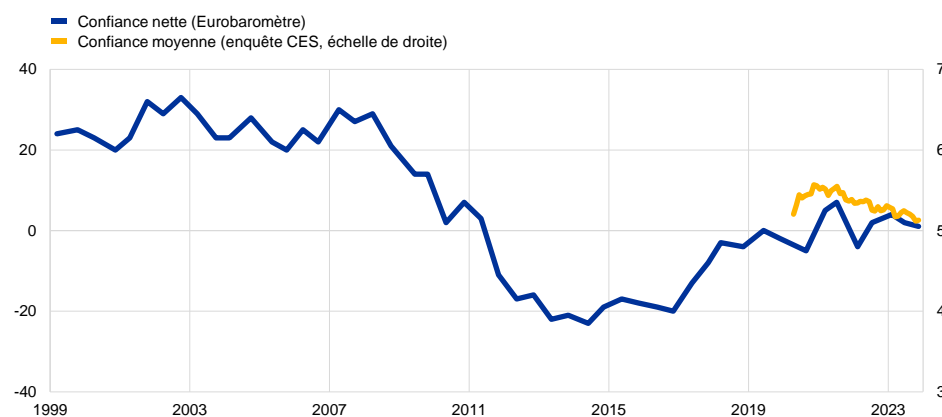
La confiance dans la BCE, mesurée par l'enquête CES depuis son introduction en 2020, a affiché des profils d'évolution similaires. Même si les différences méthodologiques et l'échantillon plus réduit de l'enquête CES ne permettent pas d'établir une comparaison directe avec des enquêtes telles que l'Eurobaromètre, on observe un co-mouvement des réponses à ces deux enquêtes. Les réponses des participants à l'enquête CES, interrogés selon une fréquence mensuelle sur leur degré de confiance dans la BCE sur une échelle de 0 à 10, placent désormais la confiance moyenne dans la BCE à un niveau proche de celui du début de la pandémie – juste au-dessus du point médian de l'échelle (5). La confiance moyenne dans la BCE a légèrement augmenté d'avril 2020 à mi-2021, parallèlement à la mise en œuvre, après l'apparition de la pandémie, d'un ensemble de mesures à la fois par des banques centrales comme la BCE et par d'autres institutions de l'UE et des gouvernements nationaux. Cette augmentation de la confiance dans la BCE a été suivie d'une baisse plus progressive de même ampleur à partir de mi-2021 (graphique 1), période durant laquelle l'inflation a augmenté sensiblement au-dessus de la cible de 2 % et où l'invasion de l'Ukraine par la Russie a eu un impact majeur sur l'économie de la zone euro.

⁷ Durant la pandémie, la méthodologie d'enquête de l'Eurobaromètre a été modifiée à certains égards, par exemple, les entretiens en face à face qui étaient auparavant menés au domicile des répondants n'étaient, dans de nombreux cas, pas possibles. Les changements des résultats agrégés de l'Eurobaromètre peuvent donc également refléter les changements de méthodologie, limitant ainsi la comparabilité des résultats d'une vague d'enquête à l'autre au cours de la période de la pandémie. De plus, le rythme habituel de deux enquêtes par an a été perturbé par la pandémie, entraînant la publication d'une seule enquête en 2020, de deux enquêtes en 2021 et 2022 et de trois enquêtes en 2023.

Graphique 1

La confiance dans la BCE selon l'Eurobaromètre et l'enquête sur les anticipations des consommateurs

(échelle de gauche : confiance nette des participants dans la zone euro dans la BCE (Eurobaromètre), en pourcentage ; échelle de droite : confiance moyenne dans la BCE (enquête CES), échelle de 0 à 10)



Sources : Enquête Eurobaromètre standard, enquête de la BCE sur les anticipations des consommateurs et calculs de la BCE.
Notes : Les données de l'enquête Eurobaromètre standard couvrent les vagues d'enquêtes 51 (printemps 1999) à 100 (automne 2023). La confiance nette est le pourcentage de participants répondant qu'ils ont « tendance à faire confiance » moins le pourcentage de ceux répondant qu'ils ont « tendance à ne pas faire confiance ». Les participants ayant répondu « Ne sait pas » ne sont pas pris en compte. Les données de l'enquête CES sont une moyenne pondérée et couvrent les vagues d'enquête mensuelles d'avril 2020 à décembre 2023. Dans l'enquête CES, la confiance est évaluée sur une échelle de 0 à 10 (0 signifiant aucune confiance et 10 une confiance totale).

Jusqu'à présent, les analyses de la confiance dans la BCE, en l'absence d'une enquête adéquate telle que l'enquête CES, ne se sont pas concentrées sur l'évolution dans le temps de la confiance des personnes interrogées. Si les informations tirées de l'enquête CES devraient être interprétées avec prudence, l'enquête ne couvrant jusqu'à présent que quelques années, celle-ci permet de répondre à certaines questions sur la nature de la confiance dans la BCE auxquelles l'Eurobaromètre ne peut répondre. En particulier, la structure de panel de l'enquête CES permet d'analyser si la stabilité relative de la confiance au fil du temps à un niveau agrégé se retrouve également au niveau individuel. La recherche académique s'est généralement concentrée sur les différences de confiance entre des personnes différentes à un moment donné, tandis que les analyses institutionnelles examinent généralement l'évolution de la confiance dans le temps au sein de grands groupes sociodémographiques⁸. Néanmoins, l'aspect temporel de la confiance d'un individu est significatif pour comprendre la confiance globale, notamment le degré d'ancrage des opinions spécifiques sur la BCE.

D'un mois sur l'autre, la confiance dans la BCE des personnes interrogées ne change généralement que très peu, voire pas du tout. Compte tenu de la fréquence élevée de l'enquête CES et de l'opinion courante dans la littérature académique selon laquelle la confiance dans les institutions se construit progressivement, les répondants reconsidèrent leur niveau de confiance seulement

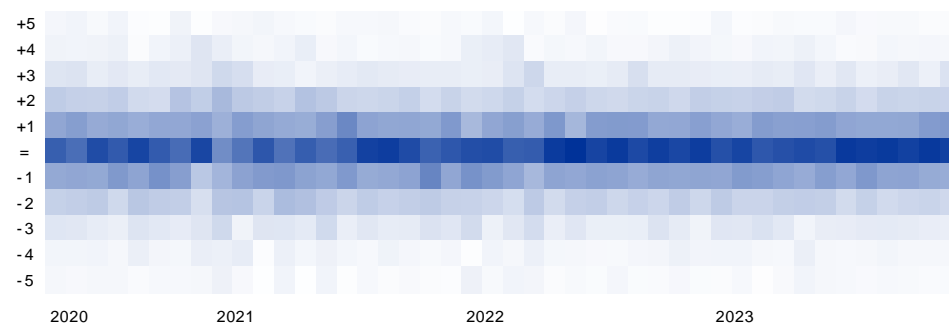
⁸ Une exception partielle est l'analyse de Stanislawski (E.) et Paloviita (M.), « *Responsiveness of Consumers' Medium-Term Inflation Expectations: Evidence from a New Euro Area Survey* », SSRN, novembre 2022. Elle suit les individus tout au long des campagnes d'enquête CES consécutives et montre que leurs anticipations d'inflation à moyen terme s'ajustent en réponse aux changements de leurs anticipations d'inflation à court terme et, dans une moindre mesure, leurs perceptions d'inflation, mais que ce mécanisme est plus faible pour les individus ayant une confiance élevée dans la BCE.

de façon marginale d'une vague d'enquête mensuelle à la suivante ⁹. Plus précisément, un tiers environ des participants à chaque vague d'enquête ne modifie pas du tout son niveau de confiance, tandis qu'un autre tiers l'ajuste de seulement +/- 1 (graphique 2) ¹⁰. Les changements sont généralement distribués de manière symétrique, n'entraînant que de faibles évolutions agrégées d'un mois sur l'autre au fil du temps. Les profils observés dans les évolutions de la confiance en rythme mensuel demeurent largement cohérents sur des horizons temporels plus longs, tels que les évolutions trimestrielles ou annuelles de la confiance des personnes interrogées.

Graphique 2

Distribution des évolutions d'un mois sur l'autre de la confiance des participants individuels

(axe des ordonnées : variation du niveau de confiance ; dégradé de bleu : part en pourcentage des personnes interrogées)



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

Notes : Les estimations pondérées de l'enquête CES couvrent les vagues d'enquête mensuelles comprises entre avril 2020 et décembre 2023. Le dégradé de bleu des cellules reflète la part des répondants à une vague d'enquête donnée (mois) qui ont modifié leur confiance dans la BCE par rapport au mois précédent selon les seuils indiqués sur l'échelle. Une teinte plus foncée représente une plus grande part de répondants – par exemple, la part la plus élevée est observée en juin 2022, lorsque 38 % des répondants ont déclaré un niveau inchangé de confiance par rapport à la précédente vague d'enquête (mois). Pour simplifier, les changements d'un mois sur l'autre supérieurs à + 5 ou – 5 ne sont pas affichés, car ils reflètent moins de 5 % des participants dans chaque vague. Pour éviter des effets de récurrence, le graphique est fondé sur les participants répondant à l'enquête pour la deuxième fois (consécutive).

La variation de la confiance dans le panel des participants à l'enquête CES résulte principalement des différences entre les participants. La variation de la confiance des personnes interrogées au fil du temps étant relativement limitée, la variation de la confiance sur l'ensemble de l'échantillon résulte principalement de différences entre les répondants, plutôt que de changements dans leurs réponses individuelles. Cela est confirmé par une décomposition de l'écart type des niveaux de confiance du panel de l'enquête CES, révélant que la variation de la confiance

⁹ Les réponses des individus à l'enquête affichent un « effet de récurrence », c'est-à-dire que plus une personne a participé à des campagnes d'enquête, plus elle sera susceptible de donner le même score de confiance qu'à la précédente campagne. La probabilité qu'un individu ajuste son score de confiance par rapport au mois précédent est d'environ 70 % durant les premières vagues auxquelles il participe, puis elle diminue progressivement, se stabilisant à environ 55-60 % à mesure que la personne répond à des enquêtes supplémentaires. Cet effet est indépendant du moment où l'individu participe à l'enquête et s'applique à la confiance dans toutes les institutions. En raison de cette tendance, il est important de faire la distinction entre les participants qui ont répondu à de nombreuses enquêtes et ceux qui n'ont répondu qu'à quelques enquêtes. Le graphique 2 inclut donc seulement les changements d'un mois sur l'autre de la confiance au niveau individuel des participants qui répondent à l'enquête pour la deuxième fois. Dans l'ensemble de l'enquête, l'effet de récurrence est partiellement atténué par le fait que chaque vague d'enquête introduit des personnes participant à l'enquête pour la première fois, tandis que de nombreux participants ont également quitté le panel.

¹⁰ L'enquête CES ne rappelle pas aux participants la réponse qu'ils avaient fournie à la même question au cours des précédentes enquêtes. Compte tenu du fait que la question utilise une échelle de réponse de 11 points, cela suggère une forte stabilité en glissement mensuel des niveaux de confiance.

entre les répondants est deux fois plus élevée que la variation observée pour chaque répondant au fil du temps ¹¹. En d'autres termes, si les différences entre les personnes interrogées sont relativement fortes, les niveaux de confiance des différentes personnes interrogées sont relativement stables.

3 Nuances dans le degré de confiance entre les participants à l'enquête

L'échelle granulaire (0 - 10) de l'enquête CES permet une distinction plus fine entre la confiance et l'absence de confiance que celle obtenue avec l'Eurobaromètre. La confiance étant souvent considérée comme se construisant progressivement au fil du temps, une échelle granulaire est utile pour mieux analyser les évolutions de la confiance, notamment aux extrêmes, tandis que les variables de confiance binaires masquent ces informations granulaires.

Les microdonnées de l'enquête CES confirment que la confiance est un concept non binaire. La granularité de l'échelle de réponse de l'enquête CES montre que la confiance n'est pas une question de « oui » ou « non », elle existe plutôt sur un spectre (graphique 3). Si la confiance moyenne dans la BCE se situe au-dessus du point médian de l'échelle dans l'ensemble de l'échantillon, certaines personnes interrogées ont tout à fait confiance dans la BCE, d'autres ont un peu confiance et certaines ont très peu confiance dans la BCE, ces degrés divers de confiance entraînant potentiellement des attitudes et des comportements différents. Sur une échelle de 0 à 10, la plupart des répondants ont un niveau de confiance entre 5 et 8. Dans la vague d'enquête de décembre 2023, la queue gauche de cette distribution bimodale s'est caractérisée par environ 12 % des participants n'ayant aucune confiance dans la BCE, tandis qu'une part plus petite d'entre eux a exprimé une confiance totale ¹².

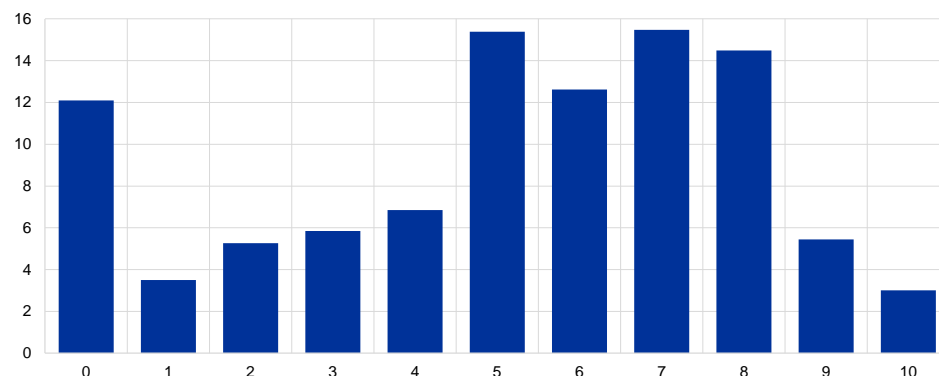
¹¹ Dans le cadre d'un panel, la variation totale de la confiance d'un individu i à un temps t peut être décomposée en variation due aux différences de confiance moyenne entre les participants (« *between* » *variation*) et en variation résiduelle intervenant au fil du temps, mais pour le même participant (« *within* » *variation*).

¹² Cela confirme les tendances stylisées utilisant les données de l'enquête CES jusqu'à mars 2021. Cf. van der Cruysen (C.) et Samarina (A.), « *Drivers of trust in the ECB during the pandemic* », op. cit.

Graphique 3

Distribution des valeurs de confiance, décembre 2023

(axe des abscisses : niveau de confiance ; axe des ordonnées : part des personnes interrogées en pourcentage)



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

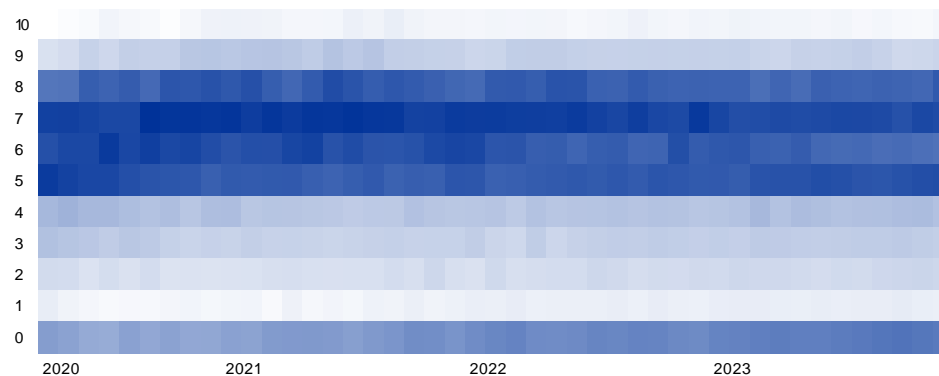
Note : Les estimations pondérées de l'enquête CES couvrent les vagues d'enquête comprises entre avril 2020 et décembre 2023.

La distribution agrégée des expressions de confiance est relativement stable au fil du temps. Bien qu'ayant traversé une période de forte incertitude en raison de plusieurs crises survenues sur une courte période, la distribution des valeurs de confiance est restée stable (graphique 4). Cela reflète la stabilité des opinions au niveau individuel.

Graphique 4

Distribution de la confiance au fil du temps

(axe des ordonnées : niveau de confiance ; dégradé de bleu : part des personnes interrogées en pourcentage)



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

Notes : Les estimations pondérées de l'enquête CES couvrent les vagues d'enquête mensuelles comprises entre avril 2020 et décembre 2023. Le dégradé de bleu des cellules reflète la part des répondants dans une vague d'enquête donnée (mois) pour laquelle le niveau de confiance dans la BCE est affiché sur l'échelle. Une teinte plus foncée représente une plus grande part de répondants – par exemple, la part la plus élevée est observée en septembre 2020, lorsque 17 % des répondants ont déclaré un niveau de confiance de 7.

Une grande majorité des participants à l'enquête exprime une certaine confiance ou un niveau élevé de confiance dans la BCE, les personnes exprimant un manque total de confiance demeurant un groupe relativement restreint. Le questionnaire de l'enquête CES informe les répondants qu'un score de 10 signifie une confiance totale dans l'institution, tandis qu'un score de 0 signifie aucune confiance dans l'institution¹³. En pratique, chaque personne interrogée peut

¹³ Les scores de 1 à 9 ne font pas l'objet d'une définition concrète.

attacher sa propre interprétation aux différentes valeurs de l'échelle. Par exemple, un score individuel de 0 peut signifier un manque total de confiance, mais il pourrait également refléter une méfiance active (« confiance négative »). De fait, la part relativement élevée des répondants ayant un niveau de confiance de 0, par rapport à un niveau de confiance de 1, suggère que les scores individuels de 0 reflètent plus qu'un sentiment sous-jacent. Par conséquent, la distribution des niveaux de confiance est potentiellement censurée à gauche. Plusieurs études indiquent que le concept de méfiance est différent du manque de confiance et que la méfiance pourrait impliquer une plus grande familiarité avec ce qui est jugé ¹⁴.

La part des répondants n'ayant aucune confiance dans la BCE s'est établie à environ 9 % à la création de l'enquête – et a augmenté légèrement après que l'inflation a commencé à dépasser 2 % mi-2021, atteignant 12 % en décembre 2023. Même si le niveau moyen de confiance dans la BCE a augmenté légèrement en 2020 et est revenu par la suite très progressivement à sa valeur de départ en décembre 2023, la part des personnes interrogées n'ayant aucune confiance a augmenté d'environ 3 points de pourcentage depuis 2020. Cette part varie fortement selon les pays, mais elle a progressivement augmenté dans la plupart des pays au cours de la période d'échantillonnage. Dans certains pays, elle a diminué en 2022 et 2023, au moment de la baisse des taux d'inflation.

En général, les répondants qui n'ont pas du tout confiance demeurent critiques sur des horizons à plus long terme. Sur la période d'échantillonnage relativement courte de l'enquête CES, près de 80 % des personnes n'ayant aucune confiance dans la BCE au cours de la vague d'enquête précédente devraient également n'avoir aucune confiance pendant la vague en cours (graphique 5, cellule bleue foncée). Les répondants n'ayant pas du tout confiance dans la BCE sont également plus susceptibles de déclarer le même niveau de confiance lors de la vague d'enquête suivante que les participants ayant tout à fait confiance ¹⁵. Comme les niveaux de confiance des participants n'ayant pas du tout confiance sont donc relativement stables d'un mois à l'autre, la confiance qui atteint 0 peut rester à ce niveau sur une période prolongée. Cela corrobore les résultats selon laquelle la variation entre individus contribue davantage à la variation globale que la variation pour chaque individu au fil du temps. Il ne sera possible de déterminer si cette conclusion se vérifie à plus long terme, y compris dans des périodes

¹⁴ Plusieurs études concernant la psychologie (par exemple, Hardin (R.), *Trust and trustworthiness*, Russell Sage Foundation, 2002), l'organisation (par exemple, Lewicki (R.J.), McAllister (D.J) et Bies (R.J.), « *Trust and Distrust: New Relationships and Realities* », *The Academy of Management Review*, vol. 23, n° 3, juillet 1998, p. 438-458) et le marketing (par exemple, Harrison McKnight (D.) et Chervany (N.L.), « *Trust and Distrust Definitions: One Bite at a Time* », in Falcone (R.), Singh (M.) et Tan (Y.H.) (eds.), *Trust in Cyber-societies, Lecture Notes in Computer Science*, vol. 2246, Springer, décembre 2001) (pour une vue d'ensemble, cf. Van De Walle (S.) et Six (F.), « *Trust and Distrust as Distinct Concepts: Why Studying Distrust in Institutions is Important* », *Institutions and Governance in Comparative Policy Analysis Studies*, Routledge, 2020) ont avancé que la confiance et la méfiance sont des notions distinctes et que le manque de confiance est différent de la méfiance, et vice versa. La confiance et la méfiance, contrairement au simple manque de confiance, impliquent une disposition active qui inclut une attente concernant l'objet de la confiance ou de la méfiance. Par conséquent, la confiance et la méfiance pourraient être plus positivement corrélées à la connaissance que le simple manque de confiance.

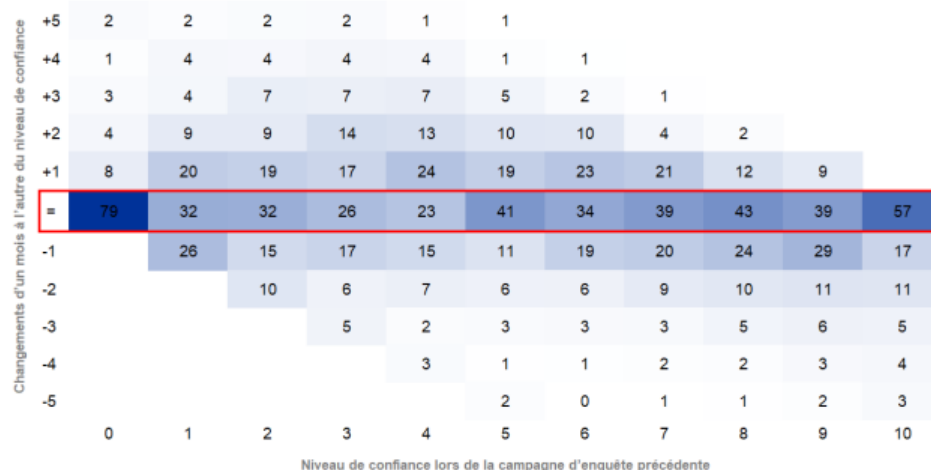
¹⁵ Sur une échelle de 0 à 10, un individu ayant un niveau de confiance de 0 ou 10 ne peut réviser son niveau de confiance que dans un sens (à la hausse à partir de 0 ou à la baisse à partir de 10) ou le garder inchangé. Par conséquent, il faut s'attendre à ce que la probabilité de garder le niveau de confiance inchangé soit plus grande que les deux extrémités de l'échelle.

économiquement et géopolitiquement plus favorables, que lorsque l'enquête disposera d'un échantillon plus long.

Graphique 5

Évolution d'un mois sur l'autre du niveau de confiance, par niveau de confiance lors de la vague d'enquête précédente

(axe des abscisses : niveau de confiance précédent ; axe des ordonnées : changement du niveau de confiance ; dégradé de bleu : part des personnes interrogées en pourcentage)



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

Notes : Les estimations pondérées de l'enquête CES couvrent les vagues d'enquête comprises entre avril 2020 et décembre 2023. Le dégradé de bleu des cellules reflète la part des personnes interrogées ayant un changement donné de la confiance dans la BCE pour la vague d'enquête actuelle par rapport à la précédente. Une teinte plus foncée représente une plus grande part de participants – par exemple, la part la plus élevée dans le graphique représente les 79 % des participants ayant un niveau de confiance de 0 dans la vague précédente qui n'ont pas changé leur niveau de confiance dans la vague actuelle. Pour simplifier, les changements d'un mois sur l'autre supérieurs à + 5 ou – 5 ne sont pas affichés, car ils reflètent moins de 5 % des participants.

La confiance dans la BCE semble être associée aux anticipations d'inflation et aux autres attentes en matière d'évolutions économiques. Parmi les participants à l'enquête qui n'ont pas du tout confiance dans la BCE, près de 40 % en moyenne sur la période d'échantillonnage s'attendaient à ce que les prix augmentent fortement au cours des trois années suivantes (graphique 6, partie a). En revanche, seuls près de 20 % des répondants qui ont tout à fait confiance dans la BCE s'attendaient à ce que les prix augmentent fortement ¹⁶. Les anticipations moyennes d'inflation exprimées en termes quantitatifs étaient également systématiquement plus élevées parmi les répondants qui n'ont pas du tout confiance dans la BCE que parmi ceux qui ont tout à fait confiance dans la BCE. Néanmoins, cet écart n'est pas stable dans le temps et augmente fortement en périodes de plus forte inflation (graphique 6, partie b), ce qui pourrait signifier que la confiance peut, au moins à court terme, ancrer les anticipations d'inflation en cas de choc économique,

¹⁶ Les anticipations d'inflation sont influencées par les évolutions économiques à tous les niveaux de confiance. La part globale de participants dont les anticipations d'inflation sont élevées augmente et diminue dans le temps, globalement en ligne avec les évolutions effectives de l'inflation les mois précédents. Les parts de participants dont les anticipations d'inflation sont élevées évoluent parallèlement dans les différents niveaux de confiance, de telle manière que les parts absolues varient fortement alors que la différence entre la part de participants qui ont tout à fait confiance et la part de participants qui n'ont pas du tout confiance reste constante.

confirmant les conclusions de la littérature ¹⁷. En plus d'anticipations d'inflation plus basses, les personnes qui ont tout à fait confiance dans la BCE anticipent également un chômage plus faible, et une croissance économique plus élevée au cours des 12 prochains mois.

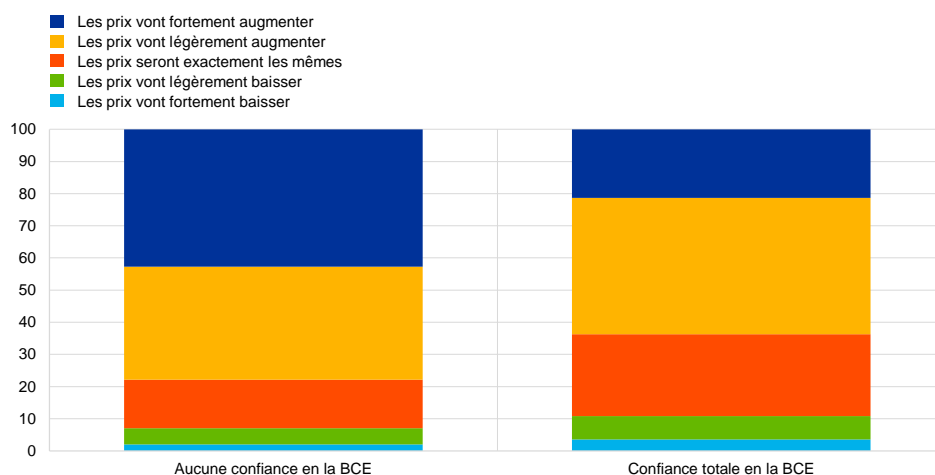
¹⁷ La confiance dans la BCE est restée stable pendant plusieurs mois après le choc économique provoqué par l'invasion de l'Ukraine par la Russie, en dépit d'une hausse des anticipations d'inflation – cf. Georgarakos (D.), Kenny (G.) et Meyer (J.), « [Recent changes in consumers' medium-term inflation expectations – a detailed look](#) », *Research Bulletin*, n° 104, BCE, février 2023. Plus généralement, la littérature universitaire documente l'effet d'ancrage de la confiance sur les anticipations d'inflation, et des recherches récentes ont également commencé à s'intéresser à l'incidence de l'inflation sur la confiance. Des publications récentes utilisent des variables instrumentales telles que la confiance en d'autres personnes (Christelis (D.) *et al.*, *op. cit.*, et Brouwer (N.) et de Haan (J.), « [Trust in the ECB: Drivers and consequences](#) », *European Journal of Political Economy*, vol. 74, septembre 2022, p. 1-14) et la confiance générale dans les institutions (Mellina (S.) et Schmidt (T.), « [The role of central bank knowledge and trust for the public's inflation expectations](#) », *Discussion Papers*, n° 32, Deutsche Bundesbank, 2018) pour démontrer que des personnes dont la confiance est plus élevée déclarent des anticipations d'inflation plus faibles et davantage alignées avec la cible de la banque centrale. Cf. également Rumler (F.) et Valderrama (M.T.), « [Inflation literacy and inflation expectations: Evidence from Austrian household survey data](#) », *Economic Modelling*, vol. 87, 2020, p. 8-23 ; Van der Crujssen (C.) et Samarina (A.) « [Trust in the ECB in turbulent times](#) », *DNB Working Papers*, n° 722, De Nederlandsche Bank, 2021 ; et Stanislawska (E.) et Paloviita (M.), *op. cit.*, pour une démonstration de l'effet d'ancrage de la confiance sur les anticipations d'inflation. Van der Crujssen (C.), de Haan (J.) et van Rooij (M.), « [The impact of high inflation on trust in national politics and central banks](#) », *DNB Working Papers*, n° 762, De Nederlandsche Bank, janvier 2023, affirment que les perceptions d'inflation plus élevées ont un effet négatif sur la confiance, tandis que Farvaque (E.), Hayat (M.A.) et Mihailov (A.), « [Who Supports the ECB? Evidence from Eurobarometer Survey Data](#) » *The World Economy*, vol. 40, n° 4, avril 2017, p. 654-677, suggèrent que l'inflation attendue détermine la confiance.

Graphique 6

Anticipations d'inflation, par niveau de confiance dans la BCE

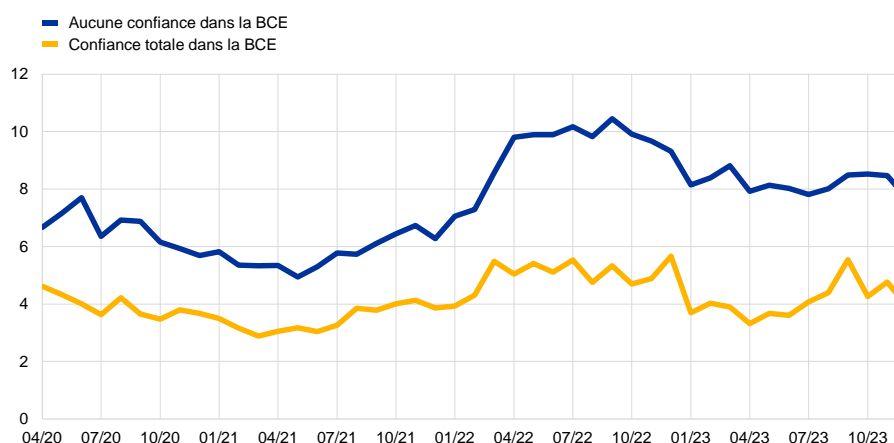
a) Part des participants déclarant des anticipations d'inflation spécifiques (qualitatives)

(parts des personnes interrogées en pourcentage)



b) Anticipations d'inflation dans le temps (quantitatives)

(anticipations d'inflation moyennes ; évolutions annuelles en pourcentage)



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

Notes : Estimations pondérées du CES couvrant les campagnes d'enquête d'avril 2020 à décembre 2023. « Pas du tout confiance dans la BCE » se rapporte à un niveau de confiance de 0 ; « tout à fait confiance dans la BCE » se rapporte à un niveau de confiance de 10. Les anticipations d'inflation moyennes dans la partie b sont winsorisées au 2e et au 98e centile pour chaque campagne d'enquête et chaque pays. Dans l'enquête, la question sur les anticipations d'inflation quantitatives est ouverte.

Encadré 1

Qui sont les personnes situées aux extrêmes de l'échelle de confiance ?

Marc Beckmann et Ferdinand Dreher

Comme l'explique la section 3 du présent article, si le groupe de répondants qui n'ont pas du tout confiance dans la BCE est relativement restreint, représentant environ 10 % des participants à l'enquête sur l'ensemble de l'échantillon, leurs réponses peuvent fournir de précieuses informations. Cet encadré cherche ainsi à comprendre ce groupe en comparant leurs caractéristiques socioéconomiques avec celles des personnes qui ont tout à fait confiance dans la BCE.

Le graphique A présente les parts de répondants qui ont tout à fait confiance et pas du tout confiance dans la BCE, regroupés par caractéristiques socioéconomiques. Il inclut certaines des variables fixes dans le temps qui, selon les études universitaires, sont liées à la confiance dans la BCE, comme l'âge, le genre, le niveau d'éducation, les revenus du ménage et les connaissances financières ¹⁸. Nous examinons également la perception de l'inégalité de revenus, celle-ci étant associée à la confiance moyenne et pouvant refléter un mécontentement qui sous-tend les extrêmes de la confiance dans la BCE ¹⁹.

En ce qui concerne l'âge, la part de personnes qui ont tout à fait confiance dans la BCE est globalement stable à travers les tranches d'âge, tandis que la part de participants qui n'ont pas du tout confiance dans la BCE est particulièrement élevée dans la tranche d'âge des 35-49 ans et moins importante chez les plus de 65 ans ²⁰.

S'agissant du sexe, le pourcentage des répondants qui ont tout à fait confiance est légèrement plus élevé chez les hommes que chez les femmes. La tendance est inverse pour les personnes qui n'ont pas du tout confiance dans la BCE. Jusqu'à présent, la littérature est ambiguë sur l'effet que peut avoir le sexe sur les niveaux de confiance plus élevés ²¹.

En ce qui concerne l'éducation formelle, la part de répondants qui ont tout à fait confiance augmente légèrement avec le niveau d'instruction. En revanche, la part des personnes qui n'ont pas du tout confiance dans la BCE est nettement plus faible chez celles ayant achevé un deuxième cycle d'enseignement secondaire que chez les moins diplômées.

Pour les quintiles de revenus, la part de personnes appartenant au groupe de confiance la plus élevée est la plus importante dans le quintile de revenus supérieur, mais la relation n'est pas linéaire. En revanche, il existe une relation linéaire claire entre la taille relative du groupe n'ayant pas du tout confiance et le quintile de revenus, la part des répondants exprimant une absence de confiance étant la plus importante dans le quintile de revenus inférieur.

Il est intéressant d'examiner les connaissances financières, car elles semblent inversement liées à la fois à l'absence de confiance et à la confiance totale dans la BCE. Cela suggère que les deux

¹⁸ Cf. Hudson (J.), « *Institutional Trust and Subjective Well-Being across the EU* », *Kyklos*, vol. 59, n° 1, février 2006, p. 43-62; et Hayo (B.) et Neuenkirch (E.), « *The German public and its trust in the ECB: The role of knowledge and information search* », *Journal of International Money and Finance*, vol. 47, octobre 2014, p. 286-303.

¹⁹ Cf. encadré 1 dans l'article intitulé « [Inégalités économiques et confiance du public dans la Banque centrale européenne](#) », *Bulletin économique*, n° 3, BCE, 2022.

²⁰ Des études antérieures suggèrent que l'âge est positivement lié à la confiance, tel que mesuré en termes binaires dans l'Eurobaromètre (cf. Ehrmann (M.) *et al.*, *op. cit.*, et Farvaque (E.) *et al.*, *op. cit.*), tandis que des analyses reposant sur des mesures non binaires (cf. Hayo (B.) et Neuenkirch (E.), *op. cit.*, et van der Crujisen (C.) et Samarina (A.), « *Drivers of trust in the ECB during the pandemic* », *op. cit.*) montrent que la relation peut être visualisée sous forme de U, ce qui signifie que les tranches d'âge plus jeunes et plus âgées affichent des niveaux de confiance relativement élevés, tandis que la confiance est la plus faible pour les personnes d'âge moyen.

²¹ Ehrmann (M.) *et al.*, *op. cit.*, et Farvaque (E.) *et al.*, *op. cit.*, s'appuyant sur des données Eurobaromètre, ont conclu que les femmes ont moins confiance dans la BCE que les hommes. Toutefois, Hayo (B.) et Neuenkirch (E.), *op. cit.*, sur la base d'une enquête auprès des ménages allemands, et Brouwer (N.) et de Haan (J.), *op. cit.*, sur la base d'une enquête auprès des ménages néerlandais, ont suggéré le contraire. Van der Crujisen (C.) et Samarina (A.), « *Drivers of trust in the ECB during the pandemic* », *op. cit.*, ont examiné des données issues de l'enquête de la BCE sur les anticipations des consommateurs et ont conclu que les hommes ont davantage confiance dans la BCE que les femmes.

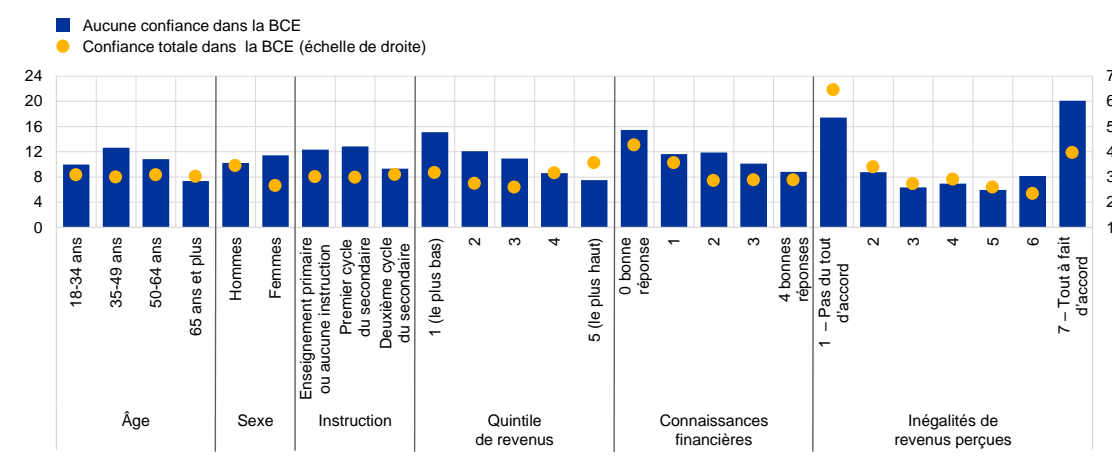
extrêmes de confiance dans la BCE pourraient refléter un manque de connaissances plus spécifiques sur la BCE ²².

S'agissant des perceptions des inégalités de revenus, les extrêmes de la confiance dans la BCE semblent être liés à des perceptions extrêmes des inégalités de revenus. Toutefois, les perceptions de très fortes inégalités de revenus dépassent les perceptions de très faibles inégalités de revenus chez les personnes qui n'ont pas du tout confiance, alors que c'est l'inverse pour les personnes qui ont tout à fait confiance ²³.

Graphique A

Parts des répondants qui n'ont pas du tout confiance ou tout à fait confiance dans la BCE, par caractéristiques socioéconomiques

(parts des personnes interrogées en pourcentage)



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

Notes : Estimations pondérées du CES couvrant les campagnes d'enquête d'avril 2020 à décembre 2023. Les connaissances financières sont mesurées par le nombre de réponses correctes aux questions de l'enquête sur les taux d'intérêt réels, le calcul des intérêts et la diversification des risques.

4 La confiance dans la BCE et dans les autres institutions

La confiance dans la BCE semble présenter un co-mouvement avec la confiance dans les banques centrales et les institutions européennes au sens large, ou même la refléter. Parmi les différentes institutions nationales et

internationales chargées de l'élaboration des politiques, la BCE, de par la structure unique de l'Eurosystème et ainsi que par son mandat et ses objectifs, présente des caractéristiques communes à la fois avec les banques centrales nationales et avec d'autres institutions européennes. En particulier pour les répondants ayant reçu le moins d'éducation formelle, la distinction entre institutions peut ne pas être claire, et entraîner une corrélation de confiance élevée pour des institutions très différentes (cf. également encadré 2). Certaines personnes peuvent également faire preuve de

²² Van der Cruysen (C.) et Samarina (A.), « *Drivers of trust in the ECB during the pandemic* », *op. cit.*, et Hayo (B.) et Neuenkirch (E.), *op. cit.*, concluent à une relation positive entre les connaissances financières et la confiance moyenne dans la BCE.

²³ À titre de comparaison, un article d'un précédent Bulletin économique est revenu sur cette association sous forme linéaire, suggérant que la perception de fortes inégalités de revenus est associée à une plus faible confiance moyenne dans la BCE. Cf. encadré 1 dans l'article intitulé « *Inégalités économiques et confiance du public dans la Banque centrale européenne* », *Bulletin économique*, n° 3, BCE, 2022.

méfiance à l'égard des institutions en général, même lorsqu'elles sont conscientes de leurs différents mandats ²⁴. Il est donc important de comprendre dans quelle mesure la confiance dans la BCE est associée à la confiance dans d'autres institutions et dans quelle mesure cela est propre à la BCE ²⁵.

Les données tirées de l'enquête CES montrent une forte corrélation de la confiance entre les institutions. Cela ressort clairement des niveaux de confiance (taux de corrélation de plus de 72 % pour toutes les paires d'institutions lorsque toutes les réponses sont mises en commun) et des évolutions de confiance en glissement mensuel (39 %). Ces résultats corroborent les conclusions des études s'appuyant sur l'enquête Eurobaromètre. En fait, des proportions similaires de participants n'ayant pas du tout confiance sont observées pour le Parlement européen, la Commission européenne, les Nations Unies et les banques centrales nationales, ce qui met en doute l'interprétation des niveaux de confiance pour toute institution étudiée de manière isolée. Ces résultats sont également confortés par une simple analyse en composantes principales (ACP) ²⁶. Autrement dit, la confiance dans n'importe laquelle des institutions couvertes par cette enquête, y compris les Nations Unies avec son mandat mondial, est fortement corrélée avec la confiance dans la BCE, ce qui vaut aussi pour les évolutions dans les niveaux de confiance. Cela a des implications pour la BCE, également compte tenu des taux d'inflation élevés au cours de la période d'échantillonnage. Si des taux d'inflation et des anticipations d'inflation plus élevés sont associés à une confiance plus faible dans les différentes institutions, il se peut ainsi que les répondants considèrent toutes les institutions comme responsables, et/ou qu'ils ne soient pas conscients des mandats distincts de chaque institution ²⁷. De la même manière, la confiance dans la BCE peut être affectée par des évolutions qui ne sont pas liées à son mandat. En effet, il est probable que la confiance dans la BCE est aussi fortement influencée par une

²⁴ La conception de l'enquête peut également influencer sur la corrélation de la confiance entre les institutions, car les questions à ce sujet sont regroupées dans une seule section de l'enquête, et les répondants peuvent faire preuve de lassitude et attribuer des niveaux de confiance identiques pour toutes les institutions. Le CES tente de remédier partiellement à ce problème en rendant aléatoire l'ordre des institutions dans l'enquête (à l'exception de la banque centrale nationale, qui est toujours présentée en dernier lieu).

²⁵ De nombreuses études sur la confiance dans la BCE font référence à ces associations et corrélations avec la confiance dans d'autres institutions (p. ex., Ehrmann (M.) *et al.*, *op. cit.* ; Hayo (B.) et Neuenkirch (E.), *op. cit.* ; Farvaque (E.) *et al.*, *op. cit.* ; Mellina (S.) et Schmidt (T.), *op. cit.* ; et Brouwer (N.) et de Haan (J.), *op. cit.*) et les utilisent comme variable de contrôle dans les régressions sur les facteurs de la confiance dans la BCE.

²⁶ Les résultats de l'ACP indiquent que 85 % de la variation sur l'ensemble de la période d'échantillonnage s'explique par la première composante, qui applique des poids similaires à toutes les institutions et peut donc être interprétée comme une approximation de la confiance dans les institutions en général. L'ACP est une technique de réduction des données dans laquelle les principales composantes sont les combinaisons linéaires de variables qui expliquent la part de variation la plus importante dans les données d'origine. Les poids sont les corrélations entre les variables (de confiance) d'origine et les composantes principales, et ils sont donc habituellement nommés d'après l'ensemble de variables avec lesquelles ils sont le plus corrélés. Cette analyse comporte des limites : l'enquête ne couvre qu'une institution nationale et cinq institutions en tout, et la période d'échantillonnage couvre plusieurs chocs économiques divers ayant touché la zone euro qui peuvent réduire la possibilité de généraliser les résultats. Hayo (B.) et Neuenkirch (E.), *op. cit.*, et Mellina (S.) et Schmidt (T.), *op. cit.*, ont également recours à une ACP pour extraire une composante commune de la confiance générale dans les institutions.

²⁷ S'appuyant sur une enquête auprès de ménages néerlandais, Van der Crujssen (C.) *et al.*, *op. cit.*, concluent que les personnes ont moins confiance dans les autorités qu'elles voient comme ayant la responsabilité de maintenir l'inflation à un niveau faible. Dans le même temps, les opinions des répondants suggèrent qu'ils sont plus susceptibles de considérer le contrôle de l'inflation comme étant de la responsabilité du gouvernement national (plus de 70 %) plutôt que de la BCE (plus de 50%) ou de la banque centrale nationale (légèrement en dessous de 40 %).

confiance plus large dans les institutions dans leur ensemble, ou par leur performance, et elle ne peut donc pas être interprétée de manière isolée par rapport aux autres institutions ²⁸.

L'analyse en composantes principales suggère la présence d'associations sous-jacentes avec d'autres institutions de l'UE et banques centrales ayant une incidence sur la confiance dans la BCE. Pour simplifier l'interprétation des composantes dans une ACP qui capture la variation dans les données d'origine, on peut leur appliquer une rotation. Ces rotations sont des transformations des composantes d'origine, qui visent à simplifier la structure des poids afin d'interpréter plus facilement les tendances entre les variables ²⁹. Les composantes auxquelles une rotation est appliquée indiquent que les niveaux de confiance dans la BCE sont influencés par des évolutions plus larges de la confiance dans les institutions de l'UE et dans les banques centrales (graphique 7). La composante 1 applique un poids important à la confiance dans le Parlement européen (0,66) et la Commission européenne (0,65), et en partie à la confiance dans la BCE (0,37), suggérant l'existence d'un « facteur UE ». La composante 2 applique un poids important à la confiance dans la banque centrale nationale (0,90), et en partie à la confiance dans la BCE (0,44), indiquant un « facteur banque centrale ». Une troisième composante est avant tout liée aux niveaux de confiance dans les Nations Unies et à leurs évolutions (1,00) ³⁰. Cela tend à indiquer à la fois une dimension européenne et une dimension de banque centrale dans l'évolution de la confiance dans la BCE ³¹.

²⁸ Cf. Bergbauer (S.), Hernborg (N.), Jamet (J.-F.) et Persson (E.), « *The reputation of the euro and the European Central Bank: interlinked or disconnected?* », *Journal of European Public Policy*, vol. 27, n° 8, janvier 2020, p. 1178-1194, qui montrent que la confiance dans la BCE dépend de la satisfaction des citoyens concernant la performance de l'UE dans plusieurs domaines, notamment dans la réaction face aux crises.

²⁹ La rotation relâche l'hypothèse formulée dans l'ACP sans rotation, selon laquelle les facteurs sont complètement orthogonaux les uns par rapport aux autres, et permet aux variables d'être regroupées autour des composantes.

³⁰ Les résultats de l'ACP sur les évolutions de la confiance suggèrent que les répondants ajustent leur confiance dans la BCE fortement en ligne avec l'évolution de leur confiance dans les banques centrales nationales (poids de la seconde composante principale de 0,65 pour la BCE et de 0,76 pour la banque centrale nationale).

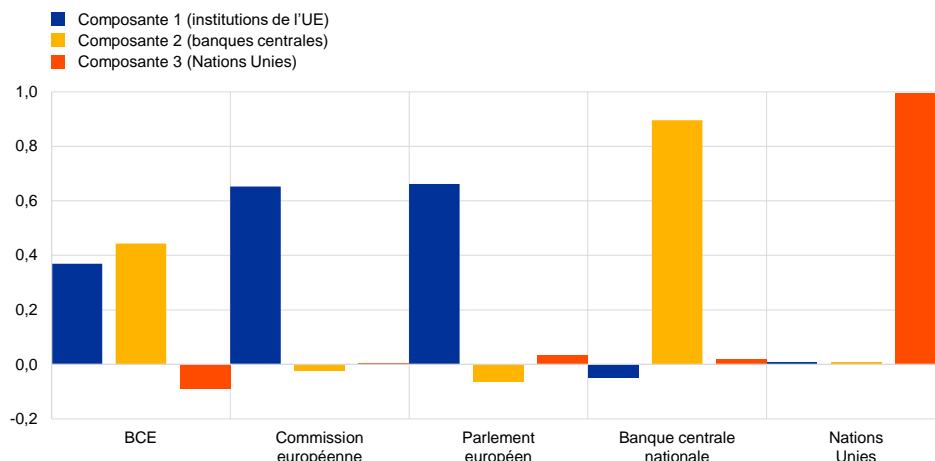
³¹ Tous les résultats de l'ACP sont également valables si l'on exclut les valeurs de confiance égales à 0 pour tenir compte d'une potentielle censure à gauche de la distribution des valeurs de confiance.

Graphique 7

Analyse en composantes principales des niveaux de confiance

Composantes principales après rotation (oblique)

(poids)



Sources : Enquête sur les anticipations des consommateurs de la BCE et calculs de la BCE.
Note : Estimations pondérées du CES couvrant les vagues d'enquête d'avril 2020 à décembre 2023.

Encadré 2

Co-mouvement de la confiance dans les différentes institutions

Marc Beckmann et Ferdinand Dreher

La section 4 de cet article documente l'existence de fortes corrélations entre institutions, à la fois dans les niveaux de confiance et dans les évolutions de la confiance. Autrement dit, les répondants qui ont plus (moins) confiance dans la BCE ont habituellement plus (moins) confiance dans d'autres institutions. Cet encadré vise à comprendre la nature de cette association entre la confiance dans la BCE et la confiance dans d'autres institutions. Plus particulièrement, il cherche à déterminer si les corrélations diffèrent en fonction du niveau de confiance et des connaissances financières de la personne interrogée.

Les corrélations de la confiance dans les différentes institutions ne varient pas de manière significative dans le temps³². De plus, en moyenne, le niveau de confiance d'une personne dans la BCE correspond également à son niveau de confiance dans d'autres institutions (nationales et internationales) dans l'enquête CES.

La corrélation des niveaux de confiance d'un répondant vis-à-vis des différentes institutions apparaît négativement associée au niveau de confiance dans la BCE elle-même (graphique A, partie a)³³. La corrélation la plus élevée se situe à des niveaux de confiance très faibles, ce qui signifie que les participants qui n'ont pas du tout confiance dans la BCE sont plus susceptibles d'avoir un niveau de confiance similaire dans toutes les autres institutions, tandis qu'un participant

³² Cela se confirme également après correction de l'effet de récurrence décrit à la note de bas de page 9, les corrélations augmentant à mesure que les participants restent plus longtemps dans l'échantillon de l'enquête. Les corrélations calculées pour les personnes interrogées sont fondées sur un minimum de cinq observations et un maximum de dix observations par ensemble d'institutions (pour limiter l'incidence de l'effet de récurrence).

³³ Tandis que la section 4 présente la corrélation de l'échantillon commun entre les participants et dans le temps, cet encadré examine la corrélation moyenne dans le temps pour une personne.

qui a davantage confiance dans la BCE est plus susceptible d'avoir des avis plus différenciés en fonction des institutions ³⁴.

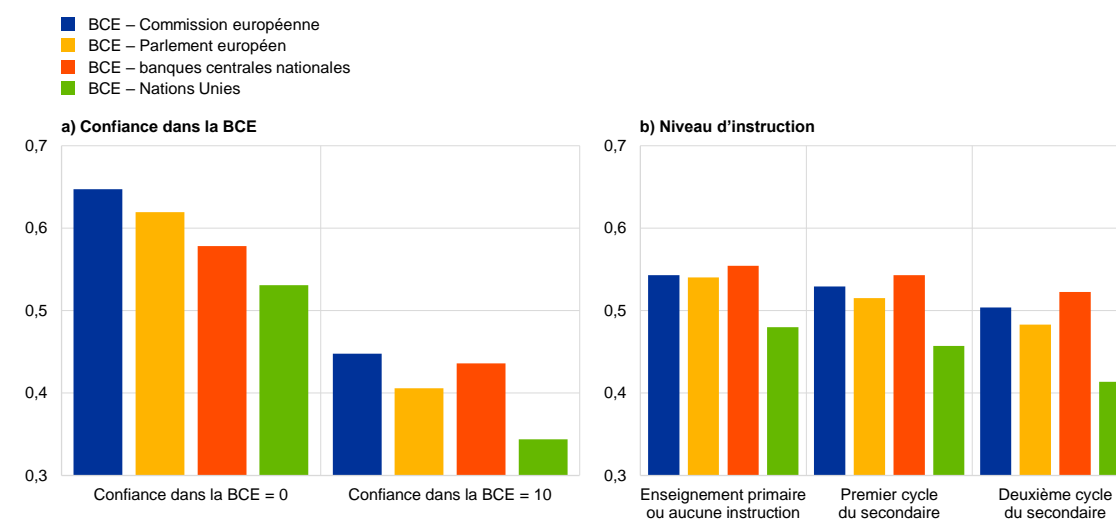
Il est également intéressant de se demander si un niveau plus élevé d'éducation formelle est lié à des niveaux de confiance des répondants plus fortement différenciés entre les institutions. En employant la variable du CES sur le niveau d'instruction, nous trouvons en effet qu'une personne ayant reçu une éducation formelle plus avancée a tendance à donner des réponses plus différenciées concernant la confiance dans les différentes institutions.

Dans l'ensemble, ces résultats suggèrent que les participants semblent différencier davantage leur évaluation des différentes institutions lorsqu'ils ont reçu une éducation formelle plus avancée et lorsqu'ils ont davantage confiance dans la BCE.

Graphique A

Association entre les corrélations de confiance des participants et la confiance dans la BCE ainsi que le niveau d'instruction

(corrélation moyenne entre la confiance dans la BCE et la confiance dans d'autres institutions)



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

Notes : Estimations pondérées du CES couvrant les vagues d'enquête d'avril 2020 à décembre 2023. Pour limiter l'effet de récurrence, seules les dix premières réponses de chaque participant à l'enquête sont utilisées pour calculer les corrélations individuelles. Un minimum de cinq observations sont utilisées pour le calcul de la corrélation.

5 Conclusion

Pour résumer, l'analyse des données tirées de l'enquête CES au niveau individuel révèle que la confiance dans la BCE est un concept multidimensionnel, une grande majorité des participants à l'enquête exprimant une certaine confiance ou un haut niveau de confiance dans la BCE.

Néanmoins, pour confirmer que les résultats présentés dans cet article sont également valables lorsque l'incertitude mondiale est moins forte, il serait nécessaire d'utiliser une période d'échantillonnage du CES plus longue. La granularité de la

³⁴ Comme la distribution de la variable de confiance est possiblement censurée à gauche, les estimations dans la partie a du graphique A sont fondées sur une ligne à laquelle est appliquée un ajustement quadratique.

variable de la confiance du CES montre que la confiance est un concept non binaire, qui va plus loin qu'une simple distinction binaire entre avoir confiance et ne pas avoir confiance. Même si, sur une échelle de 0 à 10, la plupart des répondants ont un niveau de confiance entre 5 et 8, près de 10 % des participants n'ont pas du tout confiance dans la BCE sur l'ensemble de l'échantillon. À court ou moyen termes, la confiance dans la BCE a tendance à ne pas évoluer significativement, les personnes qui n'ont pas du tout confiance dans la BCE étant les moins susceptibles de changer d'avis. Enfin, lorsqu'elle est analysée en lien avec la confiance dans les banques centrales nationales et d'autres institutions européennes et internationales, l'évolution de la confiance dans la BCE présente un fort co-mouvement avec la confiance institutionnelle au sens large, et les participants qui n'ont pas du tout confiance dans la BCE ont également tendance à ne pas avoir confiance dans d'autres institutions. L'analyse en composantes principales produit le même résultat. Le CES n'ayant été mis en place que sur une période relativement courte (et marquée par des turbulences), les conclusions ici présentées devront également être confirmées à plus long terme. Néanmoins, la variable de la confiance du CES s'est déjà avérée un complément utile des enquêtes Eurobaromètre menées de longue date.

Le fait que le niveau de confiance de la plupart des personnes interrogées n'évolue que faiblement dans le temps confirme que la confiance met du temps à se construire et nécessite des efforts de communication continus de la part de la BCE. Compte tenu de l'importance de la confiance des citoyens dans la BCE pour la bonne transmission de la politique monétaire vers les anticipations économiques, son évolution lente, confirmée par le CES, souligne la nécessité d'efforts continus pour la renforcer progressivement. Si un certain degré de scepticisme envers une institution est, par principe, une caractéristique souhaitable d'une démocratie dans laquelle les citoyens suivent les décisions de l'institution, les conclusions de cet article mettent en lumière l'importance particulière des efforts de la BCE en matière d'obligation de rendre compte et de transparence. À cet égard, une communication claire et efficace, qui explique notamment le rôle stabilisateur de la politique monétaire, peut doper la confiance du public dans la capacité d'une banque centrale à atteindre son objectif de stabilité des prix ³⁵.

³⁵ Ehrmann (M.), Georgarakos (D.) et Kenny (G.), « *Credibility gains from communication with the public: evidence from the new monetary policy strategy* », *Working Paper Series*, n° 2785, BCE, février 2023.

Quels enseignements tirer des nouvelles données individuelles de prix pour la dynamique de l'inflation et la transmission de la politique monétaire ?

Luca Dedola, Lukas Henkel, Christian Höynck, Chiara Osbat et Sergio Santoro

1 Introduction

L'inflation dépend de la décision des entreprises individuelles de changer ou non les prix de leurs biens et services et, le cas échéant, de l'ampleur de ces changements de prix. Chaque mois, certains prix augmentent, certains diminuent et les autres (généralement la majorité) demeurent inchangés. Ces décisions de fixation des prix dépendent de facteurs spécifiques à l'entreprise individuelle ou au secteur dans lequel elle opère, ainsi que de chocs agrégés et des conditions macroéconomiques générales qui affectent toutes les entreprises.

Dans les données, les prix ne s'ajustent pas en continu, ce qui signifie que les prix individuels changent peu fréquemment, mais que les hausses et les baisses de prix peuvent être importantes, ces deux éléments étant des déterminants essentiels de la dynamique de l'inflation. La fréquence d'ajustement des prix est importante pour la transmission de la politique monétaire, car elle influence la vitesse à laquelle les modifications de l'orientation de la politique monétaire affectent l'inflation. En outre, l'ampleur des changements de prix, c'est-à-dire l'écart entre le prix révisé et celui fixé avant l'ajustement, a également un impact sur la dynamique de l'inflation¹. Un facteur clé consiste à savoir si la fixation des prix est « *state-dependent* », c'est-à-dire si la décision d'une entreprise de modifier ses prix repose sur un arbitrage entre un coût fixe à changer ses prix (connu sous le nom de « *menu cost* », ou coût de menu) et la perte liée au maintien de prix inchangés mais différents de leur valeur s'ils étaient révisés². Lorsque la perte d'une entreprise liée à l'écart entre le prix fixé et sa valeur s'il était révisé est suffisamment élevée relativement au coût de menu – en raison de variations significatives de la demande ou des coûts nominaux, par exemple –, l'entreprise ajuste son prix. Par conséquent, les entreprises sont plus susceptibles de changer les prix présentant l'écart le plus important entre le prix fixé et sa valeur s'il était révisé. Dans ce cas, des changements significatifs de prix peuvent être associés à des chocs agrégés de

¹ Le prix révisé correspond au nouveau prix appliqué après un changement de prix.

² Les coûts de menu incluent tous les coûts résultant d'un changement de prix par une entreprise. Par exemple, des données empiriques indiquent que le changement de prix dans les supermarchés constitue un processus complexe, nécessitant de nombreuses étapes et un montant important de ressources. Cf. Levy (D.), Bergen (M.), Dutta (S.) et Venable (R.), « *The Magnitude of Menu Costs: Direct Evidence from Large U. S. Supermarket Chains* », *The Quarterly Journal of Economics*, vol. 112, n° 3, 1997, p. 791-825. Plus précisément, les coûts de menu présentés dans cette étude comprennent « 1) le coût de main-d'œuvre lié au changement de prix en rayon, 2) les coûts d'impression et de distribution des nouvelles étiquettes de prix, 3) les coûts des erreurs commises au cours du processus de changement de prix, et 4) le coût de la supervision en magasin du processus de changement de prix ».

faible ampleur, et sont susceptibles d'amplifier la réaction de l'inflation agrégée. En outre, la décision de changer les prix dépendant de l'état de l'économie, des effets non linéaires sur la fréquence des changements de prix sont également possibles, selon l'ampleur des chocs agrégés.

Le fait que l'inflation augmente en raison de plus fortes hausses moyennes des prix ou de changements de prix plus fréquents a des conséquences sur la dynamique de l'inflation. Si, par exemple, les entreprises modifient leurs prix plus fréquemment en réponse à un choc important sur les coûts nominaux, la transmission aux prix à la consommation sera plus rapide et l'inflation sera initialement plus élevée, mais de plus courte durée, que si la fréquence des changements de prix était restée constante. De fortes augmentations de la fréquence des changements de prix ont été observées de façon empirique en période d'inflation élevée et peuvent s'expliquer par des modèles économiques de fixation des prix « *state-dependent* ». Dans ces modèles, pour un coût de menu donné, des chocs importants sur la demande ou sur les coûts entraînent un plus grand écart entre les prix effectifs et leur valeur s'ils étaient révisés, ce qui augmente la probabilité de changements de prix. Par conséquent, une fixation des prix « *state-dependent* » implique généralement une relation non linéaire entre la fréquence des changements de prix et l'inflation : lorsque les taux d'inflation sont relativement stables, la fréquence des changements de prix est relativement constante dans le temps, alors que des variations importantes du taux d'inflation (dus par exemple à des chocs de grande ampleur) entraînent de fortes variations de la fréquence de fixation des prix. À l'inverse, dans le principal modèle alternatif de fixation des prix (connu sous le nom de modèle « *time-dependent* »), les prix changent de façon exogène et indépendamment de l'écart entre le prix observé et sa valeur s'il était révisé, de sorte que la fréquence des changements de prix n'est pas affectée par les variations de l'inflation. L'observation des caractéristiques des changements de prix à l'échelle de l'entreprise est essentielle pour déterminer avec plus de précision le degré de « *state-dependence* » dans le comportement de fixation des prix, même lorsque l'inflation est relativement peu élevée.

La fréquence et l'ampleur des changements de prix dans le temps, ainsi que la façon dont cela affecte l'inflation, peuvent être examinées au mieux à l'aide de données individuelles, dont la collecte et l'analyse ont été au cœur des travaux du réseau PRISMA (*Price-setting Microdata Analysis Network*). Le [réseau de recherche de l'Eurosystème sur la persistance de l'inflation \(*Inflation Persistence Network, IPN*\)](#) a été pionnier en matière d'étude des données microéconomiques sur les prix au début des années 2000. Son successeur, le [réseau de recherche PRISMA](#) créé par le Système européen de banques centrales, a remanié et étendu l'analyse de l'IPN sur le comportement des entreprises en matière de fixation des prix. Les données microéconomiques collectées par le réseau PRISMA comprennent 135 millions de relevés individuels de prix utilisés pour élaborer les indices de prix agrégés, tels que l'indice des prix à la consommation harmonisé (IPCH), dans 11 pays de la zone euro entre 2010 et 2019. Ces relevés de prix recouvrent 166 catégories de produits, représentant 60 % environ du panier de l'IPCH (mais excluant des catégories telles que l'énergie et les produits alimentaires non transformés). Le réseau PRISMA a également présenté et utilisé de nouvelles

statistiques relatives à la fixation des prix (telles que la distribution complète de l'ampleur des changements de prix, qui est essentielle pour comprendre le comportement des entreprises) et a documenté leur évolution dans le temps. Enfin, le réseau de recherche a examiné comment la fréquence et l'ampleur des changements de prix déterminent la transmission de la politique monétaire et la dynamique de l'inflation, y compris en réponse à des chocs de demande et d'offre.

Cet article analyse les données sur la fixation des prix collectées par PRISMA et se concentre sur la relation entre l'inflation et les caractéristiques de la distribution des changements de prix à l'échelle de l'entreprise.

2 Résultats sur la fixation « *state-dependent* » des prix obtenus à partir des données microéconomiques

La dépendance à l'état de la fixation des prix, telle que définie plus haut, implique que les prix les plus susceptibles de changer sont les prix les plus éloignés de leurs valeurs révisées ; cette implication fournit un test important de la théorie, à partir des données microéconomiques. La réaction de l'inflation aux chocs dépend non seulement du nombre mais également du type de prix qui changent, ainsi que de l'ampleur de ces modifications. Cela peut avoir autant d'importance que la fréquence des changements de prix. Si les changements de prix ajustés sont significatifs, reflétant des écarts importants entre les prix fixés et leur valeur s'ils étaient révisés, le niveau agrégé des prix peut être très flexible et réagir fortement aux chocs agrégés, même si quelques entreprises seulement changent leurs prix. Il est particulièrement difficile de mesurer cette caractéristique (appelée « effet de sélection ») car les écarts de prix, définis comme la différence entre le prix actuel et le prix révisé contrefactuel qu'une entreprise souhaiterait fixer, ne sont pas observables.

Les travaux de recherche de PRISMA permettent de surmonter la difficulté de tester directement l'ampleur de l'effet de sélection, comme moyen d'évaluer la pertinence d'une fixation des prix « *state-dependent* », en utilisant les données de scanner relevées dans les supermarchés. Ces données permettent de développer une mesure approximée de l'écart de prix qui, même dans un contexte d'inflation stable, fournit des informations sur le degré de *dépendance à l'état*, du moins pour les prix des produits vendus dans les supermarchés. Le calcul d'une approximation de l'écart de prix pour chaque produit permet d'examiner la forme de sa fonction de hasard (« hasard lié à l'écart de prix »), définie comme la probabilité que son prix change en fonction de l'écart de prix ³. Des fonctions de hasard liées à l'écart de prix ont été estimées pour quatre grands pays de la zone euro (l'Allemagne, la France, l'Italie et les Pays-Bas) entre 2013 et 2017 et pour les États-

³ Cette approximation de l'écart de prix est construite comme la différence entre le prix d'un produit (« code-barres ») dans un magasin donné et le prix moyen du même produit dans d'autres magasins à proximité, dans lesquels ce prix a changé au cours du même mois, après avoir contrôlé par les écarts permanents de prix entre catégories de magasins résultant des différences en matière de pouvoir de marché, de géographie et d'infrastructures. Cf. Karadi (P.), Amann (J.), Sánchez Bachiller (J.), Seiler (P.) and Wursten (J.), « *Price setting on the two sides of the Atlantic – Evidence from supermarket scanner data* », *Journal of Monetary Economics*, vol. 140, 2023, p. S1-S17.

Unis entre 2001 et 2012. Bien que ces périodes ne se recoupent pas, elles sont toutes deux caractérisées par une inflation faible et stable.

Les fonctions de hasard estimées fournissent des informations microéconomiques claires montrant que le comportement des entreprises en matière de fixation des prix dépend de l'état de l'économie.

La partie a) du graphique 1 montre que la probabilité qu'une entreprise ajuste le prix d'un produit augmente avec l'écart de prix, dans la zone euro (sur la base des quatre grands pays considérés) comme aux États-Unis. Le fait que la probabilité d'un ajustement des prix dépende de l'ampleur de l'écart de prix est cohérent avec une fixation des prix « *state-dependent* ». Par exemple, un écart de prix négatif de 10 % est associé à une probabilité de hausse des prix de 15 %. En revanche, dans les modèles « *time-dependent* » de fixation des prix, les prix changent de façon exogène, par exemple de manière aléatoire avec une probabilité constante à chaque moment considéré dans le modèle bien connu de Calvo ⁴. Néanmoins, les fonctions de hasard en forme de V suggèrent que la dépendance à l'état de l'économie est modérée, la probabilité n'augmentant pas fortement avec l'écart de prix ⁵.

La partie b) du graphique 1 confirme les mesures de l'écart de prix, indiquant une relation étroite entre l'écart et l'ampleur effective des changements de prix *in fine*. La question se pose alors de savoir dans quelle mesure ces éléments sont quantitativement pertinents pour la dynamique de l'inflation à la suite de chocs importants dans la zone euro. Nous aborderons cette question dans les deux sections suivantes.

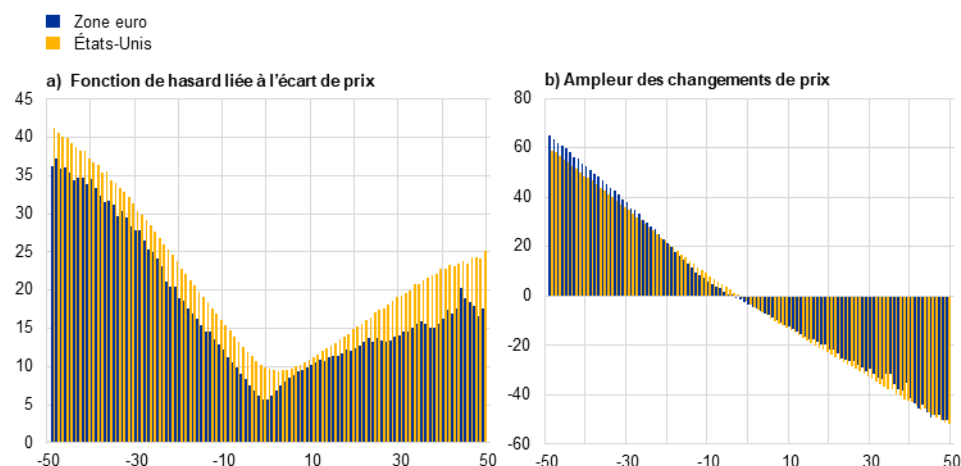
⁴ Pour un exposé type, cf. Gali (J.), « *Monetary Policy, Inflation, and the Business Cycle* », Princeton University Press, Princeton, 2015.

⁵ Dans de nombreux modèles avec coûts de menu, la probabilité d'un ajustement des prix affiche une légère augmentation lorsque l'écart de prix atteint un seuil. Cf. par exemple Golosov (M.) et Lucas Jr (R.E.), « *Menu Costs and Phillips Curves* », *Journal of Political Economy*, vol. 115, n° 2, 2007, p. 117-199.

Graphique 1

Fonction de hasard liée à l'écart de prix et ampleur des changements de prix non nuls en fonction de l'écart de prix

(écart de prix, en pourcentage)



Source : Gautier *et al.* ¹⁾.

Note : Le graphique montre la fréquence des changements de prix de référence (partie a) et l'ampleur moyenne des changements de prix de référence non nuls (partie b) en fonction de l'écart de prix pour quatre pays de la zone euro (l'Allemagne, la France, l'Italie et les Pays-Bas) et les États-Unis.

1) Gautier (E.) *et al.*, « *Price adjustment in the euro area in the low-inflation period : evidence from consumer and producer micro price data* », *Occasional Paper Series*, n° 319, BCE, Francfort-sur-le-Main, 2023.

3 La relation théorique et empirique entre l'inflation et la fréquence et l'ampleur des changements de prix

Une décomposition utile de l'inflation mensuelle est le nombre de prix qui changent (fréquence de l'ajustement des prix) multiplié par le montant de ces changements (ampleur moyenne des changements de prix). Plus précisément, en désignant l'inflation mensuelle par π et la fréquence et la taille moyenne des changements de prix (non nuls) par f et dp respectivement, nous pouvons formuler l'expression suivante ⁶ :

$$\pi = f \times dp$$

En outre, la fréquence peut être encore décomposée comme la somme de la fréquence des hausses de prix (f^+) et des baisses de prix (f^-), soit $f = f^+ + f^-$. Avec cette décomposition de la fréquence, l'inflation mensuelle est calculée comme la fréquence des hausses de prix multipliée par l'ampleur des hausses moyennes de prix ($f^+ \times dp^+$) moins la fréquence des baisses de prix multipliée par l'ampleur (absolue) des baisses moyennes de prix ($f^- \times dp^-$). Comme le montrent les travaux de recherche de PRISMA, dans les données de la zone euro, l'ampleur absolue des baisses moyennes de prix tend à être plus importante que celle des hausses de prix (les valeurs moyennes, hors prix soldés, s'établissant à environ 11,6 % et 9 % respectivement au cours de la période 2010-2019). Par conséquent, le taux d'inflation positif qui prévaut actuellement dans les données reflète le fait que les

⁶ En utilisant les pondérations appropriées pour, à partir des catégories de produits élémentaires, obtenir l'inflation agrégée.

hausse de prix sont plus fréquentes que les baisses (en moyenne, les hausses représentent 69 % environ des changements de prix au cours de la période 2010-2019, hors prix soldés) ⁷.

Au cours de la période de faible inflation entre 2010 et 2019 analysée par le réseau PRISMA, la variation cyclique limitée de l'inflation s'explique principalement par les fluctuations dans la moyenne des changements de prix.

Comme le montre le graphique 2, les faibles variations cycliques de la fréquence ont peu contribué aux fluctuations de l'inflation agrégée mesurée par l'IPCH ⁸ (hors énergie et produits alimentaires non transformés, pour lesquels le réseau PRISMA ne disposait pas de données individuelles), qui ont plutôt reflété principalement les variations de la moyenne des changements de prix non nuls (graphique 3).

Au cours de la même période, pour une fréquence donnée, la variation des changements de prix moyens s'explique principalement par la variation de la part des hausses et des baisses de prix plutôt que par la variation de leur ampleur absolue. En ligne avec le fait que les chocs idiosyncratiques constituent le principal déterminant des changements de prix à l'échelle de l'entreprise au cours de la période de faible inflation, les changements de prix moyens ont réagi aux perturbations agrégées à travers la variation de la part relative des hausses ou des baisses de prix, plutôt qu'à travers la variation de leur ampleur absolue. Toutefois, ce comportement « linéaire » de l'inflation agrégée ne se vérifie plus lorsque les chocs agrégés sont plus importants qu'habituellement, en raison des non-linéarités dans les décisions à l'échelle de l'entreprise mentionnées plus haut.

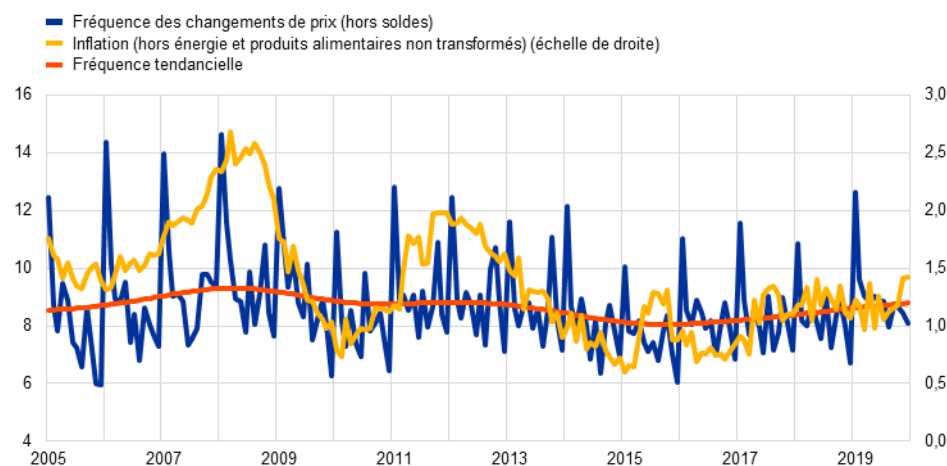
⁷ Gautier (E.) *et al.*, *op. cit.*

⁸ Les profils saisonniers de la fréquence des changements de prix seraient cohérents avec les prédictions d'une classe de modèles « *time-dependent* » comportant un certain degré d'échelonnement (les changements de prix sont manifestement plus fréquents en janvier). Ils seraient également cohérents avec le profil saisonnier sous-jacent des variations de coûts tels que les salaires qui, dans le cadre d'une dépendance à l'état de l'économie, pourraient affecter en conséquence la fréquence des changements de prix.

Graphique 2

Inflation et fréquence des changements de prix dans le temps

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



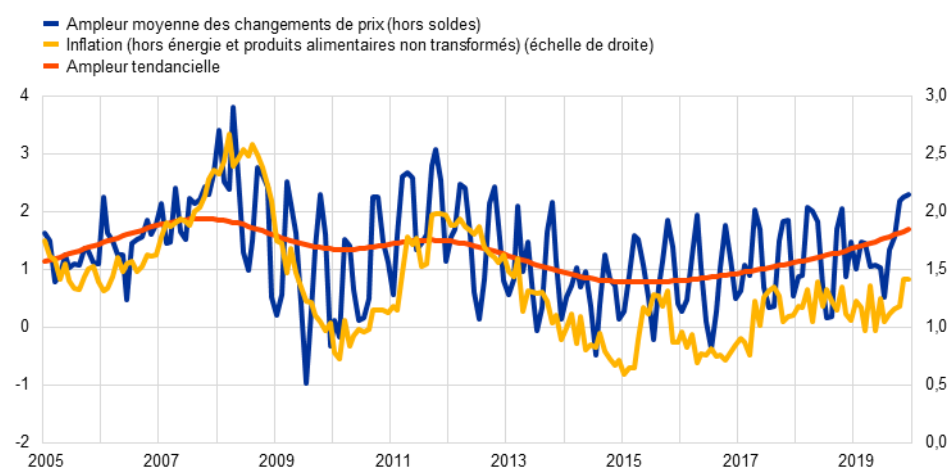
Source : Calculs des services de la Banque de France.

Notes : Sur la base des données individuelles de PRISMA relatives à l'IPCH. La tendance est calculée à l'aide du filtre d'Hodrick- Prescott standard pour les données mensuelles.

Graphique 3

Inflation et ampleur moyenne des changements de prix (révisés)

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



Source : Calculs des services de la Banque de France.

Notes : Sur la base des données individuelles de PRISMA relatives à l'IPCH. La tendance est calculée à l'aide du filtre d'Hodrick- Prescott standard pour les données mensuelles.

Les épisodes historiques d'inflation élevée indiquent une relation positive entre le niveau d'inflation et la fréquence et l'ampleur moyenne des changements de prix non nuls, reflétant une augmentation de la fréquence des hausses de prix. Certaines études ont documenté les caractéristiques de l'ajustement des prix au milieu des années 1970 et dans les années 1980, lorsque

l'inflation était élevée et plus volatile dans les économies avancées⁹. Ces études ont apporté plusieurs éclairages sur les profils d'ajustement des prix en utilisant les relevés individuels de prix tirés de l'indice des prix à la consommation (IPC) pour la Norvège et les États-Unis, comparant le milieu des années 1970 et les années 1980 à des périodes où l'inflation était plus faible et moins volatile. La fréquence d'ajustement des prix est beaucoup plus fortement corrélée avec l'inflation lorsque le taux d'inflation est élevé et plus volatil que lorsqu'il est faible et relativement stable. Par exemple, au cours de la Grande Inflation aux États-Unis, la fréquence d'ajustement des prix était supérieure à 15 % entre 1978 et 1982, contre 10 % au cours de la Grande Modération qui a suivi. L'ampleur absolue des hausses de prix n'a pas augmenté avec l'inflation aux États-Unis, tandis qu'en Norvège, l'ampleur absolue des changements de prix a en fait diminué avec l'inflation. Les résultats pour les périodes d'hyperinflation dans d'autres pays, tels que l'Argentine et le Mexique, corroborent ces conclusions sur le lien entre le niveau d'inflation et la fréquence des changements de prix¹⁰. Dans l'ensemble, lorsque l'inflation est supérieure à 5 %, la corrélation entre la fréquence et l'inflation devient significative.

En ce qui concerne la récente poussée de l'inflation, une mise à jour des données microéconomiques de PRISMA pour plusieurs pays de la zone euro montre une forte augmentation de la fréquence des changements de prix, en raison d'une augmentation correspondante de la fréquence des hausses de prix. L'encadré 1 présente les résultats sur la base d'une mise à jour des données individuelles de PRISMA relatives à l'IPCH pour sept pays. En ligne avec les éléments indiqués plus haut, lorsque l'inflation est faible, il existe peu de corrélation entre la fréquence des changements de prix et l'inflation (graphique 4). Comme l'inflation a commencé à augmenter au second semestre 2021, la fréquence des changements de prix a également augmenté, en raison d'une accélération de la fréquence des hausses de prix. En ce qui concerne l'ampleur absolue des changements de prix, il n'existe pas de lien étroit avant ou après 2022. Un nouvel ensemble de données quotidiennes sur les prix, collectées par la BCE via le *web scraping*¹¹, fournit de nouveaux éléments sur la dépendance à l'état de l'économie entre avril 2022 et janvier 2024. L'encadré 2 détaille comment la fréquence des hausses de prix des produits alimentaires (relevées dans les supermarchés en ligne en Allemagne, en Espagne et en Italie) a nettement augmenté en 2022, mais a diminué ces derniers mois pour revenir à ses niveaux d'avant 2020. Ces éléments, ainsi que l'encadré 3, suggèrent que les détaillants révisent leurs prix plus fréquemment lorsque l'inflation est plus élevée. Lorsque les chocs sont plus importants, les facteurs agrégés deviennent un important motif de changement des prix, comme le prédisent les modèles de fixation des prix « *state-dependent* ». À leur

⁹ Cf. Nakamura (E.), Steinsson (J.), Sun (P.) et Villar (D.), « *The Elusive Costs of Inflation: Price Dispersion during the U.S. Great Inflation* », *The Quarterly Journal of Economics*, vol. 133, n° 4, 2018, p. 1933-1980, et Wulfsberg (F.), « *Inflation and Price Adjustments: Micro Evidence from Norwegian Consumer Prices 1975-2004* », *American Economic Journal: Macroeconomics*, vol. 8, n° 3, 2016, p. 175-194.

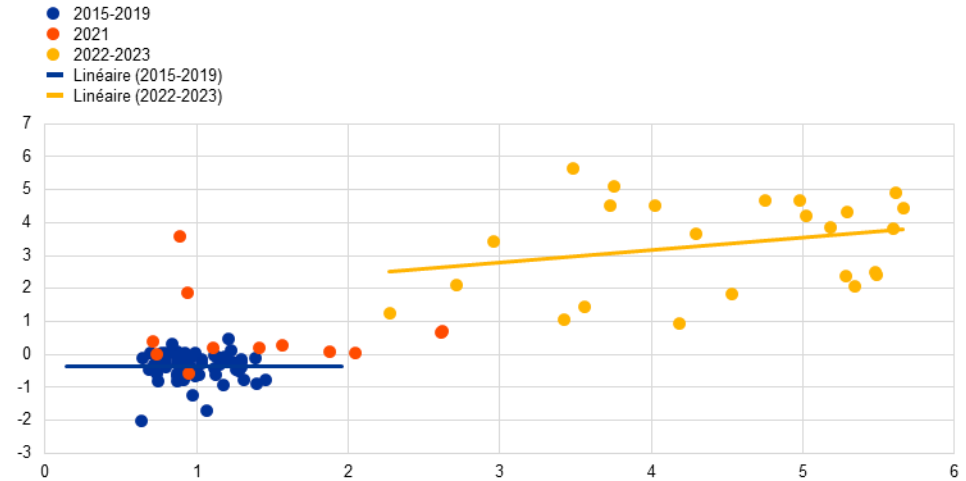
¹⁰ Cf. Alvarez (F.), Beraja (M.), Gonzalez-Rozada (M.) et Neumeyer (A.), « *From Hyperinflation to Stable Prices: Argentina's Evidence on Menu Cost Models* », *The Quarterly Journal of Economics*, vol. 134, n° 1, 2018, p. 451-505, et Gagnon (E.), « *Price Setting during Low and High Inflation: Evidence from Mexico* », *The Quarterly Journal of Economics*, vol. 124, n° 3, 2009, p. 1221-1263.

¹¹ Pour plus de détails sur les données extraites par *web-scraping*, cf. l'encadré 3 dans Strasser (G.) *et al.*, « *E-commerce and price setting: evidence from Europe* », *Occasional Paper Series*, n° 320, BCE, Francfort-sur-le-Main, 2023.

tour, ces modèles prédisent une transmission plus rapide des chocs de coût de grande ampleur par rapport aux chocs de faible ampleur, entraînant une inflation plus élevée et de plus courte durée, comme le montrent les résultats de simulations présentés dans la section suivante.

Graphique 4 Inflation et fréquence d'ajustement des prix

(axe des abscisses : inflation mesurée par l'IPCH hors énergie et produits alimentaires dans la zone euro (variations annuelles en pourcentage) ; axe des ordonnées : fréquence de l'ajustement des prix corrigée des variations saisonnières (en glissement mensuel))



Source : Calculs des services de la Banque de France et de la BCE.

Notes : Fréquence de l'ajustement des prix sur la base d'ensembles de données microéconomiques sur les prix à la consommation provenant des instituts nationaux de statistique d'Allemagne, d'Estonie, d'Espagne, de France, d'Italie, de Lettonie et de Lituanie (cf. l'encadré 1 pour plus de détails). Chaque point correspond à la fréquence d'ajustement des prix au cours d'un mois, moins la fréquence moyenne d'ajustement des prix ce même mois au cours de la période 2011-2019 sur l'axe des ordonnées, et à l'inflation annuelle mesurée par l'IPCH hors énergie et produits alimentaires au cours de ce mois pour la zone euro sur l'axe des abscisses. L'année 2020 est exclue, car elle a été fortement affectée par la pandémie de coronavirus (COVID-19). Pour plus de détails sur la fixation des prix pendant la pandémie, cf. Henkel (L.) et al. « *Price setting during the coronavirus (COVID-19) pandemic* », *Occasional Paper Series*, n° 324, BCE, Francfort-sur-le-Main, 2023.

Encadré 1

Comment les profils d'ajustement des prix évoluent-ils avec une inflation plus élevée : résultats récents obtenus à partir des relevés de prix à la consommation dans la zone euro

Erwan Gautier, Cristina Conflitti, Ludmila Fadejeva, Eduardo Gutiérrez, Valentin Jouvanceau, Jan-Oliver Menz, Alari Paulus, Pau Roldan-Blanco et Elisabeth Wieland

Cet encadré présente des résultats préliminaires relatifs à la manière dont la forte hausse récente de l'inflation a affecté les profils d'ajustement des prix à la consommation dans la zone euro en se fondant sur les relevés individuels de prix de l'IPC. À cet effet, nous avons actualisé les résultats de Gautier *et al.* afin de couvrir la période la plus récente (2021-2023) pour sept pays représentant environ 80 % de l'IPCH de la zone euro (l'Allemagne, l'Estonie, l'Espagne, la France, l'Italie, la Lettonie et la Lituanie)¹². L'analyse est effectuée sur un échantillon commun composé de

¹² L'étude de Gautier (E.) *et al.*, « *New Facts on Consumer Price Rigidity in the Euro Area* » *American Economic Journal: Macroeconomics*, 2024, à paraître, couvre la période de faible inflation (2000-2019) pour 11 pays de la zone euro, en s'appuyant sur des ensembles de données qui, au total, représentent environ 130 millions d'observations de prix collectées par les instituts nationaux de statistique pour calculer les IPC et l'IPCH.

166 catégories de produits, couvrant les produits alimentaires, les biens industriels non énergétiques et les services, qui représentent ensemble environ 60 % de l'IPCH de la zone euro ¹³.

Sur la période 2021-2022, l'économie européenne a subi une forte augmentation du coût des matières premières importées (principalement les intrants énergétiques), reflétant les tensions sur les marchés de l'énergie à la suite de l'invasion de l'Ukraine par la Russie et les goulets d'étranglement au niveau des chaînes d'approvisionnement provoqués par la réouverture de l'économie après le confinement. La flambée des coûts des entreprises s'est transmise aux prix à la production, puis aux prix à la consommation et à l'inflation. La transmission a été plus rapide qu'habituellement, les entreprises et les détaillants augmentant la fréquence à laquelle ils modifient leurs prix (graphique A) ¹⁴. Contrairement à la période de faible inflation, où la fréquence des changements de prix était très plate, à environ 8,5 % en moyenne, cette fréquence s'est accrue en 2022, pour s'établir à 12,5 % en moyenne. Les prix semblent avoir été plus flexibles en réponse au choc d'inflation de grande ampleur qu'ils ne l'avaient été lors de la période d'inflation faible et moins volatile entre 2010 et 2019. La fréquence des changements de prix a légèrement diminué au cours de l'année 2023. Cette modification importante de la fréquence des changements de prix est principalement due à une forte augmentation de la fréquence des hausses de prix, reflétant la décision de nombreux détaillants d'augmenter leurs prix immédiatement au lieu d'attendre pour les modifier (comme ils avaient l'habitude de le faire lors de la période de faible inflation) et de subir les pertes induites.

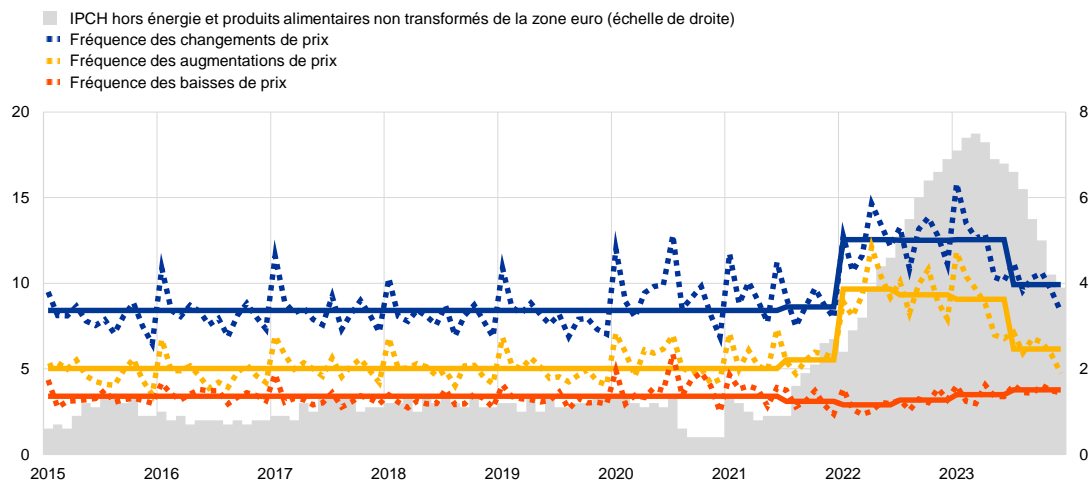
¹³ Dans la mise à jour récente, les ensembles de données se terminent en décembre 2023 pour l'Estonie, l'Espagne, l'Italie et la Lettonie, en octobre 2023 pour l'Allemagne et la France, et en mars 2023 pour la Lituanie (pour plus de détails sur la Lituanie, cf. Jouvanceau, V., « *Consumer price rigidity in a context of low and high inflation: the case of Lithuania* », *Discussion Paper Series*, n° 34, Banque de Lituanie, 2023). L'ensemble de données pour l'Allemagne allant de janvier à octobre 2023 contient seulement les prix collectés dans l'état de Hesse, même si ceux-ci sont très représentatifs du pays dans son ensemble.

¹⁴ Pour des données d'enquêtes sur l'ajustement des prix à la production en France pendant la période d'inflation élevée, cf. Gautier (E.), Le Bihan (H.) et Lippi (F.), « Pourquoi les prix transmettent plus vite les chocs de grande ampleur », *Bloc-notes Éco*, n° 324, Banque de France, 2023.

Graphique A

Fréquence des changements des prix à la consommation au fil du temps (tous secteurs)

(échelle de gauche : en pourcentages ; échelle de droite : variation annuelle en pourcentage)



Source : Ensembles de données microéconomiques relatives aux prix à la consommation provenant des instituts nationaux de statistique de l'Allemagne, de l'Estonie, de l'Espagne, de la France, de l'Italie, de la Lettonie et de la Lituanie.

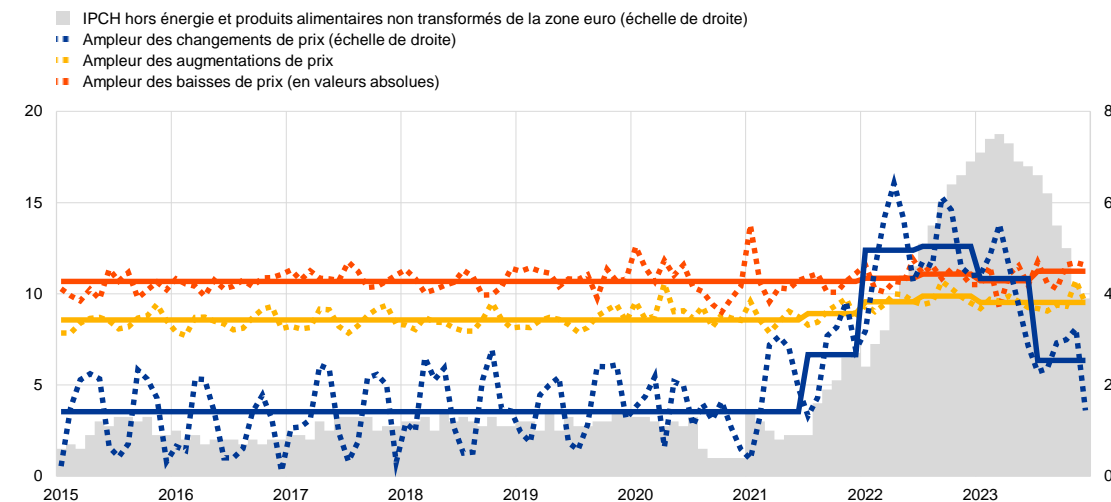
Notes : Le graphique présente les fréquences moyennes pondérées des changements de prix (en excluant les soldes). Les modifications de la TVA en Allemagne (2020-2021) et en Espagne (2020-2023) ont été exclues. Les lignes continues représentent la moyenne sur la période 2015-2021 et les moyennes semestrielles sur la période 2021-2023. Les dernières observations se rapportent à décembre 2023.

L'ampleur moyenne des changements de prix (non nuls) a augmenté durant la période de forte hausse de l'inflation (graphique B). Cette augmentation est liée à la part plus importante des hausses dans les changements de prix au cours de la période récente : 75 % des changements de prix ont été des hausses au cours de la période d'inflation élevée, alors que cette part ressortait à 60 % environ entre 2010 et 2019 dans les pays considérés. En revanche, même si les chocs agrégés ont été importants, les amplitudes (en termes absolus) des hausses et des baisses de prix sont restées stables à des niveaux comparables à ceux observés durant la période de faible inflation. Cela laisse penser que les détaillants ont décidé d'augmenter leurs prix plus fréquemment, mais dans la même proportion qu'auparavant, afin de limiter les pertes induites par le fait de ne pas changer leurs prix. L'augmentation de la fréquence des changements de prix est cohérente avec la prédiction d'un modèle de fixation des prix « *state-dependent* » avec des coûts de menu, mais pas avec les prédictions d'un modèle de Calvo, où la fréquence demeure stable. Ce profil d'évolution a été similaire dans l'ensemble des sept pays de la zone euro pour lesquels des données microéconomiques actualisées de l'IPC sont disponibles sur la période comprise entre 2021 et 2023.

Graphique B

Ampleur des changements des prix à la consommation au fil du temps (tous secteurs)

(échelle de gauche : en pourcentages ; échelle de droite : variation annuelle en pourcentage)



Source : Ensembles de données microéconomiques relatives aux prix à la consommation provenant des instituts nationaux de statistique de l'Allemagne, de l'Estonie, de l'Espagne, de la France, de l'Italie, de la Lettonie et de la Lituanie.

Notes : Le graphique présente les amplitudes moyennes pondérées des changements de prix (en excluant les soldes). Les modifications de la TVA en Allemagne (2020-2021) et en Espagne (2020-2023) ont été exclues. Les lignes continues représentent la moyenne sur la période 2015-2021 et les moyennes semestrielles sur la période 2021-2023. Les dernières observations se rapportent à décembre 2023.

Cette forte augmentation de la fréquence des hausses de prix a été commune à toutes les grandes catégories de produits qui sous-tendent l'IPCH (graphique C). Gautier *et al.* montrent qu'en moyenne, les prix des produits alimentaires sont plus flexibles que ceux des biens industriels non énergétiques ou des services¹⁵. Le même constat se vérifie pour la période plus récente : l'augmentation de la fréquence des hausses de prix a été plus marquée pour les produits alimentaires que pour les biens industriels non énergétiques ou les services. Dans le secteur alimentaire, la fréquence des hausses de prix est passée de 8 % environ, en moyenne, avant 2020 à près de 15 % en 2022, tandis que les baisses de prix ont été légèrement moins fréquentes que d'habitude. Pour les biens industriels non énergétiques et les services, l'augmentation de la fréquence des hausses de prix a également été significative, bien que bien moindre que celle observée pour les produits alimentaires (les biens industriels non énergétiques et les services enregistrant une augmentation de 3 points de pourcentage environ), tandis que la fréquence des baisses de prix est restée essentiellement stable. Enfin, la fréquence des hausses de prix a diminué dans les trois secteurs au cours du second semestre 2023.

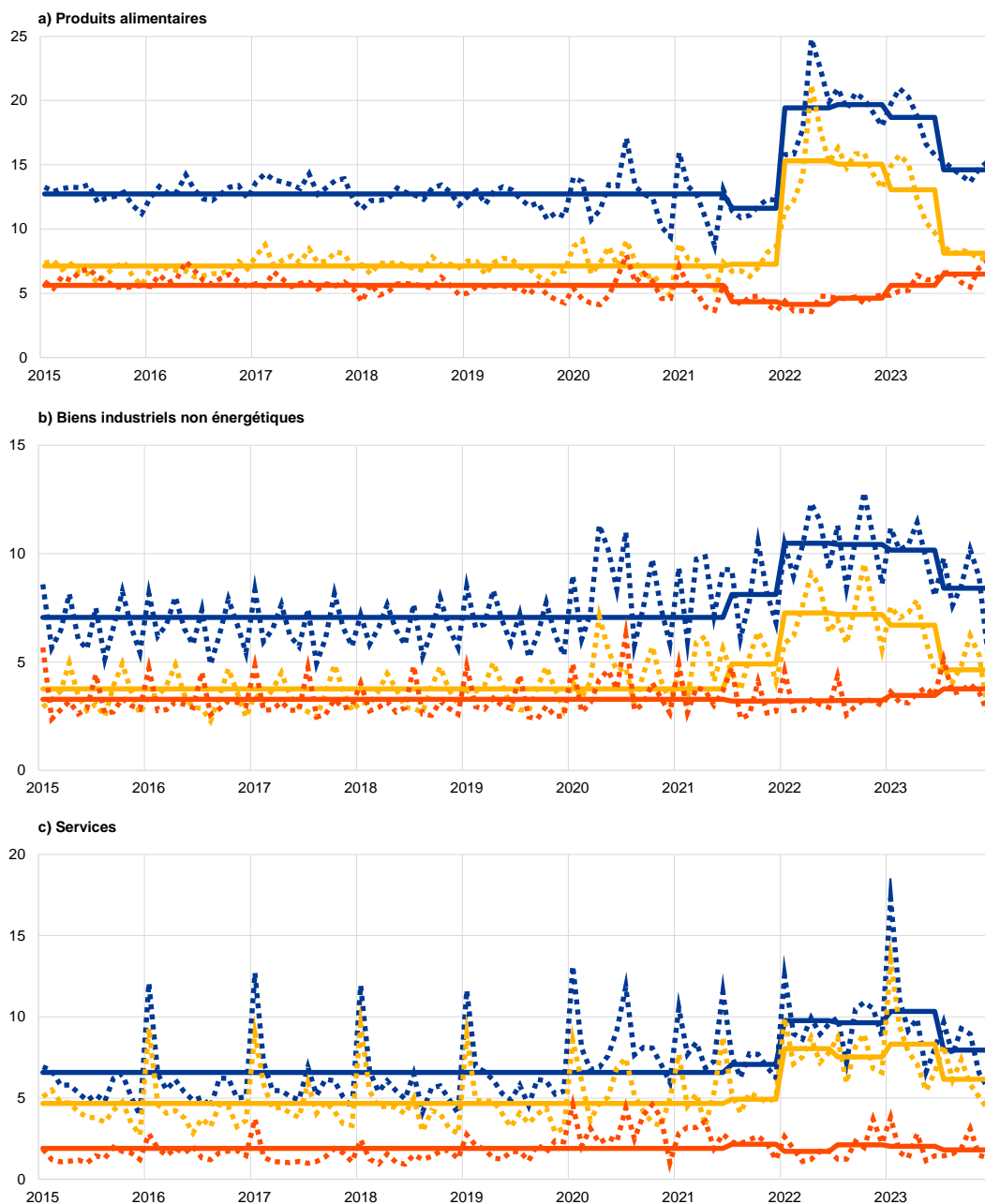
¹⁵ Gautier (E.) *et al.*, *op. cit.*, 2024, à paraître.

Graphique C

Fréquence des changements des prix à la consommation au fil du temps, par catégorie agrégée de produits

(en pourcentages)

- Fréquence des changements de prix
- Fréquence des augmentations de prix
- Fréquence des baisses de prix



Source : Ensembles de données microéconomiques relatives aux prix à la consommation provenant des instituts nationaux de statistique de l'Allemagne, de l'Estonie, de l'Espagne, de la France, de l'Italie, de la Lettonie et de la Lituanie.

Notes : Le graphique présente les fréquences moyennes pondérées des changements de prix (en excluant les soldes). Les modifications de la TVA en Allemagne (2020-2021) et en Espagne (2020-2023) ont été exclues. Les lignes continues représentent la moyenne sur la période 2015-2021 et les moyennes semestrielles sur la période 2021-2023. Les dernières observations se rapportent à décembre 2023.

Encadré 2

Un aperçu des évolutions récentes de la fixation des prix : éléments fournis par les données microéconomiques quotidiennes de prix provenant des supermarchés en ligne

Chiara Osbat, Lucas Gurovich, Lukas Henkel, Christian Höynck et Giacomo Orsi

Cet encadré présente des résultats préliminaires sur la dépendance à l'état de la fixation des prix, en utilisant des données provenant des supermarchés en ligne dans trois des principaux pays de la zone euro (Allemagne, Espagne et Italie) et couvrant la période la plus récente (avril 2022 à janvier 2024). L'ensemble de données de la BCE sur les prix quotidiens (*Daily Price Dataset*) contient des informations détaillées sur chaque produit, couvrant toutes les catégories de produits au sein du panier alimentaire dans les pays respectifs. Il peut être utilisé pour comprendre comment la récente flambée des prix des produits alimentaires a affecté les profils d'ajustement des prix en ligne dans la zone euro.

Le comportement de fixation des prix des entreprises, tel qu'il ressort de l'ensemble de données sur les prix quotidiens, montre clairement que la fréquence des hausses de prix pour les produits alimentaires a fortement augmenté en 2022, mais qu'elle a diminué ces derniers mois pour revenir vers ses niveaux d'avant 2020. Le graphique A montre que la fréquence des hausses de prix pour les produits alimentaires était élevée en 2022 et qu'elle a atteint un pic en février 2023. Ces niveaux sont significativement plus élevés que ceux observés avant la pandémie. En se fondant sur les données microéconomiques de l'IPC, entre 2010 et 2019, la fréquence mensuelle des changements de prix s'est établie, en moyenne, à 6,4 % environ pour les produits alimentaires transformés et à 13,8 % pour les produits alimentaires non transformés. Les prix en ligne des produits alimentaires transformés en Allemagne ont changé avec une fréquence mensuelle de 4,1 % environ, en moyenne, entre 2015 et 2019 ¹⁶. En 2023, la fréquence des hausses de prix a diminué, reflétant la dissipation de l'impact des chocs passés, et à compter de janvier 2024, elle est revenue vers les niveaux d'avant la pandémie. De fait, la fréquence des hausses de prix est désormais comparable à celle des baisses de prix. Dans le même temps, l'amplitude absolue des changements de prix (hausses ou baisses) est restée relativement inchangée. Il existe un niveau significatif d'hétérogénéité entre les pays, comme l'illustre le graphique A, partie b. La fréquence des hausses de prix a nettement diminué en Allemagne et en Italie, mais moins en Espagne, où elle reste élevée.

¹⁶ Pour plus d'informations, cf. Strasser (G.) *et al.*, « *E-commerce and price setting: evidence from Europe* », *Occasional Paper Series*, n° 320, BCE, Francfort-sur-le-Main, 2023.

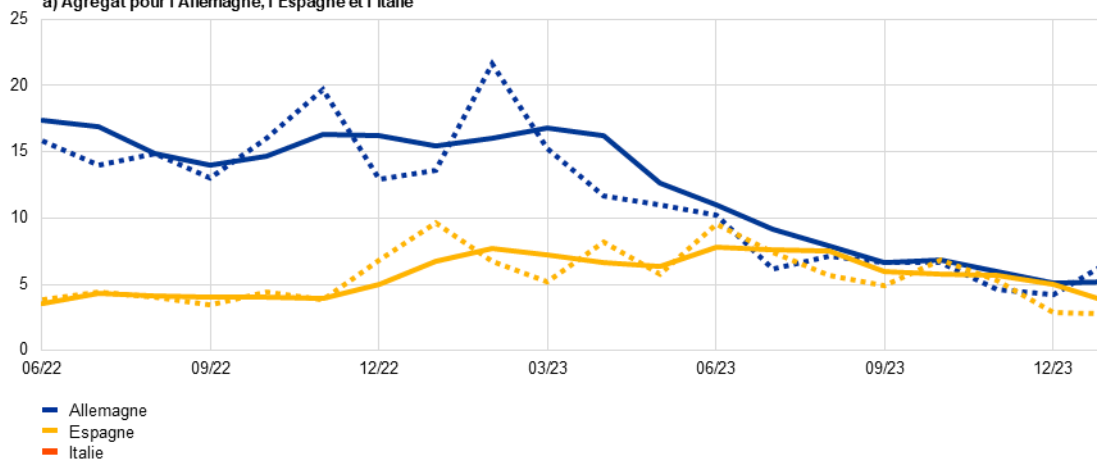
Graphique A

Fréquence des changements des prix des produits alimentaires au fil du temps

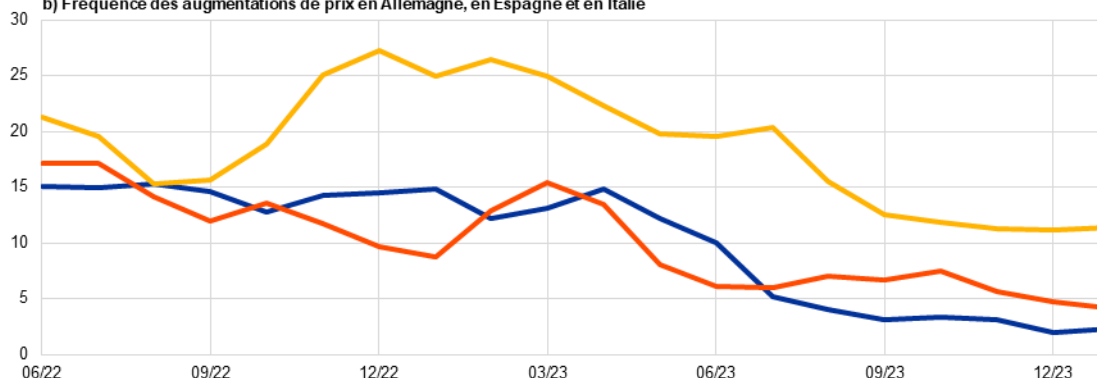
(en pourcentages)

- Fréquence des augmentations de prix
- Fréquence des augmentations de prix (moyenne mobile sur trois mois)
- Fréquence des baisses de prix
- Fréquence des baisses de prix (moyenne mobile sur trois mois)

a) Agrégat pour l'Allemagne, l'Espagne et l'Italie



b) Fréquence des augmentations de prix en Allemagne, en Espagne et en Italie



Source : BCE.

Notes : La partie a) présente la fréquence mensuelle moyenne des hausses et des baisses des prix des produits alimentaires en Allemagne, en Espagne et en Italie (lignes en pointillés) et sa moyenne mobile sur trois mois (lignes continues). La partie b) présente la fréquence moyenne mobile sur trois mois des hausses de prix pour l'Allemagne, l'Espagne et l'Italie. Les dernières observations se rapportent à janvier 2024.

4 Implications de la fixation des prix « *state-dependent* » pour la transmission des chocs inflationnistes de grande ampleur

Le réseau PRISMA a analysé les implications macroéconomiques des résultats microéconomiques sur la fixation des prix en utilisant des simulations de modèles économiques calibrés pour reproduire les principales caractéristiques de la fixation des prix obtenues à partir des données microéconomiques pour la zone euro. Les données microéconomiques de prix peuvent être utilisées pour mesurer des implications pour la politique monétaire, à l'aide de modèles de fixation des prix à l'état de l'art, caractérisés par un comportement « *state-dependent* » des entreprises en matière de changement des prix.

Les chocs inflationnistes agrégés de grande ampleur devraient accroître la fréquence d’ajustement des prix dans les modèles de fixation des prix « *state-dependent* », calibrés à partir des données microéconomiques de prix pour la zone euro. Ces modèles d’ajustement de prix reposent sur l’idée que les changements de prix n’interviennent pas de manière aléatoire dans les différentes entreprises, mais qu’ils dépendent pour un produit donné de l’amplitude de l’écart entre le prix observé et celui qui serait fixé s’il était révisé. Plus le choc sur les coûts nominaux est important, plus l’écart de prix sera important et plus les entreprises auront tendance à changer leurs prix, ce qui fera augmenter la fréquence agrégée d’ajustement des prix. Par conséquent, dans un environnement macroéconomique plus volatil, le degré de flexibilité des prix devrait augmenter, comme évoqué précédemment. Cette prédiction est étayée par l’analyse de modèles réalisée par PRISMA ¹⁷. Plus précisément, l’utilisation de modèles économiques qui permettent de faire varier la fréquence d’ajustement des prix en fonction de l’état de l’économie et qui sont calibrés à l’aide de données microéconomiques collectées par PRISMA sur la période antérieure à la pandémie aboutit à des augmentations importantes de la fréquence d’ajustement des prix à la suite de chocs importants affectant les coûts nominaux. Comme documenté par PRISMA, la fréquence d’ajustement des prix varie entre les trois principaux secteurs analysés (produits alimentaires transformés, biens industriels non énergétiques et services), les prix des produits alimentaires changeant beaucoup plus souvent que ceux des biens industriels non énergétiques et des services. Cela reflète les différences de volatilité des coûts entre les secteurs, qui résultent quant à elles de structures de coûts différentes – le secteur des services affiche une part relativement plus importante de coûts de main-d’œuvre moins volatils, tandis que dans les deux autres secteurs, la part d’intrants bruts et intermédiaires plus volatils est relativement plus importante.

Dans les simulations, en partant d’un scénario de référence dans lequel l’ajustement des prix est uniquement déterminé par des chocs idiosyncratiques, la fréquence des changements de prix est relativement plate pour les chocs agrégés de faible ampleur, mais augmente à un rythme non linéaire lorsque les chocs de coûts dépassent 10 % (graphique 5), ce qui est conforme aux données pour la zone euro pour les périodes antérieure et postérieure aux confinements liés à la pandémie ¹⁸. En outre, si la fréquence augmente dans les trois secteurs, pour une ampleur de choc donnée, la hausse la plus importante devrait concerner le secteur des produits alimentaires transformés et la plus faible, le secteur des services. Cette hétérogénéité sectorielle est cohérente avec les données relatives à la zone euro couvrant la forte hausse récente de l’inflation, présentées dans l’encadré 1.

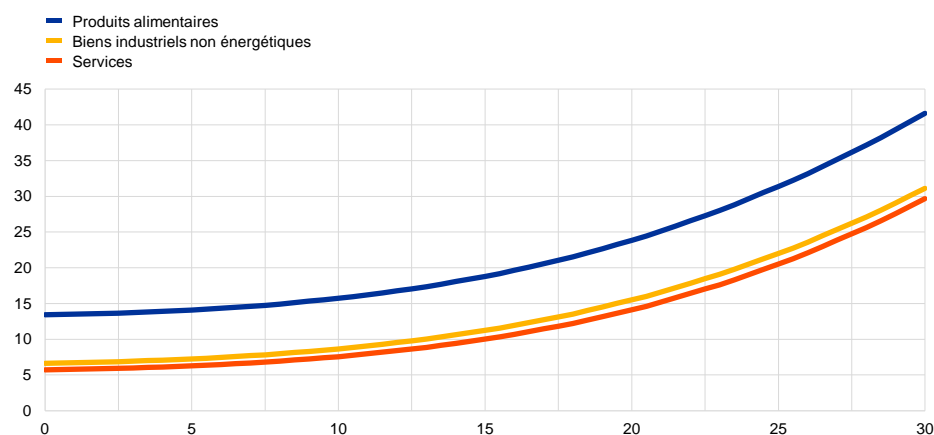
¹⁷ Cf. Dedola (L.) *et al.*, « *Some implications of micro price-setting evidence for inflation dynamics and monetary transmission* », *Occasional Paper Series*, n° 321, BCE, Francfort-sur-le-Main, 2023.

¹⁸ En particulier, le graphique B de l’encadré 1 montre que les hausses et les baisses de prix moyennes dans la zone euro s’établissent, respectivement, à 8 % et 10 % environ (en valeurs absolues).

Graphique 5

Relation fondée sur un modèle entre les chocs de coûts nominaux et la fréquence des changements de prix

(axe des abscisses : ampleur du choc sur les coûts nominaux (en pourcentage) ; axe des ordonnées : fréquence mensuelle des changements de prix (en pourcentage))



Source : Dedola (L.) *et al.*, *op. cit.*

Note : Sur la base des calculs des services de la BCE utilisant les données microéconomiques PRISMA relatives à l'IPCH.

Une fréquence d'ajustement des prix plus élevée implique une transmission plus précoce et plus rapide des chocs à l'inflation. Si la fréquence d'ajustement des prix augmente, cela signifie qu'un plus grand nombre d'entreprises réexaminent leurs prix à chaque période et intègrent les effets des chocs. Les prix devenant plus flexibles, cela peut entraîner une réaction plus rapide de l'inflation au choc à l'impact. De plus, toutes choses égales par ailleurs, la réaction devient moins persistante, car davantage d'entreprises changent leurs prix immédiatement après le choc plutôt que d'attendre une date ultérieure. Au Royaume-Uni, cet effet a été jugé empiriquement pertinent pour la dynamique de l'inflation avant la forte hausse de l'inflation ¹⁹. La flexibilité des prix variable dans le temps, associée à la modification de la fréquence d'ajustement des prix dans les relevés individuels de prix de l'IPC au Royaume-Uni, constitue un facteur essentiel déterminant la dynamique de l'inflation dans ce pays. L'inflation a été plus volatile et moins persistante en période de grande flexibilité des prix, soulignant en général l'importance de prendre en compte les variations endogènes de la fréquence des changements de prix pour comprendre et prévoir la dynamique de l'inflation.

De même, les chocs importants affectant les coûts nominaux ont des effets non linéaires sur la dynamique de l'inflation dans les modèles calibrés.

Les non-linéarités dans la fixation des prix impliquent que, dans les simulations fondées sur des modèles, les effets inflationnistes initiaux augmentent plus que proportionnellement à l'ampleur des chocs nominaux. Toutefois, ces chocs sur les coûts doivent excéder 15 % pour que les non-linéarités accélèrent significativement la dynamique de l'inflation simulée par la suite. Toutes choses égales par ailleurs,

¹⁹ Petrella (I.), Santoro (E.), et de la Porte Simonsen (L.), « *Time-varying Price Flexibility and Inflation Dynamics* », *CEPR Discussion Paper*, n° 13027, Centre for Economic Policy Research, 2018.

non seulement l'inflation augmentera plus vite, mais elle retournera également plus rapidement vers le taux cible de la banque centrale.

L'impact des chocs de grande ampleur sur la fréquence des changements de prix devrait être temporaire et disparaître avec le retour de l'inflation à sa tendance de long terme. Après que les entreprises ont réagi à un choc important sur les coûts en ajustant leurs prix plus rapidement, une fois que le choc se dissipe – et en l'absence d'évolution des autres facteurs pertinents pour l'ajustement des prix – l'inflation devrait revenir à sa tendance, et les décisions des entreprises en matière de fixation des prix devraient également devenir analogues à celles qui prévalaient avant le choc. Par conséquent, la fréquence des changements de prix devrait également converger de nouveau vers les niveaux observés avant le choc. En ligne avec cette prédiction théorique, les encadrés 1, 2 et 3 présentent des données provenant de différentes sources qui montrent que la fréquence des changements de prix a fortement diminué en 2023, de même que le taux d'inflation, et qu'elle se rapproche de ses niveaux d'avant la pandémie ²⁰.

Les modèles macroéconomiques traditionnels utilisés dans les institutions chargées de la politique monétaire ne permettent généralement pas de faire varier la fréquence d'ajustement des prix, omettant ainsi potentiellement des non-linéarités lorsque l'inflation est élevée et que les chocs sont importants.

Les modèles traditionnels capturent le mécanisme d'ajustement des prix via un modèle de fixation des prix « *time-dependent* » dans lequel la fréquence d'ajustement des prix est constante. Les modèles de fixation des prix « *time-dependent* » constituent une approximation satisfaisante lorsque l'inflation est stable et que les chocs agrégés sont de faible ampleur ²¹. Dans ces modèles, toutefois, la fréquence d'ajustement des prix ne possède aucune caractéristique « *state-dependent* ». Il est par conséquent certain qu'ils ne tiendront pas compte des effets non linéaires résultant des chocs importants probablement associés à la forte hausse récente de l'inflation. Cette caractéristique des modèles macroéconomiques traditionnels ne les rend pas nécessairement moins utiles pour éclairer les décisions de politique monétaire (comme dans le contexte des projections économiques), à condition qu'ils soient complétés par un ajustement fondé sur le jugement qui tient compte de ces non-linéarités (par exemple en essayant de réajuster les paramètres régissant la fixation des prix).

²⁰ Les modèles « *state-dependent* » prédisent que les non-linéarités sont symétriques avec le signe des chocs, et des éléments montrent que, de même que les chocs inflationnistes de faible ampleur, les chocs déflationnistes de faible ampleur ne semblent pas non plus affecter la fréquence des changements de prix. Il n'existe toutefois pas de données comparables pour les chocs déflationnistes de grande ampleur.

²¹ Auclert (A.), Rigato (R.), Rognlie (M.) et Straub (L.), « *New Pricing Models, Same Old Phillips Curves?* », *Quarterly Journal of Economics*, vol. 139, n° 1, 2024, p. 121-186.

Encadré 3

La fixation des prix pendant et après la période d'inflation élevée : résultats d'une enquête menée auprès des grandes entreprises

Friderike Kuik, Richard Morris and Octavia Zahrt

Cet encadré résume les conclusions d'une courte enquête *ad hoc* réalisée par la BCE auprès de grandes entreprises de la zone euro portant sur leur comportement en matière de fixation des prix pendant et après la récente période d'inflation élevée²². Il s'agit d'une actualisation partielle d'une enquête réalisée en 2019²³. 66 réponses ont été reçues.

Comme évoqué dans la section 4, la théorie prédit qu'une entreprise décidera quand, et dans quelle mesure, changer ses prix en arbitrant entre le coût d'une nouvelle fixation des prix et celui du maintien de prix inchangés mais différents de leur valeur s'ils étaient révisés. Cela dépend des variations des coûts des entreprises et de la capacité de celles-ci à répercuter ces variations en fonction de leur pouvoir de marché, des conditions de la demande et des prix des concurrents. Compte tenu des fortes hausses des coûts, on peut donc supposer que les entreprises auront réexaminé et modifié leurs prix plus fréquemment au cours du récent épisode d'inflation élevée, mais que ce comportement en matière de fixation des prix devrait se normaliser à nouveau avec le ralentissement de l'inflation. L'enquête apporte un éclairage sur la question de savoir si c'est effectivement le cas et montre l'importance que les entreprises attachent aux différents facteurs lorsqu'elles fixent les prix dans la pratique.

Selon les réponses, en moyenne, les entreprises ont considéré le maintien de leurs marges bénéficiaires, la demande pour leur produit ou service, les coûts des consommations intermédiaires, en particulier les coûts hors main-d'œuvre, les prix des concurrents dans la zone euro et dans le monde et la hausse des prix à la consommation comme importants pour leurs décisions en matière de fixation des prix en 2023 (graphique A). Les coûts financiers ont été jugés moins importants. En raison du recoupement des options de réponse, les réponses relatives à ce qui est important pour la fixation des prix ont très peu différencié de celles de l'enquête de 2019²⁴. Pour 2024, les participants ont indiqué, en moyenne, que le maintien des marges bénéficiaires et la demande pour leur produit ou service prendraient une importance croissante, de même que, mais dans une moindre mesure, les prix des concurrents et les coûts de main-d'œuvre. La hausse des prix à la consommation et les coûts financiers perdraient de leur importance.

²² L'enquête a été réalisée dans le cadre des contacts réguliers de la BCE avec les sociétés non financières. Pour plus de détails, cf. l'article intitulé « [Le dialogue de la BCE avec les sociétés non financières](#) », *Bulletin économique*, n° 1, BCE, 2021.

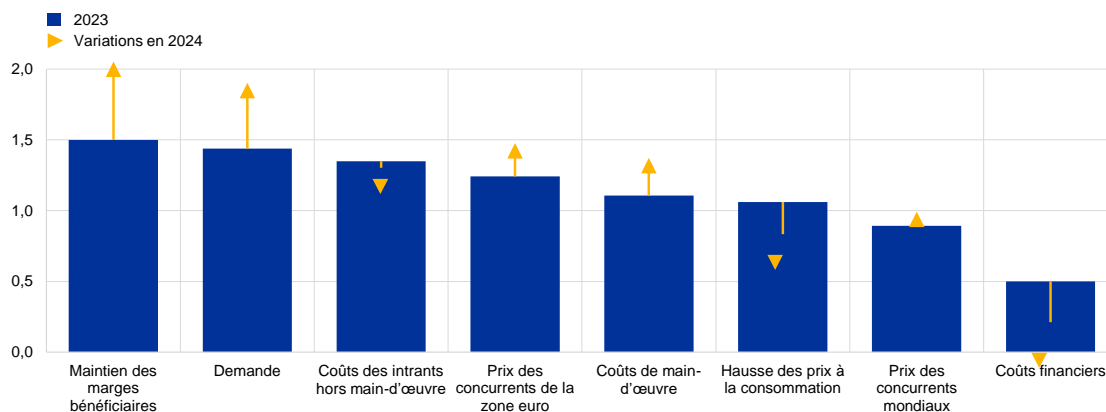
²³ Cf. l'encadré intitulé « [Comportement en matière de fixation des prix : informations tirées d'une enquête réalisée auprès de grandes entreprises](#) », *Bulletin économique*, n° 7, BCE, 2019. Même si les échantillons d'entreprises qui ont répondu aux deux enquêtes diffèrent, il existe un certain recoupement (32 entreprises ont répondu à la fois à l'enquête de 2019 et à l'enquête la plus récente). Si l'on analyse seulement le sous-échantillon des entreprises qui se chevauchent, tous les résultats demeurent cohérents.

²⁴ En 2019, les prix des concurrents, les coûts (hors main-d'œuvre et de main-d'œuvre) ainsi que la demande ont tous figuré parmi les considérations les plus importantes pour les entreprises lors de la fixation des prix. Le maintien des marges bénéficiaires et la hausse des prix à la consommation n'étaient pas proposés comme option de réponse en 2019.

Graphique A

Facteurs pertinents pour les décisions des entreprises en matière de fixation des prix

(score moyen des réponses, 2023 : 0 = pas important, 1 = important, 2 = très important ; variations en 2024 : 1 = plus important, - 1 = moins important)



Source : BCE.

Note : Sur la base de 63 à 65 réponses en fonction de la rubrique.

Les réponses des entreprises suggèrent que la fréquence des réexamens et des changements de prix a été élevée en 2023 et que celle des réexamens de prix le restera en 2024, tandis que celle des changements de prix diminuera légèrement (graphiques B et C). Par rapport à l'enquête de 2019, la très forte baisse (à des niveaux négligeables) de la part des entreprises déclarant qu'elles ne réexaminent les prix qu'une fois par an et la forte baisse de la part de celles déclarant qu'elles ne changent les prix qu'une fois par an ont constitué la principale variation en 2023. Cette évolution a été contrebalancée par des augmentations des parts d'entreprises réexaminant et modifiant les prix à une fréquence semestrielle, trimestrielle ou mensuelle. Les entreprises ont également eu tendance à remplacer les examens irréguliers par des examens réguliers. Pour 2024, seul un petit nombre d'entreprises ont signalé des modifications de leur comportement en matière de réexamen des prix, et aucun sens d'évolution clair ne s'est dégagé en termes de fréquence plus élevée ou plus faible. En revanche, un nombre légèrement plus important d'entreprises ont signalé une modification de leurs anticipations relatives à la fréquence à laquelle elles changeraient leurs prix, et parmi celles-ci, presque toutes ont indiqué une fréquence plus faible, avec principalement (un retour à) des changements de prix annuels après des changements semestriels ou trimestriels. Globalement, les réponses indiquent que la fréquence moyenne des changements de prix en 2024 est toujours plus élevée qu'en 2019.

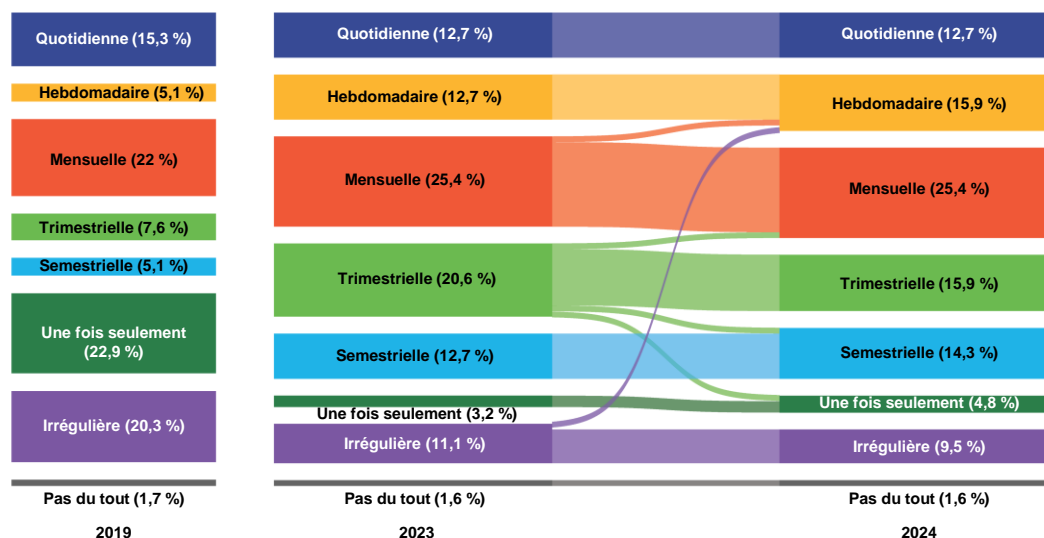
Les entreprises s'attendent à ce que la croissance des prix de vente en 2024 ralentisse davantage que celle des coûts des intrants²⁵. Un sous-ensemble de 24 entreprises ont choisi d'indiquer la croissance (attendue) de leurs prix de vente et des coûts des intrants en 2023 et 2024. Pour 2023, elles ont déclaré des hausses globalement similaires pour les prix de vente et le coût global des intrants, à près de 6 %. Toutefois, en 2024, les augmentations des prix de vente devraient être systématiquement plus faibles que celles des coûts des intrants, ce qui suggère, en particulier, que les hausses des coûts de main-d'œuvre en 2024 – qui devraient être environ deux fois plus élevées que celles des coûts hors main-d'œuvre – pourraient être amorties dans une certaine mesure par les marges bénéficiaires.

²⁵ Cf. l'encadré intitulé « Principales conclusions tirées des contacts récents de la BCE avec les sociétés non financières » dans le présent *Bulletin économique*.

Graphique B

Fréquence des réexamens des prix en 2019, 2023 et 2024

(pourcentages de réponses)



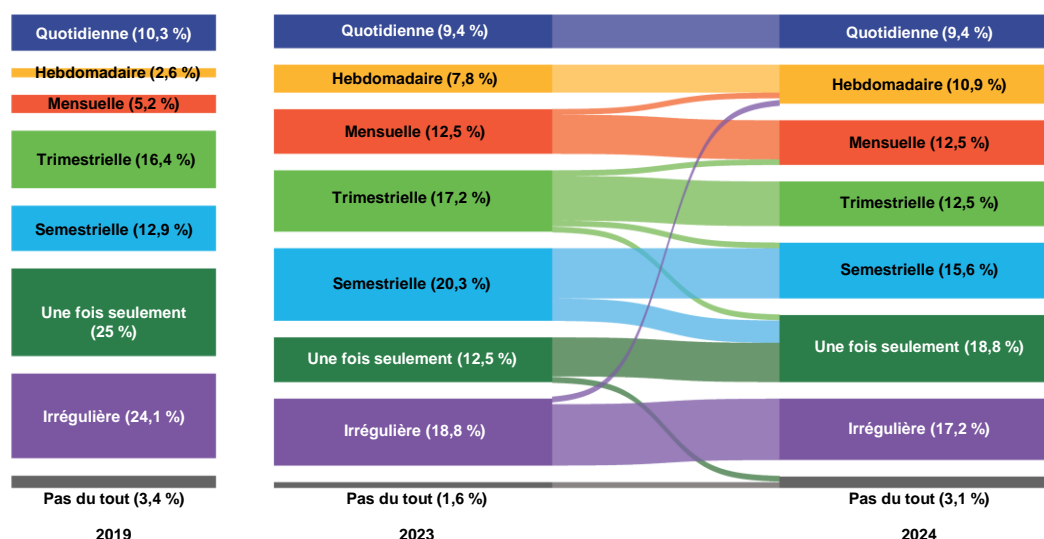
Source : BCE.

Note : Le chiffre présente les flux entre fréquences de 2023 à 2024. Les options de réponse à l'enquête de 2019 étaient légèrement différentes, de sorte que les options « Tous les 1 à 3 ans » et « Moins souvent que tous les 3 ans » ont été mises en correspondance avec les options de réponse de 2024 « Une seule fois » et « Pas du tout », dans la mesure où la question de l'enquête de 2024 portait sur les variations l'année précédente/l'année à venir.

Graphique C

Fréquence des changements de prix en 2019, 2023 et 2024

(pourcentages de réponses)



Source : BCE.

Note : Le chiffre présente les flux entre fréquences de 2023 à 2024. Les options de réponse à l'enquête de 2019 étaient légèrement différentes, de sorte que les options « Tous les 1 à 3 ans » et « Moins souvent que tous les 3 ans » ont été mises en correspondance avec les options de réponse de 2024 « Une seule fois » et « Pas du tout », dans la mesure où la question de l'enquête de 2024 portait sur les variations l'année précédente/l'année à venir.

5 Conclusion

Le réseau de recherche PRISMA a rassemblé des faits empiriques clés sur les rigidités nominales dans la zone euro à l'aide de données microéconomiques, montrant que la fixation des prix dépend de l'état de l'économie, même pendant la période d'inflation faible et stable. Dans un environnement d'inflation élevée caractérisé par des chocs importants, les implications empiriques d'une fixation des prix « *state-dependent* » pour la dynamique de l'inflation et la transmission de la politique monétaire sont encore plus prononcées.

Lorsque les chocs inflationnistes sont de grande ampleur, la fréquence des changements de prix augmente, ce qui se traduit par une dynamique d'inflation plus forte et plus rapide. Pour un degré donné de persistance des chocs de coûts sous-jacents, l'inflation augmentera plus rapidement que si la fréquence des changements de prix n'avait pas été affectée. Dans le même temps, la répercussion des chocs sur le niveau agrégé des prix sera plus rapide et l'inflation reviendra plus rapidement à la cible fixée par la banque centrale.

Une fois que les entreprises ont absorbé le choc important sur les coûts dans leurs prix, la dépendance vis-à-vis de l'état de l'économie implique que la fréquence de l'ajustement des prix reviendra à sa norme de long terme. Avec le retour de la flexibilité des prix à ses niveaux d'avant le choc, et s'il n'est pas prévu que l'inflation reste élevée, une baisse de la demande agrégée pourrait entraîner un ralentissement de l'activité économique plutôt qu'une baisse de l'inflation, car moins d'entreprises réagissent en baissant les prix. En conséquence, en l'absence de nouveaux chocs de grande ampleur, la transmission de la politique monétaire devrait, toutes choses égales par ailleurs, refléter plus étroitement les profils historiques qui prévalaient au cours de la période d'inflation stable avant la pandémie. Pour un changement donné de l'orientation de la politique monétaire, qu'il soit restrictif ou expansionniste, ses effets sur l'inflation devraient se matérialiser avec des délais comparables à ceux observés avant la pandémie.

Statistiques

(disponible uniquement en anglais)

Statistics

Contents

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

Further information

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

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

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

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

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

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

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

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

Conventions used in the tables

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

1 External environment

1.1 Main trading partners, GDP and CPI

	GDP ¹⁾ (period-on-period percentage changes)						CPI (annual percentage changes)						
	G20	United States	United Kingdom	Japan	China	Memo item: euro area	OECD countries		United States	United Kingdom (HICP)	Japan	China	Memo item: euro area ²⁾ (HICP)
							Total	excluding food and energy					
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
2021	6,6	5,8	8,7	2,6	8,4	5,9	3,0	4,0	4,7	2,6	-0,2	0,9	2,6
2022	3,2	1,9	4,3	1,0	3,0	3,4	6,8	9,5	8,0	9,1	2,5	2,0	8,4
2023	3,2	2,6	0,1	1,9	5,2	0,4	7,0	6,9	4,1	7,4	3,2	0,2	5,4
2023 Q2	0,7	0,5	0,0	1,0	0,6	0,1	7,0	6,6	4,0	8,4	3,3	0,1	6,2
Q3	0,8	1,2	-0,1	-0,8	1,5	-0,1	7,0	6,4	3,5	6,7	3,2	-0,1	5,0
Q4	0,7	0,8	-0,3	0,1	1,0	0,0	6,8	5,9	3,2	4,2	2,9	-0,3	2,7
2024 Q1	.	.	.	.	.	.	.	.	3,2	.	.	.	2,6
2023 Oct.	-	-	-	-	-	-	6,9	6,0	3,2	4,6	3,3	-0,2	2,9
Nov.	-	-	-	-	-	-	6,8	5,8	3,1	3,9	2,8	-0,5	2,4
Dec.	-	-	-	-	-	-	6,7	6,0	3,4	4,0	2,6	-0,3	2,9
2024 Jan.	-	-	-	-	-	-	6,6	5,7	3,1	4,0	2,2	.	2,8
Feb.	-	-	-	-	-	-	6,4	5,7	3,2	3,4	2,8	.	2,6
Mar.	-	-	-	-	-	-	.	.	3,5	.	.	.	2,4

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

1) Quarterly data seasonally adjusted; annual data unadjusted.

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

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

	Purchasing Managers' Surveys (diffusion indices; s.a.)									Merchandise imports ¹⁾		
	Composite Purchasing Managers' Index						Global Purchasing Managers' Index ²⁾			Global	Advanced economies	Emerging market economies
	Global ²⁾	United States	United Kingdom	Japan	China	Memo item: euro area	Manufacturing	Services	New export orders			
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
2021	-	-	-	-	-	-	-	-	-	11,3	10,0	12,8
2022	-	-	-	-	-	-	-	-	-	2,6	4,2	0,9
2023	52,0	51,2	51,2	51,8	52,5	49,7	49,8	52,3	47,6	-2,4	-3,8	-0,9
2023 Q2	54,0	53,6	53,9	53,1	53,9	52,3	50,5	54,8	47,6	-0,2	-1,2	0,8
Q3	51,5	50,8	49,3	52,3	51,5	47,5	49,3	51,4	47,0	-0,6	-0,4	-0,8
Q4	51,0	50,8	50,5	50,0	51,4	47,2	49,4	50,9	47,9	1,3	1,1	1,4
2024 Q1	52,6	52,2	52,9	51,3	52,6	49,2	51,1	52,4	49,2	.	.	.
2023 Oct.	50,6	50,7	48,7	50,5	50,0	46,5	48,9	50,4	47,5	0,5	0,6	0,5
Nov.	50,9	50,7	50,7	49,6	51,6	47,6	49,9	50,6	48,1	0,9	1,2	0,6
Dec.	51,6	50,9	52,1	50,0	52,6	47,6	49,4	51,6	48,1	1,3	1,1	1,4
2024 Jan.	52,5	52,0	52,9	51,5	52,5	47,9	50,3	52,3	48,8	0,1	0,2	0,0
Feb.	52,6	52,5	53,0	50,6	52,5	49,2	51,2	52,4	49,3	.	.	.
Mar.	52,6	52,1	52,8	51,7	52,7	50,3	51,9	52,5	49,5	.	.	.

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

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

All data are seasonally adjusted.

2) Excluding the euro area.

2 Economic activity

2.1 GDP and expenditure components

(quarterly data seasonally adjusted; annual data unadjusted)

	GDP											
	Total	Domestic demand								External balance ¹⁾		
		Total	Private consumption	Government consumption	Gross fixed capital formation				Changes in inventories ²⁾	Total	Exports ¹⁾	Imports ¹⁾
					Total	Total construction	Total machinery	Intellectual property products				
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
Current prices (EUR billions)												
2021	12 474,4	11 980,4	6 354,5	2 737,1	2 726,9	1 388,6	761,4	570,3	161,9	494,1	6 172,3	5 678,2
2022	13 507,1	13 265,8	7 069,1	2 900,5	3 017,3	1 560,4	847,4	602,4	279,0	241,2	7 440,0	7 198,8
2023	14 372,5	13 853,5	7 533,4	3 033,8	3 174,4	1 625,5	904,0	637,3	112,0	518,9	7 391,2	6 872,3
2023 Q1	3 540,2	3 408,8	1 855,5	740,1	782,7	405,1	223,2	152,5	30,6	131,4	1 895,5	1 764,1
Q2	3 579,9	3 445,6	1 873,8	753,8	788,3	405,6	225,9	155,0	29,7	134,3	1 858,5	1 724,2
Q3	3 601,8	3 465,4	1 898,5	766,2	793,4	406,7	228,4	156,4	7,3	136,4	1 828,0	1 691,6
Q4	3 650,4	3 527,1	1 908,4	774,5	808,0	408,5	225,5	172,1	36,2	123,2	1 836,8	1 713,6
as percentage of GDP												
2023	100,0	96,4	52,4	21,1	22,1	11,3	6,3	4,4	0,8	3,6	-	-
Chain-linked volumes (prices for the previous year)												
quarter-on-quarter percentage changes												
2023 Q1	0,0	-0,6	0,1	-0,4	0,3	0,7	1,9	-2,9	-	-	-0,5	-1,6
Q2	0,1	0,7	0,1	0,4	0,2	-0,4	0,4	1,4	-	-	-1,1	-0,1
Q3	-0,1	-0,2	0,3	0,6	0,0	-0,5	0,6	0,4	-	-	-1,2	-1,4
Q4	0,0	0,3	0,1	0,6	1,0	-0,4	-2,3	9,5	-	-	0,0	0,6
annual percentage changes												
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	1,3	4,5	2,6	-	-	7,2	7,9
2023	0,4	0,2	0,5	0,7	1,1	-0,9	3,2	3,4	-	-	-1,1	-1,6
2023 Q1	1,3	0,7	1,3	0,0	2,0	-0,6	5,8	3,5	-	-	2,6	1,5
Q2	0,6	0,7	0,6	0,5	1,7	-0,6	5,2	2,5	-	-	-0,5	-0,4
Q3	0,1	-0,4	-0,3	1,2	0,4	-0,4	2,4	-0,3	-	-	-3,0	-4,1
Q4	0,1	0,3	0,6	1,2	1,4	-0,7	0,5	8,2	-	-	-2,8	-2,5
contributions to quarter-on-quarter percentage changes in GDP; percentage points												
2023 Q1	0,0	-0,5	0,1	-0,1	0,1	0,1	0,1	-0,1	-0,6	0,6	-	-
Q2	0,1	0,7	0,0	0,1	0,0	-0,1	0,0	0,1	0,6	-0,6	-	-
Q3	-0,1	-0,1	0,2	0,1	0,0	-0,1	0,0	0,0	-0,4	0,1	-	-
Q4	0,0	0,3	0,0	0,1	0,2	-0,1	-0,2	0,4	-0,1	-0,3	-	-
contributions to annual percentage changes in GDP; percentage points												
2021	5,9	4,8	2,4	1,0	0,9	0,7	0,5	-0,3	0,6	1,4	-	-
2022	3,4	3,5	2,2	0,3	0,5	0,2	0,3	0,1	0,4	0,0	-	-
2023	0,4	0,2	0,3	0,2	0,3	-0,1	0,2	0,2	-0,5	0,3	-	-
2023 Q1	1,3	0,7	0,7	0,0	0,5	-0,1	0,4	0,2	-0,5	0,6	-	-
Q2	0,6	0,7	0,3	0,1	0,4	-0,1	0,3	0,1	-0,1	-0,1	-	-
Q3	0,1	-0,5	-0,2	0,3	0,1	0,0	0,2	0,0	-0,7	0,6	-	-
Q4	0,1	0,3	0,3	0,3	0,3	-0,1	0,0	0,4	-0,6	-0,2	-	-

Sources: Eurostat and ECB calculations.

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

2) Including acquisitions less disposals of valuables.

2 Economic activity

2.2 Value added by economic activity

(quarterly data seasonally adjusted; annual data unadjusted)

	Gross value added (basic prices)											Taxes less subsidies on products
	Total	Agriculture, forestry and fishing	Manufacturing energy and utilities	Construction	Trade, transport, accommodation and food services	Information and communication	Finance and insurance	Real estate	Professional, business and support services	Public administration, education, health and social work	Arts, entertainment and other services	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
Current prices (EUR billions)												
2021	11 191,4	186,6	2 220,1	594,5	2 021,5	598,5	515,1	1 247,2	1 297,6	2 172,8	337,6	1 283,0
2022	12 165,3	215,4	2 453,1	655,9	2 332,9	632,9	532,5	1 299,5	1 397,2	2 274,3	371,6	1 341,8
2023	13 001,6	221,4	2 627,2	723,3	2 447,0	678,6	611,1	1 411,5	1 491,1	2 391,1	399,4	1 370,8
2023 Q1	3 200,5	57,2	660,6	178,1	604,9	164,1	147,4	343,8	364,3	582,8	97,4	339,7
Q2	3 243,7	55,5	662,0	180,1	612,5	169,2	152,1	349,7	372,0	591,6	99,0	336,1
Q3	3 255,7	54,7	653,0	181,8	611,5	170,9	155,3	353,1	374,5	600,6	100,2	346,2
Q4	3 297,4	53,8	661,7	184,1	618,6	173,0	155,9	359,0	381,3	609,2	100,7	352,9
<i>as percentage of value added</i>												
2023	100,0	1,7	20,2	5,6	18,8	5,2	4,7	10,9	11,5	18,4	3,1	-
Chain-linked volumes (prices for the previous year)												
<i>quarter-on-quarter percentage changes</i>												
2023 Q1	0,1	0,9	-1,5	1,9	0,1	0,9	-0,3	0,9	0,1	0,3	2,1	-0,5
Q2	0,1	-0,2	-0,2	-0,5	0,1	1,4	0,6	-0,1	0,5	0,1	0,7	0,1
Q3	-0,1	-1,2	-1,0	0,0	0,0	0,8	0,1	0,2	0,0	0,1	1,7	0,0
Q4	0,0	0,8	-0,4	-0,2	-0,3	0,2	-0,4	0,1	0,4	0,6	-1,4	-0,3
<i>annual percentage changes</i>												
2021	5,8	1,1	8,8	2,9	7,8	9,3	5,6	1,9	6,6	3,5	4,3	7,2
2022	3,5	-2,4	1,2	1,1	7,7	6,0	0,6	1,8	4,9	1,9	12,1	2,6
2023	0,6	0,4	-1,9	0,6	0,4	4,2	0,5	1,3	1,4	1,1	3,9	-1,2
2023 Q1	1,8	0,7	0,1	0,9	2,5	5,2	0,6	1,7	2,0	1,6	6,6	-2,4
Q2	0,9	1,0	-0,7	0,3	0,2	4,8	0,9	1,2	1,6	1,1	3,3	-1,2
Q3	0,1	-0,3	-2,5	1,2	-0,6	3,6	0,9	1,2	1,1	0,8	3,1	-0,3
Q4	0,1	0,2	-3,1	1,2	-0,1	3,4	0,0	1,1	1,1	1,2	3,1	-0,6
<i>contributions to quarter-on-quarter percentage changes in value added; percentage points</i>												
2023 Q1	0,1	0,0	-0,3	0,1	0,0	0,0	0,0	0,1	0,0	0,1	0,1	-
Q2	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,1	0,0	0,0	0,1	0,0	0,0	-
Q3	-0,1	0,0	-0,2	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,1	-
Q4	0,0	0,0	-0,1	0,0	-0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,1	0,0	-
<i>contributions to annual percentage changes in value added; percentage points</i>												
2021	5,8	0,0	1,8	0,2	1,4	0,5	0,3	0,2	0,8	0,7	0,1	-
2022	3,5	0,0	0,2	0,1	1,4	0,3	0,0	0,2	0,6	0,4	0,4	-
2023	0,6	0,0	-0,4	0,0	0,1	0,2	0,0	0,1	0,2	0,2	0,1	-
2023 Q1	1,8	0,0	0,0	0,0	0,5	0,3	0,0	0,2	0,2	0,3	0,2	-
Q2	0,9	0,0	-0,1	0,0	0,0	0,2	0,0	0,1	0,2	0,2	0,1	-
Q3	0,1	0,0	-0,5	0,1	-0,1	0,2	0,0	0,1	0,1	0,1	0,1	-
Q4	0,1	0,0	-0,6	0,1	0,0	0,2	0,0	0,1	0,1	0,2	0,1	-

Sources: Eurostat and ECB calculations.

2 Economic activity

2.3 Employment ¹⁾

(quarterly data seasonally adjusted; annual data unadjusted)

	Total	By employment status		By economic activity									
		Employees	Self-employed	Agriculture, forestry and fishing	Manufacturing, energy and utilities	Construction	Trade, transport, accommodation and food services	Information and communication	Finance and insurance	Real estate	Professional business and support services	Public administration, education, health and social work	Arts, entertainment and other services
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
Persons employed													
<i>as a percentage of total persons employed</i>													
2021	100,0	86,1	13,9	3,0	14,4	6,3	24,1	3,1	2,4	1,0	14,0	25,0	6,6
2022	100,0	86,2	13,8	2,9	14,2	6,4	24,4	3,2	2,3	1,0	14,1	24,8	6,5
2023	100,0	86,3	13,7	2,8	14,2	6,4	24,5	3,3	2,3	1,0	14,1	24,8	6,5
<i>annual percentage changes</i>													
2021	1,4	1,6	0,4	0,2	0,0	3,2	0,3	4,5	0,6	0,4	2,9	2,1	0,9
2022	2,3	2,4	1,3	-0,8	1,2	3,2	3,4	5,8	0,0	2,8	3,0	1,6	1,5
2023	1,4	1,5	1,1	-1,3	0,9	1,5	1,9	3,5	1,0	1,6	1,6	1,4	0,9
2023 Q1	1,7	1,8	1,2	-1,3	1,3	1,8	2,3	4,9	1,1	2,3	2,0	1,4	1,1
Q2	1,4	1,5	0,9	-2,2	1,1	1,0	1,9	4,0	1,0	2,2	1,9	1,4	0,7
Q3	1,4	1,4	0,9	-1,0	0,8	1,4	2,0	2,4	1,1	0,8	1,4	1,5	0,4
Q4	1,2	1,2	1,3	-0,6	0,4	1,8	1,3	2,7	0,7	1,2	1,2	1,5	1,1
Hours worked													
<i>as a percentage of total hours worked</i>													
2021	100,0	81,8	18,2	4,1	15,0	7,3	24,3	3,4	2,5	1,1	14,0	22,6	5,8
2022	100,0	81,9	18,1	3,9	14,6	7,3	25,2	3,5	2,4	1,1	14,1	22,0	5,9
2023	100,0	82,1	17,9	3,8	14,5	7,3	25,3	3,5	2,4	1,1	14,1	22,1	5,9
<i>annual percentage changes</i>													
2021	5,9	5,7	6,7	1,1	5,1	9,8	6,8	7,9	3,0	5,9	8,2	3,9	6,5
2022	3,4	3,5	3,0	-1,2	1,0	3,3	7,6	5,9	-0,2	4,6	4,0	0,6	5,7
2023	1,3	1,5	0,4	-1,5	0,6	1,2	1,6	3,0	0,6	1,1	1,6	1,5	1,4
2023 Q1	2,1	2,4	0,5	-0,6	1,7	1,7	3,0	4,6	1,0	1,8	2,3	1,5	2,5
Q2	1,6	1,8	0,8	-2,5	1,3	1,2	1,8	4,2	1,3	1,8	2,2	1,8	1,7
Q3	1,4	1,6	0,7	-1,2	0,6	1,4	1,8	1,9	1,0	1,1	1,6	1,8	1,5
Q4	1,3	1,4	0,6	-0,6	0,5	2,1	1,1	3,0	0,4	0,8	1,4	1,8	1,0
Hours worked per person employed													
<i>annual percentage changes</i>													
2021	4,4	4,1	6,3	0,9	5,1	6,4	6,4	3,2	2,3	5,4	5,1	1,7	5,6
2022	1,1	1,1	1,7	-0,5	-0,2	0,1	4,1	0,1	-0,2	1,8	1,0	-1,0	4,2
2023	-0,2	0,0	-0,7	-0,2	-0,3	-0,3	-0,3	-0,5	-0,4	-0,5	0,0	0,0	0,6
2023 Q1	0,4	0,6	-0,6	0,7	0,4	-0,1	0,7	-0,3	-0,1	-0,4	0,3	0,1	1,3
Q2	0,2	0,3	-0,2	-0,3	0,2	0,2	-0,1	0,2	0,3	-0,5	0,3	0,5	1,0
Q3	0,0	0,1	-0,2	-0,2	-0,2	-0,1	-0,2	-0,5	-0,1	0,3	0,2	0,3	1,1
Q4	0,0	0,2	-0,7	-0,1	0,1	0,3	-0,2	0,3	-0,3	-0,4	0,2	0,2	-0,1

Sources: Eurostat and ECB calculations.

1) Data for employment are based on the ESA 2010.

2 Economic activity

2.4 Labour force, unemployment and job vacancies

(seasonally adjusted, unless otherwise indicated)

	Labour force, millions	Under-employment, % of labour force	Unemployment ¹⁾											Job vacancy rate ³⁾
			Total		Long-term unemployment, % of labour force ²⁾	By age				By gender				
			Millions	% of labour force		Adult		Youth		Male		Female		
						Millions	% of labour force	Millions	% of labour force	Millions	% of labour force	Millions	% of labour force	
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
% of total in 2020			100,0		80,1		19,9		51,3		48,7			
2021	165,007	3,4	12,782	7,7	3,2	10,297	6,9	2,485	16,9	6,511	7,4	6,271	8,1	2,4
2022	167,790	3,1	11,339	6,8	2,7	9,079	6,0	2,259	14,6	5,685	6,4	5,654	7,2	3,1
2023	169,982	2,9	11,104	6,5	2,3	8,815	5,7	2,289	14,4	5,593	6,2	5,511	6,9	2,9
2023 Q1	169,398	3,0	11,141	6,6	2,5	8,922	5,8	2,219	14,0	5,600	6,2	5,541	7,0	3,1
Q2	169,835	2,9	11,036	6,5	2,3	8,765	5,7	2,272	14,3	5,547	6,2	5,489	6,9	3,0
Q3	169,974	2,9	11,136	6,6	2,3	8,829	5,7	2,307	14,5	5,622	6,2	5,515	6,9	2,9
Q4	170,720	2,9	11,102	6,5	2,3	8,743	5,7	2,358	14,8	5,602	6,2	5,500	6,9	2,7
2023 Sep.	-	-	11,143	6,5	-	8,796	5,7	2,346	14,7	5,624	6,2	5,518	6,9	-
Oct.	-	-	11,180	6,6	-	8,784	5,7	2,396	15,0	5,626	6,2	5,553	6,9	-
Nov.	-	-	11,129	6,5	-	8,808	5,7	2,321	14,6	5,637	6,2	5,492	6,9	-
Dec.	-	-	11,094	6,5	-	8,768	5,7	2,325	14,6	5,584	6,2	5,510	6,9	-
2024 Jan.	-	-	11,085	6,5	-	8,762	5,6	2,323	14,6	5,556	6,1	5,529	6,9	-
Feb.	-	-	11,102	6,5	-	8,783	5,7	2,319	14,6	5,532	6,1	5,569	6,9	-

Sources: Eurostat and ECB calculations.

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

2) Not seasonally adjusted.

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

2.5 Short-term business statistics

	Industrial production						Construction production	Retail sales				Services production ¹⁾	New passenger car registrations
	Total (excluding construction)		Main Industrial Groupings					Total	Food, beverages, tobacco	Non-food	Fuel		
	Total	Manufacturing	Intermediate goods	Capital goods	Consumer goods	Energy							
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	
% of total in 2021	100,0	88,7	32,4	33,2	22,5	11,9	100,0	100,0	38,1	54,4	7,5	100,0	100,0
annual percentage changes													
2021	8,8	9,7	9,6	9,4	8,0	0,7	5,4	5,3	1,0	8,3	9,0	8,0	-2,9
2022	2,1	2,8	-1,9	4,9	6,3	-2,9	2,9	0,9	-2,8	3,1	4,5	10,1	-4,3
2023	-2,3	-1,8	-5,3	2,2	-2,0	-5,6	1,5	-2,0	-2,7	-1,1	-1,8	2,9	14,5
2023 Q1	0,7	1,7	-5,5	7,6	5,1	-5,9	1,5	-3,0	-5,2	-1,4	2,3	5,0	18,3
Q2	-1,0	-0,1	-6,0	7,2	-1,8	-8,4	1,5	-2,2	-3,3	-1,2	-0,9	3,1	22,6
Q3	-4,9	-4,5	-5,2	-2,6	-3,6	-7,5	1,7	-2,3	-1,9	-1,6	-3,9	2,1	15,4
Q4	-4,0	-4,3	-4,4	-2,5	-7,0	-0,7	1,2	-0,8	-0,5	-0,1	-4,0	1,8	4,2
2023 Sep.	-6,9	-6,6	-4,8	-6,2	-6,2	-7,6	1,5	-3,4	-1,1	-4,1	.	1,4	12,2
Oct.	-6,3	-6,6	-4,3	-6,4	-8,3	-1,2	0,5	-1,2	-1,0	-0,3	.	2,1	7,8
Nov.	-5,3	-5,9	-5,4	-4,7	-7,3	0,8	0,0	-0,6	-0,5	0,3	.	1,4	5,3
Dec.	0,2	0,3	-3,4	4,8	-5,2	-1,6	2,8	-0,6	-0,1	-0,2	.	1,8	-0,3
2024 Jan.	-6,7	-7,7	-2,5	-12,1	-3,7	0,3	0,8	-0,9	-1,3	-0,7	.	4,5	7,1
Feb.	.	.	.	.	.	.	.	-0,7	-1,4	-0,1	.	.	5,1
month-on-month percentage changes (s.a.)													
2023 Sep.	-0,6	-0,2	0,0	0,2	-0,9	-1,6	0,2	0,0	0,6	-0,7	.	-0,2	-0,6
Oct.	-0,5	-0,4	-0,5	-0,9	-1,6	1,0	-0,7	0,3	-0,6	0,9	.	0,1	-2,3
Nov.	0,4	0,3	-0,7	0,5	1,2	2,3	-0,1	0,5	-0,1	0,4	.	-0,2	0,8
Dec.	1,6	5,9	-1,4	11,3	0,5	0,8	0,5	-0,6	-0,6	-0,9	.	-0,1	-1,1
2024 Jan.	-3,2	-6,8	2,6	-14,5	0,2	0,5	0,5	0,0	0,3	0,4	.	1,5	-0,9
Feb.	.	.	.	.	.	.	.	-0,5	-0,4	-0,2	.	.	0,9

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	87,1	-	-	-	-
2022	102,1	5,0	82,4	-21,9	5,2	-3,5	9,2	89,7	-	-	-	-
2023	96,4	-5,6	80,9	-17,4	-2,0	-4,0	6,7	90,3	45,0	45,8	51,2	49,7
2023 Q2	97,1	-4,9	81,4	-17,0	-0,5	-3,8	7,2	90,1	44,7	46,4	54,5	52,3
Q3	94,2	-9,0	80,7	-16,3	-4,7	-4,6	5,0	90,3	43,2	43,1	49,2	47,5
Q4	94,9	-9,0	79,9	-16,7	-4,2	-6,5	6,2	90,4	43,9	44,0	48,4	47,2
2024 Q1	96,0	-9,1	79,4	-15,5	-5,2	-6,0	6,9	89,9	46,4	46,7	50,0	49,2
2023 Oct.	93,9	-8,9	79,9	-17,9	-5,1	-7,1	5,2	90,4	43,1	43,1	47,8	46,5
Nov.	94,2	-9,2	.	-16,9	-4,1	-6,9	5,4	.	44,2	44,6	48,7	47,6
Dec.	96,5	-8,9	.	-15,1	-3,5	-5,4	8,1	.	44,4	44,4	48,8	47,6
2024 Jan.	96,1	-9,2	79,4	-16,1	-4,6	-5,6	8,4	89,9	46,6	46,6	48,4	47,9
Feb.	95,5	-9,4	.	-15,5	-5,5	-6,6	6,0	.	46,5	46,6	50,2	49,2
Mar.	96,3	-8,8	.	-14,9	-5,6	-5,7	6,3	.	46,1	47,1	51,5	50,3

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

2.7 Summary accounts for households and non-financial corporations

(current prices, unless otherwise indicated; not seasonally adjusted)

	Households							Non-financial corporations					
	Saving rate (gross)	Debt ratio	Real gross disposable income	Financial investment	Non-financial investment (gross)	Net worth ²⁾	Housing wealth	Profit rate ³⁾	Saving rate (gross)	Debt ratio ⁴⁾	Financial investment	Non-financial investment (gross)	Financing
	Percentage of gross disposable income (adjusted) ¹⁾		Annual percentage changes				Percentage of gross value added	Percentage of GDP	Annual percentage changes				
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
2021	17,5	95,1	2,0	3,7	19,1	8,7	8,8	35,8	8,2	76,1	5,5	9,8	3,5
2022	13,7	92,7	-0,2	2,5	12,8	2,1	7,9	35,7	5,2	71,7	3,1	9,1	1,9
2023	14,3	86,9	1,2	1,9	3,2	1,2	-1,9	34,3	5,3	67,6	1,4	2,7	0,6
2023 Q1	13,5	90,8	1,3	2,3	7,1	2,0	4,2	35,4	5,5	69,7	2,5	1,1	1,4
Q2	13,8	89,2	1,3	2,0	2,3	2,2	1,1	35,3	5,4	68,7	1,6	19,8	0,8
Q3	14,0	88,0	0,4	1,8	1,3	1,1	-0,7	35,0	5,3	67,8	1,4	-11,4	0,5
Q4	14,3	86,9	1,9	1,9	2,3	1,2	-1,9	34,3	5,3	67,6	1,4	5,3	0,6

Sources: ECB and Eurostat.

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

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

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

4) Defined as consolidated loans and debt securities liabilities.

2 Economic activity

2.8 Euro area balance of payments, current and capital accounts

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

	Current account											Capital account ¹⁾	
	Total			Goods		Services		Primary income		Secondary income		Credit	Debit
	Credit	Debit	Balance	Credit	Debit	Credit	Debit	Credit	Debit	Credit	Debit		
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	
2023 Q1	1 379,6	1 351,7	27,9	735,6	690,5	321,7	300,2	279,7	283,8	42,5	77,2	36,7	33,8
Q2	1 401,7	1 342,2	59,5	725,2	667,1	327,2	294,0	305,1	295,0	44,3	86,1	25,8	22,9
Q3	1 414,6	1 339,8	74,8	722,9	645,1	329,1	295,4	320,3	313,1	42,4	86,2	29,1	18,5
Q4	1 384,2	1 311,9	72,3	710,3	645,0	328,0	295,0	299,6	284,8	46,3	87,2	61,6	40,6
2023 Aug.	471,9	447,8	24,1	241,6	214,4	109,3	98,4	107,0	106,5	14,1	28,5	8,1	5,6
Sep.	473,2	449,5	23,7	241,7	214,3	109,9	99,9	107,2	106,6	14,3	28,7	13,5	5,0
Oct.	457,1	440,1	17,0	230,1	217,8	109,7	98,4	102,7	94,5	14,6	29,5	10,7	9,6
Nov.	462,4	439,0	23,4	239,8	213,3	108,6	99,3	99,1	97,7	15,0	28,8	9,3	7,5
Dec.	464,7	432,8	31,9	240,4	213,8	109,8	97,3	97,8	92,6	16,8	29,0	41,6	23,5
2024 Jan.	478,2	438,9	39,4	247,9	201,2	112,4	107,5	103,9	106,7	14,0	23,5	4,6	7,3
<i>12-month cumulated transactions</i>													
2024 Jan.	5 601,0	5 332,3	268,7	2 899,9	2 610,5	1 311,2	1 194,2	1 214,8	1 192,1	175,0	335,5	145,6	108,0
<i>12-month cumulated transactions as a percentage of GDP</i>													
2024 Jan.	39,0	37,1	1,9	20,2	18,2	9,1	8,3	8,5	8,3	1,2	2,3	1,0	0,8

1) The capital account is not seasonally adjusted.

2.9 Euro area external trade in goods¹⁾, values and volumes by product group²⁾

(seasonally adjusted, unless otherwise indicated)

	Total (n.s.a.)		Exports (f.o.b.)					Imports (c.i.f.)					
	Exports	Imports	Total				Memo item: Manufacturing	Total				Memo items:	
			Total	Intermediate goods	Capital goods	Consumption goods		Total	Intermediate goods	Capital goods	Consumption goods	Manufacturing	Oil
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	
<i>Values (EUR billions; annual percentage changes for columns 1 and 2)</i>													
2023 Q1	8,8	1,0	722,8	347,3	138,9	224,2	596,6	733,0	432,0	115,1	162,8	506,4	78,5
Q2	-1,7	-13,6	708,5	332,0	144,0	216,8	591,9	707,5	412,3	113,7	164,7	504,1	74,2
Q3	-5,3	-22,2	702,4	332,1	141,8	214,6	584,3	676,5	390,1	111,4	158,1	486,6	82,5
Q4	-5,1	-16,9	706,2	334,1	142,6	214,3	584,9	665,8	380,7	106,6	156,7	470,8	81,2
2023 Aug.	-3,7	-24,3	235,9	110,8	49,1	72,1	194,3	224,2	128,8	36,8	52,9	161,7	27,3
Sep.	-9,1	-23,9	233,7	111,9	46,3	71,1	195,2	223,7	129,9	36,7	51,4	160,2	28,6
Oct.	-1,8	-15,5	235,6	111,9	47,6	70,7	196,1	225,1	129,4	36,1	52,9	159,3	29,5
Nov.	-4,6	-16,5	236,6	111,5	48,5	71,6	195,6	221,0	126,9	35,0	51,7	156,1	26,7
Dec.	-8,9	-18,9	234,0	110,7	46,5	72,1	193,2	219,7	124,4	35,4	52,1	155,4	25,0
2024 Jan.	1,3	-16,1	239,0	.	.	.	195,0	210,9	.	.	.	147,3	.
<i>Volume indices (2000 = 100; annual percentage changes for columns 1 and 2)</i>													
2023 Q1	0,8	-1,8	106,4	102,4	107,4	119,0	106,4	117,3	116,4	121,9	117,4	117,9	145,8
Q2	-2,8	-6,5	105,1	100,3	110,5	115,8	105,8	116,2	115,4	123,4	118,9	119,8	160,0
Q3	-3,9	-10,4	104,0	100,4	107,7	112,8	104,4	112,6	111,6	119,5	116,6	117,0	173,2
Q4	-4,1	-9,4	104,0	99,5	106,5	112,9	103,8	110,2	108,7	113,8	115,4	114,1	165,4
2023 July	-1,2	-5,3	103,1	99,9	105,9	112,7	103,4	115,4	114,7	121,9	118,7	119,1	169,9
Aug.	-1,7	-11,9	105,2	100,5	112,1	113,8	105,7	111,6	110,2	118,6	117,3	116,7	174,9
Sep.	-8,2	-13,6	103,8	100,8	105,2	111,9	104,1	110,8	110,0	118,2	113,8	115,2	174,9
Oct.	-0,5	-6,5	103,9	100,1	107,2	110,7	104,0	110,8	109,2	117,1	116,0	115,8	163,3
Nov.	-3,1	-9,3	104,4	99,2	107,4	113,5	104,6	109,7	107,8	110,5	114,8	112,7	163,8
Dec.	-8,9	-12,7	103,7	99,1	105,0	114,5	102,7	110,1	109,1	113,8	115,5	113,9	169,2

Sources: ECB and Eurostat.

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

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

3 Prices and costs

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

	Total					Total (s.a.; percentage change vis-à-vis previous period) ²⁾						Administered prices	
	Index: 2015 = 100	Total		Goods	Services	Total	Processed food	Unpro- cessed food	Non- energy indus- trial goods	Energy (n.s.a.)	Services	Total HICP excluding adminis- tered prices	Adminis- tered prices
		Total	Total excluding food and energy										
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	
% of total in 2021	100,0	100,0	68,7	58,2	41,8	100,0	16,7	5,1	26,9	9,5	41,8	86,7	13,3
2021	107,8	2,6	1,5	3,4	1,5	-	-	-	-	-	-	2,5	3,1
2022	116,8	8,4	3,9	11,9	3,5	-	-	-	-	-	-	8,5	7,8
2023	123,2	5,4	4,9	5,7	4,9	-	-	-	-	-	-	5,5	4,9
2023 Q2	123,2	6,2	5,5	6,8	5,2	0,6	1,8	0,9	0,6	-4,3	1,2	6,1	6,8
Q3	123,9	5,0	5,1	4,5	5,3	0,9	1,1	1,2	0,6	1,3	0,9	5,0	4,5
Q4	124,1	2,7	3,7	1,7	4,2	0,3	0,7	0,9	0,0	-1,1	0,7	3,0	1,3
2024 Q1	124,4	2,6	3,1	.	4,0	0,7	0,8	-0,2	0,3	0,3	1,1	.	.
2023 Oct.	124,5	2,9	4,2	1,7	4,6	0,1	0,2	0,3	0,0	-1,2	0,3	3,2	0,6
Nov.	123,8	2,4	3,6	1,3	4,0	-0,2	0,1	0,9	0,0	-2,2	0,0	2,5	1,5
Dec.	124,0	2,9	3,4	2,1	4,0	0,0	0,1	0,0	0,2	-1,6	0,3	3,1	1,7
2024 Jan.	123,6	2,8	3,3	1,8	4,0	0,4	0,5	0,3	0,1	1,2	0,4	3,0	1,9
Feb.	124,4	2,6	3,1	1,5	4,0	0,4	0,3	-1,0	0,1	1,5	0,5	2,6	2,5
Mar.	125,3	2,4	2,9	.	4,0	0,1	0,1	-0,3	0,0	-0,3	0,4	.	.

	Goods						Services						
	Food (including alcoholic beverages and tobacco)			Industrial goods			Housing		Transport	Communi- cation	Recreation and personal care	Miscel- laneous	
	Total	Processed food	Unpro- cessed food	Total	Non- energy industrial goods	Energy	Total	Rents					
14	15	16	17	18	19	20	21	22	23	24	25		
% of total in 2021	21,8	16,7	5,1	36,4	26,9	9,5	12,2	7,5	6,5	2,7	11,4	9,0	
2021	1,5	1,5	1,6	4,5	1,5	13,0	1,4	1,2	2,1	0,3	1,5	1,6	
2022	9,0	8,6	10,4	13,6	4,6	37,0	2,4	1,7	4,4	-0,2	6,1	2,1	
2023	10,9	11,4	9,1	2,9	5,0	-2,0	3,6	2,7	5,2	0,2	6,9	4,0	
2023 Q2	12,5	13,5	9,5	3,7	5,8	-1,8	3,7	2,7	6,1	0,4	7,5	4,1	
Q3	9,8	10,3	7,9	1,7	4,6	-4,6	3,7	2,7	5,7	0,0	7,2	4,2	
Q4	6,8	7,1	5,9	-1,1	2,9	-9,8	3,5	2,7	3,2	0,4	5,9	4,0	
2024 Q1	4,1	4,4	2,8	.	1,6	-3,9	.	.	.	.	.	.
2023 Oct.	7,4	8,4	4,5	-1,4	3,5	-11,2	3,6	2,8	3,9	0,3	6,4	4,1	
Nov.	6,9	7,1	6,3	-1,7	2,9	-11,5	3,5	2,7	2,5	0,2	5,9	4,0	
Dec.	6,1	5,9	6,8	-0,1	2,5	-6,7	3,5	2,7	3,3	0,5	5,2	3,8	
2024 Jan.	5,6	5,2	6,9	-0,3	2,0	-6,1	3,4	2,8	3,5	-0,3	5,4	3,8	
Feb.	3,9	4,5	2,1	0,2	1,6	-3,7	3,4	2,8	3,3	0,0	5,2	3,9	
Mar.	2,7	3,6	-0,4	.	1,1	-1,8	.	.	.	.	.	.

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/eb/eb201603.en.pdf>).

3 Prices and costs

3.2 Industry, construction and property prices

(annual percentage changes, unless otherwise indicated)

	Industrial producer prices excluding construction ¹⁾										Construction ²⁾	Residential property prices ³⁾	Experimental indicator of commercial property prices ³⁾
	Total (index: 2021 = 100)	Total		Industry excluding construction and energy						Energy			
		Total	Manufacturing	Total	Intermediate goods	Capital goods	Consumer goods						
							Total	Food, beverages and tobacco	Non-food				
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	
% of total in 2021	100,0	100,0	77,8	72,3	30,9	19,3	22,2	15,7	6,5	27,7			
2021	100,0	12,2	7,5	6,0	11,0	2,6	2,2	3,4	1,7	30,6	5,8	7,9	0,5
2022	133,4	33,4	17,2	14,2	19,9	7,2	12,2	16,5	7,0	82,0	12,0	7,1	0,6
2023	130,5	-2,2	1,8	3,4	-0,4	5,1	8,3	8,4	5,0	-13,3	6,7	-1,1	.
2023 Q1	136,4	11,1	9,0	9,8	8,8	7,1	14,1	17,5	7,8	11,9	10,7	0,4	-4,9
Q2	129,0	-0,7	0,6	3,7	-0,7	5,6	9,5	9,6	5,9	-11,3	7,5	-1,6	-9,9
Q3	128,1	-8,8	-0,5	1,0	-4,0	4,3	6,4	5,5	4,1	-25,1	4,8	-2,2	.
Q4	128,4	-8,7	-1,3	-0,4	-4,8	3,3	3,7	2,2	2,4	-23,2	4,3	-1,1	.
2023 Sep.	128,9	-10,4	0,0	0,5	-4,4	4,0	5,5	4,4	3,6	-27,4	-	-	-
Oct.	129,1	-8,3	-1,5	-0,2	-5,0	3,6	4,3	2,9	2,7	-22,3	-	-	-
Nov.	128,6	-8,0	-1,5	-0,4	-4,9	3,2	3,6	2,0	2,5	-22,0	-	-	-
Dec.	127,6	-9,6	-0,9	-0,5	-4,7	3,0	3,1	1,6	2,1	-25,3	-	-	-
2024 Jan.	126,5	-8,0	-2,0	-1,3	-5,4	2,2	1,8	0,2	1,0	-20,0	-	-	-
Feb.	125,2	-8,3	-1,5	-1,5	-5,3	2,0	1,3	-0,4	0,7	-21,1	-	-	-

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

1) Domestic sales only.

2) Input prices for residential buildings.

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

3.3 Commodity prices and GDP deflators

(annual percentage changes, unless otherwise indicated)

	GDP deflators								Oil prices (EUR per barrel)	Non-energy commodity prices (EUR)					
	Total (s.a.; index: 2015 = 100)	Total	Domestic demand				Exports ¹⁾	Imports ¹⁾		Import-weighted ²⁾			Use-weighted ²⁾		
			Total	Private consumption	Government consumption	Gross fixed capital formation				Total	Food	Non-food	Total	Food	Non-food
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	
% of total									100,0	45,5	54,6	100,0	50,4	49,6	
2021	109,7	2,2	2,9	2,2	1,8	3,9	5,9	7,9	59,8	29,5	21,4	37,1	29,0	22,0	37,0
2022	114,9	4,7	6,9	6,8	4,3	8,0	12,5	17,6	95,0	18,3	28,8	9,6	19,4	27,7	10,9
2023	121,8	6,0	4,3	6,1	3,9	4,1	0,5	-2,9	76,4	-13,0	-11,6	-14,3	-13,8	-12,5	-15,3
2023 Q2	121,2	6,3	4,3	6,8	4,4	4,3	0,3	-3,7	71,6	-18,0	-16,1	-19,9	-18,4	-16,4	-20,8
Q3	122,0	5,9	3,2	5,8	4,0	3,1	-1,9	-7,0	79,8	-13,8	-14,5	-13,0	-14,9	-15,2	-14,5
Q4	123,7	5,3	3,8	3,8	3,0	2,7	-1,4	-4,5	78,5	-9,0	-9,3	-8,8	-10,1	-10,4	-9,6
2024 Q1	.	.	.	.	.	.	.	.	76,5	-3,3	2,1	-8,4	-3,7	0,6	-8,7
2023 Oct.	-	-	-	-	-	-	-	-	86,2	-12,2	-13,9	-10,4	-13,1	-14,3	-11,6
Nov.	-	-	-	-	-	-	-	-	76,9	-8,9	-9,6	-8,1	-10,0	-11,0	-8,8
Dec.	-	-	-	-	-	-	-	-	71,4	-5,8	-3,7	-7,9	-6,8	-5,5	-8,2
2024 Jan.	-	-	-	-	-	-	-	-	73,5	-5,3	-0,7	-9,6	-6,3	-3,2	-9,7
Feb.	-	-	-	-	-	-	-	-	77,5	-4,4	0,2	-8,9	-4,3	-0,1	-9,1
Mar.	-	-	-	-	-	-	-	-	78,6	0,0	6,9	-6,6	-0,5	5,2	-7,2

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	Input prices		Prices charged	
	Manu- facturing	Retail trade	Services	Construction		Manu- facturing	Services	Manu- facturing	Services
	1	2	3	4	5	6	7	8	9
1999-20	4,7	5,7	4,0	-3,4	28,9	-	-	-	-
2021	31,7	23,9	10,3	19,7	30,4	-	-	-	-
2022	48,5	52,9	27,4	42,4	71,6	-	-	-	-
2023	9,5	28,5	19,2	13,9	74,5	43,7	64,6	50,0	57,4
2023 Q2	7,1	29,9	18,0	12,4	76,9	41,6	64,3	49,2	58,0
Q3	3,5	22,1	15,3	6,5	73,3	39,1	62,0	45,7	55,5
Q4	3,7	18,8	17,6	9,8	69,5	42,8	62,0	47,5	54,8
2024 Q1	4,7	16,5	17,6	5,0	64,5	44,9	62,3	48,2	56,0
2023 Oct.	4,0	19,7	15,9	8,2	72,6	42,5	62,0	46,4	54,1
Nov.	3,4	18,3	18,0	9,6	68,9	42,7	62,5	47,2	54,5
Dec.	3,6	18,4	18,9	11,6	66,9	43,1	61,6	48,9	55,6
2024 Jan.	4,6	18,5	20,1	9,9	66,1	42,8	62,6	48,6	56,3
Feb.	3,9	16,7	17,3	3,6	65,3	45,5	62,9	48,3	56,6
Mar.	5,6	14,1	15,2	1,4	62,1	46,5	61,5	47,7	55,1

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

3.5 Labour cost indices

(annual percentage changes, unless otherwise indicated)

	Total (index: 2020=100)	Total	By component		For selected economic activities		Memo item: Indicator of negotiated wages ¹⁾
			Wages and salaries	Employers' social contributions	Business economy	Mainly non-business economy	
	1	2	3	4	5	6	7
% of total in 2020	100,0	100,0	75,3	24,7	69,0	31,0	
2021	100,9	0,9	1,1	0,4	0,9	0,9	1,3
2022	105,7	4,8	4,0	7,0	5,0	4,2	2,9
2023	110,4	4,5	4,4	4,9	5,0	3,3	4,5
2023 Q1	102,7	5,2	4,9	6,4	5,8	4,1	4,3
Q2	113,7	4,3	4,4	4,0	4,5	3,8	4,4
Q3	107,4	5,2	5,2	5,0	5,7	3,8	4,7
Q4	117,9	3,3	3,1	4,1	4,2	1,8	4,5

Sources: Eurostat and ECB calculations.

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

3 Prices and costs

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

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

	Total (index: 2015 =100)	Total	By economic activity									
			Agriculture, forestry and fishing	Manu- facturing, energy and utilities	Con- struction	Trade, transport, accom- modation and food services	Information and commu- nication	Finance and insurance	Real estate	Professional business and support services	Public ad- ministration, education, health and social work	Arts, entert- ainment 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	-3,7	5,6	-1,8	1,2	-1,5	5,0	1,1	0,9	-0,1
2022	113,8	3,3	6,7	3,5	6,2	1,9	3,0	2,7	4,9	3,2	3,5	-3,0
2023	120,8	6,2	3,8	8,4	5,5	7,3	4,4	5,0	4,4	6,4	4,3	2,3
2023 Q1	118,8	5,8	4,0	7,0	5,3	6,4	4,5	5,8	4,2	6,9	3,8	0,0
Q2	119,5	6,2	2,5	7,1	5,7	7,7	4,4	4,5	4,8	6,5	4,9	2,9
Q3	121,5	6,5	4,7	9,3	4,9	7,9	4,1	4,4	3,4	6,5	5,0	3,0
Q4	123,0	5,8	3,9	9,3	5,2	6,6	4,3	5,0	5,4	5,2	3,5	3,2
Compensation per employee												
2021	111,6	4,2	2,7	4,7	5,2	5,5	5,8	3,3	6,6	4,7	2,3	3,3
2022	116,6	4,5	5,0	3,6	4,0	6,2	3,3	3,3	3,9	5,2	3,8	7,1
2023	122,6	5,1	5,6	5,5	4,6	5,7	5,1	4,5	4,1	6,1	4,0	5,5
2023 Q1	120,9	5,4	6,1	5,7	4,3	6,7	4,9	5,2	3,7	6,9	3,9	5,4
Q2	121,6	5,3	5,9	5,2	5,0	5,9	5,3	4,4	3,7	6,2	4,7	5,5
Q3	123,3	5,1	5,5	5,8	4,7	5,1	5,3	4,2	3,7	6,2	4,3	5,8
Q4	124,4	4,6	4,7	5,4	4,6	5,1	5,0	4,2	5,2	5,1	3,2	5,2
Labour productivity per person employed												
2021	101,4	4,4	0,9	8,8	-0,3	7,5	4,5	4,9	1,5	3,6	1,3	3,4
2022	102,5	1,1	-1,6	0,0	-2,0	4,2	0,2	0,6	-1,0	1,9	0,3	10,4
2023	101,5	-1,0	1,7	-2,7	-0,9	-1,5	0,7	-0,5	-0,3	-0,3	-0,3	3,1
2023 Q1	101,8	-0,4	2,0	-1,2	-0,9	0,3	0,3	-0,6	-0,5	0,0	0,2	5,4
Q2	101,8	-0,8	3,4	-1,8	-0,7	-1,6	0,8	-0,1	-1,0	-0,3	-0,2	2,5
Q3	101,5	-1,2	0,8	-3,3	-0,2	-2,6	1,1	-0,2	0,3	-0,3	-0,7	2,7
Q4	101,2	-1,1	0,8	-3,6	-0,6	-1,4	0,7	-0,7	-0,2	-0,1	-0,3	1,9
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	3,5	2,7	3,9	4,8	3,7
2023	124,0	5,1	5,3	5,8	4,8	5,8	5,4	4,9	4,6	6,0	3,9	4,7
2023 Q1	121,9	4,8	4,7	5,3	4,1	5,4	5,1	5,3	4,1	6,2	3,7	4,1
Q2	122,5	5,0	6,4	5,0	5,0	6,0	5,1	4,3	4,0	5,8	4,1	4,2
Q3	124,4	5,0	5,1	5,8	4,9	5,3	5,5	4,4	4,6	6,0	4,0	4,3
Q4	125,8	4,4	4,5	5,3	3,6	5,3	4,4	4,4	4,4	4,8	3,0	5,0
Hourly labour productivity												
2021	104,7	0,0	0,0	3,5	-6,3	1,0	1,3	2,5	-3,7	-1,5	-0,4	-2,1
2022	104,7	0,0	-1,2	0,2	-2,1	0,1	0,2	0,8	-2,7	0,9	1,3	6,0
2023	103,8	-0,8	1,9	-2,4	-0,6	-1,2	1,1	-0,1	0,1	-0,2	-0,3	2,5
2023 Q1	103,7	-0,7	1,4	-1,6	-0,8	-0,4	0,7	-0,5	-0,1	-0,3	0,1	4,0
Q2	103,6	-1,0	3,6	-1,9	-0,8	-1,5	0,6	-0,3	-0,6	-0,6	-0,7	1,6
Q3	103,5	-1,3	0,9	-3,1	-0,1	-2,4	1,7	-0,1	0,1	-0,5	-1,0	1,6
Q4	103,4	-1,2	0,9	-3,6	-0,9	-1,2	0,4	-0,4	0,2	-0,3	-0,6	2,0

Sources: Eurostat and ECB calculations.

4 Financial market developments

4.1 Money market interest rates

(percentages per annum, period averages)

	Euro area ¹⁾					United States	Japan
	Euro short-term rate (€STR)	1-month deposits (EURIBOR)	3-month deposits (EURIBOR)	6-month deposits (EURIBOR)	12-month deposits (EURIBOR)	Secured overnight financing rate (SOFR)	Tokyo overnight average rate (TONAR)
	1	2	3	4	5	6	7
2021	-0,57	-0,56	-0,55	-0,52	-0,49	0,04	-0,02
2022	-0,01	0,09	0,35	0,68	1,10	1,63	-0,03
2023	3,21	3,25	3,43	3,69	3,86	5,00	-0,04
2023 Oct.	3,90	3,86	3,97	4,11	4,16	5,31	-0,02
Nov.	3,90	3,84	3,97	4,06	4,02	5,32	-0,02
Dec.	3,90	3,86	3,93	3,92	3,67	5,33	-0,01
2024 Jan.	3,90	3,87	3,93	3,89	3,61	5,32	-0,01
Feb.	3,91	3,87	3,92	3,90	3,67	5,31	-0,01
Mar.	3,91	3,85	3,92	3,89	3,72	5,31	0,02

Source: LSEG and ECB calculations.

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

4.2 Yield curves

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

	Spot rates					Spreads			Instantaneous forward rates			
	Euro area ¹⁾					Euro area ¹⁾²⁾	United States	United Kingdom	Euro area ¹⁾²⁾			
	3 months	1 year	2 years	5 years	10 years	10 years - 1 year	10 years - 1 year	10 years - 1 year	1 year	2 years	5 years	10 years
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
2021	-0,73	-0,72	-0,68	-0,48	-0,19	0,53	1,12	0,45	-0,69	-0,58	-0,12	0,24
2022	1,71	2,46	2,57	2,45	2,56	0,09	-0,84	-0,24	2,85	2,48	2,47	2,76
2023	3,78	3,05	2,44	1,88	2,08	-0,96	-0,92	-1,20	2,25	1,54	1,76	2,64
2023 Oct.	3,82	3,39	2,99	2,68	2,82	-0,56	-0,53	-0,48	2,87	2,41	2,67	3,19
Nov.	3,78	3,26	2,81	2,41	2,53	-0,74	-0,83	-0,72	2,67	2,14	2,33	2,88
Dec.	3,78	3,05	2,44	1,88	2,08	-0,96	-0,92	-1,20	2,25	1,54	1,76	2,64
2024 Jan.	3,81	3,05	2,47	2,05	2,27	-0,79	-0,81	-1,03	2,26	1,67	2,06	2,76
Feb.	3,82	3,33	2,90	2,43	2,48	-0,85	-0,76	-0,46	2,79	2,24	2,20	2,79
Mar.	3,78	3,26	2,80	2,30	2,36	-0,90	-0,83	-0,55	2,68	2,09	2,07	2,70

Source: ECB calculations.

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

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

4.3 Stock market indices

(index levels in points; period averages)

	Dow Jones EURO STOXX Indices												United States	Japan
	Benchmark		Main industry indices											
	Broad index	50	Basic materials	Consumer services	Consumer goods	Oil and gas	Financials	Industrials	Technology	Utilities	Telecoms	Health care			Standard & Poor's 500	Nikkei 225
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
2021	448,3	4 023,6	962,9	289,8	183,0	95,4	164,4	819,0	874,3	377,7	279,6	886,3	4 277,6	28 836,5
2022	414,6	3 757,0	937,3	253,4	171,3	110,0	160,6	731,7	748,4	353,4	283,2	825,8	4 098,5	27 257,8
2023	452,0	4 272,0	968,5	292,7	169,2	119,2	186,7	809,8	861,5	367,8	283,1	803,6	4 285,6	30 716,6
2023 Oct.	430,8	4 104,0	922,9	274,1	155,6	123,1	186,7	748,8	810,5	344,5	269,0	775,7	4 269,4	31 381,0
Nov.	448,0	4 275,0	963,3	282,6	162,0	123,3	192,5	790,5	885,3	368,0	279,3	742,2	4 460,1	32 960,3
Dec.	472,0	4 508,6	1 019,9	298,5	163,4	122,7	202,0	862,9	950,4	390,0	282,2	749,5	4 688,4	33 118,0
2024 Jan.	471,8	4 505,8	998,5	289,2	163,2	120,2	204,7	875,3	963,2	381,9	288,4	762,5	4 804,5	35 451,8
Feb.	489,4	4 758,9	989,4	315,9	165,3	119,0	207,3	916,0	1 085,4	353,4	283,8	747,9	5 012,0	37 785,2
Mar.	509,8	4 989,6	1 046,7	330,6	161,5	123,1	223,8	965,1	1 114,6	358,1	283,7	764,4	5 170,6	39 844,3

Source: LSEG.

4 Financial market developments

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

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

	Deposits				Revolving loans and overdrafts	Extended credit card credit	Loans for consumption			Loans to sole proprietors and unincorporated partnerships	Loans for house purchase					Composite cost-of-borrowing indicator	
	Over-night	Redeemable at notice of up to 3 months	With an agreed maturity of:				By initial period of rate fixation				APRC ³⁾	By initial period of rate fixation					APRC ³⁾
			Up to 2 years	Over 2 years			Floating rate and up to 1 year	Over 1 year	Over 1 and up to 5 years			Over 5 and up to 10 years	Over 10 years				
														3	4			7	8	9	11	12	13	14	15
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16		
2023 Mar.	0,14	1,20	2,11	2,26	6,72	16,15	7,61	7,23	7,90	4,70	3,93	3,78	3,56	3,14	3,72	3,38	
Apr.	0,17	1,25	2,29	2,42	6,98	16,30	8,03	7,43	8,11	4,91	4,16	3,86	3,61	3,19	3,81	3,49	
May	0,21	1,30	2,47	2,48	7,15	16,35	8,13	7,60	8,31	5,08	4,28	3,99	3,65	3,31	3,93	3,59	
June	0,23	1,37	2,71	2,59	7,29	16,35	7,02	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	8,38	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	8,73	7,83	8,49	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	8,47	7,83	8,55	5,40	4,75	4,25	3,86	3,57	4,25	3,89	
Oct.	0,35	1,59	3,27	3,31	7,98	16,55	8,24	7,87	8,54	5,58	4,84	4,29	3,78	3,61	4,27	3,92	
Nov.	0,36	1,62	3,32	3,41	7,98	16,66	7,27	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	16,78	7,54	7,72	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	16,76	7,98	8,02	8,73	5,37	4,86	4,10	3,67	3,52	4,15	3,88	
Feb.	0,38	1,71	3,17	3,07	8,19	16,80	7,67	7,94	8,63	5,34	4,83	4,01	3,64	3,49	4,11	3,84	

Source: ECB.

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

2) Including non-profit institutions serving households.

3) Annual percentage rate of charge (APRC).

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

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

	Deposits			Revolving loans and overdrafts	Other loans by size and initial period of rate fixation									Composite cost-of-borrowing indicator
	Over-night	With an agreed maturity of:			Up to EUR 0.25 million			over EUR 0.25 and up to 1 million			over EUR 1 million			
		Up to 2 years	Over 2 years		Floating rate and up to 3 months	Over 3 months and up to 1 year	Over 1 year	Floating rate and up to 3 months	Over 3 months and up to 1 year	Over 1 year	Floating rate and up to 3 months	Over 3 months and up to 1 year	Over 1 year	
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
2023 Mar.	0,41	2,57	2,95	4,11	4,70	4,83	4,88	4,33	4,48	3,84	4,08	4,32	3,88	4,22
Apr.	0,45	2,80	3,11	4,39	4,87	4,74	4,96	4,60	4,59	3,98	4,32	4,37	3,68	4,39
May	0,49	2,96	3,13	4,56	5,05	5,07	5,16	4,76	4,84	4,01	4,47	4,58	4,01	4,58
June	0,55	3,20	3,10	4,78	5,24	5,43	5,26	4,95	4,99	4,14	4,71	4,88	4,10	4,78
July	0,61	3,31	3,58	4,88	5,52	5,52	5,43	5,13	5,02	4,30	4,86	5,01	4,32	4,94
Aug.	0,66	3,42	3,53	5,02	5,47	5,65	5,55	5,24	5,16	4,38	5,00	4,89	4,01	4,99
Sep.	0,75	3,59	3,79	5,19	5,58	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	5,66	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	5,48	5,72	5,68	5,41	5,10	4,51	5,25	5,09	4,37	5,23
2024 Jan.	0,89	3,69	3,34	5,37	5,29	5,69	5,65	5,45	5,23	4,44	5,15	5,00	4,18	5,18
Feb.	0,90	3,63	3,49	5,40	5,44	5,72	5,61	5,46	5,14	4,38	5,04	4,85	3,97	5,12

Source: ECB.

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

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

4 Financial market developments

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

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

	Outstanding amounts							Gross issues ¹⁾						
	Total	MFIs	Non-MFI corporations			General government		Total	MFIs	Non-MFI corporations			General government	
			Financial corporations other than MFIs		Non-financial corporations	Total	of which central government			Financial corporations other than MFIs		Non-financial corporations	Total	of which central government
			Total	FVCs						Total	FVCs			
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
Short-term														
2021	1 407,9	427,8	126,7	50,1	88,8	764,7	674,9	387,3	138,6	79,1	26,3	32,1	137,6	104,8
2022	1 374,4	467,6	145,2	51,9	94,6	667,0	621,7	480,5	182,6	116,0	48,2	48,1	133,9	97,1
2023	1 508,2	587,7	133,3	51,1	85,9	701,3	659,1	499,3	211,2	111,7	38,0	48,8	127,6	103,9
2023 Sep.	1 533,1	590,9	139,0	50,7	91,9	711,3	676,2	522,3	213,9	117,1	42,5	46,8	144,5	126,5
Oct.	1 520,3	576,3	139,9	49,5	95,0	709,2	671,7	486,9	197,8	116,3	37,5	51,2	121,6	92,2
Nov.	1 533,2	589,7	136,4	48,3	95,6	711,5	667,8	482,2	187,5	120,8	40,9	45,0	129,0	100,2
Dec.	1 508,2	587,7	133,3	51,1	85,9	701,3	659,1	330,0	144,5	79,7	36,1	32,2	73,6	60,7
2024 Jan.	1 519,3	602,4	143,1	50,9	90,3	683,4	642,7	539,0	215,9	127,5	43,1	47,7	148,0	121,6
Feb.	1 490,1	593,4	133,8	45,7	90,0	672,9	636,8	435,2	179,3	104,9	34,3	37,1	114,0	94,5
Long-term														
2021	19 928,2	4 184,3	3 377,4	1 343,8	1 597,5	10 769,0	9 948,0	316,2	68,0	83,6	33,7	22,9	141,7	128,2
2022	17 901,8	3 973,1	3 260,9	1 341,5	1 390,8	9 277,0	8 565,2	298,9	78,4	73,5	29,6	16,4	130,6	121,2
2023	19 553,9	4 494,7	3 450,4	1 357,0	1 498,0	10 110,7	9 370,5	325,6	95,6	70,7	25,1	20,5	138,8	130,3
2023 Sep.	18 662,7	4 294,7	3 394,0	1 366,0	1 423,7	9 550,3	8 836,6	350,1	91,1	91,9	21,6	29,3	137,9	127,9
Oct.	18 704,6	4 339,6	3 395,2	1 368,2	1 424,6	9 545,3	8 832,9	335,8	91,7	69,5	22,6	15,0	159,7	153,4
Nov.	19 074,4	4 409,8	3 409,8	1 354,9	1 458,9	9 795,9	9 074,7	303,3	84,0	87,6	34,9	25,7	106,0	101,1
Dec.	19 553,9	4 494,7	3 450,4	1 357,0	1 498,0	10 110,7	9 370,5	214,6	69,1	59,4	18,2	16,4	69,6	68,0
2024 Jan.	19 662,3	4 578,3	3 482,5	1 362,4	1 498,9	10 102,6	9 354,9	477,6	171,1	90,6	30,5	22,9	193,0	172,3
Feb.	19 629,1	4 580,1	3 481,1	1 357,8	1 498,5	10 069,4	9 316,1	360,8	98,9	63,0	10,2	17,4	181,4	163,1

Source: ECB.

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

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

(EUR billions and percentage changes; market values)

	Debt securities						Listed shares				
	Total	MFIs	Non-MFI corporations			General government		Total	MFIs	Financial corporations other than MFIs	Non-financial corporations
			Financial corporations other than MFIs		Non-financial corporations	Total	of which central government				
			Total	FVCs							
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	
Outstanding amount											
2021	21 336,2	4 612,1	3 504,1	1 393,9	1 686,3	11 533,7	10 622,9	10 366,6	600,3	1 703,4	8 062,0
2022	19 276,2	4 440,7	3 406,1	1 393,4	1 485,4	9 944,0	9 186,9	8 711,5	525,2	1 502,6	6 683,1
2023	21 062,1	5 082,5	3 583,8	1 408,1	1 583,9	10 812,0	10 029,6	9 697,5	621,8	1 655,7	7 419,5
2023 Sep.	20 195,8	4 885,6	3 533,0	1 416,7	1 515,6	10 261,6	9 512,8	9 159,0	576,3	1 598,3	6 984,0
Oct.	20 224,9	4 915,9	3 535,0	1 417,7	1 519,5	10 254,5	9 504,6	8 780,2	558,8	1 543,5	6 677,4
Nov.	20 607,6	4 999,5	3 546,2	1 403,2	1 554,4	10 507,4	9 742,4	9 397,5	611,5	1 646,7	7 138,9
Dec.	21 062,1	5 082,5	3 583,8	1 408,1	1 583,9	10 812,0	10 029,6	9 697,5	621,8	1 655,7	7 419,5
2024 Jan.	21 181,6	5 180,8	3 625,6	1 413,2	1 589,2	10 786,0	9 997,6	9 845,8	641,1	1 687,6	7 516,6
Feb.	21 119,2	5 173,5	3 614,9	1 403,4	1 588,5	10 742,3	9 952,9	10 170,0	652,5	1 769,5	7 747,7
Growth rate ¹⁾											
2023 July	6,0	12,0	3,9	2,0	1,8	4,7	5,3	-1,0	-2,1	0,5	-1,2
Aug.	5,9	12,1	3,7	1,6	1,1	4,6	5,3	-1,0	-2,0	0,6	-1,2
Sep.	6,3	11,0	4,8	3,8	1,6	5,5	6,2	-0,9	-3,1	0,5	-1,0
Oct.	6,0	10,5	4,8	3,8	2,2	5,0	5,5	-1,3	-3,0	0,4	-1,5
Nov.	5,4	9,9	3,6	1,4	2,2	4,5	4,9	-1,2	-3,3	0,5	-1,4
Dec.	5,7	11,3	3,4	0,9	1,9	4,6	5,0	-1,3	-3,1	0,5	-1,6
2024 Jan.	5,8	10,3	4,6	2,1	1,9	4,7	5,1	-1,4	-3,0	0,4	-1,7
Feb.	5,5	9,8	4,6	1,4	1,7	4,4	4,8	-1,4	-3,0	0,1	-1,5

Source: ECB.

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

4 Financial market developments

4.8 Effective exchange rates ¹⁾

(period averages; index: 1999 Q1=100)

	EER-19						EER-42	
	Nominal 1	Real CPI 2	Real PPI 3	Real GDP deflator 4	Real ULCM 5	Real ULCT 6	Nominal 7	Real CPI 8
2021	99,6	93,7	93,6	89,4	68,1	87,5	120,5	94,3
2022	95,3	90,8	93,6	84,3	63,1	82,9	116,1	90,9
2023	98,1	94,0	98,1	88,3	65,2	86,5	121,8	94,7
2023 Q2	98,2	93,9	98,1	88,2	64,3	85,9	121,4	94,6
Q3	98,9	94,9	99,0	89,0	65,5	87,4	123,5	95,9
Q4	98,3	94,2	98,2	89,0	65,5	87,2	123,0	95,1
2024 Q1	98,4	94,5	98,2	.	.	.	123,7	95,3
2023 Oct.	98,0	94,1	98,1	-	-	-	122,5	95,0
Nov.	98,7	94,6	98,5	-	-	-	123,4	95,3
Dec.	98,2	93,9	98,0	-	-	-	123,2	94,9
2024 Jan.	98,4	94,3	98,3	-	-	-	123,6	95,2
Feb.	98,1	94,2	97,9	-	-	-	123,3	95,0
Mar.	98,8	94,9	98,5	-	-	-	124,2	95,6
<i>Percentage change versus previous month</i>								
2024 Mar.	0,6	0,7	0,6	-	-	-	0,7	0,7
<i>Percentage change versus previous year</i>								
2024 Mar.	1,6	1,8	1,3	-	-	-	3,8	2,1

Source: ECB.

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

4.9 Bilateral exchange rates

(period averages; units of national currency per euro)

	Chinese renminbi 1	Croatian kuna 2	Czech koruna 3	Danish kroner 4	Hungarian forint 5	Japanese yen 6	Polish zloty 7	Pound sterling 8	Romanian leu 9	Swedish krona 10	Swiss franc 11	US Dollar 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 Q2	7,644	.	23,585	7,450	372,604	149,723	4,537	0,869	4,9488	11,469	0,978	1,089
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
2023 Oct.	7,720	.	24,584	7,460	385,333	158,038	4,512	0,868	4,9682	11,647	0,955	1,056
Nov.	7,809	.	24,485	7,458	379,195	161,844	4,402	0,870	4,9703	11,547	0,963	1,081
Dec.	7,787	.	24,478	7,456	381,803	157,213	4,334	0,862	4,9707	11,203	0,944	1,090
2024 Jan.	7,820	.	24,716	7,457	382,042	159,458	4,365	0,859	4,9749	11,283	0,937	1,091
Feb.	7,765	.	25,232	7,455	388,039	161,377	4,326	0,855	4,9746	11,250	0,946	1,079
Mar.	7,830	.	25,292	7,457	395,087	162,773	4,307	0,855	4,9708	11,305	0,966	1,087
<i>Percentage change versus previous month</i>												
2024 Mar.	0,8	0,0	0,2	0,0	1,8	0,9	-0,4	0,1	-0,1	0,5	2,0	0,7
<i>Percentage change versus previous year</i>												
2024 Mar.	6,1	.	6,8	0,1	2,6	13,8	-8,2	-3,0	0,9	0,7	-2,5	1,6

Source: ECB.

4 Financial market developments

4.10 Euro area balance of payments, financial account

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

	Total ¹⁾			Direct investment		Portfolio investment		Net financial derivatives	Other investment		Reserve assets	Memo: Gross external debt
	Assets	Liabilities	Net	Assets	Liabilities	Assets	Liabilities		Assets	Liabilities		
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
<i>Outstanding amounts (international investment position)</i>												
2023 Q1	31 760,6	31 487,6	273,0	12 342,4	10 109,1	11 351,7	13 390,3	35,4	6 897,7	7 988,2	1 133,5	16 096,9
Q2	31 906,0	31 584,7	321,3	12 230,2	9 984,7	11 737,5	13 698,8	13,5	6 819,1	7 901,2	1 105,7	16 069,4
Q3	32 083,3	31 600,0	483,3	12 334,0	10 074,6	11 785,9	13 705,3	-9,6	6 859,0	7 820,1	1 114,1	16 078,3
Q4	32 017,5	31 432,1	585,3	11 957,1	9 642,3	12 219,9	14 267,5	8,3	6 683,8	7 522,3	1 148,3	15 749,5
<i>Outstanding amounts as percentage of GDP</i>												
2023 Q4	222,8	218,7	4,1	83,2	67,1	85,0	99,3	0,1	46,5	52,3	8,0	109,6
<i>Transactions</i>												
2023 Q1	406,6	373,2	33,4	52,8	18,4	64,9	162,2	5,5	301,9	192,6	-18,5	-
Q2	12,9	-27,2	40,1	-104,3	-97,0	213,7	131,6	-5,0	-93,4	-61,8	1,9	-
Q3	122,2	26,8	95,4	8,3	-0,5	96,5	114,6	-2,7	22,2	-87,3	-2,2	-
Q4	-326,7	-424,5	97,8	-321,5	-311,6	41,9	93,1	23,6	-77,1	-206,0	6,4	-
2023 Aug.	103,3	91,3	12,0	17,2	9,3	35,4	43,2	3,3	46,1	38,8	1,3	-
Sep.	-124,6	-168,2	43,7	-10,9	-35,3	6,7	66,6	2,7	-119,1	-199,5	-3,9	-
Oct.	-38,2	-71,8	33,6	-119,8	-121,4	0,7	8,7	17,3	60,1	40,8	3,5	-
Nov.	10,0	-27,9	38,0	-54,6	-57,0	79,0	33,9	1,3	-17,0	-4,9	1,4	-
Dec.	-298,5	-324,7	26,2	-147,0	-133,2	-37,7	50,5	5,0	-120,3	-242,0	1,5	-
2024 Jan.	171,8	177,4	-5,6	-4,4	-9,2	56,0	127,7	10,4	108,9	58,9	0,8	-
<i>12-month cumulated transactions</i>												
2024 Jan.	189,8	-54,9	244,7	-377,8	-417,1	416,0	603,9	35,2	119,3	-241,7	-2,9	-
<i>12-month cumulated transactions as percentage of GDP</i>												
2024 Jan.	1,3	-0,4	1,7	-2,6	-2,9	2,9	4,2	0,2	0,8	-1,7	0,0	-

Source: ECB.

1) Net financial derivatives are included in total assets.

5 Financing conditions and credit developments

5.1 Monetary aggregates ¹⁾

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

	M3											
	M2						M3-M2				Total	
	M1			M2-M1			Total	Repos	Money market fund shares	Debt securities with a maturity of up to 2 years		Total
	Currency in circulation	Overnight deposits	Total	Deposits with an agreed maturity of up to 2 years	Deposits redeemable at notice of up to 3 months	Total					8		9	10	11	12
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
Outstanding amounts												
2021	1 470,4	9 822,6	11 292,9	918,8	2 504,9	3 423,7	14 716,7	118,7	644,1	25,3	788,1	15 504,8
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	1 536,5	8 834,3	10 370,9	2 309,8	2 458,5	4 768,3	15 139,2	186,8	739,0	72,1	997,9	16 137,1
2023 Q1	1 542,2	9 456,6	10 998,8	1 633,7	2 548,0	4 181,7	15 180,5	102,5	676,6	91,5	870,7	16 051,1
Q2	1 535,3	9 179,2	10 714,5	1 865,1	2 517,8	4 382,9	15 097,4	114,1	695,9	83,7	893,7	15 991,1
Q3	1 535,7	8 985,8	10 521,5	2 085,9	2 465,8	4 551,6	15 073,2	131,0	714,4	75,7	921,2	15 994,3
Q4 ^(a)	1 536,5	8 834,3	10 370,9	2 309,8	2 458,5	4 768,3	15 139,2	186,8	739,0	72,1	997,9	16 137,1
2023 Sep.	1 535,7	8 985,8	10 521,5	2 085,9	2 465,8	4 551,6	15 073,2	131,0	714,4	75,7	921,2	15 994,3
Oct.	1 536,1	8 869,0	10 405,1	2 169,7	2 453,3	4 622,9	15 028,0	144,3	711,2	87,8	943,2	15 971,3
Nov.	1 534,0	8 835,1	10 369,1	2 232,6	2 446,9	4 679,5	15 048,7	161,4	719,2	73,7	954,3	16 003,0
Dec.	1 536,5	8 834,3	10 370,9	2 309,8	2 458,5	4 768,3	15 139,2	186,8	739,0	72,1	997,9	16 137,1
2024 Jan.	1 533,1	8 729,2	10 262,4	2 360,9	2 447,6	4 808,5	15 070,8	183,2	749,6	87,3	1 020,1	16 090,9
Feb. ^(a)	1 533,2	8 715,4	10 248,6	2 423,8	2 433,6	4 857,4	15 105,9	178,5	764,2	69,5	1 012,2	16 118,1
Transactions												
2021	107,7	908,1	1 015,8	-121,0	65,7	-55,3	960,5	12,3	20,3	13,2	45,8	1 006,3
2022	69,2	-47,4	21,9	429,5	54,9	484,4	506,3	3,9	2,4	76,6	82,8	589,1
2023	-4,4	-954,2	-958,7	925,6	-100,0	825,5	-133,1	40,9	93,4	25,1	159,3	26,2
2023 Q1	1,3	-346,2	-344,9	246,0	-10,9	235,1	-109,9	-22,1	30,4	43,7	52,0	-57,8
Q2	-6,9	-275,8	-282,7	226,6	-30,2	196,4	-86,3	11,6	19,2	-5,5	25,3	-60,9
Q3	0,3	-202,7	-202,4	224,0	-52,1	171,9	-30,5	16,4	18,2	-8,8	25,8	-4,6
Q4 ^(a)	0,8	-129,5	-128,6	228,9	-6,8	222,2	93,5	35,0	25,6	-4,4	56,1	149,6
2023 Sep.	1,6	-28,5	-26,9	89,5	-19,4	70,1	43,2	8,7	14,8	-7,9	15,6	58,8
Oct.	0,4	-114,6	-114,2	84,3	-12,3	72,0	-42,3	13,3	-3,3	10,8	20,8	-21,5
Nov.	-2,0	-27,4	-29,4	66,4	-6,2	60,2	30,8	17,8	8,0	-14,3	11,5	42,2
Dec.	2,5	12,6	15,0	78,3	11,7	90,0	105,0	3,8	20,9	-0,9	23,8	128,8
2024 Jan.	-2,8	-110,6	-113,4	47,1	-11,1	36,0	-77,4	-1,2	10,4	20,9	30,1	-47,3
Feb. ^(a)	0,1	-14,4	-14,3	65,2	-13,4	51,8	37,5	-4,7	14,4	-16,9	-7,2	30,4
Growth rates												
2021	7,9	10,2	9,9	-11,7	2,7	-1,6	7,0	12,1	3,3	158,5	6,2	6,9
2022	4,7	-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	66,7	-3,9	20,9	-0,9	32,9	14,4	47,5	19,5	0,2
2023 Q1	1,4	-5,7	-4,7	69,3	1,3	20,0	1,0	-17,6	15,2	538,5	23,8	2,0
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	76,4	-3,3	21,9	-2,2	10,3	18,4	64,9	19,9	-1,2
Q4 ^(a)	-0,3	-9,7	-8,5	66,7	-3,9	20,9	-0,9	32,9	14,4	47,5	19,5	0,2
2023 Sep.	-0,2	-11,4	-9,9	76,4	-3,3	21,9	-2,2	10,3	18,4	64,9	19,9	-1,2
Oct.	-0,4	-11,5	-10,0	73,0	-3,9	21,4	-2,2	15,9	14,4	254,6	22,5	-1,0
Nov.	-0,5	-10,9	-9,5	68,8	-4,1	20,8	-1,9	18,2	13,0	93,6	17,8	-0,9
Dec.	-0,3	-9,7	-8,5	66,7	-3,9	20,9	-0,9	32,9	14,4	47,5	19,5	0,2
2024 Jan.	-0,5	-9,9	-8,6	62,2	-4,3	19,8	-1,1	25,1	17,5	71,9	22,4	0,1
Feb. ^(a)	-0,4	-8,9	-7,7	58,0	-4,7	18,8	-0,6	29,5	17,1	-0,5	17,6	0,4

Sources: ECB.

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

5 Financing conditions and credit developments

5.2 Deposits in M3 ¹⁾

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

	Non-financial corporations ²⁾					Households ³⁾					Financial corporations other than MFIs and ICPFs ⁴⁾ 11	Insurance corporations and pension funds 12	Other general government ⁴⁾ 13
	Total	Overnight	With an agreed maturity of up to 2 years	Redeemable at notice of up to 3 months	Repos	Total	Overnight	With an agreed maturity of up to 2 years	Redeemable at notice of up to 3 months	Repos			
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10			
Outstanding amounts													
2021	3 228,3	2 802,7	289,7	128,4	7,4	8 087,9	5 380,8	374,1	2 332,3	0,7	1 272,8	229,0	546,9
2022	3 360,4	2 721,4	497,6	135,0	6,4	8 373,7	5 536,8	444,9	2 391,1	0,9	1 302,1	236,3	560,8
2023	3 335,1	2 423,9	767,6	131,6	12,1	8 425,6	5 111,6	1 021,7	2 290,9	1,4	1 252,2	234,8	541,7
2023 Q1	3 332,6	2 595,7	595,6	132,6	8,6	8 377,5	5 433,3	566,2	2 377,1	0,9	1 227,4	230,5	572,9
Q2	3 333,1	2 502,4	687,7	132,0	11,0	8 364,2	5 311,8	701,6	2 349,9	0,8	1 185,0	229,1	564,9
Q3	3 322,6	2 438,8	737,1	131,9	14,8	8 351,5	5 206,0	847,5	2 297,1	0,8	1 216,1	212,6	565,7
Q4 ⁴⁾	3 335,1	2 423,9	767,6	131,6	12,1	8 425,6	5 111,6	1 021,7	2 290,9	1,4	1 252,2	234,8	541,7
2023 Sep.	3 322,6	2 438,8	737,1	131,9	14,8	8 351,5	5 206,0	847,5	2 297,1	0,8	1 216,1	212,6	565,7
Oct.	3 326,5	2 413,8	768,5	131,4	12,9	8 346,7	5 150,1	909,6	2 286,3	0,7	1 205,6	210,4	547,0
Nov.	3 326,0	2 405,1	772,6	132,0	16,4	8 365,1	5 115,5	969,9	2 278,8	0,8	1 225,4	223,3	536,3
Dec.	3 335,1	2 423,9	767,6	131,6	12,1	8 425,6	5 111,6	1 021,7	2 290,9	1,4	1 252,2	234,8	541,7
2024 Jan.	3 325,6	2 383,2	802,9	128,4	11,1	8 439,1	5 080,6	1 073,5	2 283,8	1,1	1 211,5	221,9	522,9
Feb. ⁴⁾	3 317,0	2 367,4	810,2	127,9	11,5	8 449,0	5 062,0	1 114,1	2 271,9	1,0	1 216,6	223,4	545,2
Transactions													
2021	248,2	272,8	-21,3	-6,9	3,6	422,2	411,3	-65,0	76,1	-0,2	159,0	-10,4	46,0
2022	121,9	-89,2	206,5	5,9	-1,4	296,5	167,9	75,2	53,3	0,1	0,8	7,7	14,0
2023	-29,2	-303,0	269,3	-1,4	5,9	22,8	-458,0	575,4	-95,1	0,6	-55,4	-0,1	-25,9
2023 Q1	-37,3	-136,6	97,7	-0,7	2,3	-25,3	-132,2	115,9	-9,1	0,1	-74,3	-4,6	8,2
Q2	0,9	-91,8	90,9	-0,6	2,4	-13,2	-121,2	135,2	-27,1	-0,1	-43,5	-1,2	-10,7
Q3	-13,8	-65,7	48,3	-0,1	3,7	-14,8	-111,2	149,3	-52,9	0,0	30,9	-17,3	0,6
Q4 ⁴⁾	21,0	-8,8	32,4	-0,1	-2,5	76,2	-93,4	174,9	-6,0	0,6	31,5	23,0	-24,1
2023 Sep.	4,1	-15,8	16,2	-0,2	3,9	-9,8	-32,7	42,5	-19,6	0,0	56,5	-5,5	5,0
Oct.	5,7	-23,6	31,6	-0,4	-1,9	-4,5	-55,7	62,1	-10,8	-0,1	-9,8	-2,0	-18,7
Nov.	4,0	-5,9	5,5	0,7	3,7	19,7	-34,0	60,9	-7,4	0,1	24,3	13,4	-10,8
Dec.	11,3	20,7	-4,7	-0,4	-4,2	61,0	-3,8	51,9	12,2	0,6	17,0	11,6	5,4
2024 Jan.	-10,8	-42,1	34,4	-3,3	0,1	10,6	-31,9	50,0	-7,2	-0,3	-43,6	-13,2	-18,8
Feb. ⁴⁾	-8,3	-16,3	7,5	0,1	0,4	9,6	-18,6	40,3	-12,0	-0,1	7,9	1,3	22,3
Growth rates													
2021	8,4	10,8	-6,9	-5,0	103,4	5,5	8,3	-14,8	3,4	-18,4	14,1	-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	-1,1	91,8	0,3	-8,2	128,2	-4,0	67,4	-4,1	0,0	-4,6
2023 Q1	1,2	-9,4	105,8	3,1	-18,7	2,0	-1,3	57,0	1,3	-10,8	-8,4	0,3	3,1
Q2	0,7	-12,7	125,2	2,1	10,4	1,1	-4,4	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 ⁴⁾	-0,9	-11,1	54,0	-1,1	91,8	0,3	-8,2	128,2	-4,0	67,4	-4,1	0,0	-4,6
2023 Sep.	-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
Oct.	-2,0	-14,2	73,0	0,7	45,8	-0,5	-8,3	134,5	-4,0	-28,7	-10,7	-16,0	-2,9
Nov.	-1,8	-13,0	59,3	1,0	102,4	-0,3	-8,5	132,7	-4,4	-18,6	-8,5	-8,9	-5,1
Dec.	-0,9	-11,1	54,0	-1,1	91,8	0,3	-8,2	128,2	-4,0	67,4	-4,1	0,0	-4,6
2024 Jan.	-1,1	-11,3	49,7	-3,2	57,8	0,3	-8,3	121,5	-4,3	39,2	-5,3	-4,8	-7,3
Feb. ⁴⁾	-1,1	-10,5	42,4	-3,1	45,7	0,6	-7,9	114,1	-4,7	28,9	-1,7	-1,2	-5,4

Sources: ECB.

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

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

3) Including non-profit institutions serving households.

4) Refers to the general government sector excluding central government.

5 Financing conditions and credit developments

5.3 Credit to euro area residents ¹⁾

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

	Credit to general government			Credit to other euro area residents								
	Total	Loans	Debt securities	Total	Loans					Debt securities	Equity and non-money market fund investment fund shares	
					Total	To non-financial corporations ³⁾	To households ⁴⁾	To financial corporations other than MFIs and ICPFs ³⁾	To insurance corporations and pension funds			
												Total
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
Outstanding amounts												
2021	6 531,5	994,3	5 535,3	14 805,8	12 340,5	12 722,7	4 864,8	6 372,6	941,9	161,1	1 577,2	888,1
2022	6 361,8	1 004,7	5 332,0	15 390,4	12 990,1	13 178,0	5 129,8	6 632,2	1 080,6	147,6	1 564,3	836,0
2023	6 315,4	994,7	5 295,4	15 492,2	13 035,8	13 255,5	5 126,8	6 647,3	1 122,8	139,0	1 559,0	897,4
2023 Q1	6 353,2	995,3	5 333,0	15 426,4	13 019,5	13 208,4	5 135,1	6 665,6	1 077,4	141,4	1 557,0	849,9
Q2	6 275,3	986,6	5 263,3	15 426,3	12 982,0	13 203,4	5 127,0	6 634,3	1 078,3	142,5	1 575,0	869,3
Q3	6 212,1	989,2	5 197,9	15 429,0	12 977,5	13 186,4	5 114,6	6 633,5	1 092,3	137,2	1 576,9	874,6
Q4	6 315,4	994,7	5 295,4	15 492,2	13 035,8	13 255,5	5 126,8	6 647,3	1 122,8	139,0	1 559,0	897,4
2023 Sep.	6 212,1	989,2	5 197,9	15 429,0	12 977,5	13 186,4	5 114,6	6 633,5	1 092,3	137,2	1 576,9	874,6
Oct.	6 197,1	987,3	5 184,7	15 452,2	13 008,9	13 217,2	5 112,9	6 641,8	1 119,1	135,1	1 563,0	880,3
Nov.	6 226,6	986,0	5 215,4	15 471,8	13 033,9	13 235,5	5 118,2	6 652,6	1 129,0	134,1	1 560,0	877,9
Dec.	6 315,4	994,7	5 295,4	15 492,2	13 035,8	13 255,5	5 126,8	6 647,3	1 122,8	139,0	1 559,0	897,4
2024 Jan.	6 250,1	984,4	5 240,2	15 498,2	13 004,4	13 240,5	5 110,4	6 633,5	1 126,4	134,1	1 584,1	909,7
Feb.	6 210,1	982,7	5 201,9	15 529,2	13 029,5	13 263,9	5 114,0	6 638,5	1 140,9	136,1	1 582,2	917,4
Transactions												
2021	663,0	-0,9	673,6	563,0	475,8	509,2	176,9	261,7	47,4	-10,1	78,0	9,2
2022	176,0	9,5	165,7	635,6	624,1	680,7	269,5	242,0	126,0	-13,4	17,9	-6,4
2023	-160,8	-16,8	-144,2	54,2	23,8	71,8	-5,2	6,5	30,6	-8,1	-15,4	45,7
2023 Q1	-73,1	-17,6	-55,3	1,2	3,9	8,2	-1,6	14,8	-3,4	-5,9	-11,2	8,5
Q2	-75,1	-8,6	-66,9	0,5	-32,2	-0,1	-5,1	-28,6	0,6	1,0	17,5	15,2
Q3	-18,2	1,6	-19,5	8,3	0,4	-11,2	-8,6	1,8	12,5	-5,3	2,1	5,8
Q4	5,6	7,8	-2,5	44,2	51,7	74,9	10,1	18,5	20,9	2,2	-23,8	16,3
2023 Sep.	1,0	1,6	-0,6	16,2	13,0	7,6	-5,3	2,2	10,2	6,0	4,2	-1,0
Oct.	-16,4	0,9	-17,4	32,4	37,1	34,8	2,6	10,0	26,3	-1,8	-12,8	8,2
Nov.	-14,2	-2,1	-12,2	4,9	19,3	26,3	-3,9	11,5	12,5	-0,8	-6,9	-7,5
Dec.	36,3	9,0	27,2	6,9	-4,6	13,9	11,4	-3,0	-17,9	4,9	-4,1	15,7
2024 Jan.	-43,2	-8,1	-35,2	7,5	-27,6	-11,4	-14,0	-13,1	4,4	-4,9	26,9	8,3
Feb.	-22,5	-2,0	-20,5	37,5	33,8	33,9	5,9	4,9	21,0	2,0	-1,0	4,7
Growth rates												
2021	11,3	-0,1	13,8	3,9	4,0	4,2	3,8	4,3	5,2	-4,6	5,2	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	0,5	-0,1	0,1	2,8	-5,4	-1,0	5,4
2023 Q1	-0,1	-1,5	0,1	2,9	3,5	3,9	4,5	2,9	5,0	-9,7	-1,3	2,0
Q2	-2,5	-2,3	-2,5	1,5	1,4	2,0	2,5	1,1	0,6	-12,2	1,0	4,4
Q3	-2,1	-2,1	-2,1	0,2	-0,3	0,3	-0,4	0,2	-0,6	-13,9	1,6	5,0
Q4	-2,5	-1,7	-2,7	0,4	0,2	0,5	-0,1	0,1	2,8	-5,4	-1,0	5,4
2023 Sep.	-2,1	-2,1	-2,1	0,2	-0,3	0,3	-0,4	0,2	-0,6	-13,9	1,6	5,0
Oct.	-2,6	-1,8	-2,7	0,4	0,0	0,4	-0,9	0,2	4,7	-14,2	1,3	5,0
Nov.	-2,8	-1,7	-3,1	0,2	0,0	0,4	-0,7	0,2	3,4	-10,5	-0,2	3,9
Dec.	-2,5	-1,7	-2,7	0,4	0,2	0,5	-0,1	0,1	2,8	-5,4	-1,0	5,4
2024 Jan.	-2,4	-1,0	-2,7	0,4	-0,1	0,4	-0,5	-0,1	2,9	-8,7	1,3	6,4
Feb.	-2,8	-1,2	-3,1	0,7	0,2	0,7	-0,3	-0,1	5,9	-7,6	1,6	6,2

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 ¹⁾

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

	Non-financial corporations ²⁾					Households ³⁾				
	Total		Up to 1 year	Over 1 and up to 5 years	Over 5 years	Total		Loans for consumption	Loans for house purchase	Other loans
	Total	Adjusted loans ⁴⁾				Total	Adjusted loans ⁴⁾			
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
Outstanding amounts										
2021	4 864,8	4 995,5	889,0	1 005,2	2 970,7	6 372,6	6 637,5	698,3	4 970,8	703,5
2022	5 129,8	5 130,8	967,2	1 077,6	3 085,0	6 632,2	6 832,8	717,3	5 214,6	700,2
2023	5 126,8	5 143,5	913,9	1 091,2	3 121,7	6 647,3	6 864,5	733,5	5 227,8	685,9
2023 Q1	5 135,1	5 140,9	940,7	1 091,8	3 102,6	6 665,6	6 868,6	723,7	5 236,0	705,9
Q2	5 127,0	5 137,8	924,3	1 088,2	3 114,6	6 634,3	6 867,7	726,0	5 207,9	700,3
Q3	5 114,6	5 123,2	902,8	1 085,4	3 126,5	6 633,5	6 864,9	731,6	5 210,5	691,4
Q4	5 126,8	5 143,5	913,9	1 091,2	3 121,7	6 647,3	6 864,5	733,5	5 227,8	685,9
2023 Sep.	5 114,6	5 123,2	902,8	1 085,4	3 126,5	6 633,5	6 864,9	731,6	5 210,5	691,4
Oct.	5 112,9	5 121,1	897,4	1 087,7	3 127,8	6 641,8	6 864,1	731,1	5 222,8	688,0
Nov.	5 118,2	5 129,6	902,1	1 087,5	3 128,6	6 652,6	6 866,7	732,1	5 231,6	688,9
Dec.	5 126,8	5 143,5	913,9	1 091,2	3 121,7	6 647,3	6 864,5	733,5	5 227,8	685,9
2024 Jan.	5 110,4	5 127,9	894,4	1 093,1	3 123,0	6 633,5	6 868,1	734,6	5 214,8	684,0
Feb.	5 114,0	5 131,1	893,8	1 090,6	3 129,6	6 638,5	6 872,1	736,6	5 220,1	681,7
Transactions										
2021	176,9	208,3	-1,6	2,3	176,1	261,7	267,3	10,7	254,9	-3,9
2022	269,5	309,3	78,6	77,4	113,5	242,0	250,3	22,7	218,5	0,8
2023	-5,2	25,5	-44,5	10,5	28,7	6,5	24,4	18,9	8,6	-21,1
2023 Q1	-1,6	5,1	-24,1	11,4	11,1	14,8	18,7	4,6	15,0	-4,7
Q2	-5,1	0,0	-15,0	-2,9	12,9	-28,6	1,1	3,9	-27,6	-4,9
Q3	-8,6	-10,4	-21,8	-3,3	16,5	1,8	0,3	6,7	2,8	-7,6
Q4	10,1	30,8	16,5	5,4	-11,7	18,5	4,3	3,8	18,5	-3,8
2023 Sep.	-5,3	5,6	0,2	-0,6	-4,8	2,2	1,9	2,6	1,8	-2,2
Oct.	2,6	1,1	-4,1	3,1	3,6	10,0	0,5	0,3	12,3	-2,6
Nov.	-3,9	12,9	7,6	-2,4	-9,1	11,5	3,7	1,5	9,4	0,7
Dec.	11,4	16,8	13,1	4,6	-6,2	-3,0	0,1	2,0	-3,2	-1,9
2024 Jan.	-14,0	-12,8	-18,2	1,1	3,0	-13,1	3,6	1,0	-12,4	-1,7
Feb.	5,9	6,2	1,0	-1,8	6,7	4,9	4,1	2,5	4,4	-2,1
Growth rates										
2021	3,8	4,3	-0,2	0,2	6,3	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 Q1	4,5	5,3	4,0	9,1	3,1	2,9	2,9	3,1	3,3	-0,8
Q2	2,5	3,1	-1,9	6,3	2,5	1,1	1,7	2,5	1,2	-1,7
Q3	-0,4	0,2	-9,0	2,2	1,4	0,2	0,8	2,8	0,2	-2,5
Q4	-0,1	0,5	-4,6	1,0	0,9	0,1	0,4	2,6	0,2	-3,0
2023 Sep.	-0,4	0,2	-9,0	2,2	1,4	0,2	0,8	2,8	0,2	-2,5
Oct.	-0,9	-0,2	-9,6	1,6	1,1	0,2	0,6	2,6	0,3	-2,9
Nov.	-0,7	0,0	-7,9	1,4	0,9	0,2	0,5	2,6	0,3	-2,9
Dec.	-0,1	0,5	-4,6	1,0	0,9	0,1	0,4	2,6	0,2	-3,0
2024 Jan.	-0,5	0,2	-5,7	0,8	0,7	-0,1	0,3	2,7	-0,1	-3,1
Feb.	-0,3	0,4	-4,5	0,1	0,8	-0,1	0,3	2,8	-0,1	-3,1

Source: ECB.

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

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

3) Including non-profit institutions serving households.

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

5 Financing conditions and credit developments

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

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

	MFI liabilities						MFI assets			
	Central government holdings ²⁾	Longer-term financial liabilities vis-à-vis other euro area residents					Net external assets	Other		
		Total	Deposits with an agreed maturity of over 2 years	Deposits redeemable at notice of over 3 months	Debt securities with a maturity of over 2 years	Capital and reserves		Total	Repos with central counterparties ³⁾	Reverse repos to central counterparties ³⁾
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	
Outstanding amounts										
2021	736,9	6 886,2	1 838,9	37,1	1 999,2	3 010,9	1 377,6	413,1	128,5	136,8
2022	649,6	6 753,3	1 783,1	45,9	2 121,8	2 802,4	1 333,4	385,7	137,2	147,2
2023	461,3	7 338,4	1 826,4	90,5	2 424,1	2 997,4	1 860,7	268,5	155,0	152,6
2023 Q1	573,9	6 912,1	1 792,0	55,5	2 168,4	2 896,2	1 424,1	333,5	152,2	165,8
Q2	485,0	6 984,3	1 806,8	61,5	2 229,8	2 886,2	1 461,1	297,7	169,0	172,6
Q3	456,0	7 143,8	1 824,6	72,9	2 367,0	2 879,3	1 633,4	319,6	153,8	163,3
Q4 ^(a)	461,3	7 338,4	1 826,4	90,5	2 424,1	2 997,4	1 860,7	268,5	155,0	152,6
2023 Sep.	456,0	7 143,8	1 824,6	72,9	2 367,0	2 879,3	1 633,4	319,6	153,8	163,3
Oct.	440,0	7 225,5	1 819,7	77,7	2 415,4	2 912,8	1 735,8	251,7	163,1	151,4
Nov.	407,6	7 273,7	1 827,9	83,7	2 414,7	2 947,5	1 794,2	191,7	170,4	162,0
Dec.	461,3	7 338,4	1 826,4	90,5	2 424,1	2 997,4	1 860,7	268,5	155,0	152,6
2024 Jan.	457,2	7 375,4	1 829,9	97,0	2 448,1	3 000,4	1 961,0	214,2	165,7	159,7
Feb. ^(a)	438,7	7 367,0	1 828,0	101,7	2 464,9	2 972,4	1 936,0	248,6	165,4	173,4
Transactions										
2021	26,3	-38,0	-74,9	-5,0	-39,5	81,4	-111,2	-120,3	-8,3	-4,3
2022	-83,4	38,8	-89,0	-4,4	15,3	117,0	-69,4	-197,7	10,4	18,0
2023	-194,6	334,1	24,7	40,1	227,1	42,2	460,8	-188,5	19,7	9,0
2023 Q1	-82,1	79,8	5,4	5,0	58,3	11,2	62,5	-50,6	14,9	18,9
Q2	-88,7	96,7	13,8	6,1	61,8	14,9	90,2	-68,7	16,8	6,7
Q3	-29,1	98,1	16,9	11,4	44,9	24,9	130,5	-56,2	-13,3	-6,0
Q4 ^(a)	5,3	59,5	-11,3	17,6	62,0	-8,8	177,6	-13,1	1,2	-10,7
2023 Sep.	16,4	37,8	15,9	4,9	10,5	6,6	58,8	37,1	-10,5	4,8
Oct.	-16,0	34,0	-4,4	4,8	25,6	8,0	60,8	-80,2	9,3	-12,0
Nov.	-32,5	15,6	-4,9	6,0	15,9	-1,5	62,7	-28,0	7,3	10,7
Dec.	53,8	10,0	-2,0	6,8	20,5	-15,3	54,2	95,2	-15,4	-9,4
2024 Jan.	-3,7	61,4	2,7	6,4	37,0	15,2	103,0	-57,0	10,7	7,0
Feb. ^(a)	-18,5	14,9	1,7	4,7	14,9	-6,5	-17,1	28,8	2,3	13,7
Growth rates										
2021	3,7	-0,5	-3,9	-11,9	-2,0	2,7	-	-	-6,0	-3,0
2022	-11,4	0,6	-4,8	-13,0	0,6	4,1	-	-	7,8	12,7
2023	-29,8	4,9	1,4	80,2	10,6	1,5	-	-	14,3	6,0
2023 Q1	-22,6	2,3	-3,3	-0,5	4,9	4,0	-	-	-4,3	1,4
Q2	-37,6	3,5	-2,2	25,1	8,7	3,0	-	-	1,8	10,3
Q3	-30,3	4,9	1,4	48,8	10,4	2,4	-	-	5,6	14,2
Q4 ^(a)	-29,8	4,9	1,4	80,2	10,6	1,5	-	-	14,3	6,0
2023 Sep.	-30,3	4,9	1,4	48,8	10,4	2,4	-	-	5,6	14,2
Oct.	-34,5	5,6	1,7	57,8	11,1	3,0	-	-	14,8	-0,5
Nov.	-40,3	5,3	1,3	68,5	10,3	2,9	-	-	7,4	-2,7
Dec.	-29,8	4,9	1,4	80,2	10,6	1,5	-	-	14,3	6,0
2024 Jan.	-20,3	5,2	1,6	85,3	10,3	2,1	-	-	8,4	4,2
Feb. ^(a)	-21,5	5,1	1,7	88,7	10,5	1,5	-	-	10,0	11,0

Sources: ECB.

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

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

3) Not adjusted for seasonal effects.

6 Fiscal developments

6.1 Deficit/surplus

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

	Deficit (-)/surplus (+)					Memo item:
	Total	Central government	State government	Local government	Social security funds	Primary deficit (-)/surplus (+)
	1	2	3	4	5	6
2019	-0,6	-1,0	0,1	0,1	0,3	1,0
2020	-7,1	-5,8	-0,4	0,0	-0,9	-5,5
2021	-5,2	-5,2	0,0	0,1	0,0	-3,8
2022	-3,6	-3,9	0,0	0,0	0,3	-1,9
2022 Q4	-3,6	.	.	.	.	-1,9
2023 Q1	-3,7	.	.	.	.	-2,0
Q2	-3,8	.	.	.	.	-2,1
Q3	-3,5	.	.	.	.	-1,7

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

6.2 Revenue and expenditure

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

	Revenue						Expenditure						
	Total	Current revenue				Capital revenue	Total	Current expenditure					Capital expenditure
		Total	Direct taxes	Indirect taxes	Net social contributions			Total	Compensation of employees	Intermediate consumption	Interest	Social benefits	
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	
2019	46,3	45,8	12,9	13,1	15,0	0,5	46,9	43,2	9,9	5,4	1,6	22,4	3,8
2020	46,4	45,9	12,9	12,7	15,5	0,5	53,5	48,9	10,6	5,9	1,5	25,3	4,6
2021	47,0	46,2	13,2	13,1	15,1	0,8	52,2	47,2	10,2	5,9	1,5	23,9	5,0
2022	46,9	46,1	13,5	12,9	14,8	0,8	50,5	45,4	9,9	5,9	1,7	22,8	5,1
2022 Q4	46,9	46,1	13,5	12,9	14,8	0,8	50,5	45,4	9,9	5,9	1,7	22,8	5,1
2023 Q1	46,6	45,8	13,4	12,8	14,8	0,8	50,3	45,2	9,8	5,8	1,7	22,7	5,1
Q2	46,4	45,6	13,4	12,7	14,8	0,8	50,2	45,1	9,8	5,8	1,7	22,7	5,1
Q3	46,4	45,6	13,4	12,6	14,8	0,8	49,8	44,8	9,8	5,8	1,7	22,6	5,0

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	
2019	84,1	3,0	13,2	67,8	45,8	30,8	38,3	7,7	76,3	15,6	27,9	40,6	82,7	1,3
2020	97,2	3,2	14,5	79,5	54,6	39,1	42,5	11,1	86,0	18,9	30,9	47,3	95,5	1,7
2021	94,7	3,0	13,8	77,9	55,2	41,3	39,5	9,8	84,9	17,5	30,1	47,1	93,3	1,4
2022	90,9	2,7	13,2	75,0	53,4	40,2	37,5	8,8	82,1	16,3	28,9	45,7	90,0	0,9
2022 Q4	90,9	2,7	13,2	75,0	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
2023 Q1	90,7	2,5	12,8	75,3	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
Q2	90,3	2,5	12,5	75,3	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
Q3	89,9	2,5	12,2	75,1	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.

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

6 Fiscal developments

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

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

	Change in debt-to-GDP ratio ²⁾	Primary deficit (+)/surplus (-)	Deficit-debt adjustment								Interest-growth differential	Memo item: Borrowing requirement
			Total	Transactions in main financial assets					Revaluation effects and other changes in volume	Other		
				Total	Currency and deposits	Loans	Debt securities	Equity and investment fund shares				
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
2019	-2,0	-1,0	0,1	0,2	0,1	0,0	0,0	0,2	-0,1	0,0	-1,2	0,9
2020	13,1	5,5	2,2	2,5	2,0	0,4	-0,1	0,1	-0,3	0,0	5,3	9,6
2021	-2,4	3,8	-0,2	0,6	0,4	0,1	0,0	0,1	-0,1	-0,7	-6,0	5,1
2022	-3,8	1,9	-0,3	-0,2	-0,7	0,2	0,1	0,2	0,6	-0,6	-5,4	2,7
2022 Q4	-3,8	1,9	-0,3	-0,2	-0,7	0,2	0,1	0,2	0,6	-0,6	-5,4	2,7
2023 Q1	-3,8	2,0	-0,7	-0,7	-1,1	0,1	0,1	0,1	0,7	-0,7	-5,1	2,3
Q2	-3,2	2,1	-0,7	-1,0	-1,4	0,1	0,2	0,1	0,7	-0,4	-4,5	2,4
Q3	-2,3	1,7	0,0	-0,5	-0,7	-0,2	0,2	0,1	0,6	-0,1	-4,1	2,8

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

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

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

6.5 Government debt securities ¹⁾

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

	Debt service due within 1 year ²⁾					Average residual maturity in years ³⁾	Average nominal yields ⁴⁾						
	Total	Principal		Interest			Outstanding amounts					Transactions	
		Total	Maturities of up to 3 months	Total	Maturities of up to 3 months		Total	Floating rate	Zero coupon	Fixed rate		Issuance	Redemption
										Total	Maturities of up to 1 year		
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
2021	14,0	12,7	4,2	1,2	0,3	7,9	1,6	1,1	-0,4	1,9	1,9	-0,1	0,5
2022	13,0	11,9	4,2	1,2	0,3	8,0	1,6	1,2	0,4	1,9	2,0	1,1	0,5
2023	13,9	12,5	4,5	1,4	0,3	8,1	2,0	1,2	1,9	2,0	1,6	3,6	1,9
2023 Q1	13,5	12,3	4,2	1,2	0,3	8,1	1,8	1,2	1,0	1,9	2,0	2,1	0,7
Q2	13,6	12,3	3,6	1,3	0,3	8,1	1,9	1,3	1,5	1,9	2,0	2,8	1,1
Q3	13,7	12,4	3,8	1,3	0,3	8,1	1,9	1,1	1,8	2,0	1,7	3,3	1,5
Q4	13,9	12,5	4,5	1,4	0,3	8,1	2,0	1,2	1,9	2,0	1,6	3,6	1,9
2023 Sep.	13,7	12,4	3,8	1,3	0,3	8,1	1,9	1,1	1,8	2,0	1,7	3,3	1,5
Oct.	13,4	12,0	3,5	1,4	0,3	8,2	2,0	1,1	2,0	2,0	1,7	3,5	1,7
Nov.	13,6	12,2	3,8	1,4	0,4	8,2	2,0	1,2	2,0	2,0	1,7	3,6	1,8
Dec.	13,9	12,5	4,5	1,4	0,3	8,1	2,0	1,2	1,9	2,0	1,6	3,6	1,9
2024 Jan.	13,4	12,0	4,2	1,4	0,4	8,2	2,0	1,2	2,0	2,0	1,4	3,6	2,1
Feb.	13,3	11,9	4,5	1,4	0,4	8,2	2,0	1,2	2,1	2,0	1,4	3,6	2,3

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 (+)										
2019	-2,0	1,5	0,1	0,5	0,9	-3,1	-3,1	0,2	-1,5	0,9
2020	-8,9	-4,3	-5,4	-5,0	-9,7	-10,1	-9,0	-7,3	-9,6	-5,7
2021	-5,4	-3,6	-2,5	-1,5	-7,0	-6,7	-6,5	-2,5	-8,8	-1,9
2022	-3,5	-2,5	-1,0	1,7	-2,4	-4,7	-4,8	0,1	-8,0	2,4
2022 Q4	-3,5	-2,5	-1,0	1,7	-2,4	-4,7	-4,8	0,1	-8,0	2,4
2023 Q1	-3,9	-3,0	-1,3	2,0	-2,5	-4,4	-4,6	-0,2	-8,1	3,0
Q2	-4,0	-3,1	-1,7	2,2	-2,4	-4,6	-4,9	-0,4	-7,9	3,4
Q3	-4,1	-2,7	-2,2	1,9	-1,2	-4,4	-4,8	0,3	-6,8	3,2
Government debt										
2019	97,6	59,6	8,5	57,1	180,6	98,2	97,4	70,9	134,2	93,0
2020	111,8	68,8	18,6	58,1	207,0	120,3	114,6	86,8	154,9	114,9
2021	108,0	69,0	17,8	54,4	195,0	116,8	112,9	78,1	147,1	99,3
2022	104,3	66,1	18,5	44,4	172,6	111,6	111,8	68,2	141,7	85,6
2022 Q4	104,3	66,1	18,5	44,4	172,6	111,6	111,8	68,2	141,7	85,6
2023 Q1	106,4	65,7	17,2	43,6	169,3	111,2	112,3	69,1	140,9	83,1
Q2	105,9	64,7	18,5	43,2	167,1	111,2	111,8	66,5	142,5	85,1
Q3	108,0	64,8	18,2	43,6	165,5	109,8	111,9	64,4	140,6	79,4
	Latvia 11	Lithuania 12	Luxembourg 13	Malta 14	Netherlands 15	Austria 16	Portugal 17	Slovenia 18	Slovakia 19	Finland 20
Government deficit (-)/surplus (+)										
2019	-0,5	0,5	2,2	0,5	1,8	0,6	0,1	0,7	-1,2	-0,9
2020	-4,5	-6,5	-3,4	-9,6	-3,7	-8,0	-5,8	-7,6	-5,4	-5,6
2021	-7,2	-1,1	0,6	-7,5	-2,2	-5,8	-2,9	-4,6	-5,2	-2,8
2022	-4,6	-0,7	-0,3	-5,7	-0,1	-3,5	-0,3	-3,0	-2,0	-0,8
2022 Q4	-4,6	-0,7	-0,3	-5,6	-0,1	-3,5	-0,3	-3,0	-2,0	-0,5
2023 Q1	-4,4	-1,2	-0,6	-4,8	-0,1	-3,3	0,1	-3,2	-2,6	-0,4
Q2	-3,0	-1,2	-0,7	-4,2	-0,2	-3,6	0,0	-3,2	-3,4	-1,1
Q3	-3,3	-1,1	-0,4	-3,4	0,1	-3,5	0,5	-3,5	-4,7	-1,5
Government debt										
2019	36,7	35,8	22,4	40,0	48,6	70,6	116,6	65,4	48,0	64,9
2020	42,2	46,2	24,6	52,2	54,7	83,0	134,9	79,6	58,9	74,7
2021	44,0	43,4	24,5	54,0	51,7	82,5	124,5	74,4	61,1	72,5
2022	41,0	38,1	24,7	52,3	50,1	78,4	112,4	72,3	57,8	73,3
2022 Q4	41,0	38,1	24,7	51,6	50,1	78,4	112,4	72,3	57,8	73,3
2023 Q1	43,0	38,1	28,3	51,5	48,3	80,2	112,3	72,0	58,0	73,3
Q2	39,5	38,1	28,2	49,6	46,9	78,5	110,0	70,4	59,6	74,5
Q3	41,4	37,4	25,7	49,3	45,9	78,2	107,5	71,4	58,6	73,8

Sources: Eurostat.

© **Banque centrale européenne, 2024**

Adresse postale 60640 Frankfurt am Main, Allemagne

Téléphone +49 69 1344 0

Site internet www.ecb.europa.eu

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

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

La date d'arrêt des statistiques figurant dans cette publication est le 10 avril 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-24-003-FR-N (PDF)

Directeur de la publication : Claude Piot

Secrétaire général