



BANQUE CENTRALE EUROPÉENNE
EUROSYSTEME

Bulletin économique

Numéro 1 / 2025



Sommaire

Évolutions économiques, financières et monétaires	3
Synthèse	3
1 Environnement extérieur	8
2 Activité économique	13
3 Prix et coûts	21
4 Évolutions sur les marchés financiers	27
5 Conditions de financement et évolutions du crédit	31
Encadrés	40
1 Les perspectives d'inflation dans le secteur des services aux États-Unis et au Royaume-Uni	40
2 Les revenus réels augmentent-ils ou non ? Les perceptions des ménages et leur rôle dans la consommation	46
3 Le rôle de la démographie dans les évolutions récentes du taux de chômage	51
4 L'impact économique des inondations	57
5 Principales conclusions tirées des contacts récents de la BCE avec les sociétés non financières	62
6 Modifications du dispositif de garanties de l'Eurosystème en vue d'une plus grande harmonisation	68
7 Des conférences de presse aux discours : l'impact de la communication de la BCE relative à la politique monétaire	72
8 Estimations du taux naturel pour la zone euro : éléments d'information, incertitudes et lacunes	77
Articles	84
1 Compétitivité de l'Europe : le rôle des institutions et la nécessité de réformes structurelles	84
Encadré 1 Infrastructures physiques et numériques en Europe	98
2 Les évolutions des salaires pendant et après la période d'inflation élevée	102

Encadré 1	Variation dans le temps de la pente de la courbe de Phillips pour les salaires	115
Encadré 2	Salaires et transmission des chocs à l'inflation	121
3	Les besoins en investissements verts dans l'UE et leur financement	125
Statistiques		141

Évolutions économiques, financières et monétaires

Synthèse

Lors de sa réunion du 30 janvier 2025, le Conseil des gouverneurs a décidé d'abaisser les trois taux d'intérêt directeurs de la BCE de 25 points de base. En particulier, la décision de réduire le taux de la facilité de dépôt, à travers lequel le Conseil des gouverneurs pilote l'orientation de la politique monétaire, est fondée sur son évaluation actualisée des perspectives d'inflation, de la dynamique de l'inflation sous-jacente et de la force de la transmission de la politique monétaire.

Le processus de désinflation est en bonne voie. L'inflation a continué d'évoluer de façon globalement conforme aux projections macroéconomiques de décembre 2024 établies par les services de l'Eurosystème pour la zone euro et devrait revenir au niveau de la cible du Conseil des gouverneurs de 2 % à moyen terme courant 2025. La plupart des mesures de l'inflation sous-jacente laissent entrevoir une stabilisation durable de l'inflation autour de l'objectif. L'inflation intérieure reste élevée, principalement du fait de la poursuite de l'ajustement, avec un important décalage, des salaires et des prix dans certains secteurs à la poussée inflationniste passée. Mais la hausse des salaires s'atténue comme attendu et les bénéfices amortissent en partie leur incidence sur l'inflation.

Grâce aux récentes baisses des taux directeurs par le Conseil des gouverneurs, le coût des nouveaux emprunts pour les entreprises et les ménages diminue progressivement. Cela étant, les conditions de financement restent strictes, en raison notamment de la politique monétaire toujours restrictive et de la poursuite de la transmission des hausses passées des taux directeurs à l'encours de crédits, qui se traduit par le renouvellement à des taux plus élevés de certains prêts arrivant à échéance. Des facteurs défavorables continuent de peser sur l'économie, mais la hausse des revenus réels et l'atténuation progressive des effets de la politique monétaire restrictive devraient soutenir un rebond graduel de la demande.

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

Activité économique

L'économie a stagné au quatrième trimestre 2024 selon l'estimation rapide préliminaire d'Eurostat, et devrait rester atone à court terme. Il ressort des enquêtes que l'activité continue de se rétracter dans le secteur manufacturier alors qu'elle s'accroît dans les services. La confiance des consommateurs est fragile et la hausse des revenus réels n'a pas encore suffisamment convaincu les ménages d'augmenter leurs dépenses de façon significative.

Les conditions d'une reprise demeurent toutefois réunies. Le marché du travail s'est tempéré au cours des derniers mois mais reste robuste, avec un taux de chômage toujours bas en décembre, à 6,3 %. Cette solidité du marché de l'emploi et la croissance des revenus devraient renforcer la confiance des consommateurs et permettre une hausse des dépenses. Le crédit plus abordable favoriserait lui aussi progressivement la consommation et l'investissement. En l'absence d'une aggravation des tensions commerciales, les exportations soutiendraient la reprise à mesure de l'augmentation de la demande mondiale.

Les politiques budgétaires et structurelles devraient améliorer la productivité, la compétitivité et la capacité de résistance de l'économie. Le Conseil des gouverneurs salue la boussole pour la compétitivité présentée par la Commission européenne, qui fournit une feuille de route concrète. Il est essentiel de donner suite, à travers de nouvelles politiques structurelles concrètes et ambitieuses, aux propositions de Mario Draghi, en vue de renforcer la compétitivité européenne, et d'Enrico Letta, sur l'avenir du marché intérieur. Il appartient aux pouvoirs publics de mettre en œuvre intégralement et sans délai les engagements pris au titre du cadre de gouvernance économique de l'Union européenne (UE). Cela aidera à réduire les déficits budgétaires et les taux d'endettement de manière durable, tout en favorisant les réformes favorables à la croissance et à l'investissement.

Inflation

La hausse de l'inflation annuelle s'est établie à 2,4 % en décembre 2024, après 2,2 % en novembre. Comme ces deux derniers mois, cette hausse était anticipée et reflète principalement la sortie du calcul des fortes baisses passées des prix de l'énergie, qui, conjuguée à une augmentation en rythme mensuel en décembre, a légèrement poussé à la hausse les prix de l'énergie en glissement annuel, après quatre diminutions consécutives. La hausse des prix des produits alimentaires et des biens s'est quelque peu ralentie, à respectivement 2,6 % et 0,5 %. L'augmentation des prix des services s'est quant à elle légèrement accentuée, à 4,0 %.

L'évolution de la plupart des indicateurs de l'inflation sous-jacente est conforme à un retour durable de l'inflation au niveau de la cible à moyen terme du Conseil des gouverneurs. L'inflation intérieure, qui suit de près la hausse des prix des services, est demeurée élevée, du fait de la poursuite de l'ajustement, avec un important décalage, des salaires et des prix de certains services à la poussée inflationniste.

passée. Les données récentes suggèrent toutefois que les tensions sur les salaires continuent de s'atténuer et que les bénéfices jouent un rôle d'amortisseur.

Selon le Conseil des gouverneurs, l'inflation devrait fluctuer autour de son niveau actuel à court terme, avant de se stabiliser durablement autour de la cible à moyen terme de 2 %. Le relâchement des tensions sur les coûts de main-d'œuvre et la poursuite des effets du resserrement passé de la politique monétaire du Conseil des gouverneurs sur les prix à la consommation devraient contribuer à ce processus. Si les indicateurs de la compensation de l'inflation extraits des instruments de marché font largement état d'une inversion par rapport aux baisses observées à l'automne 2024, la plupart des mesures des anticipations d'inflation à long terme s'établissent toujours à environ 2 %.

Évaluation des risques

Les risques pesant sur la croissance économique restent orientés à la baisse. Une accentuation des frictions commerciales à l'échelle internationale pourrait freiner la croissance de la zone euro en limitant les exportations et en affaiblissant l'économie mondiale. Une détérioration de la confiance pourrait empêcher un redressement de la consommation et de l'investissement aussi rapide qu'attendu. Les risques géopolitiques, tenant notamment à la guerre injustifiée menée par la Russie contre l'Ukraine et au conflit tragique au Moyen-Orient, pourraient amplifier ces dynamiques en perturbant les approvisionnements en énergie et en continuant de peser sur le commerce mondial. La croissance pourrait aussi être plus faible si les effets décalés du resserrement de la politique monétaire durent plus longtemps qu'anticipé. Elle pourrait toutefois être plus forte si l'assouplissement des conditions de financement et le recul de l'inflation permettent une reprise plus rapide de la consommation et de l'investissement intérieurs.

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

Conditions financières et monétaires

Les taux d'intérêt de marché dans la zone euro ont augmenté depuis la réunion du Conseil des gouverneurs du 12 décembre 2024, reflétant en partie les taux plus élevés sur les marchés financiers mondiaux. Même si les conditions de financement demeurent strictes, le coût des emprunts pour les entreprises et les ménages diminue progressivement à la suite des baisses des taux d'intérêt décidées par le Conseil des gouverneurs.

Le taux d'intérêt moyen des nouveaux crédits aux entreprises a diminué en novembre, à 4,5 %, tandis que le coût du financement par endettement de marché est demeuré à 3,6 %. Le taux moyen appliqué aux nouveaux prêts hypothécaires a légèrement reculé, à 3,5 %.

La croissance des prêts bancaires aux entreprises a bénéficié de flux mensuels dynamiques et est passée de 1,0 % en novembre à 1,5 % en décembre.

La progression des émissions de titres de créance par les entreprises s'est affaiblie, revenant à 3,2 % en glissement annuel. Les prêts hypothécaires ont poursuivi leur progression graduelle, mais à un rythme annuel globalement modéré de 1,1 %.

Selon l'enquête de janvier 2025 sur la distribution du crédit bancaire, les critères d'octroi des prêts aux entreprises se sont à nouveau resserrés au quatrième trimestre 2024, après s'être largement stabilisés au cours des quatre trimestres précédents. Cette évolution reflète essentiellement les inquiétudes grandissantes des banques quant aux risques auxquels leurs clients sont confrontés et leur réticence à prendre des risques elles-mêmes. La demande de prêts émanant des entreprises a légèrement augmenté au quatrième trimestre, mais reste atone dans l'ensemble. Les critères d'octroi des prêts hypothécaires sont globalement inchangés, après trois trimestres d'assouplissement, et la demande de prêts hypothécaires a encore fortement augmenté, principalement sous l'effet de taux d'intérêt attractifs.

Décisions de politique monétaire

Les taux d'intérêt de la facilité de dépôt, des opérations principales de refinancement et de la facilité de prêt marginal ont été abaissés à, respectivement, 2,75 %, 2,90 % et 3,15 % à compter du 5 février 2025.

Les portefeuilles du programme d'achats d'actifs (*asset purchase programme*, APP) et du programme d'achats d'urgence face à la pandémie (*pandemic emergency purchase programme*, PEPP) se contractent à un rythme mesuré et prévisible, car l'Eurosystème ne réinvestit plus les remboursements au titre du principal des titres arrivant à échéance.

Le 18 décembre 2024, les banques ont remboursé les encours résiduels des emprunts effectués dans le cadre des opérations ciblées de refinancement à plus long terme, ce qui a mis fin à cette partie du processus de normalisation du bilan.

Conclusion

Lors de sa réunion du 30 janvier 2025, le Conseil des gouverneurs a décidé d'abaisser les trois taux d'intérêt directeurs de la BCE de 25 points de base. En particulier, la décision de réduire le taux de la facilité de dépôt, à travers lequel le Conseil des gouverneurs pilote l'orientation de la politique monétaire, est fondée sur son évaluation actualisée des perspectives d'inflation, de la dynamique de l'inflation sous-jacente et de la force de la transmission de la politique monétaire. Le Conseil des gouverneurs est résolu à assurer une stabilisation durable de l'inflation au niveau de sa cible de 2 % à moyen terme. Il suivra une approche s'appuyant sur les données pour déterminer, réunion par réunion, l'orientation appropriée de la politique monétaire. Plus particulièrement, les décisions du Conseil des gouverneurs relatives aux taux d'intérêt directeurs seront fondées sur son évaluation des perspectives d'inflation compte tenu des données économiques et financières, de la dynamique de l'inflation sous-jacente et de la force de la transmission de la politique monétaire. Le Conseil des gouverneurs ne s'engage pas à l'avance sur une trajectoire de taux particulière.

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

Au cours de la période sous revue allant du 12 décembre 2024 au 29 janvier 2025, l'activité économique mondiale est demeurée robuste, bien qu'inégale selon les secteurs et les régions. La croissance du commerce mondial s'est modérée fin 2024, même si les bonnes performances des importations aux États-Unis sont restées un déterminant majeur de la dynamique du commerce mondial, possiblement en raison de l'incertitude croissante relative aux politiques commerciales futures. L'inflation totale mondiale a augmenté, en grande partie en raison du renchérissement de l'énergie, mais l'inflation core a continué de se ralentir progressivement.

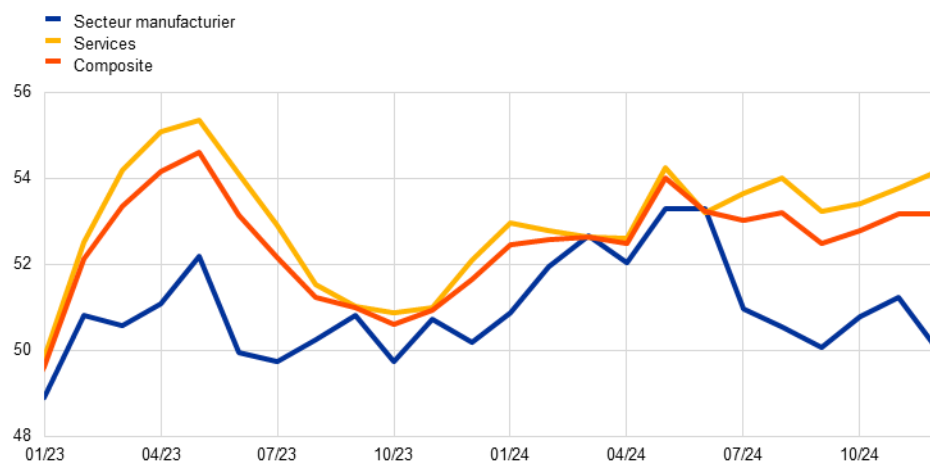
La croissance de l'activité mondiale est restée robuste, bien qu'inégale selon les secteurs et les régions, et cette tendance devrait s'être poursuivie début 2025.

En décembre 2024, l'indice composite des directeurs d'achat (PMI) pour la production mondiale (hors zone euro) est resté stable à 53,2, inchangé par rapport à novembre (graphique 1). La robuste croissance dans le secteur des services a été contrebalancée par la faiblesse persistante du secteur manufacturier (l'indice PMI pour la production manufacturière s'est établi au seuil neutre de 50). Cela reflète principalement un ralentissement du cycle manufacturier dans les économies avancées, où l'indice PMI pour la production est ressorti en baisse à 47,2. Dans les économies de marché émergentes, il est resté au-dessus du seuil neutre, malgré une légère contraction par rapport aux mois précédents. Les données disponibles relatives à la production industrielle confirment ces différences régionales, les variations en glissement sur trois mois indiquant une légère contraction dans les économies avancées et une expansion modérée dans les économies de marché émergentes, entraînant une croissance de la production manufacturière mondiale de 1,1 % en novembre. Dans l'ensemble, les modèles de prévision en temps réel de la BCE font état d'une croissance en glissement trimestriel régulière de 1,0 % environ au quatrième trimestre 2024 et de 1,1 % au premier trimestre 2025.

Graphique 1

Indice des directeurs d'achat pour la production mondiale (hors zone euro)

(indices de diffusion)



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

La croissance du commerce mondial s'est modérée fin 2024, même si la forte croissance des importations aux États-Unis a continué d'apporter des effets favorables. Dans l'ensemble, les modèles de prévision en temps réel de la BCE indiquent une croissance moyenne du commerce mondial de 0,7 % au quatrième trimestre 2024 et au premier trimestre 2025. Cela représente un ralentissement par rapport aux taux de croissance moyens élevés de 1,5 % enregistrés aux deuxième et troisième trimestres 2024, lorsque les craintes concernant les grèves dans les ports et les préoccupations quant aux perturbations des chaînes d'approvisionnement avant la période de Noël, en particulier aux États-Unis, ont entraîné une forte hausse des importations. Si ces craintes se sont quelque peu dissipées par la suite, les importations aux États-Unis sont restées robustes en fin d'année, vraisemblablement en raison de l'incertitude entourant les politiques commerciales de la nouvelle administration américaine. Les nouvelles données relatives aux ports de Los Angeles et de Long Beach font état d'une augmentation considérable du nombre de cargos en provenance de Chine au cours du second semestre 2024 par rapport à la même période de l'année précédente. Globalement, les données granulaires suggèrent que les importations des États-Unis sont restées un déterminant majeur de la croissance du commerce mondial au quatrième trimestre 2024. Pour l'avenir, si les efforts visant à anticiper les restrictions commerciales potentielles peuvent continuer de soutenir les échanges au début du premier trimestre 2025, des effets défavorables, y compris de nouveaux droits de douane et la résorption de l'anticipation des importations observée, pourraient se matérialiser par la suite. Les nouvelles commandes à l'exportation dans le secteur manufacturier ont diminué en décembre 2024, indiquant une faiblesse persistante du cycle manufacturier et de premiers signes de ralentissement de la croissance du commerce mondial.

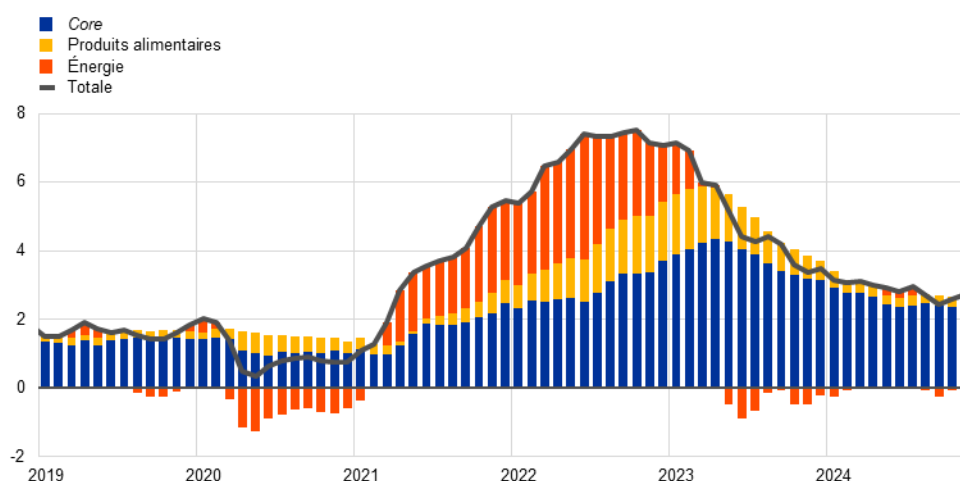
L'inflation totale dans les pays membres de l'Organisation de coopération et de développement économiques (OCDE) a augmenté, mais l'inflation core

continue de se ralentir. En novembre 2024, le taux d'inflation annuel mesuré par l'indice des prix à la consommation (IPC) dans les pays membres de l'OCDE (à l'exception de la Turquie) a augmenté pour s'établir à 2,7 %, après 2,6 % le mois précédent (graphique 2). Cette légère accélération de l'inflation totale s'explique en grande partie par le renchérissement de l'énergie, la contribution des prix des produits alimentaires demeurant globalement stable. Toutefois, l'inflation *core*, qui exclut l'énergie et les produits alimentaires, s'est légèrement ralentie pour ressortir à 3,1 %, continuant de revenir lentement à ses moyennes historiques. À plus long terme, la croissance des importations et de la demande de transport maritime a commencé à affecter les tarifs du fret maritime, qui ont commencé à augmenter au cours du dernier trimestre 2024, mais demeurent inférieurs à leur point haut atteint en juillet. Dans l'ensemble, le regain de risques à la hausse pour l'inflation reste contenu à court terme.

Graphique 2

Inflation mesurée par l'IPC 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 novembre 2024.

Au cours de la période sous revue allant du 12 décembre 2024 au

29 janvier 2025, les prix du *Brent* ont augmenté de 4,7 %, tandis que les prix du gaz en Europe ont augmenté de 14,6 %.

La hausse des prix du pétrole a été principalement alimentée par des facteurs d'offre, en raison des récentes sanctions américaines visant les flux de pétrole russe et des premiers signes de frictions concernant les exportations iraniennes. La hausse des prix du gaz en Europe est imputable à une combinaison de facteurs d'offre et de demande. Du côté de l'offre, l'expiration de l'accord de transit entre la Russie et l'Ukraine a entraîné une hausse des prix, même si elle était largement attendue. Les tensions sur l'offre ont également été accentuées par des interruptions de production dans un terminal de gaz naturel liquéfié en Norvège. Du côté de la demande, les températures plus froides que d'habitude fin décembre ont entraîné une augmentation de la consommation. En conséquence, les stocks de gaz en Europe fin 2024 étaient revenus au-dessous des niveaux de fin d'année enregistrés en 2022 et 2023 et

avant la crise énergétique. Les prix des métaux sont restés stables tout au long de la période sous revue, les importations préventives à forte intensité de métaux en provenance de Chine ayant compensé l'incertitude à plus long terme concernant les mesures tarifaires des États-Unis. Les prix des produits alimentaires ont augmenté de 5,9 % en raison de la hausse des prix du maïs et du cacao.

L'activité aux États-Unis reste robuste, même si les perspectives d'inflation sont devenues plus incertaines.

Le PIB en volume s'est ralenti au dernier trimestre 2024, mais il est resté robuste, à 0,6 % en glissement trimestriel, contre 0,8 % au trimestre précédent ¹. Les dépenses de consommation personnelle (*personal consumption expenditures*, PCE) ont continué de stimuler la demande intérieure, qui a de nouveau augmenté pour les biens et les services, principalement en raison de la hausse des revenus disponibles réels. En revanche, l'investissement privé a freiné l'activité, l'investissement non résidentiel ayant diminué en rythme trimestriel en raison de contributions moins importantes des équipements (transports et information), même si elles ont été largement compensées par une augmentation de l'investissement résidentiel. L'accalmie se poursuit sur le marché du travail américain, mais le marché demeure solide. L'emploi salarié non agricole aux États-Unis a augmenté de 256 000 personnes en décembre, après un dernier trimestre 2024 volatil, marqué par des ouragans et des grèves. Dans l'ensemble, 2,2 millions d'emplois ont été créés en 2024, en baisse par rapport à l'expansion de 3 millions enregistrée en 2023. Le taux de chômage a légèrement diminué, revenant de 4,2 % en novembre à 4,1 % en décembre, tandis que le taux d'activité est resté inchangé à 62,5 %, avec peu de fluctuations au cours de l'année. La croissance des salaires a légèrement baissé, à 3,9 % en rythme annuel, continuant de se rapprocher de la fourchette de 3 % à 3,5 % que le Système fédéral de réserve considère comme cohérente avec sa cible d'inflation. L'inflation totale mesurée par l'indice PCE aux États-Unis a augmenté pour s'établir à 2,4 % en novembre, en raison de la hausse des prix de l'énergie, tandis que l'inflation *core* mesurée par l'indice PCE est demeurée à 2,8 %, l'inflation *core* pour les services ayant diminué pour revenir à 2,5 %. L'IPC de décembre indique une légère accélération de l'inflation totale mesurée par l'indice PCE et un nouveau ralentissement de l'inflation *core* mesurée par l'indice PCE à court terme. Globalement, les principales sources de l'inflation s'affaiblissent aux États-Unis, car la croissance des salaires devrait rester sur une trajectoire baissière et les loyers ont poursuivi leur baisse globale. Lors de la réunion du Comité fédéral de l'*open market* (FOMC) du 29 janvier 2025, les membres du FOMC ont estimé que les risques à la baisse pour le marché du travail s'étaient atténués dans un contexte d'incertitude accrue quant aux perspectives d'inflation, en particulier concernant l'impact des modifications proposées de la politique commerciale et de la politique d'immigration.

L'activité en Chine a rebondi fin 2024, mais la demande intérieure reste atone.

La croissance trimestrielle du PIB a augmenté pour atteindre 1,6 % au quatrième trimestre 2024, contre 1,3 % au trimestre précédent. Les indicateurs mensuels pour le mois de décembre ont indiqué que la reprise du PIB et de la production industrielle résultait principalement du programme « échange contre neuf » du

¹ L'estimation provisoire du PIB pour le quatrième trimestre 2024 a été publiée le 30 janvier 2025, un jour après la date d'arrêt des données incluses dans le présent numéro du *Bulletin économique*.

gouvernement qui incitait à échanger des biens de consommation contre des produits neufs du même type en bénéficiant de remises, ainsi que d'une forte hausse des exportations. Malgré cette dernière amélioration, les ventes au détail restent faibles, car la confiance des consommateurs demeure faible, ce qui continue de peser sur la reprise plus large des dépenses. Les récentes annonces de mesures des autorités font état d'un soutien budgétaire et monétaire accru cette année. Dans le même temps, le marché de l'immobilier montre des signes localisés de stabilisation, bien que les principaux indicateurs restent faibles. La croissance des exportations s'est poursuivie, principalement vers les États-Unis, même si les exportateurs chinois sont de plus en plus préoccupés par la montée de l'incertitude relative aux échanges commerciaux. En décembre, la hausse des prix à la consommation en Chine s'est de nouveau ralentie pour s'établir à 0,1 %, après 0,2 % en novembre, tandis que la hausse des prix à la production est demeurée en territoire négatif. En moyenne, les prix à la production ont diminué de 2,2 % en 2024, entraînant une forte dynamique à la baisse des prix à l'exportation chinois.

L'activité au Royaume-Uni demeure atone dans un contexte d'inflation persistante.

L'économie du Royaume-Uni est restée atone au quatrième trimestre 2024. Après un ralentissement inattendu en octobre, la croissance du PIB en volume du Royaume-Uni a légèrement augmenté en novembre, revenant à zéro au cours de la période de trois mois s'achevant en novembre. Cette évolution fait suite à la croissance déjà étale au troisième trimestre. L'inflation totale mesurée par l'IPC s'est légèrement ralentie pour s'établir à 2,5 % en décembre, après 2,6 % en novembre, reflétant en partie une hausse des prix des services moins élevée. L'inflation devrait demeurer supérieure à la cible tout au long de 2025, stimulée par l'augmentation des dépenses publiques et des taxes sur l'emploi, ainsi que par la poursuite de la dissipation des effets de base liés à l'énergie. En ligne avec la hausse prévue de l'inflation, les anticipations des entreprises relatives à la croissance des prix au cours de l'année à venir ont augmenté en novembre et en décembre. Cette tendance s'aligne sur une légère hausse des anticipations d'inflation des ménages, qui pourrait contribuer à la persistance des tensions inflationnistes intérieures. Lors de sa réunion de décembre, la Banque d'Angleterre a maintenu son taux directeur à 4,75 %.

La production dans la zone euro a stagné au quatrième trimestre 2024. Bien que la ventilation des dépenses ne soit pas encore disponible, les indicateurs à court terme font état de contributions positives de la consommation privée et publique, largement contrebalancées par une baisse de l'investissement, et d'une contribution globalement neutre des exportations nettes. En ce qui concerne les secteurs, l'industrie a probablement continué à se contracter fin 2024, tandis que les services enregistraient une croissance modérée. Les données d'enquêtes signalent la poursuite d'une expansion modérée tirée par les services au premier trimestre 2025. Dans le même temps, ces indicateurs suggèrent une faiblesse persistante du secteur industriel, en raison de l'atonie de la demande de biens, de l'effet du resserrement passé de la politique monétaire et de la grande incertitude en matière de politique commerciale. Cette faiblesse se traduit actuellement par une contraction de la demande de main d'œuvre dans le secteur. L'activité dans la zone euro devrait se renforcer à moyen terme. La croissance devrait être soutenue par une reprise de la consommation, en raison de marchés du travail qui restent résilients et du ralentissement de l'inflation. Le renforcement de la demande extérieure et la dissipation des effets modérateurs du resserrement passé de la politique monétaire devraient également contribuer à la croissance à l'avenir. Toutefois, les perspectives économiques sont marquées par une forte incertitude.

La production dans la zone euro a stagné au quatrième trimestre 2024, selon l'estimation rapide préliminaire d'Eurostat (graphique 3). Le PIB en volume a enregistré une croissance nulle en rythme trimestriel au quatrième trimestre, après une croissance positive au cours des trois trimestres précédents ². Sur l'ensemble de 2024, la croissance du PIB est estimée à 0,7 % ³. Bien que la ventilation des dépenses ne soit pas encore disponible, les indicateurs à court terme et les données disponibles par pays font état de contributions positives de la consommation privée et publique, contrebalancées par une baisse de l'investissement, tandis que la contribution des exportations nettes a été globalement neutre. Dans le même temps, le secteur industriel est susceptible d'être resté faible, tandis que le secteur des services était plus résilient. Au quatrième trimestre, les dynamiques de croissance des principales économies de la zone euro sont demeurées inégales : le PIB a augmenté de 0,8 % en rythme trimestriel en Espagne, tandis qu'il a baissé de 0,2 % en Allemagne et de 0,1 % en France, et qu'il a stagné en Italie. Dans le même temps, la production s'est contractée de 1,3 % en Irlande. Les résultats dans la zone euro au quatrième trimestre génèrent un effet de report de 0,3 % pour la croissance annuelle en 2025 ⁴.

² La date d'arrêté des données incluses dans le présent *Bulletin économique* était le 29 janvier 2025, à l'exception des données relatives au PIB pour lesquelles la date d'arrêté était le 30 janvier.

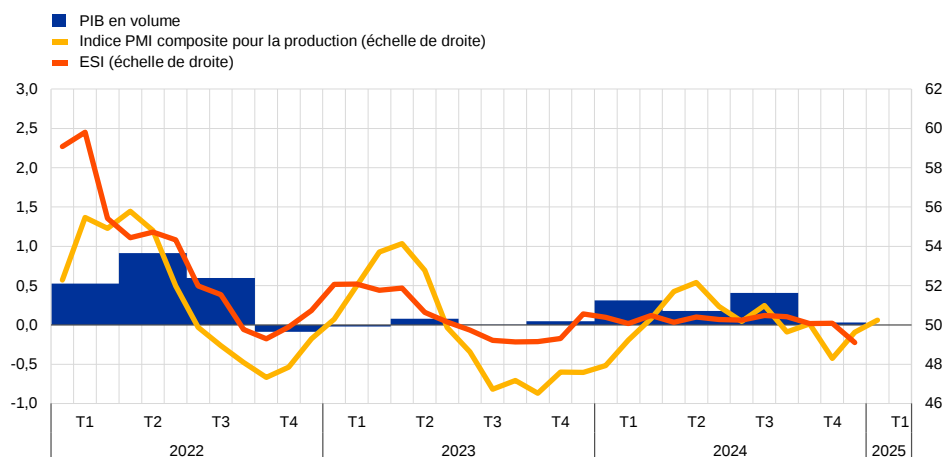
³ Le taux de croissance annuel s'appuie sur des chiffres corrigés des variations saisonnières et des effets de calendrier. Les données non corrigées ne sont pas disponibles pour tous les États membres inclus dans les estimations rapides du PIB.

⁴ Cela signifie que le PIB augmenterait de 0,3 % en 2025 si l'ensemble des taux de croissance trimestriels cette année étaient nuls (c'est-à-dire si le PIB trimestriel demeure au même niveau qu'au quatrième trimestre 2024).

Graphique 3

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

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



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

Notes : Les deux lignes indiquent les évolutions mensuelles ; les barres représentent des données trimestrielles. L'indicateur du climat économique (ESI) de la Commission européenne est normé et recalculé pour obtenir la même moyenne et le même écart-type que l'indice composite des directeurs d'achat (PMI) pour la production. Les dernières observations se rapportent au quatrième trimestre 2024 pour le PIB en volume, à janvier 2025 pour l'indice composite PMI pour la production et à décembre 2024 pour l'ESI.

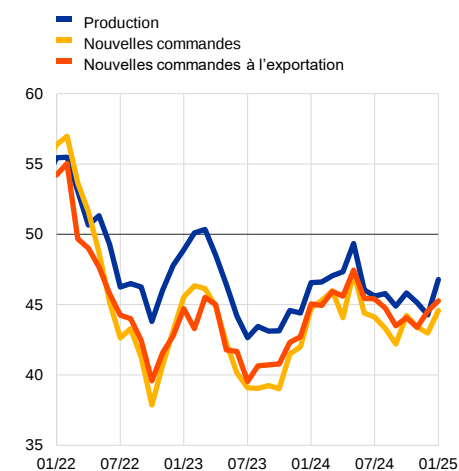
Les données d'enquêtes signalent la poursuite d'une expansion modérée tirée par les services au premier trimestre 2025. Bien que les données économiques pour le premier trimestre soient limitées, le dernier indice des directeurs d'achat (PMI) apporte quelques indications préliminaires des évolutions en début d'année. Le PMI composite relatif à la production est ressorti à 50,2 en moyenne en janvier, après 49,3 en moyenne au quatrième trimestre 2024. S'agissant des différents secteurs, le PMI pour la production dans le secteur manufacturier a continué de faire état d'une contraction en janvier, malgré une amélioration par rapport au quatrième trimestre 2024 (graphique 4, partie a). L'indice relatif aux nouvelles commandes, qui devrait être plus prospectif, suit une évolution similaire. De manière générale, ces indicateurs suggèrent une faiblesse persistante du secteur industriel, en raison d'une faible demande de biens et de l'effet du resserrement passé de la politique monétaire. Les données du PMI pour le secteur des services, qui a mené le redressement de l'activité jusqu'à présent, continuent d'indiquer une croissance positive de l'activité et des contrats nouveaux (graphique 4, partie b). Les variations du PMI suggèrent que les différences récentes entre secteurs devraient persister à court terme. Les principales conclusions tirées des contacts récents de la BCE avec les sociétés non financières indiquent une faible dynamique de l'activité à court terme, avec une production manufacturière stagnante ou en baisse et une croissance plus résiliente de l'activité dans les services (cf. encadré 5). L'incertitude généralisée autour de la politique économique devrait également peser sur les perspectives de croissance pour début 2025. Bien que ce narratif à court terme soit soutenu par la dernière enquête de la BCE auprès des prévisionnistes professionnels (EPP) menée en janvier, les participants continuent d'envisager une reprise progressive de l'activité économique au cours des prochains trimestres.

Graphique 4

PMI dans les différents secteurs de l'économie

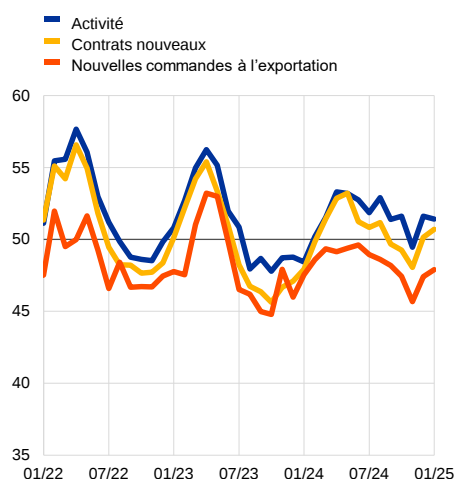
a) Industrie manufacturière

(indices de diffusion)



b) Services

(indices de diffusion)



Source : S&P Global Market Intelligence.

Note : Les dernières observations se rapportent à janvier 2025.

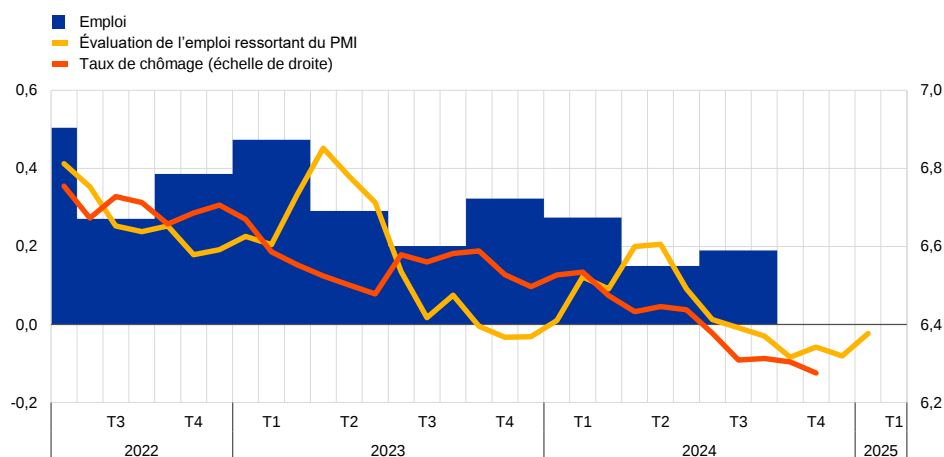
Le taux de chômage reste peu élevé malgré des signes de ralentissement progressif sur le marché du travail.

Le taux de chômage s'est maintenu à un niveau historiquement bas de 6,3 % en novembre, inchangé par rapport à octobre (graphique 5). L'évolution de la composition de la main-d'œuvre vers des travailleurs plus âgés et plus instruits a été l'un des facteurs à l'origine de cette baisse au cours des deux dernières années (cf. encadré 3). Néanmoins, le marché du travail continue à montrer des signes de ralentissement progressif. La croissance de la population active, un déterminant-clé de la croissance de l'emploi dans la période après la pandémie, s'est probablement stabilisée au quatrième trimestre 2024 à un taux plus faible qu'au cours des précédents trimestres, mais qui reste élevé par rapport aux taux moyens enregistrés jusqu'en 2019. Dans le même temps, la demande de main-d'œuvre s'est ralentie. Le nombre de postes vacants sur le site d'offres d'emploi en ligne Indeed est resté nettement inférieur à celui de début 2024, tandis que le nombre de nouvelles offres d'emploi a baissé tout au long du mois de décembre.

Graphique 5

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

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



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

Notes : Les deux lignes indiquent les évolutions mensuelles tandis que les barres représentent des données trimestrielles. Le PMI est exprimé comme un écart par rapport à 50, puis divisé par dix. Les dernières observations se rapportent au troisième trimestre 2024 pour l'emploi, à janvier 2025 pour l'évaluation de l'emploi ressortant du PMI et à novembre 2024 pour le taux de chômage.

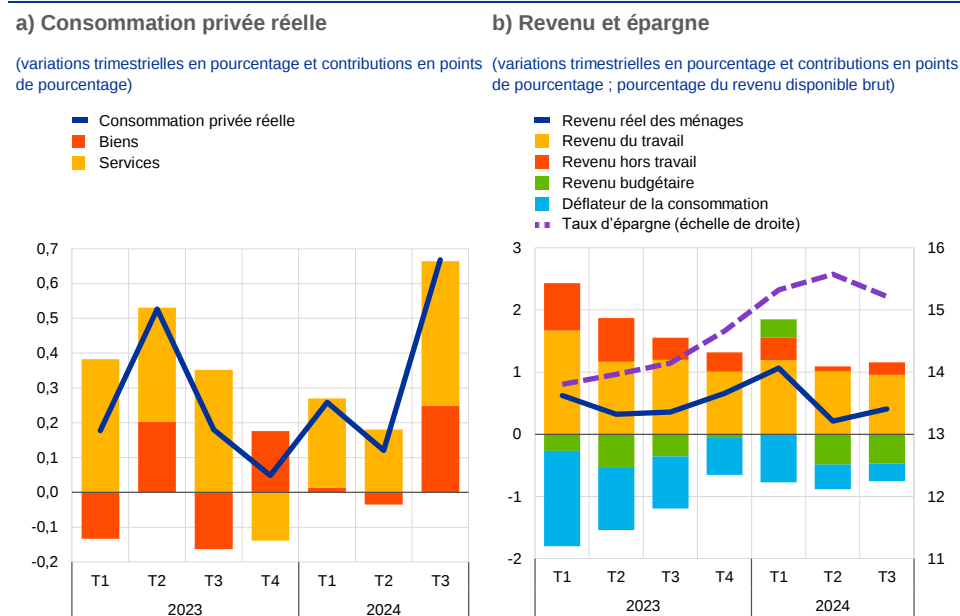
Les indicateurs à court terme suggèrent que la détente du marché du travail va se poursuivre au premier trimestre 2025. L'indice PMI composite mensuel relatif à l'emploi a augmenté, passant de 49,2 en décembre à 49,8 en janvier, restant proche du seuil neutre de 50 points (graphique 5). Ce résultat composite masque des évolutions différentes entre les secteurs. Les perceptions de la croissance de l'emploi sont devenues plus négatives dans le secteur manufacturier, tandis qu'elles sont revenues en territoire expansionniste dans le secteur des services. Le PMI pour l'emploi dans le secteur des services reste toutefois bien au-dessous de sa moyenne de 2024. L'atonie des perspectives d'emploi ressortant des indices PMI est cohérente avec les conclusions tirées des contacts récents de la BCE avec les sociétés non financières (cf. encadré 5). Dans l'ensemble, le ralentissement de la dynamique de l'emploi devrait favoriser une reprise progressive de la productivité du travail pour l'avenir.

La consommation privée réelle a augmenté de 0,7 % au troisième trimestre 2024, reflétant une croissance robuste du revenu et une baisse du taux d'épargne élevé des ménages. À la suite d'une hausse moyenne de 0,1 % au cours des quatre trimestres précédents, les dépenses des ménages ont augmenté sous l'impulsion d'une forte demande de services au troisième trimestre 2024, en raison en partie de facteurs temporaires (par ex., les Jeux olympiques et paralympiques de Paris 2024) (graphique 6, partie a). La modération de la hausse des prix des produits alimentaires et de l'énergie a également contribué à un rebond de la consommation de biens. Au troisième trimestre, le taux d'épargne des ménages a baissé mais reste élevé, à 15,2 %, reflétant l'effet positif sur l'épargne de la hausse en cours du revenu réel, les conditions de financement qui demeurent restrictives, la faible confiance et l'incertitude importante (graphique 6, partie b).

La croissance du revenu des ménages est restée portée par la forte rémunération du travail.

Graphique 6

Revenu, consommation et épargne des ménages



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

Notes : Dans la partie a), la consommation privée réelle se rapporte au concept national et les composantes, au concept domestique de la consommation. Les dernières observations se rapportent au troisième trimestre 2024. Dans la partie b), le revenu du travail est calculé comme la rémunération des salariés, tandis que le revenu hors travail inclut les revenus issus de l'activité non salariée, le revenu net d'intérêt, les dividendes et les loyers ; le revenu budgétaire est mesuré en termes résiduels. Les dernières observations se rapportent au troisième trimestre 2024.

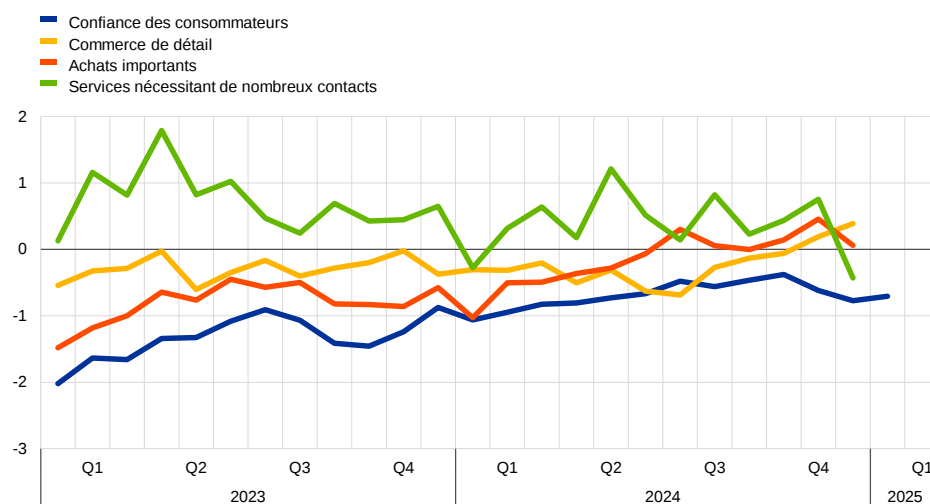
La croissance des dépenses des ménages s'est probablement modérée en fin d'année, reflétant également la dissipation des facteurs temporaires observés au troisième trimestre. Le volume des ventes de détail a affiché une faible dynamique au début du quatrième trimestre 2024, suggérant une modération probable de la croissance de la consommation privée en fin d'année. Les enquêtes indiquent également une poursuite de la croissance, quoique modérée, des dépenses des ménages vers la fin d'année. L'indicateur de la Commission européenne relatif à la confiance des consommateurs s'est inscrit en légère hausse en janvier 2025 (graphique 7), mais est resté contenu en raison de faibles anticipations relatives à l'économie générale et à la situation financière des ménages au cours des 12 prochains mois, dans un contexte toujours caractérisé par une incertitude élevée. Les anticipations des entreprises relatives aux services nécessitant de nombreux contacts sont revenues au-dessous de leur moyenne historique en décembre 2024, suggérant une modération de la demande de services au premier trimestre 2025. En revanche, les anticipations relatives au commerce de détail pour les trois prochains mois se sont encore améliorées en décembre et la dernière enquête de la BCE sur les anticipations des consommateurs indique que les dépenses prévues pour les vacances au cours des 12 prochains mois demeurent robustes. Si les anticipations des consommateurs en matière d'achats importants au cours des 12 prochains mois se sont modérées en décembre, elles sont restées en ligne avec leur moyenne d'avant la pandémie. Globalement, l'amélioration du

pouvoir d'achat des ménages et des perceptions du revenu réel devraient être les principaux déterminants de la poursuite de la croissance de la consommation privée (cf. encadré 2).

Graphique 7

Confiance et anticipations des consommateurs

(soldes en pourcentage normalisés)



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

Notes : Les anticipations des entreprises relatives à la demande de services nécessitant de nombreux contacts et les anticipations relatives au commerce de détail se rapportent aux trois prochains mois, tandis que les anticipations des consommateurs relatives aux achats importants se rapportent aux douze prochains mois. La première série est normalisée pour la période janvier 2005-2019, en raison de la disponibilité des données, tandis que les trois autres séries sont normalisées pour la période 1999-2019. Les « services nécessitant de nombreux contacts » incluent l'hébergement, les voyages et la restauration. Les dernières observations se rapportent à janvier 2025 pour la confiance des consommateurs et à décembre 2024 pour les autres rubriques.

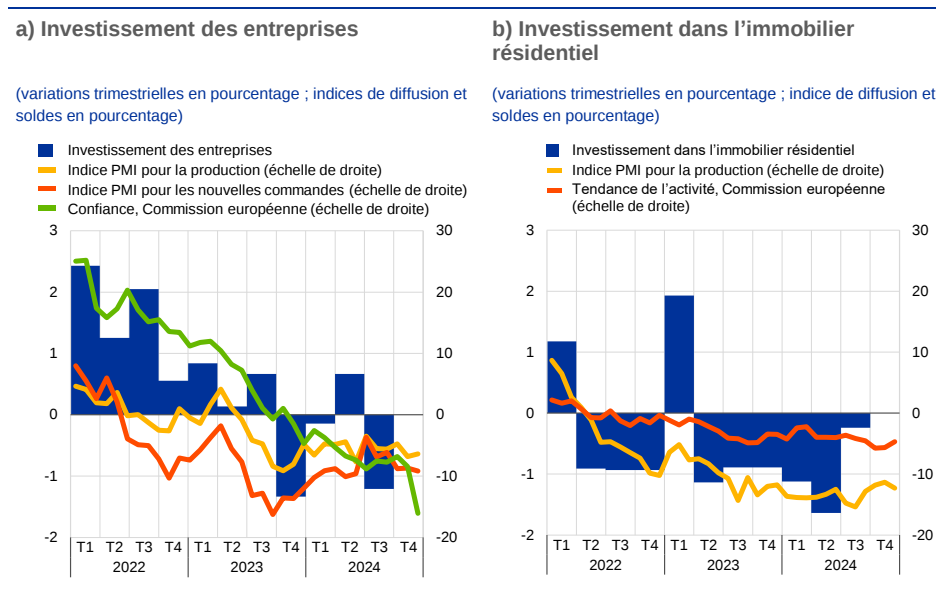
L'investissement des entreprises est resté modéré vers la fin de l'année.

L'investissement des entreprises (dont une approximation est donnée par l'investissement hors construction, hors actifs incorporels irlandais) s'est contracté de 1,2 % en rythme trimestriel au troisième trimestre 2024, dans un contexte de forte volatilité. Dans le même temps, l'investissement en machines a diminué pour le troisième trimestre consécutif et l'investissement dans les transports s'est replié, après un léger rebond au premier semestre de l'année. L'investissement incorporel a continué de croître à un rythme modéré. Dans le secteur des biens d'équipement, la production et les nouvelles commandes ont encore baissé au quatrième trimestre, tandis que la confiance des producteurs de biens d'équipement dans l'industrie s'est fortement détériorée, revenant à un point bas qui n'avait pas été observé depuis 2020 (graphique 8, partie a). Des données plus larges tirées d'enquêtes, publiées principalement fin 2024, ne suggèrent pas de reprise imminente de l'investissement des entreprises pour début 2025, bien que des enquêtes plus prospectives anticipent des améliorations à venir. Les téléconférences sur les résultats des entreprises (*earnings calls*) pour le quatrième trimestre 2024 suggèrent une détérioration continue du sentiment à l'égard de l'investissement et à l'égard des bénéfices depuis début 2024. L'indice PMI relatif aux anticipations de production pour les 12 mois à venir et les indicateurs d'utilisation des capacités pour l'économie dans son ensemble, publiés par la direction générale Affaires économiques et financières (ECFIN) de la Commission européenne sont restés largement inférieurs aux niveaux habituellement compatibles avec une croissance de l'investissement en

décembre. Les contacts récents de la BCE avec les sociétés non financières ont également fait état d'anticipations pessimistes au début de l'année, mettant l'accent sur la rationalisation et la réduction de l'empreinte carbone là où l'investissement reste important (cf. encadré 5). L'indicateur de confiance des investisseurs de Sentix est revenu à son point le plus bas depuis 27 mois en janvier, sur fond d'informations faisant état d'une hausse des faillites et d'une forte incertitude géopolitique, commerciale et en matière de politique économique, même si l'indicateur à six mois est moins pessimiste et signale une amélioration des perspectives. De manière similaire, la dernière enquête sur l'investissement de l'ECFIN anticipe une croissance annuelle modeste de l'investissement des entreprises en 2025.

Graphique 8

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



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

L'investissement dans l'immobilier résidentiel a reculé de nouveau au troisième trimestre 2024, bien qu'à un rythme plus lent qu'aux trimestres précédents. L'investissement dans l'immobilier résidentiel a diminué de 0,2 % en rythme trimestriel au troisième trimestre, modérant ainsi de manière significative la tendance à la baisse qui avait débuté au deuxième trimestre 2022 (graphique 8, partie b). Au quatrième trimestre, la production dans la construction de bâtiments en octobre et en novembre s'est établie en moyenne au-dessus de son niveau au troisième trimestre. Toutefois, le nombre de permis de construire pour des logements est resté à un niveau historiquement bas, suggérant que les pressions exercées par les projets à venir sont limitées. De plus, les mesures de l'activité tirées d'enquêtes, telles que l'indice PMI pour la production dans la construction de logements et l'indicateur de la Commission européenne relatif à l'activité dans la

construction de bâtiments et la construction spécialisée au cours des trois derniers mois, sont demeurées modérées jusqu'en décembre. Dans l'ensemble, cela suggère que l'investissement dans l'immobilier résidentiel devrait avoir globalement stagné au quatrième trimestre. Pour l'avenir, les enquêtes récentes de la BCE indiquent quelques évolutions positives pour les perspectives de l'investissement dans l'immobilier résidentiel au cours des prochains trimestres. Dans l'enquête sur les anticipations des consommateurs, les anticipations des ménages relatives au marché du logement, reflétées par l'attractivité de l'immobilier résidentiel comme bon investissement, ont globalement atteint leurs niveaux moyens. L'enquête de janvier sur la distribution du crédit bancaire indique que la demande de prêts au logement devrait continuer de s'améliorer au premier trimestre 2025 (cf. section 5).

Les exportations de la zone euro se sont contractées en novembre 2024, dans un contexte de défis persistants en matière de compétitivité.

Les commandes à l'exportation dans le secteur manufacturier ainsi que dans les services ont continué de diminuer en décembre. La faiblesse de la croissance des exportations reflète la poursuite d'une tendance plus large de diminution des parts de marché de la zone euro, dans un contexte de difficultés persistantes en matière de compétitivité pour les fabricants de la zone euro (y compris dans les secteurs de la moyenne-haute technologie et de la haute technologie) et d'une concurrence accrue de la Chine (cf. encadré 5). Dans le même temps, les importations ont augmenté de 1,1 % en novembre en glissement sur trois mois, en ligne avec la croissance modeste continue de la consommation au quatrième trimestre.

Dans l'ensemble, l'activité de la zone euro devrait se renforcer à moyen terme.

La croissance devrait être soutenue par une reprise de la consommation, en raison de marchés du travail qui restent résilients et du ralentissement de l'inflation. Le renforcement de la demande extérieure et la dissipation des effets modérateurs du resserrement passé de la politique monétaire sont des facteurs qui devraient également soutenir la croissance à l'avenir. Toutefois, les perspectives économiques sont entourées d'une forte incertitude, les tensions géopolitiques et commerciales constituant des risques à la baisse.

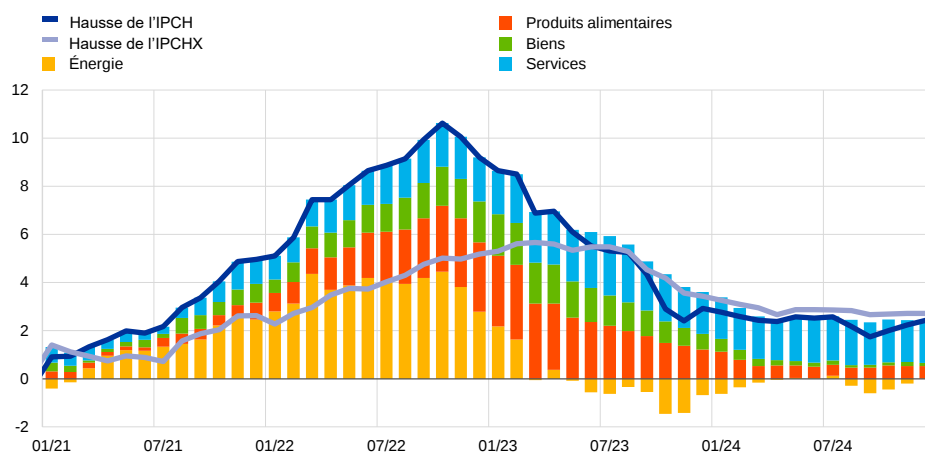
3 Prix et coûts

L'inflation totale dans la zone euro est ressortie à 2,4 % en décembre 2024, après 2,2 % en novembre ⁵. Cette hausse était attendue et résulte principalement d'effets de base relatifs aux évolutions des prix de l'énergie. L'inflation devrait fluctuer autour de son niveau actuel à court terme. Dans l'ensemble, les indicateurs de l'inflation sous-jacente suivent une trajectoire conforme à un retour durable de l'inflation totale vers la cible de la BCE de 2 % à moyen terme. L'indicateur de l'inflation intérieure reste élevé, reflétant une forte croissance des salaires et le fait que les prix dans certains secteurs sont encore en train de s'ajuster, avec un important décalage, à la poussée inflationniste passée. Toutefois, la hausse des salaires s'atténue comme attendu et les bénéfices amortissent en partie son incidence sur l'inflation. Les mesures des anticipations d'inflation à plus long terme sont restées globalement inchangées, autour de 2 %, tandis que celles des anticipations d'inflation à plus court terme ont augmenté.

L'inflation totale dans la zone euro, mesurée par l'indice des prix à la consommation harmonisé (IPCH), est ressortie à 2,4 % en décembre, après 2,2 % en novembre (graphique 9). Cette augmentation résulte principalement d'une accentuation de la hausse des prix de l'énergie et d'une légère augmentation de l'inflation dans les services. Les résultats de l'inflation pour le quatrième trimestre 2024 ont été légèrement inférieurs aux projections macroéconomiques de décembre 2024 établies par les services de l'Eurosystème pour la zone euro et ce, bien que les prix du pétrole et du gaz aient été plus élevés que prévu dans les projections de décembre 2024.

Graphique 9
Inflation totale et ses composantes principales

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



Sources : Eurostat et calculs de la BCE.

Notes : La rubrique « Biens » se rapporte aux biens industriels non énergétiques. Les dernières observations se rapportent à décembre 2024.

⁵ La date d'arrêt pour les données incluses dans le présent *Bulletin économique* est le 29 janvier 2025. Selon l'estimation rapide d'Eurostat, la hausse de l'IPCH s'est élevée à 2,5 % en janvier 2025.

La variation des prix de l'énergie est passée de – 2,0 % en novembre à 0,1 % en décembre 2024. Cette augmentation est due à une hausse des taux de croissance annuels des prix de l'électricité et des carburants destinés aux transports, alors que le taux de variation des prix du gaz a légèrement diminué. La hausse de l'inflation dans le secteur de l'énergie reflète aussi un effet de base haussier lié à la forte baisse des prix de l'énergie en décembre 2023.

L'inflation pour les produits alimentaires a légèrement diminué, revenant à 2,6 % en décembre 2024, après 2,7 % le mois d'avant. La hausse des prix des produits alimentaires non transformés est revenue à 1,6 % en décembre, après 2,3 % en novembre. Cette évolution est principalement due à une baisse des prix des fruits et légumes. Toutefois, ce fléchissement a été en partie compensé par une accélération de la hausse des prix des produits alimentaires transformés (2,9 % en décembre, après 2,8 % en novembre), sous l'effet d'une forte augmentation des prix du tabac. Le taux d'inflation pour les produits alimentaires transformés hors tabac est demeuré inférieur à 2 %.

L'inflation mesurée par l'IPCH hors énergie et produits alimentaires (IPCHX) est demeurée inchangée en décembre, à 2,7 % pour le quatrième mois de suite. La hausse des prix des biens industriels non énergétiques a continué d'osciller autour de sa moyenne de long terme, revenant à 0,5 % en décembre après 0,6 % en novembre. Ce fléchissement a été contrebalancé par une légère hausse de l'inflation dans les services (4,0 % en décembre, après 3,9 % en novembre). Contrairement à l'inflation pour les biens industriels non énergétiques, l'inflation dans les services est demeurée bien supérieure à sa moyenne de long terme de 1,9 %, reflétant l'impact de tensions salariales toujours élevées sur certaines de ses composantes et les effets de réévaluations décalées sur d'autres. La légère baisse de l'inflation pour les biens industriels non énergétiques observée en décembre est imputable à une diminution des taux d'inflation pour les biens durables et semi-durables, tandis que le taux d'inflation pour les biens non durables est demeuré inchangé. La hausse de l'inflation dans les services résulte principalement de taux annuels plus élevés pour les services de loisirs et de transport.

La plupart des indicateurs relatifs à l'inflation sous-jacente ont évolué en ligne avec un retour durable de l'inflation totale à la cible de 2 % à moyen terme (graphique 10). Leurs valeurs sont demeurées globalement stables en décembre 2024, s'établissant entre 2,0 % et 2,8 % ⁶. La plupart des mesures reposant sur des exclusions sont restées inchangées en décembre, y compris les moyennes tronquées à 10 % et à 30 %, l'inflation mesurée par l'IPCHX hors composantes liées aux voyages, à l'habillement et à la chaussure (IPCHXX) et l'inflation mesurée par l'IPCH hors énergie et produits alimentaires non transformés. Dans le même temps, la médiane pondérée a légèrement augmenté, à 2,5 % en décembre, après 2,4 % en novembre. L'indicateur de l'inflation intérieure, qui couvre principalement les composantes des services, est ressorti inchangé, à 4,2 % en

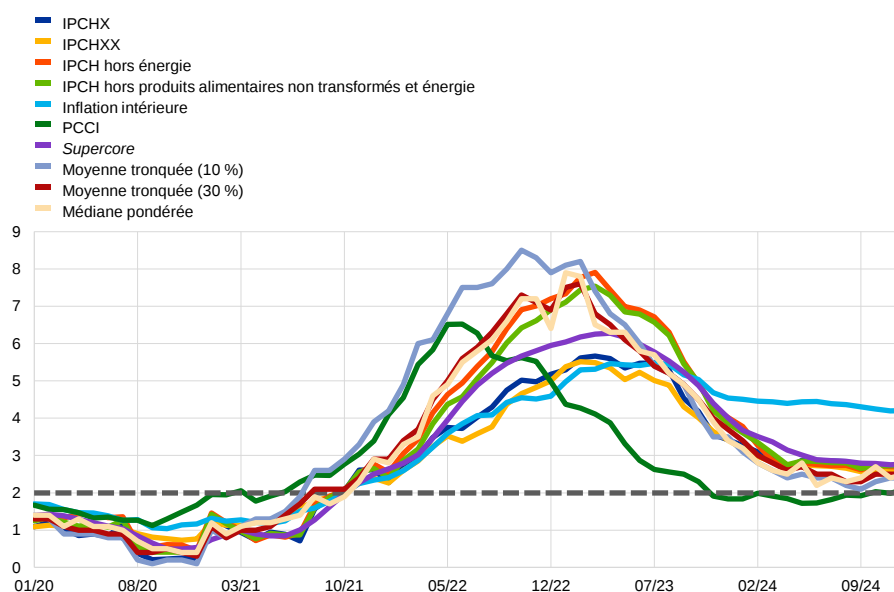
⁶ Pour plus d'informations, cf. Lane (P.R.), « *Underlying inflation: an update* », discours lors de l'*Inflation: Drivers and Dynamics Conference 2024* organisée par la Banque fédérale de réserve de Cleveland et la BCE, 24 octobre 2024.

décembre. S'agissant des mesures fondées sur des modèles, l'indicateur *Supercore* (qui comprend les rubriques de l'IPCH sensibles au cycle d'activité) est également inchangé, à 2,8 %, tandis que la composante persistante et commune de l'inflation (PCCI) a légèrement augmenté, à 2,1 % en décembre, après 2,0 % en novembre.

Graphique 10

Indicateurs de l'inflation sous-jacente

(variations annuelles en pourcentage)



Sources : Eurostat et calculs de la BCE.

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

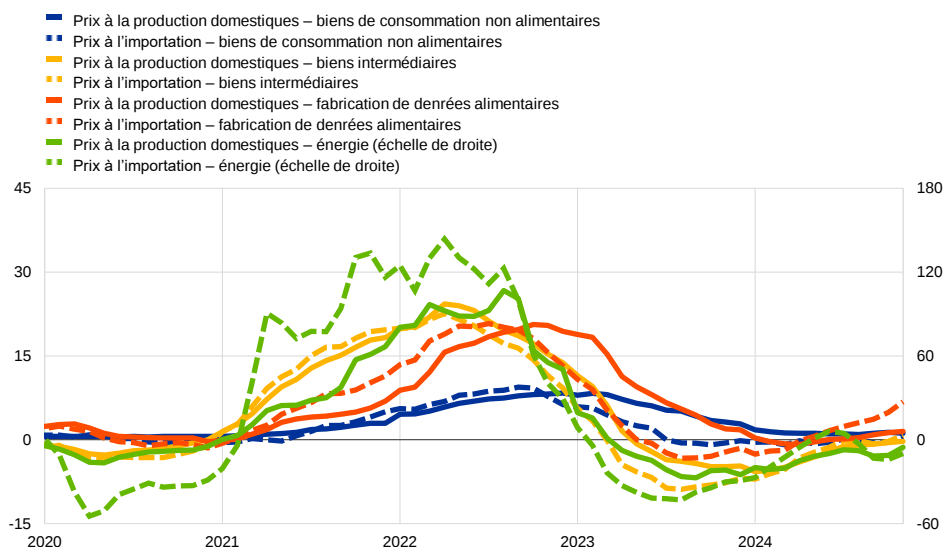
La plupart des indicateurs relatifs aux tensions en amont pour la hausse des prix des biens sont restés modérés en novembre (graphique 11).

En amont de la chaîne des prix, la variation des prix à la production pour les ventes domestiques de biens intermédiaires est restée négative, mais moins que le mois précédent (– 0,3 % en novembre 2024, après – 0,5 % en octobre). En aval de la chaîne des prix, les taux de croissance annuels des prix à la production des biens de consommation non alimentaires ont légèrement fléchi, ressortant à 1,1 % en novembre, après 1,3 % en octobre. Le taux de croissance annuel des prix à la production des produits alimentaires manufacturés a encore augmenté pour s'établir à 1,5 %, après 1,3 %, sur la même période, confirmant les indications précédentes selon lesquelles l'atténuation progressive des tensions en amont se dissipait sur ce segment. Le taux de croissance annuel des prix à l'importation pour les biens de consommation non alimentaires s'est inscrit en hausse, mais reste modéré dans l'ensemble. Dans le même temps, la hausse des prix à l'importation pour les produits alimentaires manufacturés s'est encore accentuée, à 6,8 % en novembre, après 4,9 % en octobre, reflétant possiblement la forte hausse des prix internationaux des matières premières depuis début 2024. La dynamique plus forte des prix à l'importation reflète également le fait que le taux de variation annuel du taux de change effectif nominal de l'euro a diminué en novembre 2024. Toutefois, en octobre 2024, il est resté globalement inchangé par rapport à octobre 2023.

Graphique 11

Indicateurs des tensions en amont de la chaîne des prix

(variations annuelles en pourcentage)



Sources : Eurostat et calculs de la BCE.

Note : Les dernières observations se rapportent à novembre 2024.

Les tensions d'origine interne sur les coûts, mesurées par la croissance du déflateur du PIB, ont continué de diminuer, revenant à 2,7 % au troisième trimestre 2024, contre 2,9 % au trimestre précédent (graphique 12).

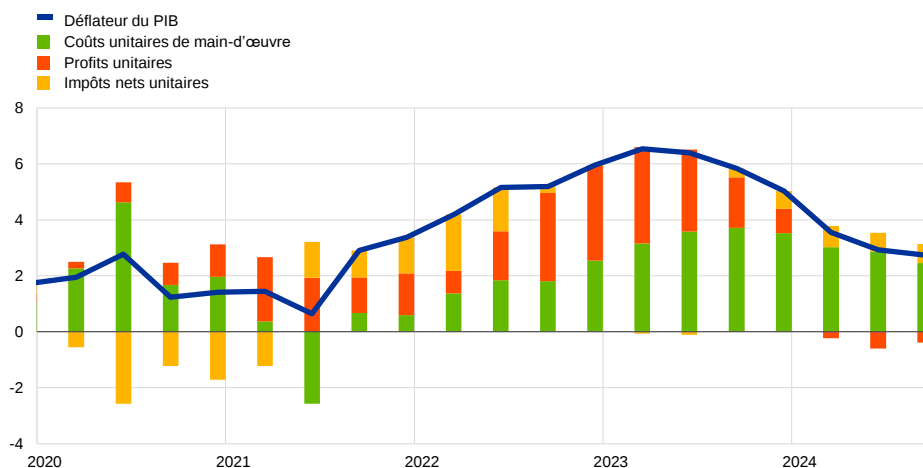
Cela représente une baisse importante par rapport au pic de 6,4 % enregistré au premier trimestre 2023, même si le taux est demeuré supérieur à sa moyenne de long terme de 1,6 % avant la pandémie de COVID-19. Le ralentissement de la dynamique du déflateur du PIB reflète principalement une nouvelle modération de la croissance des coûts unitaires de main-d'œuvre (4,4 % au troisième trimestre 2024, après 5,2 % au deuxième trimestre), qui résulte d'un ralentissement de la croissance des salaires, mesurée en termes tant de rémunération par tête que de rémunération par heure travaillée. Cette modération de la croissance effective des salaires a masqué une croissance plus élevée des salaires négociés, qui a temporairement atteint 5,4 % au troisième trimestre 2024 (après 3,5 % au deuxième trimestre). Si la contribution des profits unitaires au déflateur du PIB s'est révélée moins négative au troisième trimestre, leur rôle d'amortisseur des coûts de main-d'œuvre reste important. À plus long terme, l'outil de suivi des salaires de la BCE, qui comprend des données sur les accords salariaux négociés jusqu'à fin décembre 2024, fait état d'une atténuation des tensions sur la croissance des salaires. Cette observation est également confirmée par les derniers indicateurs tirés d'enquêtes relatifs à la croissance des salaires, tels que l'enquête téléphonique de la BCE auprès des entreprises, qui prévoit une baisse de la croissance des salaires, de 4,3 % en 2024 à 3,6 % en 2025 ⁷. L'atténuation des tensions sur la croissance des salaires serait cohérente avec une diminution des tensions liées à la compensation de l'inflation et l'atténuation de la demande de main-d'œuvre.

⁷ Pour plus d'informations sur les résultats de l'enquête téléphonique de janvier 2025 auprès des entreprises, cf. l'encadré 5 du présent *Bulletin économique*.

Graphique 12

Décomposition du déflateur du PIB

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



Sources : Eurostat et calculs de la BCE.

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

Les indicateurs tirés d'enquêtes relatifs aux anticipations d'inflation à plus long terme et les mesures de la compensation de l'inflation à plus long terme extraites des instruments de marché sont demeurés stables, la plupart s'établissant autour de 2 % (graphique 13). Dans l'enquête réalisée en

janvier 2025 par la BCE auprès des analystes monétaires (*Survey of Monetary Analysts*, SMA) et dans l'enquête de la BCE auprès des prévisionnistes professionnels (EPP) pour le premier trimestre 2025, la médiane et la moyenne des anticipations d'inflation à plus long terme étaient inchangées, à 2 %. Les mesures à plus long terme de la compensation de l'inflation extraites des instruments de marché (basées sur l'IPCH hors tabac) ont légèrement augmenté au cours de la période sous revue, le taux des *swaps* indexés sur l'inflation à cinq ans dans cinq ans s'établissant à 2,1 % environ. Toutefois, après correction des estimations des primes de risque sur l'inflation fondées sur des modèles, les intervenants de marché s'attendent à ce que l'inflation à plus long terme s'établisse autour de 2 %.

Les mesures extraites des instruments de marché pour la compensation de l'inflation à court terme dans la zone euro, telles que mesurées par les *inflation fixings*, ont largement inversé les baisses observées à l'automne 2024 (graphique 13). Ces mesures, qui reflètent les anticipations des intervenants de

marché relatives à l'inflation mesurée par l'IPCH hors tabac, suggèrent que les investisseurs s'attendent à ce que l'inflation reste juste au-dessus de 2,0 % pour le reste de l'année 2025 avant de s'établir autour de 2,0 % vers la fin de l'année et début 2026. À moyen terme, le taux des *swaps* indexés sur l'inflation à un an dans un an est demeuré globalement inchangé, à 1,8 % environ, au cours de la période sous revue. Du côté des consommateurs, selon l'enquête de la BCE sur les anticipations des consommateurs (*Consumer Expectations Survey*, CES) de décembre 2024, le taux médian de l'inflation perçue sur les 12 mois précédents a légèrement augmenté, passant de 3,4 % en novembre à 3,5 % en décembre. Les anticipations médianes relatives à l'inflation totale pour l'année à venir se sont

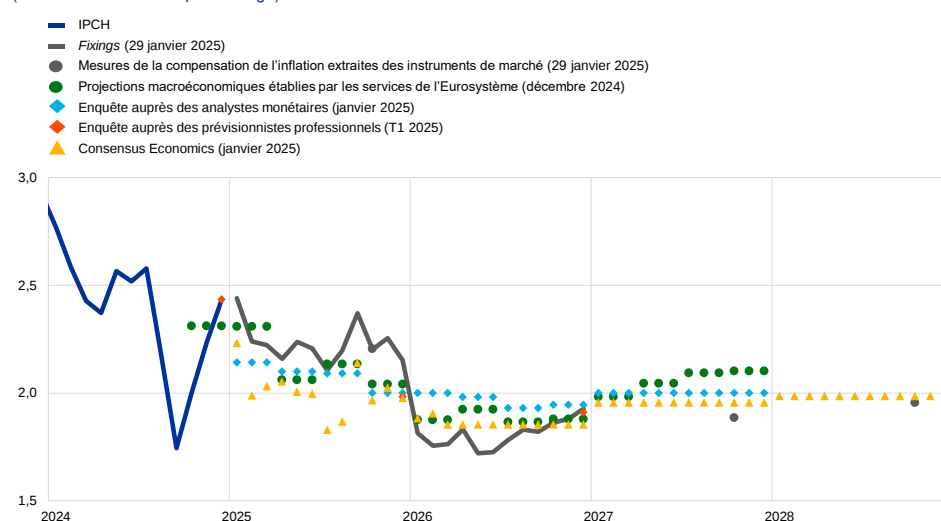
également inscrites en hausse, à 2,8 % en décembre, après 2,6 % en novembre. Dans le même temps, les anticipations médianes pour l'inflation totale à trois ans sont restées inchangées à 2,4 %. La hausse des anticipations d'inflation des consommateurs depuis septembre 2024 est liée à des perceptions plus fortes de l'inflation passée en moyenne et à une incertitude plus élevée entourant l'inflation pour certains participants à l'enquête.

Graphique 13

Inflation totale, projections d'inflation et anticipations

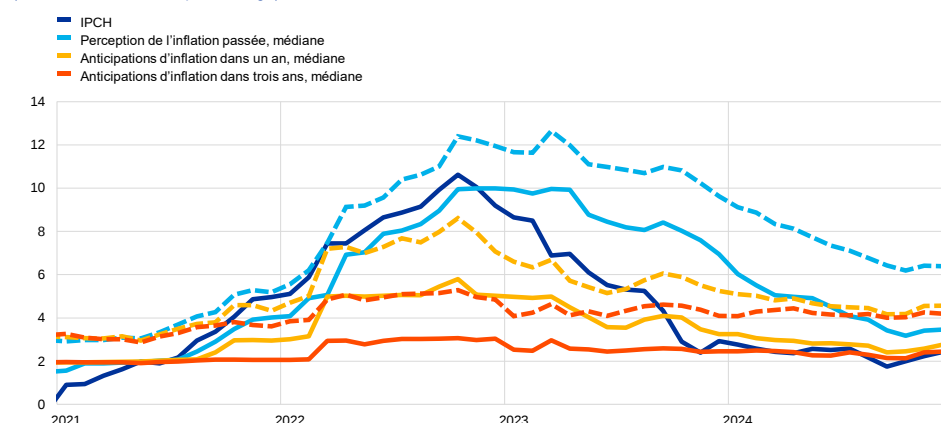
a) Inflation totale, mesures de la compensation de l'inflation extraites des instruments de marché, projections d'inflation et indicateurs des anticipations d'inflation tirés d'enquêtes

(variations annuelles en pourcentage)



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

(variations annuelles en pourcentage)



Sources : Eurostat, LSEG, Consensus Economics, BCE (enquête SMA, enquête EPP, enquête CES), Projections macroéconomiques pour la zone euro établies par les services de l'Eurosystème, décembre 2024 et calculs de la BCE.

Notes : Dans la partie a), les séries relatives aux mesures de la compensation de l'inflation extraites des instruments de marché se fondent sur le taux d'inflation au comptant à un an et sur les taux anticipés à un an dans un an, dans 2 ans et dans 3 ans. Pour les mesures de la compensation de l'inflation extraites des instruments de marché, les observations se rapportent au 29 janvier 2025. Les *inflation fixings* correspondent à l'inflation implicite tirée des *swaps* d'inflation zéro coupon dans la zone euro hors tabac. Pour le premier trimestre 2025, l'EPP a été réalisée entre le 7 et le 9 janvier 2025. La date d'arrêt pour les prévisions à long terme de Consensus Economics est le 13 janvier 2025. La date d'arrêt des données incluses dans les projections macroéconomiques établies par les services de l'Eurosystème est le 20 novembre 2024. Dans la partie b), pour l'enquête CES, les lignes en pointillés représentent la moyenne et les lignes continues représentent la médiane. Les dernières observations se rapportent à décembre 2024.

Au cours de la période sous revue allant du 12 décembre 2024 au 29 janvier 2025, la courbe à terme du taux sans risque à court terme en euros (€STR) s'est globalement déplacée vers le haut avec des fluctuations ponctuelles. Au début de la période, la courbe à terme s'est déplacée vers le bas. Toutefois, cette tendance s'est inversée vers la fin de l'année, évolution qui s'est poursuivie début janvier, sous l'effet du renchérissement de l'énergie et de publications de nouvelles données pour l'économie américaine, qui ont suscité des révisions à la hausse des anticipations d'inflation et ont contribué au rebond de la courbe à terme. En conséquence, à la fin de la période sous revue, les marchés ont intégré dans leurs prix des réductions cumulées de taux d'intérêt de 90 points de base dans la zone euro d'ici fin 2025. Les rendements des obligations souveraines à long terme ont également augmenté, d'un peu plus que les taux sans risque. Sur les marchés d'actions, les prix des actions de la zone euro ont augmenté, l'amélioration du sentiment à l'égard du risque ayant compensé l'impact de l'augmentation des taux sans risque, alors que les actions américaines ont globalement baissé, principalement en raison d'une diminution des prix des actions dans le secteur des technologies de l'information. Dans le même temps, sur les marchés des obligations d'entreprises de la zone euro, les écarts de rendement se sont resserrés pour les émetteurs bien notés (investment-grade) et à haut rendement (high-yield). Sur le marché des changes, l'euro s'est légèrement déprécié vis-à-vis du dollar américain et est resté globalement stable en termes pondérés des échanges commerciaux.

Les taux sans risque à court terme de la zone euro ont augmenté au cours de la période sous revue à la suite de la réunion de décembre du Conseil des gouverneurs. Le taux de référence €STR s'est établi en moyenne à 3,0 % sur la période sous revue, à la suite de la décision largement anticipée prise par le Conseil des gouverneurs lors de sa réunion de décembre d'abaisser les taux directeurs de la BCE de 25 points de base. L'excédent de liquidité est resté globalement stable, avec une hausse de 22 milliards d'euros environ pour s'établir à 2 923 milliards. Cette évolution reflète principalement le fait que les remboursements, en décembre, des fonds empruntés dans le cadre de la troisième série d'opérations de refinancement à plus long terme ciblées (TLTRO III) et la diminution des portefeuilles de titres détenus à des fins de politique monétaire, l'Eurosystème ne réinvestissant plus les remboursements au titre du principal des titres arrivant à échéance dans ses programmes d'achats d'actifs, ont été compensés par une baisse du solde des facteurs autonomes d'absorption de la liquidité. Après une baisse initiale, les anticipations relatives aux taux à court terme intégrées dans la courbe à terme ont commencé à augmenter vers la fin de l'année, évolution qui s'est poursuivie début janvier, les intervenants de marché ayant révisé leurs perspectives d'inflation à la suite d'un renchérissement de l'énergie. Les marchés financiers de la zone euro ont également réagi aux publications de données macroéconomiques meilleures que prévu pour l'économie américaine et aux anticipations d'un ralentissement du rythme futur des réductions de taux d'intérêt décidées par le Comité fédéral de l'*open market* (FOMC) aux États-Unis. Dans la zone euro, la courbe à terme des taux des *swaps* au jour le jour (OIS), qui est fondée sur l'€STR, a augmenté de 7 points de base pour les échéances à un an et de 24 points de base pour les échéances à

deux ans, reflétant les anticipations d'un ralentissement du rythme de l'assouplissement de la politique monétaire dans la zone euro. À la fin de la période sous revue, les marchés intégraient à leurs prix des baisses cumulées de taux d'intérêt de 90 points de base à fin 2025, soit 33 points de base de moins qu'au début de la période. Les taux d'intérêt sans risque à long terme dans la zone euro ont également augmenté au cours de la période sous revue. Le taux nominal des OIS à dix ans est ressorti à 2,4 %, soit une hausse totale de 32 points de base.

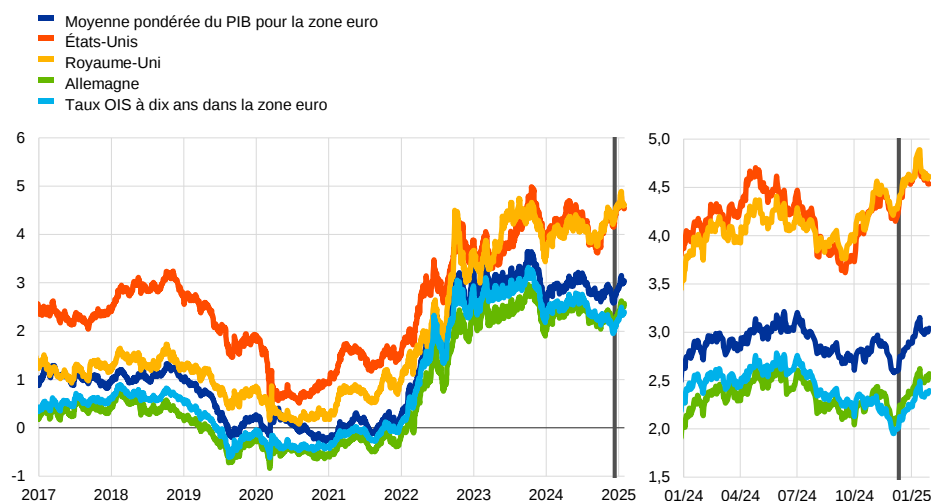
Les écarts de rendement des obligations souveraines de la zone euro à long terme par rapport aux taux sans risque ont légèrement augmenté (graphique 14).

Le rendement pondéré du PIB des obligations souveraines à dix ans de la zone euro s'est établi à 3,0 % à la fin de la période sous revue, soit une hausse de 35 points de base par rapport à son niveau de départ. Il en a résulté un élargissement de 4 points de base de l'écart par rapport au taux OIS. Les écarts de rendement des obligations souveraines se sont élargis entre les différentes juridictions, avec une dispersion relativement étroite entre la plupart des pays. Au niveau international, le rendement des titres du Trésor américain à dix ans a augmenté de 20 points de base, ressortant à 4,5 %, et le rendement des obligations souveraines à dix ans au Royaume-Uni s'est accru de 25 points de base, pour s'établir à 4,6 %.

Graphique 14

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

(en pourcentage annuel)



Sources : LSEG et calculs de la BCE.

Notes : La ligne verticale grise indique le début de la période sous revue (12 décembre 2024). Les dernières observations se rapportent au 29 janvier 2025.

Les cours des actions de la zone euro ont terminé la période sous revue à des niveaux légèrement plus élevés.

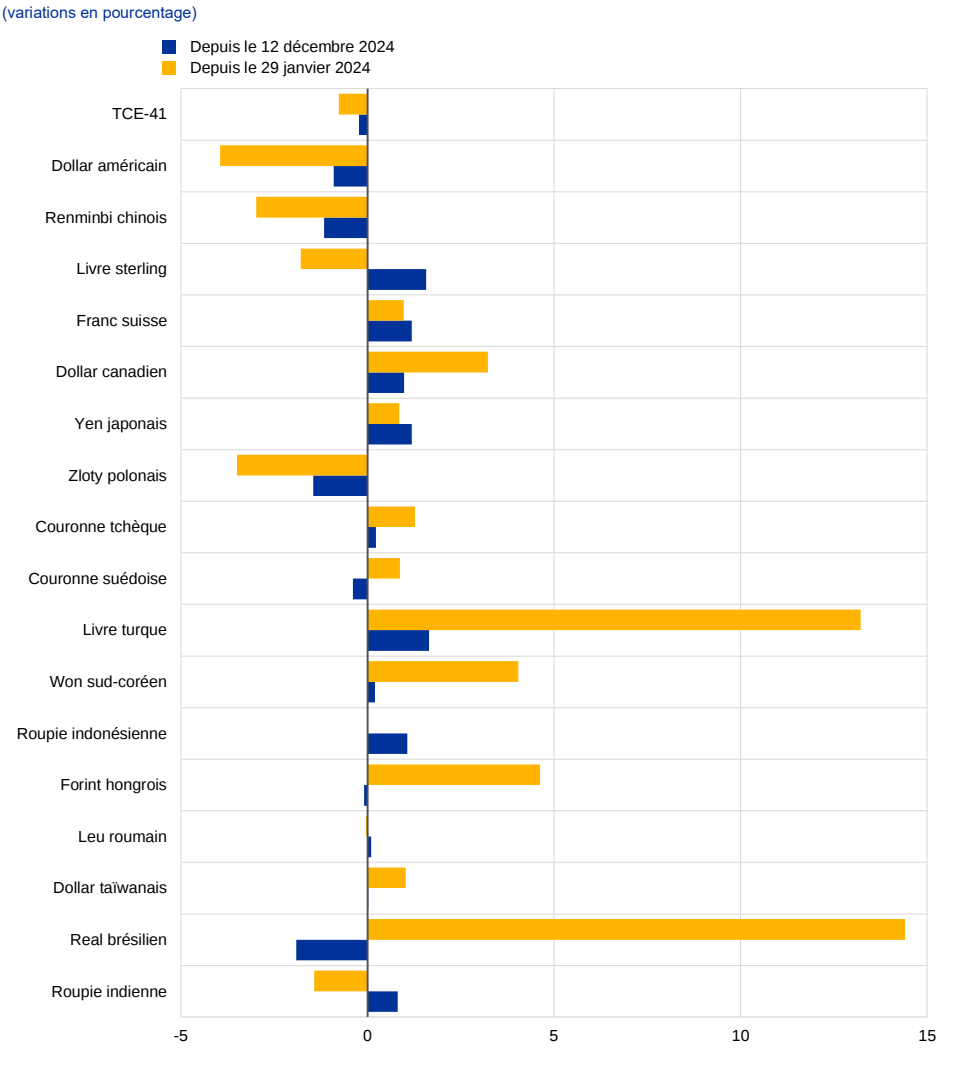
Malgré la hausse des taux d'intérêt, les indices boursiers larges ont augmenté de 4,6 % après une baisse initiale, soutenus par l'amélioration du sentiment à l'égard du risque dans le contexte du très faible nombre de surprises notables dans les données macroéconomiques. Les indices boursiers correspondants aux États-Unis ont légèrement baissé, de 0,2 %, reflétant

le changement de perspectives des participants de marché sur la politique monétaire. Dans la zone euro, les prix des actions des sociétés non financières ont augmenté de 3,6 %, tandis que ceux des banques et des autres sociétés financières se sont accrus de 10,9 % et 8,1 %, respectivement. Aux États-Unis, les prix des actions des banques et des autres sociétés financières ont augmenté de 6,6 % et 3,1 %, alors que pour les sociétés non financières, ils ont diminué de 0,5 %. La baisse des prix des actions des sociétés non financières résulte principalement d'une diminution dans le secteur des technologies de l'information.

Les écarts de rendement des obligations d'entreprises se sont resserrés à la fois au sein du compartiment bien noté (*investment-grade*) et du compartiment à rendement élevé (*high-yield*). Le sentiment positif sur les marchés s'est également reflété dans les écarts de rendement des obligations d'entreprise, qui, dans un contexte de volatilité, se sont resserrés à la fois sur le compartiment bien noté (*investment-grade*) et sur le compartiment à rendement élevé (*high-yield segment*) de 5 points de base au total. Le resserrement sur le compartiment bien noté résulte d'une baisse de 7 points de base des écarts de rendement sur les obligations émises par les sociétés financières, tandis que les écarts de rendement sur les obligations des sociétés non financières ont baissé de 4 points de base.

Sur les marchés des changes, l'euro s'est légèrement déprécié vis-à-vis du dollar américain et il est resté globalement stable en termes pondérés des échanges commerciaux (graphique 15). Le taux de change effectif nominal de l'euro, mesuré par rapport aux monnaies des 41 principaux partenaires commerciaux de la zone euro, a été globalement stable (baissant de 0,2 %) au cours de la période sous revue, étant donné les évolutions compensatrices des taux de change vis-à-vis des principales devises. La dépréciation de l'euro vis-à-vis du dollar (de 0,9 %) résulte largement de facteurs propres aux États-Unis, tels que la réaction du marché à la réunion de décembre du Comité fédéral de l'*open market*, des publications de données macroéconomiques solides pour les États-Unis et de l'anticipation des politiques économiques de la nouvelle administration américaine. L'euro s'est déprécié de 1,2 % vis-à-vis du renminbi chinois, tandis que celui-ci s'est affaibli par rapport au dollar, quoique dans une moindre mesure. À l'inverse, l'euro s'est apprécié de 1,6 % vis-à-vis de la livre sterling, dans un contexte d'anticipations croissantes de futures réductions de taux par la Banque d'Angleterre, de données économiques plus faibles au Royaume-Uni et d'incertitudes relatives aux perspectives budgétaires des administrations publiques. Après une appréciation soutenue sur la majeure partie de 2024, le franc suisse s'est déprécié de 1,2 % vis-à-vis de l'euro après une réduction de taux plus importante que prévu par la Banque nationale suisse en décembre. L'euro s'est également apprécié de 1,2 % par rapport au yen japonais. Au cours de la période sous revue, l'euro a peu évolué vis-à-vis de la plupart des monnaies des principaux marchés avancés et émergents.

Graphique 15
 Évolutions du taux de change de l'euro vis-à-vis d'une sélection de monnaies



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 29 janvier 2025.

Si les conditions de financement demeurent strictes, le coût des emprunts pour les entreprises et les ménages diminue progressivement à la suite des baisses des taux directeurs de la BCE. En novembre 2024, les coûts de financement des banques et les taux débiteurs bancaires ont continué de diminuer progressivement par rapport à leurs plus hauts niveaux. Les taux d'intérêt moyens des nouveaux crédits aux entreprises et des nouveaux prêts hypothécaires ont baissé en novembre, à 4,5 % et 3,5 %, respectivement. La croissance des prêts aux entreprises et aux ménages s'est accélérée en décembre, mais est restée faible, reflétant une demande toujours atone et des critères d'octroi toujours restrictifs. Sur la période allant du 12 décembre 2024 au 29 janvier 2025, le coût pour les entreprises du financement par endettement de marché a augmenté, tandis que celui du financement par émission d'actions a diminué, reflétant la hausse du taux d'intérêt sans risque à long terme et la diminution de la prime de risque sur actions. Selon l'enquête de janvier 2025 sur la distribution du crédit bancaire dans la zone euro, les critères d'octroi pour les prêts aux entreprises se sont durcis au quatrième trimestre 2024, en raison d'une hausse des risques perçus et d'une moindre tolérance au risque. Les critères d'octroi sont demeurés inchangés pour les prêts au logement, après trois trimestres d'assouplissement. La demande de prêts au logement a fortement rebondi, tandis que la demande de prêts des entreprises est demeurée atone. Dans la dernière enquête sur l'accès des entreprises au financement (enquête SAFE) pour le quatrième trimestre 2024, les entreprises ont fait état d'une baisse des taux d'intérêt bancaires et d'un nouveau léger durcissement des autres conditions des prêts. Les entreprises ont également indiqué qu'il n'y avait pas eu de changement dans les besoins de prêts bancaires et une légère réduction de la disponibilité des prêts bancaires. Le taux de croissance annuel de l'agrégat monétaire large (M3) a légèrement diminué pour s'établir à 3,5 % en décembre.

Les coûts de financement des banques de la zone euro ont continué de baisser progressivement par rapport à leurs plus hauts niveaux, reflétant les réductions récentes des taux directeurs de la BCE et la trajectoire anticipée des taux d'intérêt.

Le coût composite du financement par endettement des banques de la zone euro a légèrement fléchi en novembre 2024, s'établissant à 1,9 % (graphique 16, partie a). Si la diminution des coûts de financement des banques a principalement résulté d'une baisse des rendements des obligations bancaires (graphique 16, partie b), les données disponibles jusqu'au 29 janvier montrent qu'une réévaluation des taux sans risque a récemment exercé une pression à la hausse sur ces rendements. Les taux moyens appliqués aux dépôts ont encore baissé, le taux composite s'établissant à 1,2 % en novembre, sous l'effet de la baisse des taux d'intérêt appliqués aux dépôts à terme pour les entreprises et les ménages. En revanche, les taux sur les dépôts à vue et les dépôts remboursables avec préavis sont restés globalement inchangés.

Les bilans des banques ont été globalement solides, malgré l'atonie de l'environnement économique.

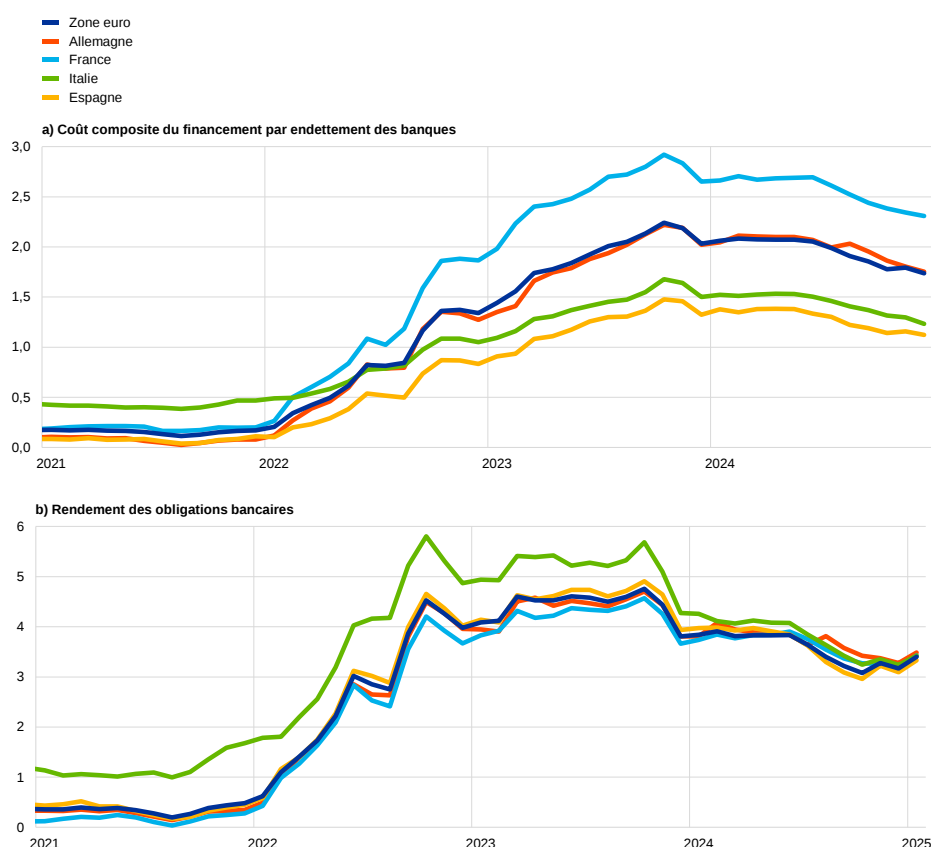
Au troisième trimestre 2024, la capitalisation des banques est demeurée globalement stable, avec des ratios de fonds propres dépassant largement 15 % et des coussins de fonds propres volontaires supérieurs

aux exigences de fonds propres de base de catégorie 1 (*Common Equity Tier 1*, CET1). La rentabilité des banques est restée élevée au troisième trimestre 2024, même si les pressions à la baisse sur les bénéfices sur les actifs à taux variable constitueront un facteur défavorable pour les revenus d'intérêts, les pertes sur prêts commençant à augmenter. Les prêts non performants sont restés globalement inchangés, se situant à un niveau proche des points bas historiques observés au premier trimestre 2023. Toutefois, la proportion de prêts sous-performants (stade 2) a légèrement augmenté en 2024, en particulier en ce qui concerne les petites entreprises et l'immobilier commercial, ce qui indique une détérioration de la qualité des actifs et une hausse des coûts de provisionnement pour les banques à l'avenir.

Graphique 16

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

(en pourcentages annuels)



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

Notes : Les coûts de financement composites des banques correspondent à une moyenne pondérée du coût composite des dépôts et du financement de marché non sécurisé. Le coût composite des dépôts est calculé comme une moyenne des taux des nouveaux contrats de dépôt à vue, de dépôt à terme et de dépôt remboursable avec préavis, pondérés par leurs encours respectifs. Les rendements des obligations bancaires correspondent aux moyennes mensuelles des obligations de la tranche senior. Les dernières observations se rapportent à décembre 2024 pour le coût composite du financement par endettement des banques (partie a) et au 29 janvier 2025 pour les rendements des obligations bancaires (partie b).

Les taux d'intérêt des prêts bancaires accordés aux entreprises et aux ménages ont encore baissé.

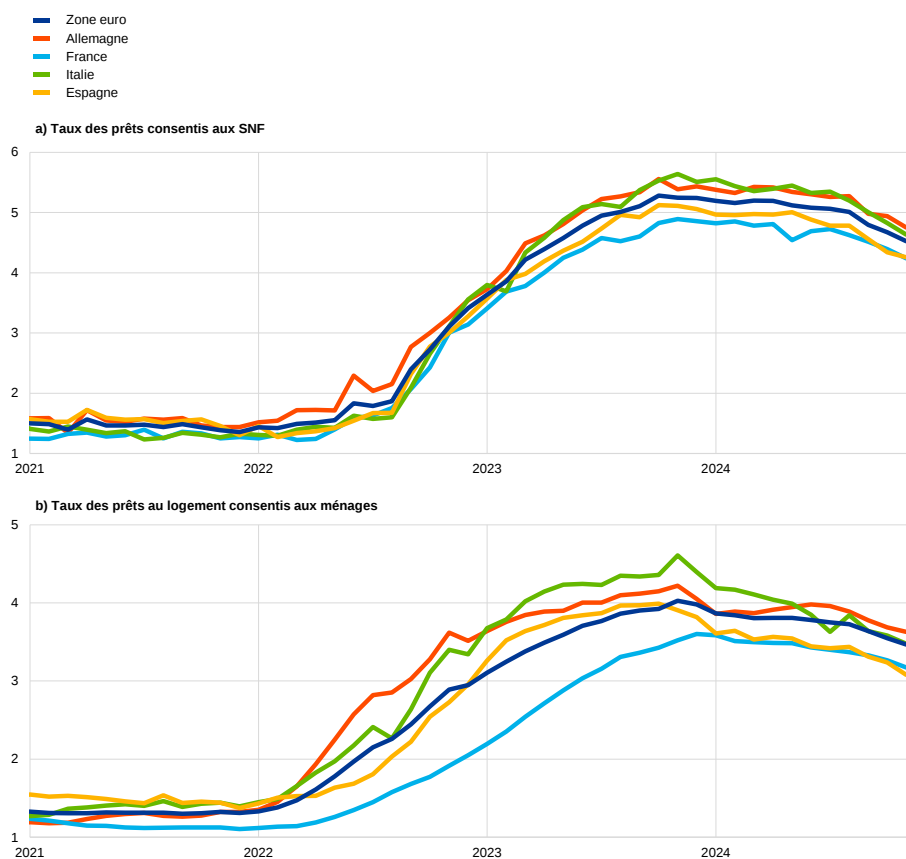
Les taux débiteurs appliqués aux prêts aux entreprises et aux ménages ont diminué depuis l'été 2024, reflétant la baisse des taux directeurs (graphique 17). En novembre 2024, les taux débiteurs appliqués aux nouveaux prêts consentis aux sociétés non financières (SNF) ont diminué de

15 points de base pour s'établir à 4,52 %, environ 80 points de base au-dessous de leur point haut d'octobre 2023 (graphique 17, partie a), cette baisse concernant les principaux pays de la zone euro. L'écart entre les taux d'intérêt appliqués aux prêts aux entreprises de petite et de grande taille s'est creusé en novembre pour s'établir à 0,48 %. Les taux débiteurs appliqués aux nouveaux prêts au logement consentis aux ménages ont légèrement fléchi, de 8 points de base, pour s'établir à 3,47 % en novembre, soit 60 points de base environ au-dessous de leur pic de novembre 2023 (graphique 16, partie b), avec des variations d'un pays à l'autre. La baisse a été généralisée sur l'ensemble des périodes de fixation et plus prononcée pour les prêts hypothécaires à taux variable, qui sont néanmoins demeurés plus coûteux que ceux accordés à taux fixe.

Graphique 17

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

(en pourcentages annuels)



Sources : BCE et calculs de la BCE.

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

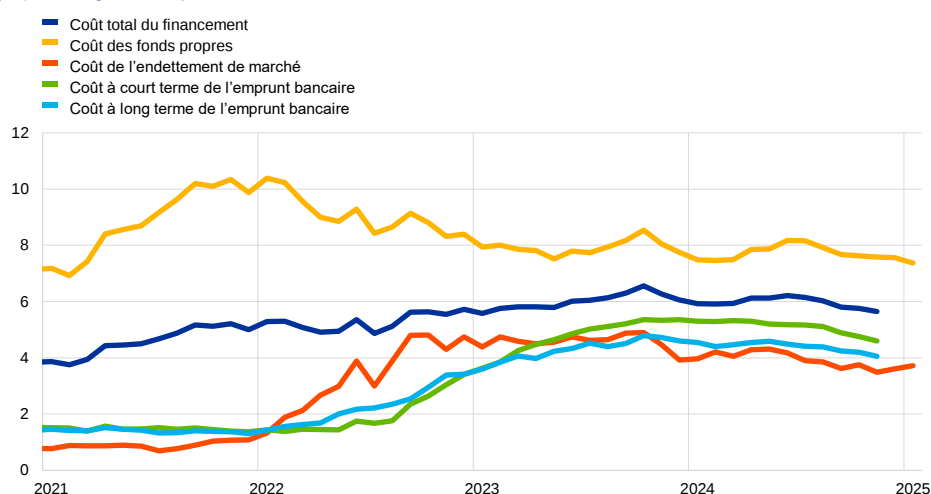
Sur la période allant du 12 décembre 2024 au 29 janvier 2025, le coût pour les entreprises du financement par endettement de marché a augmenté, tandis que le coût du financement par émission d'actions a diminué. Sur la base des données mensuelles, disponibles jusqu'en novembre 2024, le coût total du financement pour les SNF – c'est-à-dire le coût composite de l'emprunt bancaire,

de l'endettement de marché et des fonds propres – a diminué en novembre par rapport au mois précédent et s'est établi à 5,6 %, glissant encore davantage au-dessous du point haut sur plusieurs années atteint en octobre 2023 (graphique 18) ⁸. La diminution enregistrée en novembre 2024 s'explique par la baisse des coûts de l'endettement de marché et de l'emprunt bancaire, tandis que le coût du financement par émission d'actions est resté pratiquement inchangé. Les données quotidiennes couvrant la période allant du 12 décembre 2024 au 29 janvier 2025 montrent que le coût du financement par endettement de marché a augmenté, sous l'effet d'un déplacement vers le haut de la courbe des *swaps* au jour le jour (OIS). Dans le même temps, le coût du financement par émission d'actions a diminué à la suite d'une baisse de la prime de risque sur actions compensant la hausse du taux sans risque à long terme – approximé par le taux des OIS à dix ans.

Graphique 18

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

(en pourcentages annuels)



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

Notes : Le coût total du financement des sociétés non financières (SNF) est fondé sur des données mensuelles et calculé comme une moyenne pondérée des coûts de l'emprunt auprès des banques à court et à long terme (données moyennes mensuelles), de l'endettement de marché et des fonds propres (données de fin de mois), sur la base de leurs encours respectifs. Les dernières observations se rapportent au 29 janvier 2025 pour le coût de l'endettement de marché et le coût des fonds propres (données quotidiennes) et à novembre 2024 pour le coût total du financement et le coût de l'emprunt auprès des banques (données mensuelles).

La croissance des prêts aux entreprises et aux ménages s'est accélérée en décembre, mais est restée faible, reflétant une demande toujours atone et des critères d'octroi toujours restrictifs.

Le taux de croissance annuel des prêts bancaires aux entreprises a atteint 1,5 % en décembre 2024, après 1,0 % en novembre, grâce à un flux mensuel soutenu, mais est demeuré bien inférieur à sa moyenne historique de 4,8 % (graphique 19, partie a). En revanche, le taux de croissance annuel des titres de créance des entreprises est revenu à 3,2 % en décembre, après 3,6 % en novembre. Le taux de croissance annuel des prêts aux ménages s'est encore renforcé, ressortant à 1,1 % en décembre, après 0,9 % en

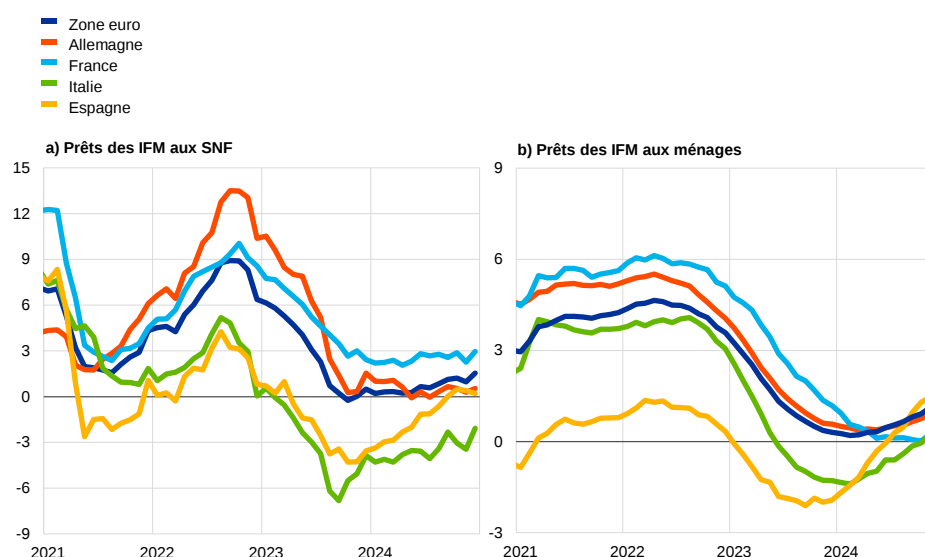
⁸ En raison de décalages dans la disponibilité des données relatives au coût de l'emprunt auprès des banques, les données relatives au coût total du financement des SNF ne sont disponibles que jusqu'à novembre 2024.

novembre, tout en demeurant bien inférieur à sa moyenne historique (graphique 19, partie b). Cette reprise progressive a continué d'être portée par les prêts au logement. Le crédit à la consommation a enregistré une croissance de 3,6 % en décembre, tandis que les autres prêts aux ménages, y compris les prêts aux entrepreneurs individuels, continuent de se contracter, mais à un rythme moins soutenu. L'enquête de la BCE sur les anticipations des consommateurs (*Consumer Expectations Survey*) de novembre 2024 a montré que le pourcentage de ménages qui perçoivent que l'accès au crédit a été plus difficile est toujours supérieur à celui des ménages qui perçoivent que l'accès au crédit a été plus facile.

Graphique 19

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

(variations annuelles en pourcentage)



Sources : BCE et calculs de la BCE.

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

Dans l'enquête sur la distribution du crédit bancaire dans la zone euro de janvier 2025, les banques ont fait état d'un nouveau durcissement des critères d'octroi pour les prêts aux entreprises au quatrième trimestre 2024, et de critères d'octroi globalement inchangés pour les prêts au logement, après trois trimestres d'assouplissement (graphique 20). Les critères d'octroi pour les prêts aux entreprises ont connu le resserrement (net) le plus prononcé depuis le troisième trimestre 2023, qui s'est accompagné d'une hausse de la part des demandes refusées. Le resserrement net s'explique par une perception plus forte des risques liés aux perspectives économiques et par une tolérance au risque plus faible de la part des banques. Les banques ont déclaré des critères d'octroi globalement inchangés pour les prêts au logement accordés aux ménages, et une légère réduction de la part des demandes refusées. La stabilité des critères d'octroi pour les prêts au logement contraste avec l'assouplissement net important que les banques attendaient pour le trimestre précédent. En termes de déterminants, tandis que la concurrence entre les banques a exercé une pression à la baisse sur les critères d'octroi pour les prêts au logement, la tolérance au risque des banques et

les perceptions des risques ont eu un effet de durcissement. Pour les crédits à la consommation et les autres prêts aux ménages, les banques font état d'une hausse (nette) de la part de demandes refusées et un nouveau durcissement (net) des critères d'octroi de crédits, principalement liés aux perceptions des risques et à la tolérance au risque des banques. Pour le premier trimestre 2025, les banques de la zone euro s'attendent à un nouveau durcissement des critères d'octroi pour les prêts aux entreprises, le crédit à la consommation et les prêts au logement.

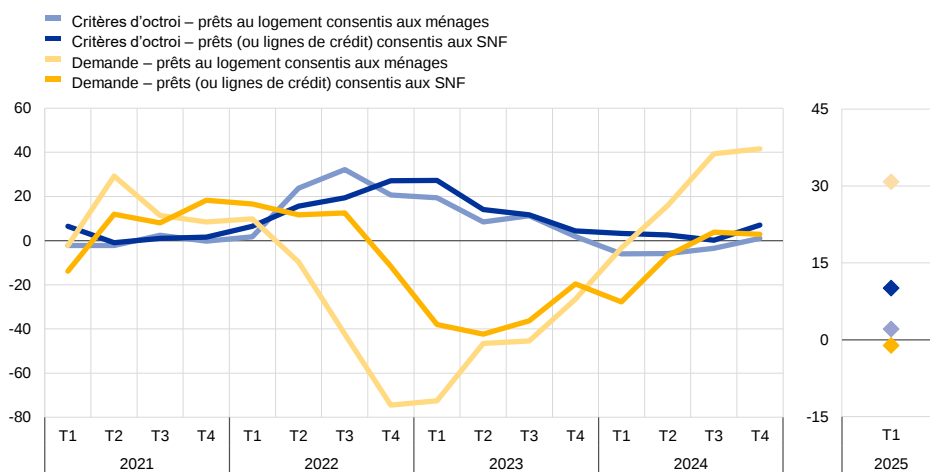
Au quatrième trimestre 2024, les banques ont déclaré une légère hausse de la demande de prêts des entreprises, même si celle-ci est restée faible dans l'ensemble, tandis que la demande de prêts au logement a poursuivi son fort rebond.

La hausse de la demande de prêts par les entreprises s'explique par une baisse des taux d'intérêt, tandis que l'investissement fixe a exercé un impact modéré. Pour les prêts au logement, la forte hausse de la demande a reflété principalement le repli des taux d'intérêt et, dans une moindre mesure, l'amélioration des perspectives sur le marché de l'immobilier résidentiel. Si la demande de crédits à la consommation a également été soutenue par la baisse des taux d'intérêt, elle a été ralentie par le manque de confiance des consommateurs ainsi que par la faiblesse des dépenses en biens durables et le recours à des financements alternatifs par d'autres banques ou par des établissements non bancaires. Pour le premier trimestre 2025, les banques s'attendent à une demande globalement inchangée de prêts aux entreprises et à une nouvelle hausse de la demande de prêts aux ménages.

Graphique 20

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

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



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

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

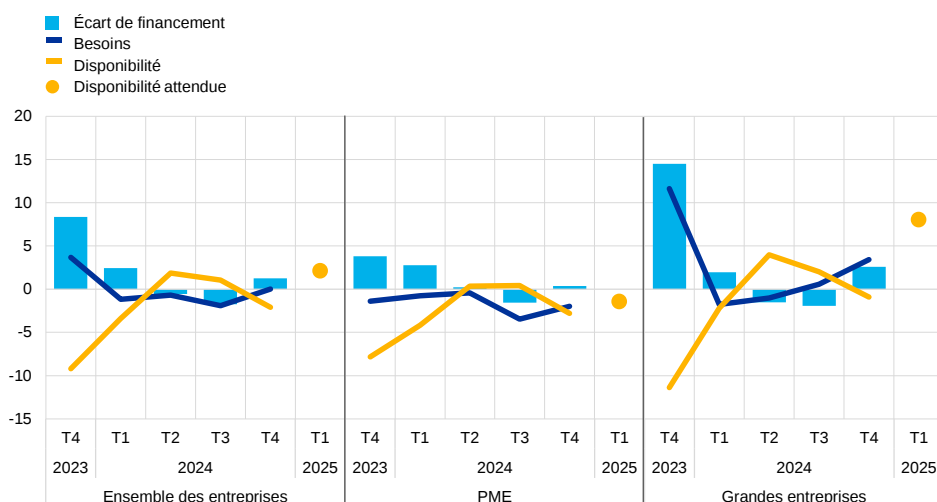
Les questions *ad hoc* des enquêtes ont suggéré que l'accès au financement s'est légèrement détérioré et que les risques perçus pour la qualité du crédit ont eu un effet de durcissement sur les critères d'octroi de prêts aux entreprises et aux consommateurs. Les banques ont déclaré que leur accès aux financements s'est légèrement détérioré pour le financement de détail, les marchés monétaires et les titres de créance au dernier trimestre 2024. Les mesures prudentielles et réglementaires ont contribué à une augmentation des exigences de fonds propres des banques ainsi que de leurs actifs liquides et pondérés des risques, ce qui a contribué à un durcissement des critères d'octroi en particulier pour les prêts aux entreprises. La qualité du crédit perçue dans les portefeuilles de prêts des banques a également eu un effet de durcissement important sur les critères d'octroi des prêts aux entreprises et des crédits à la consommation au second semestre 2024, tandis que l'impact a été neutre pour les prêts au logement. Au cours de cette même période, les critères d'octroi aux entreprises ont continué à se durcir dans tous les grands secteurs d'activité, et en particulier dans l'immobilier commercial, le commerce de gros et de détail, la construction et l'industrie manufacturière à forte intensité énergétique. La demande nette de prêts a diminué dans l'immobilier commercial, la construction et l'industrie manufacturière à forte intensité énergétique, et elle est restée globalement inchangée dans les autres secteurs. Les banques ont déclaré que la réduction de l'excédent de liquidité au sein de l'Eurosystème a eu un impact neutre sur les conditions d'octroi de prêts bancaires au second semestre 2024, et un résultat similaire est attendu pour le premier semestre 2025.

Dans la dernière enquête sur l'accès des entreprises au financement (SAFE), les entreprises ont fait état d'une baisse des taux d'intérêt bancaires, tout en notant un nouveau durcissement léger des autres conditions de prêt. Au quatrième trimestre 2024, un pourcentage net de 4 % des entreprises a confirmé une baisse des taux d'intérêt des banques, par rapport à un pourcentage net de 4 % déclarant des hausses au précédent trimestre. Dans le même temps, un pourcentage net de 22 % des entreprises (contre 30 % au troisième trimestre 2024) a indiqué une hausse des autres coûts de financement, tels que les charges, les frais et les commissions. Les entreprises ont également fait état d'exigences de garanties plus strictes qu'au troisième trimestre 2024.

Graphique 21

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

(en pourcentages nets de participants)



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

Notes : « PME » signifie « petites et moyennes entreprises ». Les pourcentages nets correspondent à la différence entre le pourcentage d'entreprises déclarant une hausse de la disponibilité des prêts bancaires (besoin et disponibilité attendue, respectivement) et le pourcentage déclarant une baisse de la disponibilité au cours des trois derniers mois. L'indicateur de l'écart de financement combine les besoins de financement et la disponibilité des prêts bancaires au niveau de l'entreprise. L'indicateur de l'évolution perçue de l'écart de financement prend une valeur égale à 1 (– 1) si le besoin augmente (diminue) tandis que la disponibilité diminue (augmente). Si les entreprises ne perçoivent qu'une hausse (baisse) unilatérale de l'écart de financement, on assigne à la variable une valeur de 0,5 (– 0,5). Une valeur positive de l'indicateur signale un élargissement de l'écart de financement. La disponibilité attendue a été décalée d'une période afin de permettre une comparaison directe avec les réalisations. Les valeurs sont multipliées par 100 pour obtenir des soldes nets pondérés en pourcentages. Les chiffres se rapportent au pilote 2 et aux campagnes 30 à 33 de l'enquête SAFE (octobre-décembre 2023 à octobre-décembre 2024).

Les entreprises n'ont pas observé d'évolution dans les besoins de prêts bancaires et elles font état d'une légère baisse de la disponibilité de ces prêts, peu d'entre elles s'attendant à des améliorations significatives de cette disponibilité au cours des trois prochains mois (graphique 21). La légère baisse de la disponibilité des prêts bancaires au quatrième trimestre 2024 a coïncidé avec le durcissement récent des politiques de crédit bancaire, en particulier s'agissant des critères d'octroi, comme l'a souligné l'enquête sur la distribution du crédit bancaire dans la zone euro pour la même période. L'écart de financement pour les prêts bancaires – un indice rendant compte de la différence entre les variations des besoins et celles de la disponibilité – s'est élargi pour un pourcentage net de 1 % des entreprises, alors que 2 % nets des entreprises ont fait face à un resserrement de cet écart au trimestre précédent. À plus long terme, les entreprises (principalement les grandes entreprises) s'attendent à des améliorations modestes de la disponibilité des prêts bancaires au cours des trois prochains mois, tandis que les PME anticipent une légère baisse de la disponibilité des prêts.

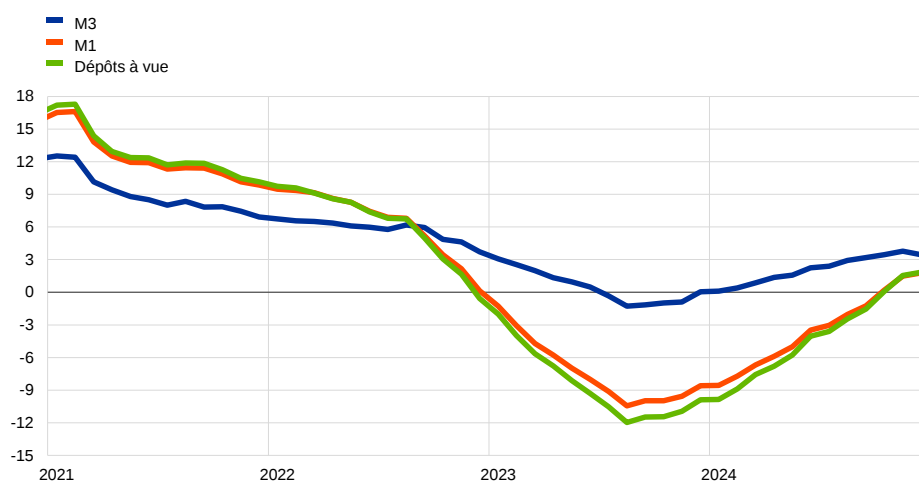
Le taux de croissance annuel de l'agrégat monétaire large (M3) dans la zone euro a reculé légèrement pour revenir à 3,5 % en décembre, dans un contexte de volatilité mensuelle. La croissance annuelle de M3 s'est établie à 3,5 % en décembre 2024, en baisse après 3,8 % en novembre mais globalement inchangée par rapport à octobre (graphique 22). La variation annuelle de l'agrégat monétaire étroit (M1), qui comprend les actifs les plus liquides de M3, a encore augmenté, à 1,8 % en décembre par rapport à 1,5 % en novembre. Le taux de croissance

annuel des dépôts à vue (l'une des composantes de M1) a atteint 1,8 % en décembre, après 1,5 % en novembre. La contribution des flux extérieurs nets, qui constitue la principale source de création monétaire depuis fin 2023, montre quelques signes d'affaiblissement, tandis que la contribution des prêts aux entreprises et aux ménages s'accroît. En revanche, la poursuite de la contraction du bilan de l'Eurosystème et l'émission d'obligations bancaires à long terme (qui ne sont pas incluses dans M3), dans un contexte de suppression progressive du financement par les opérations de refinancement à plus long terme ciblées (TLTRO) à fin 2024 ont continué à apporter une contribution négative à la croissance de M3.

Graphique 22

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 décembre 2024.

Encadrés

1 Les perspectives d'inflation dans le secteur des services aux États-Unis et au Royaume-Uni

Filippo Arigoni, Baptiste Meunier, Isabella Moder et Adrian Schmith

Si l'inflation totale s'est nettement ralentie dans l'ensemble des économies avancées ces deux dernières années, l'inflation dans les services est demeurée élevée. Depuis le pic atteint mi 2022, l'inflation totale dans les économies avancées (hors zone euro) a nettement reculé, à la faveur principalement de contributions en baisse ou négatives des prix de l'énergie et des biens hors produits alimentaires et énergie (*core goods* ; graphique A). Dans le même temps, l'inflation dans le secteur des services est restée élevée, représentant de loin la composante la plus importante de l'inflation totale ¹. Cet encadré analyse les principaux déterminants de l'inflation dans les services aux États-Unis et au Royaume-Uni, en distinguant d'une part la hausse des prix des services hors loyers et d'autre part l'augmentation des loyers, car elles suivent des dynamiques différentes. Plus précisément, l'encadré met en évidence le rôle des tensions sur le marché du travail et de la dynamique de rattrapage de l'inflation dans le secteur des services hors loyers ².

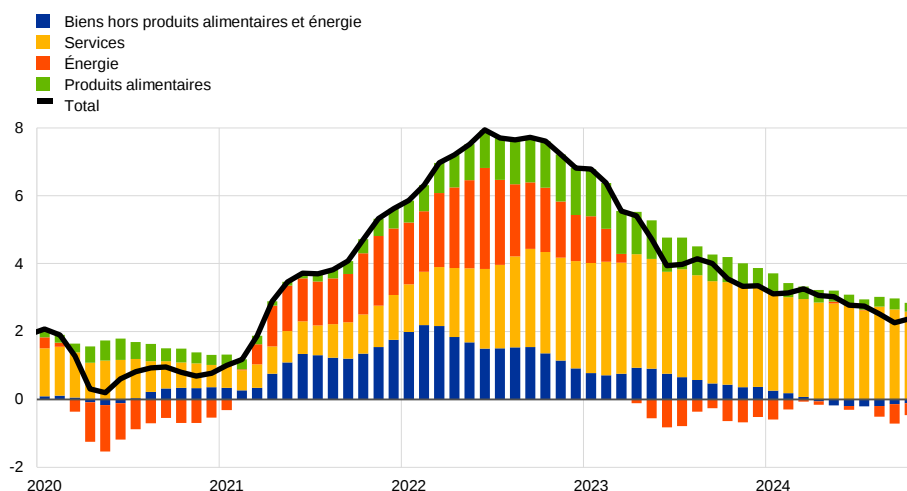
¹ Un des facteurs à l'origine de la forte contribution de l'inflation dans les services, par rapport aux biens hors produits alimentaires et énergie, à l'énergie ou aux produits alimentaires, tient à la pondération plus importante des services dans l'indice des prix à la consommation (IPC) : 53,9 % sur la base des pondérations de l'OCDE, contre 25,6 % pour les biens hors produits alimentaires et énergie, 12,7 % pour les produits alimentaires et 7,8 % pour l'énergie. Cela peut aussi refléter une transmission des chocs sur les prix de l'énergie plus lente pour la hausse des prix des services que pour celle des prix de l'énergie et des biens hors produits alimentaires et énergie (cf., par exemple, Kilian (L.), « *The Economic Effects of Energy Price Shocks* », *Journal of Economic Literature*, vol. 46, Issue 4, décembre 2008, p. 871-909).

² Pour une analyse du rôle de la dynamique de rattrapage de la hausse des salaires dans la zone euro, cf. l'encadré intitulé « [Les évolutions récentes des salaires et le rôle du glissement des salaires \(*wage drift*\)](#) », *Bulletin économique*, n° 6, BCE, 2024.

Graphique A

Inflation totale dans une sélection d'économies avancées

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



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

Notes : Construite comme la moyenne pondérée de huit économies avancées hors zone euro (États-Unis, Royaume-Uni, Canada, Japon, Norvège, Danemark, Suède, Suisse). Les dernières observations se rapportent à octobre 2024.

Dans le cas de l'inflation dans les services hors loyers, l'analyse empirique suggère que la croissance des salaires a été un facteur déterminant.

Les résultats d'une analyse économétrique indiquent que la hausse des salaires a généralement été le principal facteur à l'origine de l'inflation dans les services de base (*core services*) hors loyers (graphique B) ³. Les prix des intrants ont également joué un rôle important dans la forte accélération de l'inflation dans le secteur des services en 2022 et 2023, quand l'augmentation des prix à la production a été poussée à la hausse par des goulets d'étranglement du côté de l'offre et d'importants chocs énergétiques, atteignant des niveaux deux fois plus élevés qu'avant le début de la pandémie de COVID-19 ⁴. Toutefois, les tensions sur les prix des intrants ayant diminué dans un contexte de nette décélération de la hausse des prix à la production, les tensions sur les salaires nominaux sont devenues le principal facteur à l'origine de l'inflation dans les services. Les tensions inflationnistes, qui provenaient jusqu'alors de facteurs mondiaux, sont devenues imputables à des facteurs domestiques, reflétant des effets de second tour à mesure

³ Le modèle, fondé sur le [Monetary Policy Report – August 2024](#) de la Banque d'Angleterre, est un modèle autorégressif à retards échelonnés (ARDL), avec l'inflation dans les services hors loyers comme variable endogène, et la croissance des salaires nominaux, la productivité du travail et la hausse des prix à la production comme variables exogènes, et est estimé à partir des données allant de 1988 à 2024. En ligne avec la littérature montrant que les variations de prix sont influencées par le différentiel entre les salaires nominaux et la productivité du travail (quand la croissance des salaires nominaux dépasse la croissance de la productivité du travail, le coût du travail par unité de production augmente, poussant les prix à la hausse ; cf., par exemple, Barlevy (G.) et Hu (L.), « [Unit Labor Costs and Inflation in the Non-Housing Service Sector](#) », *Chicago Fed Letter*, n° 477, Banque fédérale de réserve de Chicago, mars 2023), la contribution du différentiel salaires-productivité est calculée comme la somme des contributions de la croissance des salaires nominaux (qui a un coefficient positif dans le modèle, une hausse des salaires se répercutant, dans une certaine mesure, sur les prix à la consommation) et de la productivité du travail (qui a un coefficient négatif dans le modèle, une productivité plus élevée entraînant une baisse des prix unitaires).

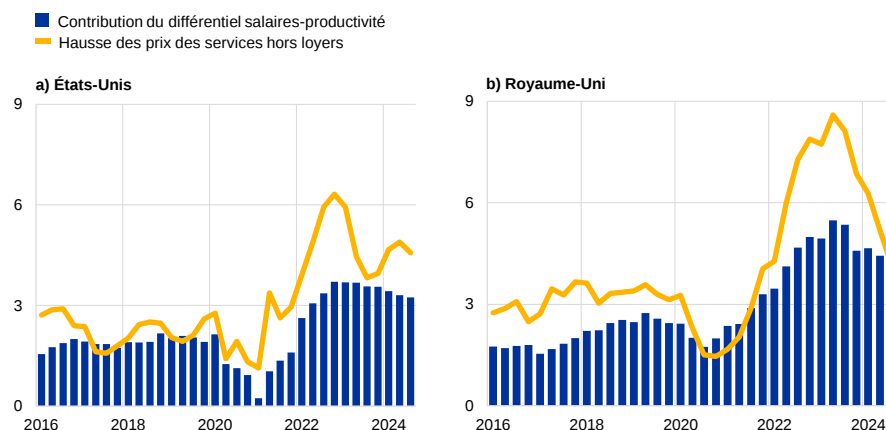
⁴ Les prix à la production se rapportent aux produits agricoles et aux produits manufacturés pour les États-Unis, et aux produits manufacturés pour le Royaume-Uni.

que les salaires nominaux commencent à rattraper l'inflation ⁵. Ce déplacement est cohérent avec la persistance d'une croissance élevée des salaires nominaux aux États-Unis et au Royaume-Uni, à 3,9 % et 5,3 %, respectivement, au deuxième trimestre 2024, et avec une inflation persistante dans le secteur des services, malgré des pressions à la baisse résultant d'autres facteurs.

Graphique B

Contribution des salaires à l'inflation dans les services de base hors loyers

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



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

Notes : La décomposition est fondée sur le *Monetary Policy Report – August 2024* de la Banque d'Angleterre. Le modèle employé est un modèle ARDL qui utilise l'inflation dans les services hors loyers, la croissance des salaires, la productivité du travail et la hausse des prix à la production, estimées à partir des données trimestrielles allant de 1988 à 2024. Le différentiel salaires-productivité est calculé comme la somme des contributions respectives de la croissance des salaires nominaux et de la productivité du travail. Les dernières observations se rapportent au troisième trimestre 2024.

Les tensions sur le marché du travail et la dynamique de rattrapage ont constitué les principaux contributeurs à l'accélération post-pandémie de la croissance des salaires et à sa récente modération. Un examen des facteurs qui sous-tendent la hausse des salaires nominaux suggère qu'une large part des évolutions de la croissance des salaires aux États-Unis et au Royaume-Uni peut être attribuée aux tensions sur le marché du travail et à l'inflation retardée, reflétant les effets de second tour liés au fait que les salaires nominaux rattrapent l'inflation précédemment enregistrée (graphique C) ⁶. Aux États-Unis, les tensions sur le marché du travail et les taux d'inflation élevés ont contribué à l'accélération des salaires depuis 2021. Après le pic de mi 2022, la croissance des salaires a recommencé à fléchir, en raison, à part égale, d'un assouplissement des tensions sur le marché du travail et d'une inflation moins élevée. En revanche, au Royaume-Uni, les contributions de ces deux facteurs à la croissance des salaires sont intervenues à des moments différents. Les tensions sur le marché du travail ont

⁵ Même si elles ne sont pas capturées directement dans le modèle, les marges des entreprises sont également susceptibles d'avoir joué un rôle dans la forte hausse de l'inflation, comme le montrent, pour les États-Unis, Gerinovics (R.) et Metelli (L.), « *The evolution of firm markups in the US and implications for headline and core inflation* », VoxEU, Centre for Economic Policy Research, décembre 2023, et, pour le Royaume-Uni, Bunn (P.), Anayi (L.S.), Bloom, (N.), Mizen (P.), Thwaites (G.) et Yotzov (I.), « *Firming up Price Inflation* », NBER Working Paper, n° 30505, National Bureau of Economic Research, septembre 2022.

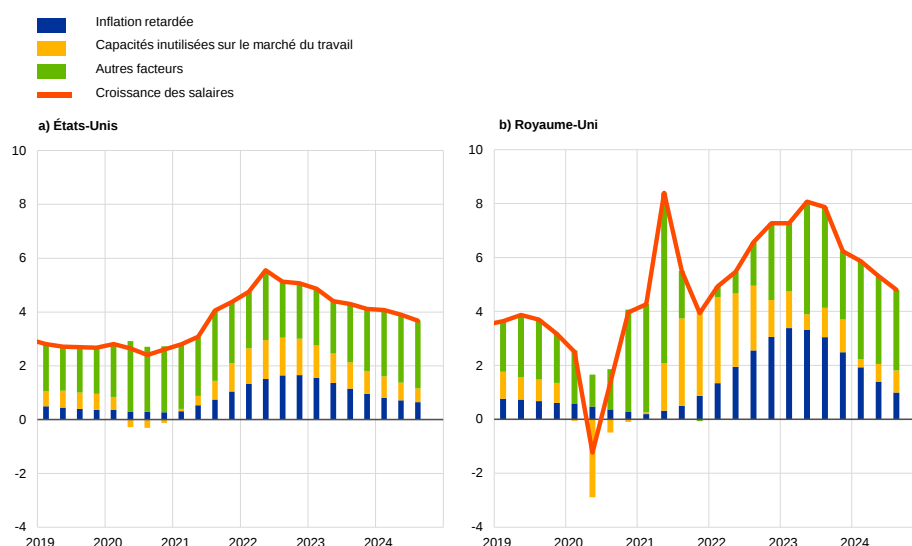
⁶ Yellen (J.L.), « *Inflation, Uncertainty and Monetary Policy* », discours prononcé lors de la 59^e réunion annuelle de la *National Association for Business Economics*, Conseil des gouverneurs du Système fédéral de réserve, 26 septembre 2017.

joué un rôle important dans l'accélération initiale de la croissance des salaires à partir de mi 2021, en raison principalement de conditions spécifiques au Royaume-Uni, telles que la baisse de la population active résultant d'une hausse des arrêts maladie longue durée et des pénuries de main-d'œuvre liées au Brexit ⁷. L'inflation retardée, probablement liée à des effets de second tour, a commencé à jouer un rôle plus important au second semestre 2022. Fin 2022 et début 2023, les tensions sur le marché du travail ont commencé à s'assouplir, tandis que l'inflation retardée est demeurée le principal facteur à l'origine de la croissance des salaires à un niveau supérieur à ceux d'avant la pandémie ⁸.

Graphique C

Décomposition de la croissance du salaire nominal

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



Sources : Bureau des statistiques du travail des États-Unis, Bureau de l'analyse économique des États-Unis, Office national des statistiques du Royaume-Uni, OCDE et calculs des services de la BCE.

Notes : La décomposition est fondée sur Yellen (J.L.), « *Inflation, Uncertainty, and Monetary Policy* », *op. cit.* Le modèle utilise la croissance des salaires dans le secteur privé, la productivité du travail, l'inflation retardée et les capacités inutilisées sur le marché du travail, et est estimé à l'aide des données allant de 2007 à 2023. Les dernières observations se rapportent au troisième trimestre 2024.

Les indicateurs prospectifs signalent une modération de la croissance des salaires.

L'outil de suivi des salaires d'Indeed est généralement considéré comme un indicateur avancé de la croissance des salaires dans la mesure où il est fondé sur les propositions de rémunération incluses dans les nouvelles offres d'emploi en ligne. Les dernières données de cet outil indiquent une baisse de la croissance des salaires aux États-Unis et une stabilisation à des niveaux relativement élevés au Royaume-Uni (graphique D). Au troisième trimestre 2024, l'outil de suivi des salaires

⁷ Cf. Li (G.) et Mulas-Granados (C.), « *The Recent Decline in United Kingdom Labor Force Participation: Causes and Potential Remedies* », *IMF Selected Issues Papers*, n° 2023/051, Fonds monétaire international, juillet 2023.

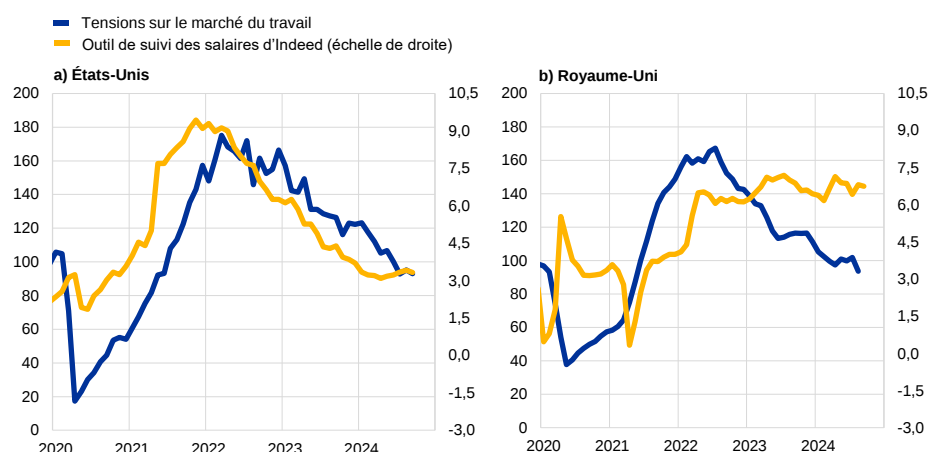
⁸ Pour le Royaume-Uni, la contribution variable des capacités inutilisées sur le marché du travail à la hausse des salaires depuis 2023 reflète la volatilité du taux de chômage officiel, largement due à une forte baisse de la participation à l'enquête sur les forces de travail. En parallèle, les emplois vacants ont lentement diminué sur la même période, en ligne avec l'atténuation des tensions. La variation négative des salaires pendant la pandémie peut s'expliquer par le dispositif de chômage technique mis en place de mars 2020 à septembre 2021 et qui a entraîné une baisse du salaire de certains salariés qui étaient au chômage technique.

d'Indeed pour les États-Unis se situait entre 3 % et 3,5 % pour le troisième trimestre de suite, affichant des signes de stabilisation à son niveau d'avant la pandémie. Au Royaume-Uni, l'outil s'est stabilisé à un taux de croissance annuel de 6 % à 7 % pour les trois derniers trimestres. Par conséquent, alors que la série relative à la croissance effective des salaires nominaux au Royaume-Uni affiche des signes clairs de désinflation progressive (graphique C) et que les enquêtes prospectives auprès des entreprises font état d'une modération, une incertitude demeure quant à l'ampleur de cette modération, comme le suggère la valeur inchangée de l'outil de suivi des salaires d'Indeed. Les derniers chiffres du ratio emplois vacants/chômage, un indicateur des tensions sur le marché du travail, montrent également des signes importants d'assouplissement et un retour aux moyennes pré-pandémie pour les deux pays. Cette évolution est cohérente avec un ralentissement probable quoique retardé de la hausse des salaires au Royaume-Uni à l'avenir.

Graphique D

Indicateurs prospectifs relatifs aux tensions sur le marché du travail et aux salaires

(échelle de gauche : indice : 2019 = 100 ; échelle de droite : variations annuelles en pourcentage)



Sources : Bureau des statistiques du travail des États-Unis, Bureau de l'analyse économique des États-Unis, Office national des statistiques du Royaume-Uni, Indeed Hiring Lab et calculs des services de la BCE.

Notes : Les tensions sur le marché du travail sont mesurées par le ratio postes vacants/chômeurs. Les dernières observations se rapportent à septembre 2024.

De plus, la hausse des loyers explique une part non négligeable de l'inflation dans les services aux États-Unis et au Royaume-Uni.

La hausse des loyers (hors propriétaires-occupants) représente 12 % et 16 %, respectivement, de l'inflation dans les services aux États-Unis et au Royaume-Uni⁹. La hausse des loyers tend à afficher une forte persistance, puisque seuls les nouveaux contrats et les accords renégociés pour des raisons contractuelles affectent le stock de contrats de location. Par conséquent, les chocs inflationnistes importants, tels qu'observés ces dernières années, ne se répercutent qu'avec un décalage sur la hausse globale des loyers. À partir de 2021, la hausse des loyers s'est fortement accentuée au Royaume-Uni et encore davantage aux États-Unis, où elle semble avoir atteint un pic mi 2023 (graphique E). Les données relatives aux nouveaux contrats de location provenant des courtiers indépendants spécialisés dans la location, qui montrent une forte corrélation avec la hausse des loyers à un an mesurée par l'IPC, suggèrent

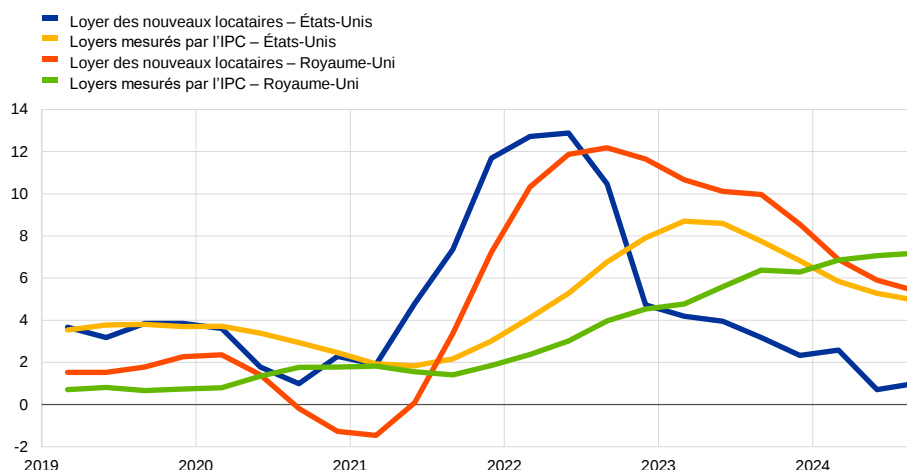
⁹ Dans la zone euro, les loyers représentent 13 % de l'inflation dans les services.

que, à court terme, l'augmentation des loyers devrait encore se ralentir aux États-Unis et commencer à décélérer au Royaume-Uni.

Graphique E

Indicateurs précoces de la hausse des loyers

(variations annuelles en pourcentage)



Sources : Haver, Zoopla Rental Index (Royaume-Uni) et Bureau des statistiques du travail des États-Unis.

Notes : Observations trimestrielles calculées comme les moyennes sur trois mois des données mensuelles. Les dernières observations se rapportent au troisième trimestre 2024. En raison de la disponibilité des données, l'observation se rapportant au troisième trimestre 2024 pour « Loyer des nouveaux locataires – Royaume-Uni » correspond à juillet 2024.

Une modération de la croissance des salaires et de la hausse des loyers devrait faire baisser l'inflation dans les services, même si le rythme de désinflation reste incertain.

Les indicateurs prospectifs indiquent une décélération de la croissance des salaires et de la hausse des loyers dans un contexte de politique monétaire toujours restrictive dans les deux juridictions. Si la croissance des salaires et la hausse des loyers se ralentissaient à court terme, en ligne avec ces indicateurs prospectifs, on pourrait s'attendre à une diminution de l'inflation dans les services au Royaume-Uni et aux États-Unis. Toutefois, le rythme de désinflation demeure incertain et une inflation plus persistante que prévu dans les services pourrait être alimentée par une croissance durablement élevée des salaires, en particulier si le marché du travail reste tendu ou si les exigences salariales des travailleurs restent élevées en réponse à l'érosion des salaires réels sous l'effet de l'inflation passée. De plus, les modifications structurelles des comportements en matière de fixation des prix et des salaires sont susceptibles d'avoir contribué à la persistance récente de l'inflation et pourraient continuer à le faire dans la période à venir ¹⁰.

¹⁰ Cf. l'encadré intitulé « *Alternative cases for the persistence of domestic inflationary pressures* » in *Monetary Policy Report – November 2024*, Banque d'Angleterre, novembre 2024.

Les revenus réels augmentent-ils ou non ? Les perceptions des ménages et leur rôle dans la consommation

Adam Baumann, Luca Caprari, Georgi Kocharkov et Omiros Kouvavas

Ces dernières années, la consommation privée a augmenté à un rythme plus lent que le revenu réel disponible ¹. Le graphique A illustre les trajectoires divergentes du revenu réel et de la consommation privée au cours des trois dernières années. Selon les comptes nationaux, le revenu réel des ménages a augmenté de 3,8 % entre le deuxième trimestre 2022 et le deuxième trimestre 2024. Toutefois, la consommation privée réelle n'a pas suivi la même tendance, progressant de 1,2 % seulement au cours de la même période. Le fait que les expériences personnelles passées affectent les décisions économiques des ménages est bien documenté ². Le ralentissement de la croissance de la consommation pourrait donc s'expliquer par la récente poussée de l'inflation, qui a marqué les croyances et conduit les ménages à percevoir leur revenu réel comme étant inférieur à ce qu'il est en réalité ³. Comme les ménages adaptent leur consommation effective sur la base de ces croyances, ces perceptions peuvent avoir une incidence sur les dépenses de consommation. Dans cet encadré, nous utilisons les données tirées de l'enquête de la BCE sur les anticipations des consommateurs (*Consumer Expectations Survey*, CES) pour évaluer ce facteur dans la zone euro.

¹ Pour une étude plus détaillée de la manière dont les expériences peuvent « marquer » les consommateurs, cf. Malmendier (U.) et Shen (L.S.), « *Scarred Consumption* », *American Economic Journal : Macroeconomics*, vol. 16, n° 1, 2024, p. 322-355. Pour des travaux antérieurs sur la compréhension des évolutions et des perceptions du revenu disponible des ménages, cf. l'encadré intitulé « *Introduction à la mesure du revenu des ménages* », *Bulletin économique*, n° 8, BCE, 2023. Le ralentissement de la croissance de la consommation pourrait également s'expliquer par la reconstitution de réserves après un choc important, par l'incertitude liée aux événements géopolitiques ou par des retards dans les ajustements des dépenses qui ne sont pas liés aux séquelles laissées sur les croyances.

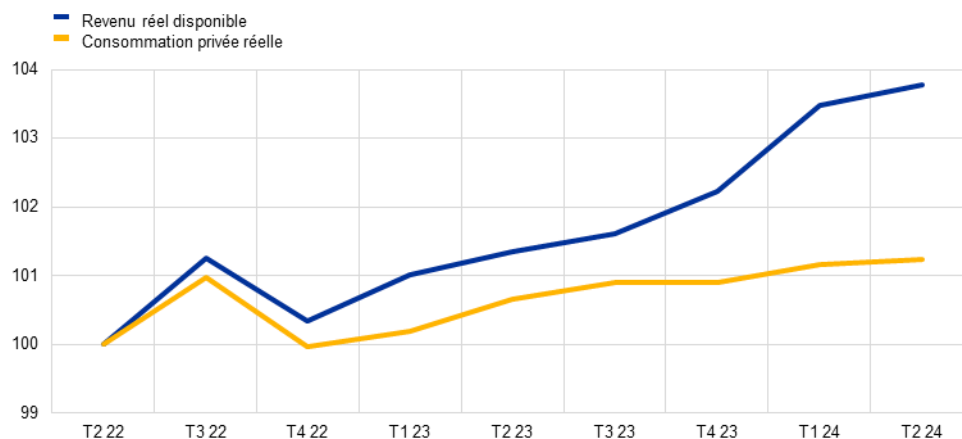
² Pour un résumé des progrès récents en matière d'économie comportementale concernant le rôle des effets durables de l'expérience passée dans les décisions économiques, cf. Malmendier (U.) et Wachter (J. A.), « *Memory of Past Experiences and Economic Decisions* », *The Oxford Handbook of Human Memory*, 2024.

³ Cf. par exemple Colarieti (R.), Mei (P.) et Stantcheva (S.), « *The How and Why of Household Reactions to Income Shocks* », *NBER Working Paper*, n° 32191, 2024.

Graphique A

Revenu réel disponible et consommation des ménages

(T2 2022 = 100)



Sources : Eurostat et calculs de la BCE.

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

La poussée de l'inflation observée ces dernières années a eu un impact négatif sur la manière dont les consommateurs perçoivent leur revenu réel.

En réponse à une question qualitative de l'enquête CES de septembre 2024, seuls 37 % des participants (21 % en réponse à la même question en septembre 2023) ont déclaré que le revenu réel de leur ménage avait augmenté ou était resté inchangé (graphique B, partie a). Ce résultat contraste fortement avec la croissance du revenu réel des mêmes ménages, basée sur leur revenu nominal du travail auto-déclaré en 2023 et 2024 et sur les taux d'inflation officiels spécifiques à chaque pays ⁴. Ces perceptions implicites du revenu réel montrent que plus de 50 % de l'ensemble des ménages ont enregistré une croissance positive de leur revenu réel sur la même période. Les ménages ont donc une perception beaucoup plus pessimiste de leur revenu réel que ne l'impliquerait leur revenu réel effectif, même si cette perception s'est améliorée depuis 2023. Cela suggère que la récente poussée de l'inflation a eu un impact négatif sur les perceptions des ménages.

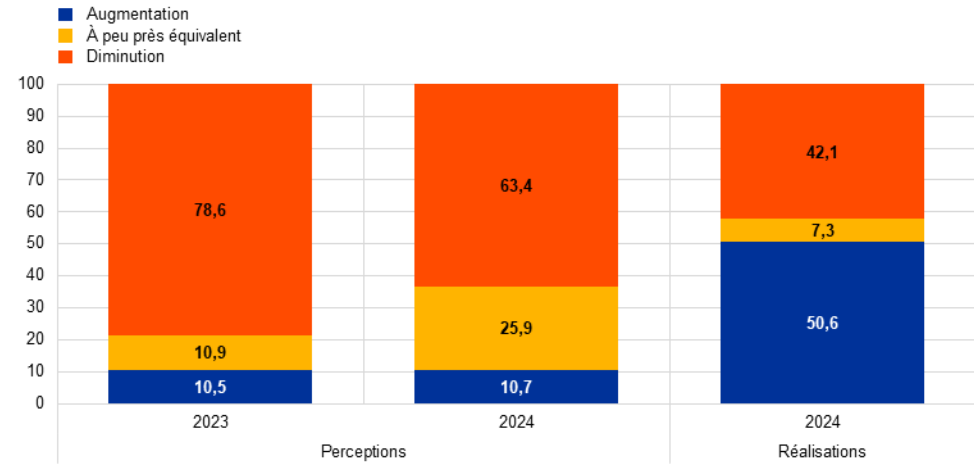
⁴ Les ménages déclarent leur revenu du travail (y compris les revenus du travail indépendant) chaque trimestre, ce qui permet de calculer les variations annuelles du revenu réel à l'échelle des ménages en utilisant les taux d'inflation officiels. Utiliser les perceptions de l'inflation spécifiques aux participants au lieu des taux d'inflation effectifs ne modifie pas les résultats et les perceptions actuelles de l'inflation n'expliquent pas le pessimisme ressortant des réponses à la question qualitative. Par conséquent, le pessimisme reflète la perception d'un choc négatif sur le revenu réel qui persiste dans le temps.

Graphique B

Perceptions et réalisations du revenu réel

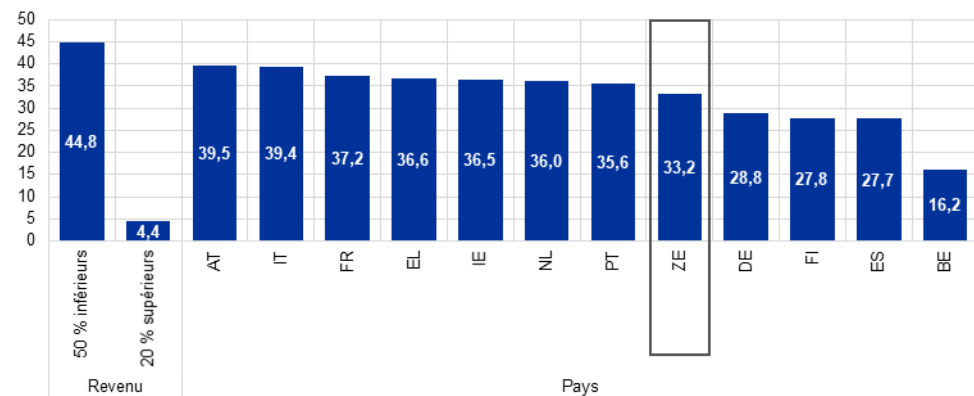
a) Variations perçues et effectives du revenu réel

(en pourcentage des ménages)



b) Perceptions erronées selon les centiles de revenus et les pays

(en pourcentage net de ménages pessimistes)



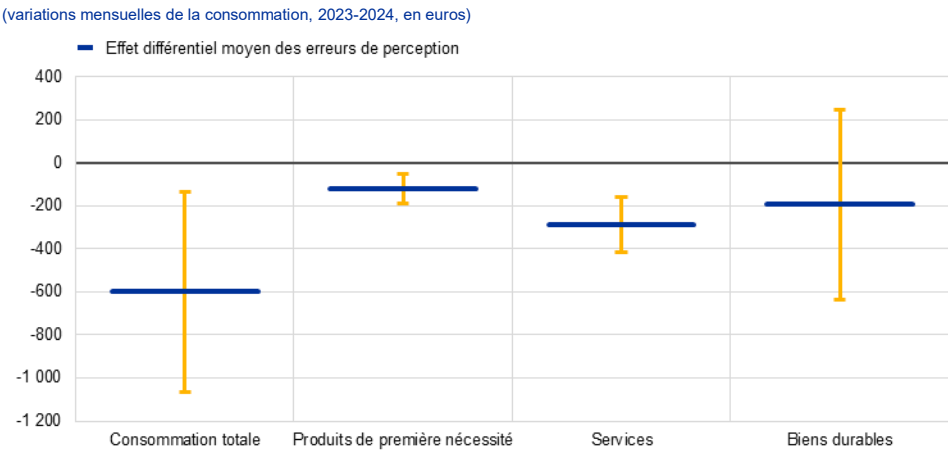
Source : Enquête de la BCE sur les anticipations des consommateurs (CES)
Notes : Données pondérées. La partie a) montre la perception du revenu réel des ménages en 2023 et 2024. Les participants à l'enquête devaient répondre à la question suivante : « S'agissant de la variation en pourcentage du revenu net total de votre ménage par rapport à la variation en pourcentage des prix en général au cours des 12 derniers mois, laquelle des affirmations suivantes vous semble la plus juste ? ». Les réponses possibles étaient : 1) « Le revenu net total de mon ménage... 1) a davantage augmenté que les prix en général, 2) a moins augmenté que les prix en général, 3) a diminué, 4) a évolué à peu près autant que les prix en général ». Les réalisations du revenu sont fondées sur les niveaux des revenus nominaux réels du travail auto-déclarés en 2023 et 2024 et sur l'inflation spécifique aux pays, sur la base de l'indice des prix à la consommation harmonisé (IPCH). Dans la partie b), le « pourcentage net de pessimisme » correspond à la différence entre le pourcentage de ménages qui perçoivent une baisse de leur revenu réel alors que leur revenu réel implicite a augmenté et le pourcentage de ménages qui perçoivent une hausse de leur revenu réel alors que leur revenu réel implicite a diminué. Les percentiles de revenus sont calculés en utilisant les niveaux de revenu nominal du travail auto-déclarés en 2023, par pays. Pour les deux parties, les dernières observations pour les réalisations relatives au revenu se rapportent à octobre 2024.

Le pessimisme à l'égard du revenu réel est plus répandu parmi les ménages à faibles revenus. Le pourcentage net de pessimistes – ou la différence entre la part des personnes qui sous-estiment les variations de leur revenu réel moins la part des personnes qui surestiment ces variations – est beaucoup plus élevé dans la partie inférieure de la distribution des revenus que dans la partie supérieure (graphique B, partie b). Cela reflète probablement des différences dans la composition de leurs revenus (financiers ou du travail), dans leur panier de consommation ou dans leur niveau d'éducation financière. La distribution de la prévalence des perceptions pessimistes est relativement homogène dans les pays de notre échantillon,

à l'exception de la Belgique. Les perceptions moins pessimistes des revenus réels par les ménages belges semblent être liées à l'indexation généralisée (et bien comprise) des salaires et autres revenus sur l'inflation dans ce pays, ce qui a accéléré le réalignement des revenus nominaux sur des prix plus élevés ⁵.

Les perceptions pessimistes du revenu réel ont un impact négatif sur la consommation effective. Sur la base des observations des ménages dont le revenu réel a augmenté entre 2023 et 2024, l'échantillon peut être classé comme suit : a) les ménages dont le revenu réel a augmenté et qui perçoivent correctement une hausse de leur revenu réel ; et b) les ménages dont le revenu réel a augmenté et qui perçoivent une baisse de leur revenu réel. L'impact du pessimisme est estimé en comparant les variations de la consommation de ces deux groupes. Pour les ménages qui considèrent de manière erronée que leurs revenus ont diminué, ce pessimisme pourrait avoir un effet négatif sur leur consommation réalisée par rapport aux ménages qui considèrent à juste titre que leurs revenus réels ont augmenté. Le graphique C montre la différence entre les variations totales de la consommation pour ces deux groupes entre 2023 et 2024. Les ménages pessimistes affichent des variations de la consommation nettement plus négatives que ceux qui perçoivent correctement une augmentation de leurs revenus. Cette différence est visible dans toutes les catégories de consommation, mais elle est plus marquée dans les services que dans les produits de première nécessité et les biens durables.

Graphique C
Impact du pessimisme sur la consommation



Source : Enquête de la BCE sur les anticipations des consommateurs (CES)
Notes : Données pondérées. Les erreurs de perception sont définies comme des augmentations du revenu réel des ménages qui ont été perçues comme des diminutions. Les estimations sont fondées sur une spécification des doubles différences entre 2023 et 2024 pour les deux groupes (augmentation du revenu réel perçue comme une augmentation et augmentation du revenu réel perçue comme une diminution). Les différences estimées sont présentées sous forme de barres, les moustaches d'erreur jaunes représentant l'intervalle de confiance à 90 %. Les dernières observations pour les réalisations du revenu se rapportent à octobre 2024.

Les séquelles de la récente poussée de l'inflation se dissipant, la consommation devrait rattraper la croissance du revenu réel. La récente poussée de l'inflation a fortement affecté la perception qu'ont les ménages de leur

⁵ Cf., par exemple, Jonckheere (J.) et Zimmer (H.), « *Wage-price dynamics and monetary policy* », *NBB Economic Review*, n° 4, 2024.

revenu réel, ce qui a eu un impact négatif sur la consommation réelle. Comme le pessimisme consécutif à des chocs économiques importants finit en général par s'estomper, bien que progressivement, la consommation devrait se renforcer avec l'amélioration des perceptions relatives aux revenus réels ⁶.

⁶ La nouvelle littérature sur l'économie comportementale, telle que résumée par Malmendier (U.) dans « *Experience Effects: The Longlasting Effects of Crises and Other Past Experiences on Expectations and Economic Decisions* », conférence lors du Pension Research Council Virtual Symposium 2022, Wharton School of the University of Pennsylvania, 31 mars 2022, souligne la nature progressive des ajustements aux chocs économiques passés.

Le rôle de la démographie dans les évolutions récentes du taux de chômage

Clémence Berson, António Dias da Silva et Marco Weissler

Les évolutions démographiques observées sur le marché du travail de la zone euro influent sur le taux de chômage. Le taux de chômage de la zone euro a diminué de 0,9 point de pourcentage depuis le quatrième trimestre 2021, revenant à 6,3 % en octobre 2024, son plus bas niveau depuis la création de l'euro ¹. Ce recul est intervenu en dépit de l'augmentation significative de la taille de la population active, qui a enregistré une hausse de 3,5 % entre le quatrième trimestre 2021 et le troisième trimestre 2024. Cette augmentation est largement imputable à la main-d'œuvre hors UE ², aux travailleurs âgés ³ et aux travailleurs diplômés de l'enseignement supérieur. Ces groupes ont enregistré une croissance de 24,7 %, 9,9 % et 7,9 %, respectivement (graphique A), et ont augmenté non seulement en termes de taille respective, mais également de taux d'activité. La mesure dans laquelle des changements démographiques affectant la population active peuvent influencer sur les taux de chômage varie en fonction des différentes caractéristiques des groupes concernés, notamment les risques de chômage différents propres à leurs professions et à leur ancienneté professionnelle. Par exemple, les travailleurs qui ont une ancienneté dans l'emploi plus longue sont souvent mieux protégés contre les licenciements dans le cadre de la législation du travail. En outre, les travailleurs expérimentés et ceux dont le niveau d'éducation est plus élevé trouvent souvent un nouvel emploi plus rapidement après s'être retrouvés au chômage. Les caractéristiques démographiques, telles que l'âge, le niveau d'éducation et la nationalité, peuvent par conséquent affecter la probabilité d'être en emploi ou au chômage. Dans ce contexte, le présent encadré analyse le rôle joué par les facteurs d'offre de travail dans la détermination du taux de chômage et, plus spécifiquement, les contributions potentielles des évolutions démographiques ⁴.

¹ Cf. l'article intitulé « [Comprendre la résilience du marché du travail de la zone euro entre 2022 et 2024](#) », *Bulletin économique*, n° 8, BCE, 2024.

² Dans cet encadré, la « main-d'œuvre hors UE » se rapporte aux travailleurs qui ne sont pas citoyens d'un pays de l'UE, la « main-d'œuvre intra-UE » correspond aux travailleurs qui sont citoyens d'un pays de l'UE, mais pas du pays dans lequel ils travaillent, et les « travailleurs étrangers » désignent les travailleurs qui ne sont pas citoyens du pays dans lequel ils font partie de la population active. Les « travailleurs nationaux » se rapportent aux citoyens d'un pays de la zone euro travaillant dans ce pays.

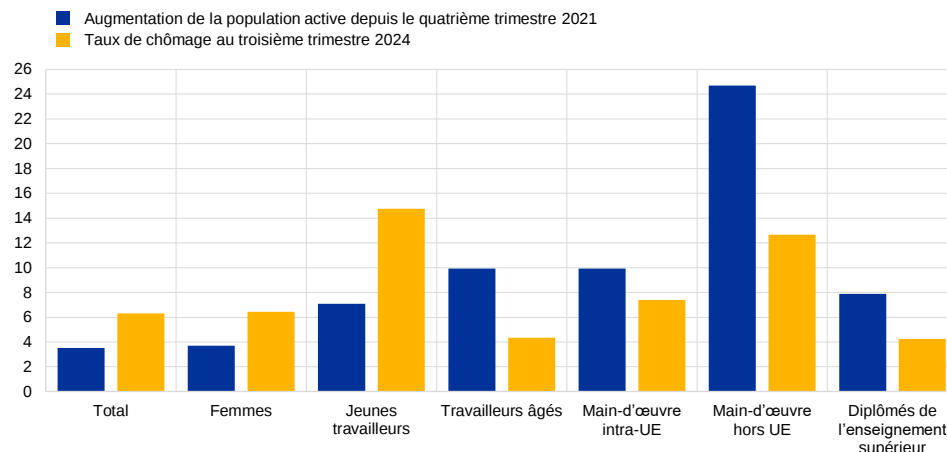
³ Pour les besoins de cette étude, les jeunes travailleurs sont ceux de la tranche d'âge 15-24 ans, les travailleurs d'âge intermédiaire sont ceux de la tranche d'âge 25-54 ans et les travailleurs âgés sont ceux de la tranche d'âge 55-74 ans.

⁴ La dynamique actuelle du taux de chômage a également bénéficié du maintien de sureffectifs dans la zone euro, qui a contribué à limiter les licenciements. Pour une analyse et des estimations du maintien de sureffectifs, cf. l'encadré intitulé « [L'augmentation des marges bénéficiaires a aidé les entreprises à maintenir leurs sureffectifs](#) », *Bulletin économique*, n° 4, BCE, 2024.

Graphique A

Taux d'activité et taux de chômage par groupe démographique

(population active : variations en pourcentage ; taux de chômage : pourcentages de la population active)



Source : Eurostat.

Notes : Les dernières observations se rapportent au troisième trimestre 2024. Les taux de chômage et les chiffres relatifs à la population active ont été corrigés des variations saisonnières. Le graphique présente uniquement les groupes démographiques dont la croissance de la population active est supérieure à la moyenne.

Le nombre de chômeurs a fortement diminué au cours des derniers trimestres.

Si le taux de chômage diminue lentement depuis début 2023, le nombre de chômeurs a fortement diminué, de quelque 1,0 million de travailleurs (8,7 %), depuis le quatrième trimestre 2021, soit 0,6 % environ de la population active sur cette période. Les taux de chômage ont toutefois continué de varier significativement selon les groupes démographiques (graphique A). Au troisième trimestre 2024, les taux de chômage corrigés des variations saisonnières pour les travailleurs âgés et pour les travailleurs étrangers (main-d'œuvre intra-UE et hors UE) se sont établis à 4,4 % et 12,7 %, respectivement. Les changements dans la composition démographique de la population active pourraient par conséquent également jouer un rôle dans les variations du taux de chômage.

La baisse du taux de chômage a varié selon les groupes démographiques (graphique B, barres jaunes).

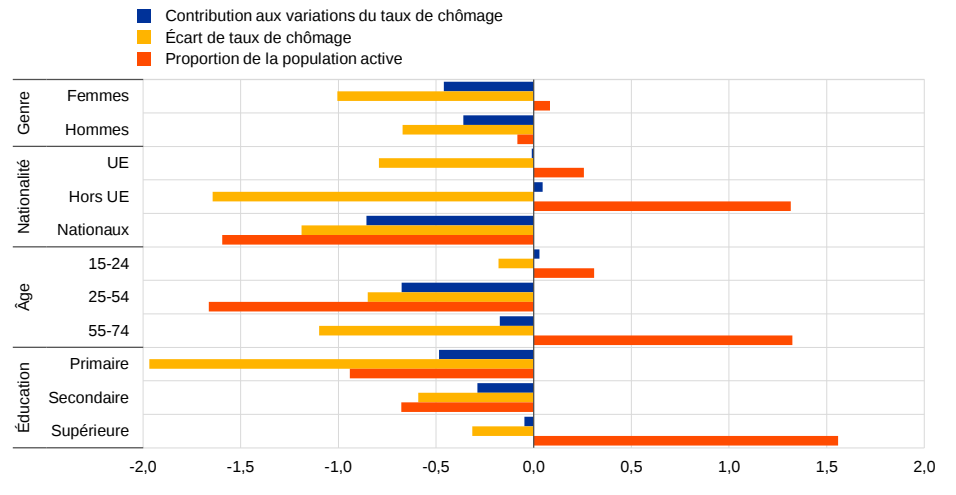
Le taux de chômage a diminué de 1,0 point de pourcentage pour les femmes, mais d'un peu plus de 0,7 point de pourcentage pour les hommes. Une ventilation de la population active par nationalité – travailleurs nationaux, main-d'œuvre intra-UE et main-d'œuvre hors UE – montre que le taux de chômage a diminué de 1,6 point de pourcentage pour la main-d'œuvre hors UE depuis le quatrième trimestre 2021, soit nettement plus que la baisse de 1,2 point de pourcentage observée pour les travailleurs nationaux au cours de cette période. Le taux de chômage pour la main-d'œuvre intra-UE n'a diminué que de 0,8 point de pourcentage sur cette période, reflétant le taux de chômage déjà plus faible de cette catégorie de travailleurs. S'agissant des différentes tranches d'âge, la plus forte baisse du taux de chômage a concerné les travailleurs âgés. La baisse des taux de chômage a présenté des différences importantes entre les groupes par niveaux d'éducation, le taux pour les travailleurs non diplômés de l'enseignement supérieur diminuant beaucoup plus fortement que pour les travailleurs diplômés de l'enseignement supérieur (– 1,1 point de pourcentage et – 0,3 point de pourcentage,

respectivement). Globalement, cela suggère que les tendances du taux de chômage varient considérablement entre les groupes démographiques. Les principaux contributeurs à la baisse du taux de chômage sont les travailleurs nationaux et les travailleurs d'âge intermédiaire (graphique B, barres bleues), catégories qui représentent toutes deux une part importante de la population active.

Graphique B

Décomposition du taux de chômage entre le quatrième trimestre 2021 et le troisième trimestre 2024

(en points de pourcentage)



Sources : Eurostat et calculs des services de la BCE.
Notes : L'« écart de taux de chômage » correspond à la variation des taux de chômage pour chaque sous-groupe. La « proportion de la population active » correspond à la variation de la contribution de chaque sous-groupe à la population active totale (la somme des sous-groupes étant égale à zéro). La « contribution aux variations du taux de chômage » correspond à l'effet combiné de l'écart de taux de chômage et de la variation de la proportion du groupe démographique correspondant dans la population active. Les taux de chômage et les chiffres relatifs à la population active ont été corrigés des variations saisonnières. Les dernières observations se rapportent au troisième trimestre 2024.

La baisse du taux de chômage a été favorisée par les changements démographiques intervenus dans la population active.

L'augmentation de la proportion des travailleurs âgés, de la main-d'œuvre hors UE et des travailleurs diplômés de l'enseignement supérieur dans la population active a renforcé leur contribution à la baisse récente du taux de chômage (graphique B, barres rouges). Au cours des trois dernières années, les changements intervenus dans la taille de ces groupes ont été substantiels et se sont accompagnés de baisses des taux de chômage. Ces dernières sont imputables, premièrement, à l'amélioration constante du niveau d'éducation de la main-d'œuvre, qui reflète un meilleur accès à l'éducation dans la zone euro pour les cohortes actuelles par rapport à celles du passé. La proportion de la main-d'œuvre diplômée de l'enseignement supérieur a augmenté de 1,6 point de pourcentage depuis le quatrième trimestre 2021 (graphique B). Deuxièmement, la proportion de travailleurs âgés a fortement augmenté depuis 2021 (de 1,3 point de pourcentage), tandis que la proportion de travailleurs d'âge intermédiaire continue de diminuer (avec une baisse de 1,7 point de pourcentage au cours de la même période). Les deux groupes ont contribué à la baisse récente du taux de chômage. Troisièmement, la proportion de travailleurs étrangers dans la population active a également augmenté de manière significative au cours des deux dernières années, en particulier celle de la main-d'œuvre hors UE (en hausse

de 1,3 point de pourcentage depuis le quatrième trimestre 2021). Toutefois, étant donné que leur taux de chômage est plus élevé que celui du reste de la main-d'œuvre, les travailleurs étrangers n'ont pas contribué à la baisse récente du taux de chômage. Sur la même période, la proportion de travailleurs nationaux a diminué (de 1,6 point de pourcentage depuis le quatrième trimestre 2021), en raison du déclin démographique des populations en âge de travailler des pays d'origine de l'UE.

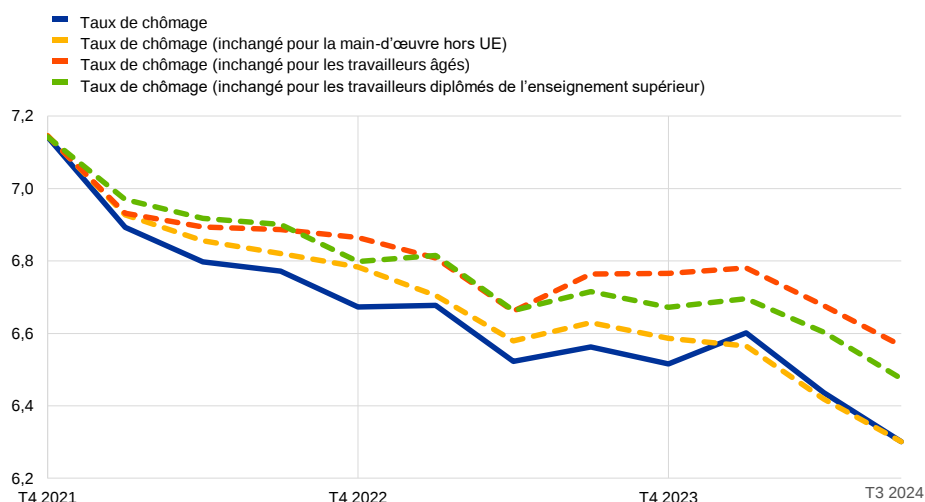
L'essentiel de l'augmentation de la taille de la population active de travailleurs étrangers se reflète dans une hausse de l'emploi, le taux de chômage de ces travailleurs diminuant au même rythme que celui des travailleurs nationaux.

Depuis fin 2021, la participation des travailleurs étrangers au marché du travail a fortement augmenté, avec une hausse de 9,9 % pour la main-d'œuvre intra-UE et de 24,7 % pour la main-d'œuvre hors UE. Même si les taux de chômage des travailleurs étrangers (7,4 % pour la main-d'œuvre intra-UE et 12,6 % pour celle hors UE) sont nettement plus élevés que celui des travailleurs nationaux (5,8 %), la participation croissante des travailleurs étrangers au marché du travail ces dernières années n'a pas eu d'impact significatif sur le taux de chômage dans la zone euro, dans la mesure où une grande partie de cette participation accrue s'est traduite par une hausse de l'emploi. Le taux de chômage pour la main-d'œuvre hors UE a, en fait, diminué davantage que celui des travailleurs nationaux. Toutefois, un taux de chômage contrefactuel, en supposant, pour la main-d'œuvre hors UE, un taux de chômage inchangé et un taux d'activité au niveau qui a été observé au quatrième trimestre 2021, n'aurait pas modifié le taux de chômage global au troisième trimestre 2024 et le taux aurait même été supérieur de 0,1 point de pourcentage à celui enregistré sur la période 2022-2023 (graphique C).

Graphique C

Taux de chômage et contribution de la main-d'œuvre hors UE, des travailleurs diplômés de l'enseignement supérieur et des travailleurs âgés

(en pourcentage de la population active)



Source : Eurostat.

Notes : Dans les scénarios contrefactuels, les taux de chômage et les chiffres relatifs à la population active pour la main-d'œuvre hors UE, les travailleurs diplômés de l'enseignement supérieur et les travailleurs âgés restent à leurs niveaux pour le quatrième trimestre 2021. Les dernières observations se rapportent au troisième trimestre 2024. Les taux de chômage et les chiffres relatifs à la population active ont été corrigés des variations saisonnières.

Les variations du niveau d'éducation ont entraîné une légère baisse du taux de chômage.

La proportion croissante de la main-d'œuvre diplômée de l'enseignement supérieur a contribué de manière significative à la baisse progressive du taux de chômage. Si les proportions correspondant au niveau d'éducation étaient restées aux niveaux observés au quatrième trimestre 2021, le taux de chômage au troisième trimestre 2024 aurait été supérieur de 0,2 point de pourcentage. Même si le taux de chômage des travailleurs diplômés de l'enseignement supérieur n'a pas baissé plus fortement que le taux global, il était structurellement plus faible. Cela peut généralement s'expliquer par les compétences plus flexibles de ces travailleurs, qui réduisent leurs risques de chômage et facilitent leur recherche d'un nouvel emploi après la perte du précédent⁵. Ce n'est toutefois pas le cas dans tous les pays. En Allemagne et aux Pays-Bas, par exemple, les travailleurs ayant suivi un enseignement secondaire professionnel ont des taux de chômage similaires, voire inférieurs, à ceux des travailleurs diplômés de l'enseignement supérieur.

Dans le même temps, la proportion croissante de travailleurs âgés dans la population active a contribué de manière significative à la baisse récente du taux de chômage.

La population de la zone euro vieillit et les travailleurs âgés restent plus longtemps sur le marché du travail. Par exemple, en raison de leur lien plus fort avec le marché du travail par rapport aux cohortes précédentes et grâce à la demande toujours élevée d'expertise et de compétences et à une évolution séculaire des tâches (par exemple vers des tâches moins exigeantes physiquement), un plus grand nombre de travailleurs continuent de travailler jusqu'à

⁵ Cf., par exemple, « [Regards sur l'éducation 2024 – Les indicateurs de l'OCDE](#) », Organisation de coopération et de développement économiques, Paris, 10 septembre 2024.

leur âge légal de départ en retraite. En outre, plusieurs pays ont réformé leurs systèmes de retraite, ce qui a entraîné un relèvement de l'âge effectif de départ en retraite ⁶. Par conséquent, les travailleurs âgés deviennent un groupe plus important au sein de la population active et leur participation au marché du travail a augmenté de 9,1 % entre le quatrième trimestre 2021 et le troisième trimestre 2024 ⁷. De plus, le taux de chômage des travailleurs âgés est faible, s'établissant à 4,4 % au troisième trimestre 2024 (soit 1,0 point de pourcentage de moins qu'au dernier trimestre 2021), contre 5,8 % pour les travailleurs d'âge intermédiaire (en baisse de 0,9 point de pourcentage sur la même période). Si le taux de chômage et le taux d'activité des travailleurs âgés étaient restés constants aux niveaux observés fin 2021, le taux de chômage agrégé de la zone euro aurait été supérieur de 0,3 point de pourcentage au troisième trimestre 2024.

⁶ Il existe également une relation positive entre le niveau d'éducation et le fait de continuer à travailler. Cf., par exemple, Venti (S.) et Wise (D.A.), « *The Long Reach of Education: Early Retirement* », *Journal of the Economics of Ageing*, vol. 6, 2015, p. 1-13.

⁷ Cf. Berson (C.) et Botelho (V.), « *Record labour participation: workforce gets older, better educated and more female* », *The ECB Blog*, BCE, 8 novembre 2023 ; et l'encadré intitulé « *Projections des coûts liés au vieillissement : nouvelles données issues du rapport 2024 sur le vieillissement* », *Bulletin économique*, n° 5, BCE, 2024.

Guzmán González-Torres Fernández et Miles Parker

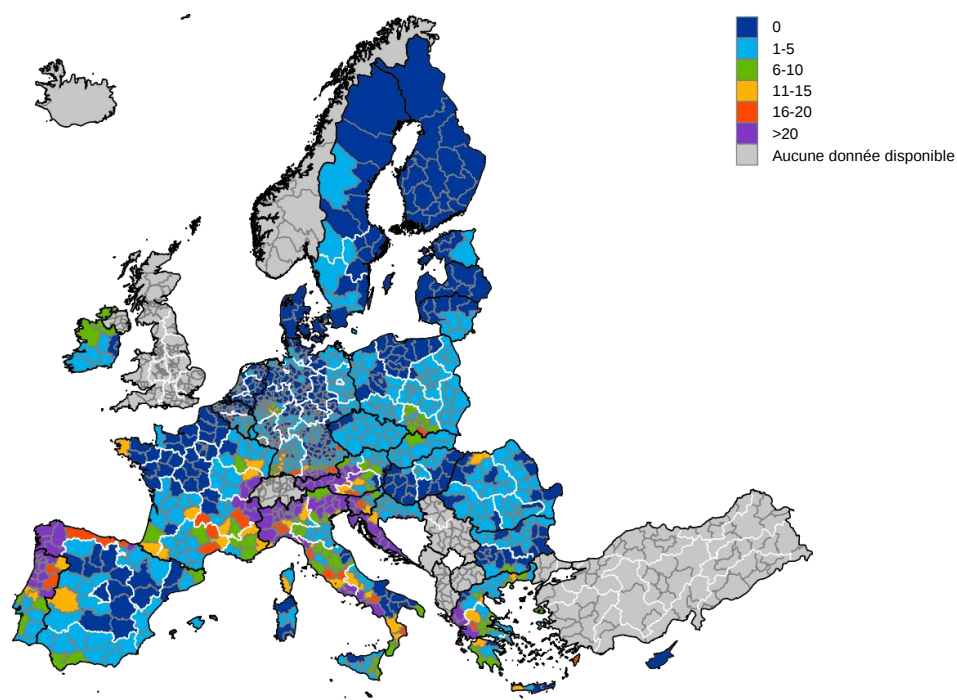
Des événements météorologiques extrêmes tels que les inondations tant soudaines que dévastatrices qui ont touché l'Espagne en octobre dernier ont des conséquences humaines, sociales et économiques importantes.

Le changement climatique rend ces événements plus fréquents, et cette tendance devrait se renforcer. De plus, l'augmentation de leur fréquence n'est pas la seule source d'inquiétude ; ils sont également plus intenses, comme nous avons pu l'observer dans le sud-est de l'Espagne qui, jusqu'alors, n'avait pas subi d'inondations aussi fréquentes que dans d'autres régions européennes (figure A). En octobre 2024, des stations météorologiques proches de Valence ont enregistré l'équivalent d'un an de pluie en seulement huit heures ¹. Selon une première estimation, l'événement était deux fois plus probable et 12 % plus intense qu'il ne l'aurait été en l'absence de changement climatique d'origine humaine ².

Figure A

Répartition des inondations entre les régions européennes (1995-2022)

(nombre absolu)



Sources : ECMWF (ensemble de données ERA5) et calculs des services de la BCE.

Note : L'échantillon final inclut 1 160 régions NUTS 3 dans 27 États membres sur la période allant de 1995 à 2022.

¹ « *Devastating rainfall hits Spain in yet another flood-related disaster* », Organisation météorologique mondiale, 31 octobre 2024.

² « *Extreme downpours increasing in southeastern Spain as fossil fuel emissions heat the climate* », World Weather Attribution, 4 novembre 2024.

En plus des effets dévastateurs pour la société et des perturbations soudaines de l'activité économique, l'impact total des événements météorologiques extrêmes à moyen et long termes peut être important, en particulier dans un contexte de changement climatique.

Premièrement, si les coûts à court terme sont généralement limités aux dommages immédiats et aux perturbations causées par les événements eux-mêmes, des modifications affectant l'investissement, l'offre de main-d'œuvre et la productivité pourraient potentiellement prolonger les effets économiques. Deuxièmement, les événements météorologiques extrêmes sont souvent relativement localisés, entraînant des dynamiques de migration qui peuvent ralentir une possible reprise économique. Et troisièmement, les effets des événements météorologiques extrêmes dépendent des conditions climatiques initiales. Comme le changement climatique altère les températures de référence et les schémas de précipitations, les conséquences économiques de ces événements sur le cycle d'activité pourraient s'aggraver à l'avenir.

Dans l'économie, les inondations peuvent avoir une incidence sur l'offre comme sur la demande, rendant incertain leur impact global sur l'inflation ³.

Les perturbations de l'offre et des infrastructures peuvent accroître les coûts pour les entreprises et les encourager à relever leurs prix. Dans le même temps, les pertes d'emploi et la baisse du revenu des ménages, conjuguées à une plus grande incertitude, peuvent peser sur la demande. Il existe peu d'études sur l'impact des inondations sur l'inflation, mais les informations disponibles indiquent une hausse immédiate mais de courte durée des prix des produits alimentaires, et une baisse plus persistante de l'inflation core, les perturbations de l'offre à court terme laissant place à une demande plus faible ⁴. L'impact global sur les prix dépend probablement de la vitesse et du degré de reconstruction des infrastructures et de l'offre.

Si l'on examine plus en détail les effets sur l'activité économique réelle, l'impact des inondations peut varier fortement d'un secteur et d'une région à l'autre ⁵.

Alors que les inondations sont typiquement suivies d'une période prolongée mais temporaire de forte hausse de la construction dans les régions à revenu élevé, nous n'observons pas de telle effervescence du secteur de la construction dans les régions à revenu moyen (graphique A) ⁶. Dans le même temps, nous constatons un changement négatif permanent du niveau de la valeur ajoutée brute industrielle dans les régions à revenu moyen et un changement positif dans les régions à revenu élevé. Pour les secteurs autres que la construction, des études ont établi que des inondations modérées peuvent stimuler la production agricole dans l'année suivant l'inondation, en raison peut-être des pluies plus

³ Ciccarelli (M.) et Marotta (F.), « *Demand or Supply? An empirical exploration of the effects of climate change on the macroeconomy* », *Energy Economics*, vol. 129, janvier 2024.

⁴ Parker (M.), « *The Impact of Disasters on Inflation* », *Economics of Disasters and Climate Change*, vol. 2, n° 1, 2018, p. 21-48.

⁵ Pour consulter l'ensemble des résultats, cf. Usman (S.), González-Torres Fernández (G.) et Parker (M.), « *Going NUTS: the regional impact of extreme climate events over the medium term* », *Working Paper Series*, n° 3002, BCE, décembre 2024.

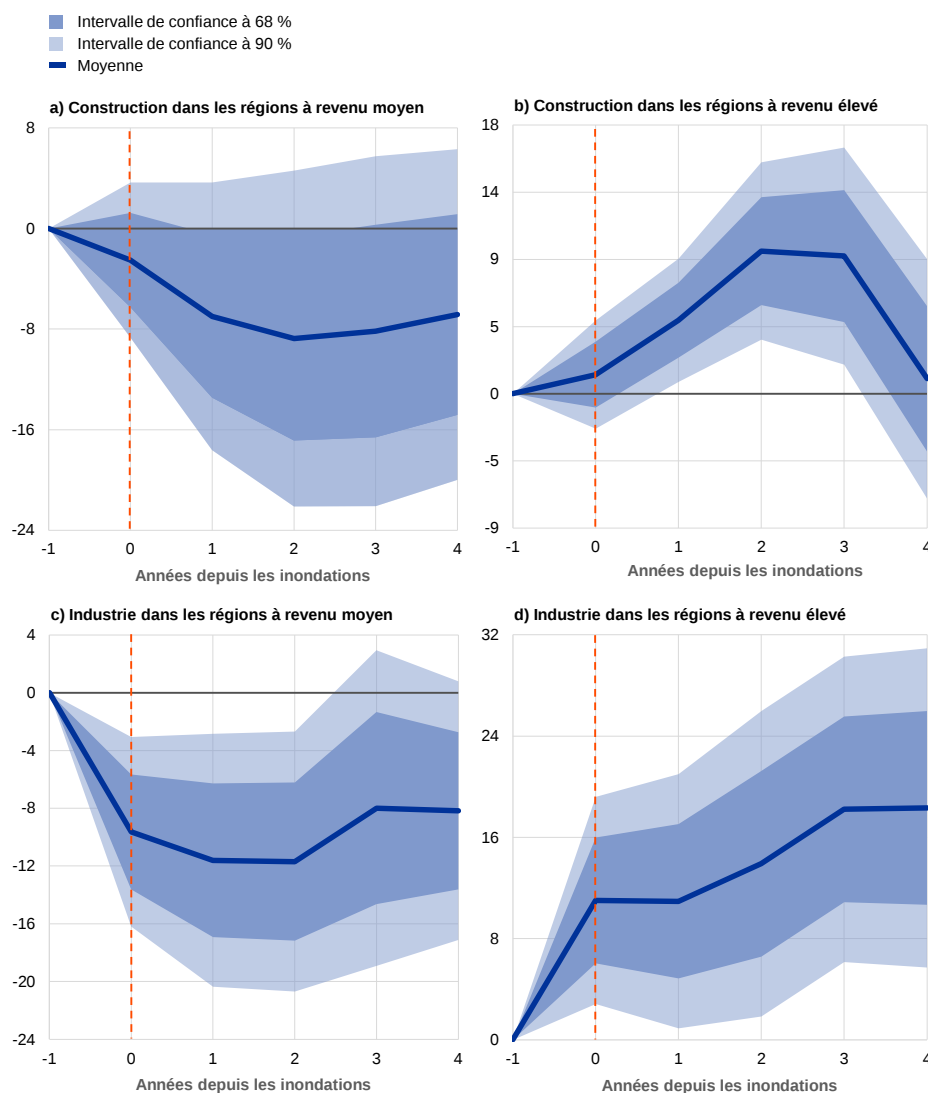
⁶ Les régions sont divisées en terciles du PIB régional par habitant de 2022 aux prix de 2015 dans l'ensemble de l'échantillon de régions NUTS 3, couvrant les 27 États membres de l'UE. En conséquence, les régions à revenu élevé sont définies ici comme des régions appartenant au tercile supérieur (c'est-à-dire 33 %) de la distribution régionale des revenus.

abondantes qui stimulent la productivité agricole des récoltes suivantes ⁷. Mais cet effet semble se dissiper dans le cas d'inondations graves, ce qui pourrait s'expliquer par le fait que l'érosion des sols annule l'impact bénéfique des précipitations.

Graphique A

Effets à moyen terme des inondations sur la valeur ajoutée brute sectorielle, par niveau de revenu initial

(variation en pourcentage)



Sources : ECMWF (ensemble de données ERA5), Commission européenne (base de données ARDECO) et calculs des services de la BCE.

Notes : Les régions sont divisées en terciles du PIB par habitant de 2022 aux prix de 2015. Un événement d'inondation est une variable binaire qui prend la valeur 1 si l'indice standardisé des précipitations pour au moins un mois affiche des conditions extrêmement humides. Le choc est considéré comme survenant en période 0. L'axe des abscisses représente le nombre d'années depuis l'événement, en commençant à -1 pour indiquer l'absence de tendances pré-existantes. Les réponses sont estimées à partir d'un modèle de projection local par doubles différences ; pour plus de détails, cf. [Usman \(S.\) et al. \(op. cit.\)](#).

Ces tendances sectorielles montrent l'importance de traiter rapidement les dommages aux infrastructures pour éviter des pertes de production

⁷ Fomby (T.), Ikeda (Y.) et Loayza (N.), « *The growth aftermath of natural disasters* », *Journal of Applied Econometrics*, vol. 28, n° 3, 2013, p. 412-434.

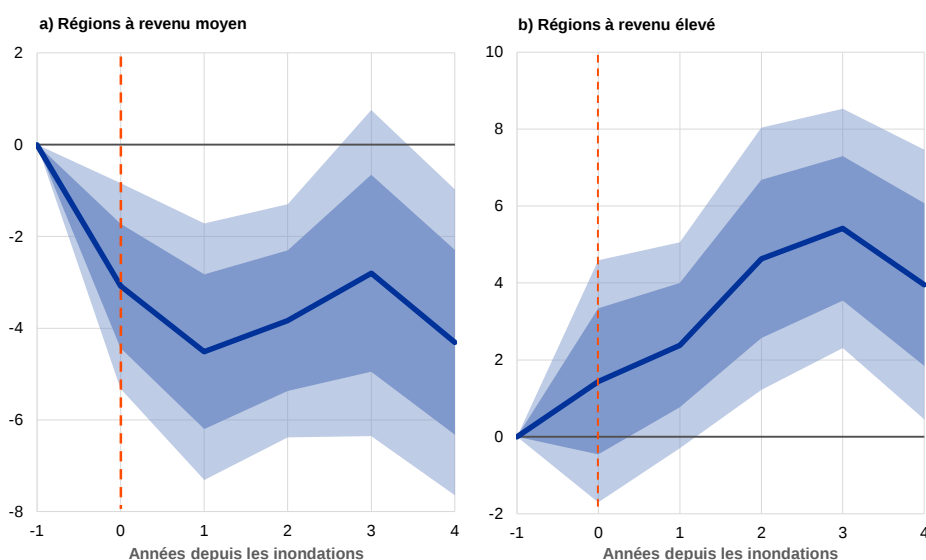
permanentes (graphique B). Dans les régions à revenu élevé, l'événement est suivi d'une augmentation de l'investissement et du PIB, en cohérence avec l'essor de la reconstruction qu'impliquent les évolutions sectorielles. On observe également une hausse de la productivité globale des facteurs dans ces régions, ce qui montre qu'il est possible de « reconstruire en mieux ». Toutefois, cette hausse de l'investissement n'a pas lieu dans les régions à revenu moyen.

Graphique B

Effets à moyen terme des inondations sur la production régionale, par niveau de revenu initial

(variation en pourcentage)

■ Intervalle de confiance à 68 %
■ Intervalle de confiance à 90 %
■ Moyenne



Sources : ECMWF (ensemble de données ERA5), Commission européenne (base de données ARDECO) et calculs des services de la BCE.

Notes : Les régions sont divisées en terciles du PIB par habitant de 2022 aux prix de 2015. Un événement d'inondation est une variable binaire qui prend la valeur 1 si l'indice standardisé des précipitations pour au moins un mois affiche des conditions extrêmement humides. Le choc est considéré comme survenant en période 0. L'axe des abscisses représente le nombre d'années depuis l'événement, en commençant à -1 pour indiquer l'absence de tendances pré-existantes. Les réponses sont estimées à partir d'un modèle de projection local par doubles différences ; pour plus de détails, cf. [Usman \(S.\) et al. \(op. cit.\)](#).

La couverture assurantielle et le développement économique sont essentiels pour que les économies locales et régionales d'Europe puissent tirer profit des mécanismes de partage des risques visant à réduire les dommages économiques locaux. Les caractéristiques économiques et institutionnelles

fortement corrélées aux revenus, telles que les contraintes financières, la qualité de la gouvernance et les infrastructures publiques, peuvent peser sur les résultats économiques à long terme ^{8,9}. Des taux de couverture assurantielle plus élevés peuvent accélérer la reconstruction et réduire l'impact à long terme des inondations. Cela étant, seul un quart des dommages liés au climat sont aujourd'hui couverts par une assurance en Europe, et la part de couverture est inférieure à 5 % dans

⁸ Augusztin (A.), Iker (Á.), Monisso (A.) et Szörfi (B.), « *The growth effect of EU funds – the role of institutional quality* », *Working Paper Series*, n° 3014, BCE, janvier 2025.

⁹ Filip (D.) et Setzer (R.), « *Government quality and regional economic performance and resilience in the EU* », *Working Paper Series*, BCE, à paraître.

certaines économies ¹⁰. La BCE, conjointement avec l'Autorité européenne des assurances et des pensions professionnelles (AEAPP), a récemment présenté une solution potentielle à l'échelle de l'UE pour encourager le recours à l'assurance contre les catastrophes, en s'appuyant sur les structures nationales et européennes existantes ¹¹.

L'impact économique des inondations s'étend également au-delà des zones directement concernées via les liens entre chaînes d'approvisionnement.

Une étude des inondations survenues en Belgique en 2021 met en évidence les perturbations importantes pour les entreprises directement touchées par l'événement ¹². Ces entreprises ont vu leurs ventes chuter de 15 % en moyenne, et la probabilité de faillite a augmenté. Dans le même temps, les entreprises de régions épargnées ont également subi une baisse des ventes lorsque leurs fournisseurs étaient touchés. Ces perturbations induites par les chaînes d'approvisionnement ont duré pendant un an après les inondations, les entreprises ayant eu des difficultés à réorienter rapidement leurs chaînes d'approvisionnement en se détournant de leurs fournisseurs de longue date.

S'il est indispensable d'éliminer les émissions de carbone pour contenir la fréquence et l'ampleur des inondations à l'avenir, nous pouvons réduire leur incidence et leur probabilité à des horizons plus courts.

Les données montrent que l'adaptation par l'augmentation du stock de capital alloué à la lutte contre les inondations réduit de manière notable l'incidence des inondations deux à quatre années plus tard ¹³. Il est cependant moins certain que ces défenses réduisent les dommages en cas de graves inondations. Pour rappeler les résultats présentés ci-dessus, les différences institutionnelles et économiques entre régions sont susceptibles de jouer un rôle essentiel pour déterminer l'adaptation.

Les investissements en capital alloué à la lutte contre les inondations sont davantage susceptibles d'être réalisés dans les régions à revenu élevé dotées d'institutions de haute qualité. Les améliorations des cadres réglementaires et les innovations financières sont donc nécessaires au niveau national et européen, pour réduire l'important écart de financement actuel en matière d'adaptation ¹⁴.

¹⁰ Christophersen (C.) et al., « *What to do about Europe's climate insurance gap?* », *Le blog de la BCE*, BCE, 24 avril 2023.

¹¹ « *Towards a European system for natural catastrophe risk management* », BCE et AEAPP, décembre 2024.

¹² Bijmens (G.), Montoya (M.) et Vanormelingen (S.), « *A bridge over troubled water: flooding shocks and supply chains* », *Working Papers*, n° 466, Banque Nationale de Belgique, octobre 2024.

¹³ Mari (R.) et Ficarra (M.), « *Weathering the storm: the economic impact of floods and the role of adaptation* », *Bank Underground*, Banque d'Angleterre, 29 novembre 2024.

¹⁴ Mongelli (F.), Ceglar (A.) et Scheid (B.), « *Why do we need to strengthen climate adaptations? Scenarios and financial lines of defense* », *Working Paper Series*, n° 3005, BCE, 2024.

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

Franziska Maruhn, 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 82 grandes sociétés non financières opérant dans la zone euro. Ces échanges ont eu lieu entre le 6 et le 14 janvier 2025 ¹.

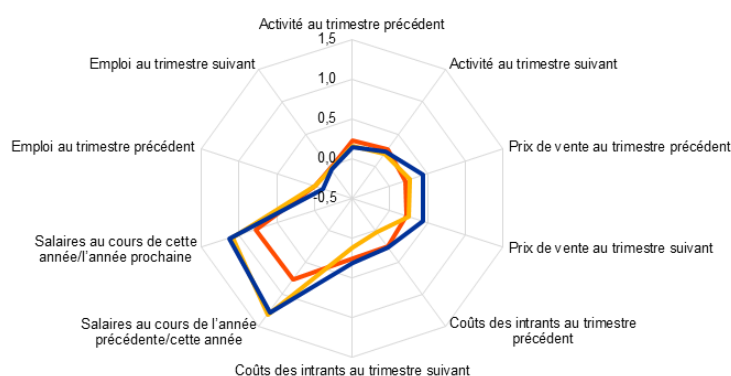
Les contacts ont fait état d'un ralentissement de la dynamique des entreprises au tournant de l'année, avec une production manufacturière stagnante ou en baisse, mais une croissance plus résistante de l'activité dans les services (graphique A et graphique B). La faiblesse du secteur manufacturier est de plus en plus considérée comme structurelle, reflétant les coûts élevés de l'énergie et de la main-d'œuvre, un environnement réglementaire restrictif et une concurrence accrue des importations. La croissance de l'activité dans les services a résulté à la fois des dépenses de consommation et d'une demande de services aux entreprises axés sur l'efficacité et la transformation des modèles d'activité.

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 quatrième trimestre 2024 et le trimestre suivant au premier trimestre 2025, tandis que pour la campagne précédente, il s'agissait du troisième et du quatrième trimestres 2024. En janvier et mars/avril, les discussions avec les personnes contactées au sujet des évolutions des salaires se concentrent généralement sur les perspectives pour l'année en cours par rapport à l'année précédente, tandis que celles qui se déroulent en juin/juillet et septembre/octobre portent sur les perspectives pour l'année suivante par rapport à l'année en cours. La moyenne historique est une moyenne des scores calculée en utilisant des synthèses des contacts antérieurs en remontant jusqu'en 2008.

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.

La croissance des dépenses de consommation a continué de porter davantage sur les services au détriment des biens, avec un accent toujours mis sur les prix.

Dans le secteur du commerce de détail de produits alimentaires, les consommateurs ont continué « d'opter pour des produits moins onéreux ». Cela a profité aux magasins « discount », tandis que les supermarchés ont réagi en élargissant leur gamme de marques de distributeur au détriment des marques haut de gamme. Dans le secteur du commerce de détail de produits non alimentaires, les contacts ont fait état d'une concurrence croissante des commerces en ligne chinois. Dans ce contexte, les commerçants de l'habillement ont fait état d'une perturbation importante dans les segments de prix moyens, contrastant avec une croissance soutenue de la demande pour les marques de luxe. Le marché de la consommation d'électroménager a montré certains signes de reprise. Les contacts dans le secteur des voyages et du tourisme ont fait état d'une forte croissance en cours. Cela inclut une saison estivale 2024 prolongée, une saison hivernale positive jusqu'à présent et une très forte croissance des réservations anticipées pour la saison estivale 2025, bien que reflétant en partie une tendance accrue à réserver tôt. La demande de voyages d'agrément continue d'afficher une croissance robuste en dépit d'une forte hausse des prix, les consommateurs indiquant toutefois faire des économies sur les extras tels que les repas au restaurant. Les contacts dans le secteur des services de télécommunications ont également fait état d'une croissance régulière de la demande des consommateurs.

Graphique B

Opinions sur les évolutions et les perspectives en matière d'activité

(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). Les scores vont de - 2 (baisse significative) à + 2 (hausse significative). Un score de 0 indique qu'aucun changement ne s'est produit. Le point se rapporte aux anticipations pour le trimestre suivant.

L'atonie de l'activité manufacturière a continué de peser sur l'investissement, mais l'accent mis sur l'efficacité a stimulé la demande pour certains services aux entreprises.

La plupart des sociétés contactées dans le secteur manufacturier ont déclaré que l'activité avait été décevante par rapport aux anticipations de 2024, qui tablaient sur une légère reprise. Au contraire, la demande est restée relativement stable à des niveaux bas et le ralentissement est de plus en plus considéré comme structurel. De nombreuses sociétés ont fait état de l'augmentation des coûts de l'énergie et de la main-d'œuvre au cours des dernières années, qui n'a pas été

ressentie dans la même mesure par les concurrents dans d'autres parties du monde. Elles ont également cité un régime réglementaire plus pesant, auquel s'ajoute désormais l'incertitude quant aux droits de douane futurs. Cette situation, associée à des taux d'intérêt toujours relativement élevés, a créé un climat défavorable à l'investissement dans de nouvelles machines et de nouveaux équipements, de nombreuses entreprises cherchant à réduire leurs capacités dans la zone euro. Toutefois, la demande de biens et de services susceptibles d'aider les entreprises à réduire leurs coûts et leurs émissions de carbone, à transformer leurs activités ou à les rendre plus résistantes a augmenté. Par conséquent, les entreprises de biens d'équipement qui fournissent des technologies plus efficaces ou plus vertes ont enregistré une demande satisfaisante ou en cours de reprise. En outre, les prestataires de services aux entreprises ont fait état d'une croissance rapide de la demande en matière d'IA et de cybersécurité, ce qui a stimulé également la demande de services de conseil connexes.

Contrairement au secteur manufacturier, les entreprises du secteur de la construction et de l'immobilier ont fait état d'une situation légèrement plus positive.

L'activité dans la construction est toujours freinée par un manque de construction de logements, reflétant des coûts élevés et des processus d'approbation longs, ainsi qu'un manque de dépenses publiques et de prise de décision, en particulier en Allemagne et en France. Toutefois, la construction non résidentielle (en particulier les centres de données, les infrastructures vertes et de télécommunications) a continué de croître, le marché immobilier a montré des signes de reprise et la construction résidentielle devrait se redresser courant 2025.

Globalement, toutefois, les personnes contactées ne s'attendent pas à une modification significative de la dynamique des affaires à court terme.

L'incertitude économique et politique a été très élevée à la suite de la chute des gouvernements en Allemagne et en France et du manque de clarté quant aux politiques qui seront menées par la nouvelle administration aux États-Unis. Par conséquent, il est peu probable que la confiance s'améliore significativement à court terme. Toutefois, beaucoup de personnes contactées continuent d'espérer une reprise plus forte plus tard en 2025, lorsque les politiques économiques devraient être clarifiées dans la zone euro et à l'échelle mondiale.

Les perspectives d'emploi sont demeurées moroses, de nombreuses entreprises mettant l'accent sur l'amélioration de l'efficacité et de la productivité.

De nombreuses entreprises manufacturières ont procédé à des licenciements, tandis que d'autres ont adopté une approche prudente en matière d'embauche. Les agences de placement de main-d'œuvre ont fait état d'un nouveau trimestre de baisse de l'activité dans la plupart des pays et des secteurs, ainsi que d'un faible taux de conversion des contrats temporaires en contrats à durée indéterminée. Plusieurs d'entre elles ont déclaré que la rotation du personnel était faible, les employés étant plus réticents à changer d'emploi et les entreprises d'accueil potentielles n'offrant pas les incitations salariales nécessaires. Malgré des « tensions structurelles » sur les marchés du travail dans certaines régions, le nombre de déclarations de pénuries de main-d'œuvre a été moins élevé qu'il ne

l'avait été depuis longtemps, ce qui facilite le recrutement dans les secteurs en croissance.

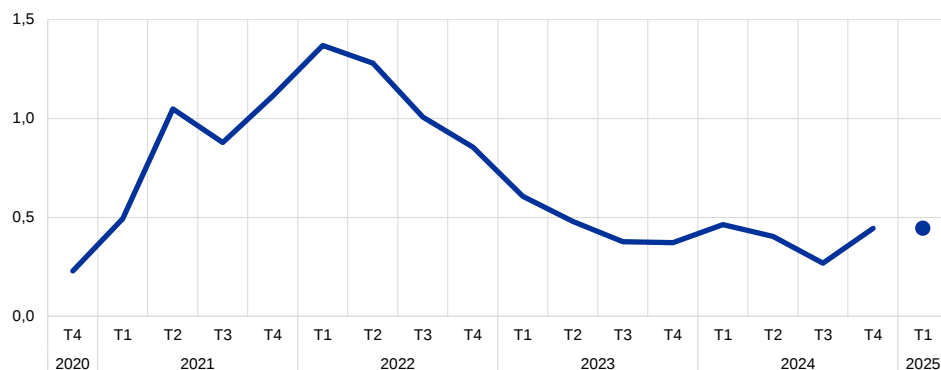
Les sociétés contactées ont fait état d'une croissance modérée des prix, avec un léger rebond, en moyenne, en particulier dans le secteur des services (graphique A et graphique C). Selon les déclarations recueillies, les prix dans le secteur manufacturier ont été assez stables dans l'ensemble. Il a été indiqué que les prix augmentent modérément dans le secteur des biens d'équipement (les entreprises cherchant à répercuter la hausse des coûts), qu'ils sont stables dans le secteur des biens de consommation et qu'ils baissent pour les biens intermédiaires (reflétant à la fois la faiblesse de la demande et la baisse des prix de nombreuses matières premières). Dans le secteur de la construction, les prix de la plupart des matériaux de construction ont baissé, même si une augmentation des prix des émissions de carbone et le passage à un ciment à plus faible intensité en carbone – mais plus coûteux – exercent des pressions à la hausse sur les prix moyens du ciment. Les prix des services ont augmenté plus fortement. Cette évolution reflète largement l'augmentation du contenu en main-d'œuvre de nombreux services aux entreprises et aux consommateurs, ainsi que l'acceptation persistante de prix plus élevés par les clients, notamment pour les services liés au tourisme. Les contacts dans le commerce de détail ont principalement fait état de taux de hausses des prix stables ou modérées, dans un contexte de hausse des coûts, mais également dans un environnement concurrentiel où les clients sont sensibles aux prix. Les contacts ont également fait état d'un redressement des prix de l'énergie et des services de transport. Les prix de l'énergie reflètent principalement une hausse des prix du gaz en raison de niveaux de stockage plus faibles. Ceux des transports reflètent pour partie une hausse des coûts réglementaires et pour partie, une hausse des tarifs du transport maritime en raison de la faiblesse persistante de l'offre et de la forte demande ces derniers mois ².

² L'offre de transport maritime est restée limitée par le déroutement d'une grande partie du transport maritime afin d'éviter la zone de la mer Rouge ; dans le même temps, une partie de l'activité de transport a été anticipée en raison d'un Nouvel An chinois intervenant plus tôt que d'habitude et de craintes de grèves des dockers sur la côte est des États-Unis et d'éventuels droits de douane sur les importations vers les États-Unis.

Graphique C

Opinions sur les évolutions et les perspectives en matière de prix

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



Source : BCE

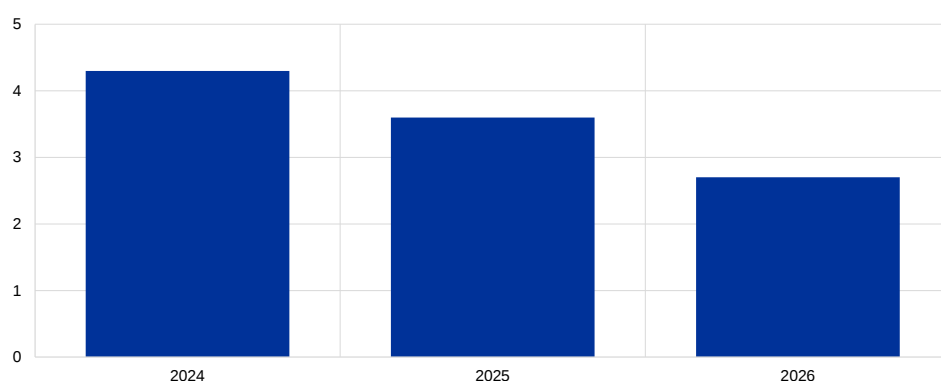
Notes : Les scores reflètent la moyenne des scores attribués par les services de la BCE dans leur évaluation des déclarations des contacts à propos des évolutions trimestrielles des prix de vente. Les scores vont de - 2 (baisse significative) à + 2 (hausse significative). Un score de 0 indique qu'aucun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

Les sociétés contactées ont continué d'anticiper une modération progressive de la croissance des salaires (graphique D). Sur la base d'une simple moyenne des indications quantitatives fournies, les sociétés contactées ont estimé que la croissance des salaires se ralentirait, revenant de 4,3 % en 2024 à 3,6 % en 2025, sans changement par rapport à la précédente campagne d'enquête. De plus, les sociétés contactées (bien qu'en nombre limité) qui ont fourni des indications quantitatives pour 2026 anticipaient un nouveau ralentissement de la croissance des salaires (à 2,7 %) en moyenne.

Graphique D

Évaluation quantitative de la croissance des salaires

(en pourcentages)



Source : BCE

Notes : Moyennes des perceptions des personnes contactées concernant la croissance des salaires dans leur secteur en 2024 et leurs anticipations pour 2025 et 2026. Les moyennes pour 2024, 2025 et 2026 se fondent sur les indications fournies par 73, 75 et 21 participants, respectivement.

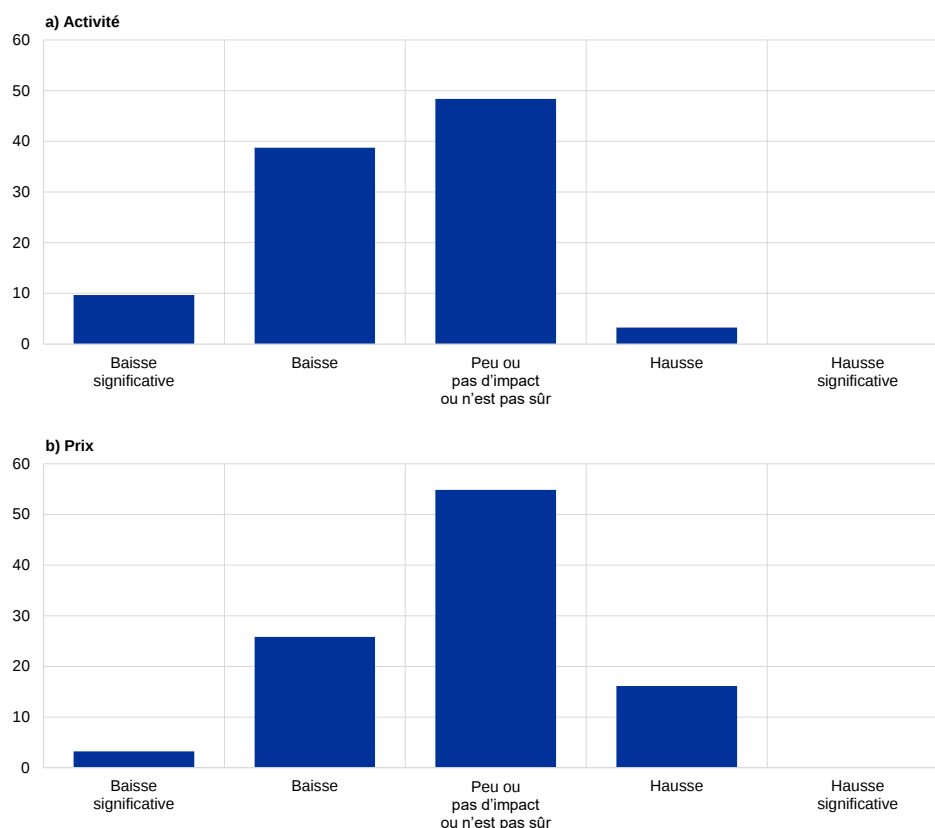
Au cours de cette campagne, nous avons demandé aux sociétés contactées quel serait, selon elles, l'impact sur l'activité et les prix dans leur secteur dans la zone euro si la nouvelle administration américaine augmentait les droits de douane autant qu'elle l'a évoqué. Environ la moitié des entreprises

manufacturières ont déclaré que leur activité dans la zone euro serait affectée négativement (graphique E, partie a). Beaucoup ont toutefois indiqué que l'impact serait atténué par des modèles de production qui sont déjà largement fondés sur une « production locale pour une consommation locale ». Certaines ont déclaré que seuls les produits les plus sophistiqués exportés de la zone euro vers les États-Unis étaient concernés. Pour ces produits, il n'y a souvent que peu ou pas de concurrence américaine et le coût des droits de douane serait répercuté sur les prix pratiqués aux États-Unis. S'agissant de leur activité dans la zone euro, la préoccupation majeure de nombreuses entreprises est liée à la possibilité d'un détournement des flux commerciaux, en particulier si les États-Unis augmentent leurs droits de douane de manière disproportionnée sur les biens en provenance de Chine. En l'absence de mesures de protection au niveau de l'UE, davantage de contacts s'attendent à un effet négatif sur les prix dans leur secteur dans la zone euro plutôt qu'à un effet positif (graphique E, partie b). En cas de mesures de protection et de rétorsion conduisant à une guerre tarifaire plus généralisée, une augmentation des coûts et des prix est beaucoup plus probable.

Graphique E

Impact attendu d'une hausse des droits de douane américains sur les entreprises manufacturières dans la zone euro

(en pourcentage des participants issus d'entreprises manufacturières)



Source : BCE

Modifications du dispositif de garanties de l'Eurosystème en vue d'une plus grande harmonisation

Ioana Alexopoulou, Calogero Brancatelli, Diana Gomes, Daniel Gybas et Stephan Sauer

Le dispositif de garanties pour les opérations de crédit de l'Eurosystème est un élément clef du cadre de mise en œuvre de la politique monétaire de la BCE. Les opérations de crédit ont toujours joué un rôle central pour répondre aux besoins de liquidité des banques et piloter l'orientation de la politique monétaire, et la BCE a une obligation statutaire de ne prêter aux banques et autres contreparties qu'en échange de garanties adéquates ³.

Depuis la crise financière mondiale, l'Eurosystème utilise un dispositif de garanties général, qui est permanent, et un dispositif de garanties temporaire, qui comprend des mesures d'assouplissement des garanties liées à la crise ⁴. Le dispositif général applique des critères d'éligibilité entièrement harmonisés dans l'ensemble de l'Eurosystème. Le dispositif temporaire comporte des actifs qui ne satisfont pas aux critères d'éligibilité du cadre général et ont été introduits pour répondre aux besoins accrus de garanties des contreparties en période de tensions financières plus élevées. Certains de ces actifs (comme les créances privées additionnelles (*additional credit claims*, ACC) et les instruments de dette négociables bénéficiant d'une dérogation à l'exigence minimale en matière de qualité du crédit) sont acceptés en garantie au titre du dispositif temporaire d'une manière qui n'est pas totalement harmonisée, à la discrétion des banques centrales nationales (BCN) et sous réserve de l'approbation du Conseil des gouverneurs de la BCE. Les deux dispositifs de garanties ont évolué au fil du temps dans le cadre de la réponse de l'Eurosystème aux évolutions économiques et sur les marchés financiers.

Certaines des modifications les plus substantielles des dispositifs de garanties sont liées au soutien apporté à la participation généralisée aux opérations de refinancement à plus long terme (LTRO) et aux opérations de refinancement à plus long terme ciblées (TLTRO). La BCE accepte les ACC au titre du dispositif temporaire depuis décembre 2011, dans le cadre de plusieurs mesures visant à soutenir le crédit bancaire et l'activité sur le marché monétaire, notamment les premières LTRO d'une durée de trois ans de la BCE (graphique A) ⁵. Au départ, les ACC étaient acceptées par un tiers environ des BCN de la zone euro, mais presque toutes les BCN de la zone ont commencé à les accepter à la suite de l'annonce en avril 2020 de mesures d'assouplissement des garanties prises en

³ Cf. l'article 18.1 des statuts du Système européen de banques centrales et de la Banque centrale européenne.

⁴ Le cadre général est régi par l'[Orientation \(UE\) 2015/510 de la Banque centrale européenne du 19 décembre 2014 concernant la mise en œuvre du cadre de politique monétaire de l'Eurosystème \(orientation sur la documentation générale\) \(BCE/2014/60\) \(refonte\) \(JO L 91 du 02.04.2015, p. 3\)](#). Le cadre temporaire est régi par l'[Orientation de la Banque centrale européenne du 9 juillet 2014 relative à des mesures temporaires supplémentaires concernant les opérations de refinancement de l'Eurosystème et l'éligibilité des garanties et modifiant l'orientation BCE/2007/9 \(BCE/2014/31\) \(2014/528/UE\) \(JO L 240 du 13.08.2014, p. 28\)](#).

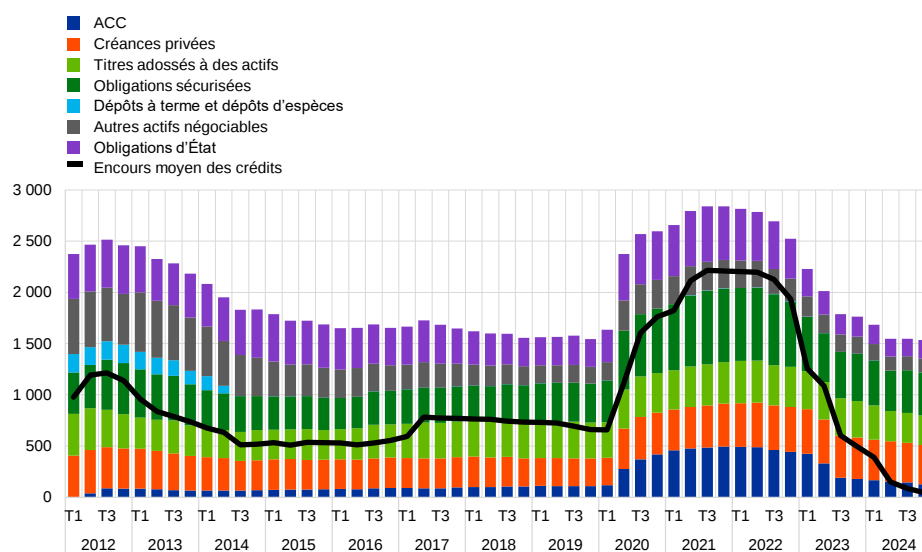
⁵ Pour une description des cadres ACC des BCN à ce moment-là, cf. Tamura (K.) et Tabakis (E.), « *The use of credit claims as collateral for Eurosystem credit operations* », *Occasional Paper Series*, n° 148, BCE, juin 2013.

réponse à la pandémie afin de soutenir le recours significatif aux TLTRO III ⁶. Les extensions d'éligibilité s'accompagnent généralement de la conception de mesures appropriées de contrôle des risques ⁷. En mars 2022, la BCE a commencé la levée progressive des mesures d'assouplissement des garanties introduites en réponse à la pandémie ⁸.

Graphique A

Contribution des ACC aux garanties mobilisées

(en milliards d'euros, après valorisation et décotes)



Source : BCE.

Notes : Utilisation des garanties : moyennes des données de fin de mois pour chaque période présentée. Encours moyen des crédits : valeur totale couvrant toutes les opérations de crédit de l'Eurosystème sur la base des données quotidiennes. Les dernières observations se rapportent au quatrième trimestre 2024.

Le 29 novembre 2024, le Conseil des gouverneurs a franchi une étape supplémentaire dans la levée progressive du dispositif temporaire, en vue d'atteindre un dispositif de garanties de l'Eurosystème plus harmonisé, plus flexible et plus efficace contre les risques ⁹. Conformément au résultat de la récente évaluation du cadre opérationnel et pour maintenir une vaste gamme de garanties, le Conseil des gouverneurs a décidé d'un ensemble de mesures permettant le retour à une liste harmonisée de garanties disponibles pour toutes les contreparties quelle que soit leur localisation dans la zone euro ¹⁰. Ces décisions sont conformes aux principes qui sous-tendent le cadre opérationnel pour la mise en

⁶ Les ACC étaient acceptées en Belgique, en Allemagne, en Estonie, en Irlande, en Grèce, en Espagne, en France, en Italie, à Chypre, en Lettonie, en Lituanie, à Malte, en Autriche, au Portugal, en Slovaquie, en Slovaquie et en Finlande.

⁷ Par exemple, l'Eurosystème applique des décotes plus élevées aux actifs de moindre qualité du crédit.

⁸ Cf. « [La BCE annonce le calendrier de la levée progressive des mesures temporaires d'assouplissement des garanties introduites en réponse à la pandémie](#) », communiqué de presse, BCE, 24 mars 2022 ; et « [Décisions du Conseil des gouverneurs de la BCE \(autres que les décisions relatives à la fixation des taux d'intérêt – décembre 2023\)](#) », BCE, 15 décembre 2023.

⁹ Cf. « [La BCE annonce des modifications du dispositif de garanties de l'Eurosystème afin de renforcer l'harmonisation](#) », communiqué de presse, BCE, 29 novembre 2024.

¹⁰ Cf. « [Modifications du cadre opérationnel pour la mise en œuvre de la politique monétaire](#) », communiqué de presse, BCE, 13 mars 2024.

œuvre de la politique monétaire et garantiront ainsi que le dispositif de garanties reste approprié à mesure que le bilan de l'Eurosystème se normalise ¹¹.

Afin d'assurer un dispositif de garanties vaste et flexible, certains types d'actifs « temporaires » seront intégrés dans le dispositif de garanties général.

Les deux types d'actifs suivants étaient déjà acceptés au sein de l'Eurosystème au titre du dispositif temporaire et seront intégrés dans le dispositif général : 1) les titres adossés à des actifs assortis de la deuxième meilleure notation de l'échelon 3 de qualité de crédit sur l'échelle de notation harmonisée de l'Eurosystème (note de BBB-) qui remplissent les critères d'éligibilité actuellement stipulés dans le dispositif temporaire de garanties ¹² ; et 2) certains actifs négociables libellés en dollar américain, en livre sterling et en yen japonais ¹³. De plus, il y aura une diversification des sources d'évaluation du crédit acceptées par l'Eurosystème avec l'acceptation, dans le dispositif général, des systèmes internes statistiques d'évaluation du crédit (S-ICAS) des BCN pour les créances privées. Ces systèmes évaluent la solvabilité des sociétés non financières à l'aide d'une approche quantitative et souscrivent à un dispositif harmonisé ¹⁴. La plupart des S-ICAS ont initialement été introduites en réponse à la pandémie de COVID-19 afin de contribuer à un univers de collatéral diversifié en mettant notamment l'accent sur les petites et moyennes entités non financières comme débiteurs d'ACC. Le Conseil des gouverneurs a également décidé de lancer des travaux préparatoires supplémentaires sur l'intégration future des *pools* de créances privées sur les sociétés non financières dans le dispositif général. Ces travaux incluront le développement d'un cadre adéquat de contrôle des risques et la spécification de toutes les exigences techniques nécessaires.

Pour réduire la complexité et l'hétérogénéité du dispositif de garanties de l'Eurosystème et à la suite de l'arrivée à échéance de toutes les TLTRO, d'autres types d'actifs qui étaient acceptés de façon temporaire devront être retirés.

Il s'agit : 1) des prêts aux particuliers et des *pools* de créances privées garanties par des actifs immobiliers ; 2) des créances privées individuelles d'une qualité de crédit inférieure à l'échelon 3 de qualité de crédit, ce qui équivaut à une notation inférieure au niveau *investment grade* ; et 3) des prêts libellés en devises étrangères en dollar américain, en livre sterling et en yen japonais. De plus, les exigences techniques liées à ces types d'actifs, telles que les approches spécifiques aux juridictions en matière d'évaluation de la qualité de crédit, seront interrompues.

Une avancée supplémentaire sur la voie de la simplification du dispositif de garanties de l'Eurosystème a été réalisée avec la fin de l'éligibilité de deux types d'actifs spécifiques dans le cadre du dispositif général. Cela concerne les

¹¹ Les principes qui guident la mise en œuvre de la politique monétaire sont l'efficacité, la robustesse, la flexibilité, l'efficacité, une économie de marché ouverte et des objectifs secondaires.

¹² Pour plus d'information sur l'échelle de notation harmonisée de l'Eurosystème, cf. [Eurosystem credit assessment framework \(ECAf\)](#) sur le site internet de la BCE.

¹³ Les actifs négociables éligibles libellés en devises doivent être émis par des émetteurs de la zone euro, détenus/réglés au sein de l'Espace économique européen (EEE) et satisfaire à tous les autres critères réguliers d'éligibilité.

¹⁴ Le 19 décembre 2024, le Conseil des gouverneurs a approuvé le cadre harmonisé pour les S-ICAS, ce qui était une condition de leur intégration dans le cadre général. Cf. « [Décisions du Conseil des gouverneurs de la BCE \(autres que les décisions relatives à la fixation des taux d'intérêt\) – janvier 2025](#) », BCE, 31 janvier 2025.

titres de créance adossés à des créances hypothécaires sur des particuliers (RMBD) et les titres de créance non négociables adossés à des créances privées éligibles (DECC). Leur suppression est due à une utilisation historiquement limitée et à une faible demande par rapport à d'autres modes de mobilisation des actifs sous-jacents, et elle permet de simplifier encore le dispositif de garanties de l'Eurosystème.

Avec ces modifications, le dispositif de garanties de l'Eurosystème continuera de contribuer à une mise en œuvre efficace, robuste, flexible et efficiente de la politique monétaire de la BCE. Les modifications seront mises en œuvre à l'occasion de la prochaine mise à jour régulière du cadre juridique, mais pas avant le quatrième trimestre 2025. Au vu des travaux préparatoires à venir pour l'intégration des *pools* de créances privées dans le dispositif général, l'éligibilité des *pools* de créances privées sur les sociétés non financières actuellement acceptés dans le dispositif temporaire sera maintenue au moins jusqu'à fin 2026. Il en va de même pour les créances privées bénéficiant d'une garantie partielle du secteur public liée à la pandémie, qui sera largement arrivée à échéance d'ici là et finira par être supprimée. Dans tous les cas, le Conseil des gouverneurs maintiendra un vaste cadre de garanties pour faciliter l'utilisation des opérations de crédit de l'Eurosystème par les contreparties.

Des conférences de presse aux discours : l'impact de la communication de la BCE relative à la politique monétaire

Yıldız Akkaya, Lea Bitter, Adriana Grasso et Brian Amorim Cabaco

La communication relative à la politique monétaire est importante pour gérer les anticipations et renforcer l'efficacité de la politique monétaire pour remplir l'objectif de stabilité des prix. Les déclarations et les annonces faites à l'issue des réunions de politique monétaire du Conseil des gouverneurs, qui se tiennent généralement toutes les six semaines, constituent le principal moyen pour communiquer les décisions de politique monétaire. Toutefois, la communication qui intervient entre ces réunions – sous la forme de discours, d'interviews et d'un compte rendu de la dernière réunion – joue également un rôle important dans la formation des anticipations relatives à la politique monétaire.

Les évolutions des anticipations qui résultent de la communication peuvent être évaluées en mesurant les variations à haute fréquence des prix des actifs qui interviennent autour des événements de politique monétaire. Le suivi de l'impact de la communication entre les réunions de politique monétaire contribue à une meilleure compréhension des évolutions des anticipations relatives à la politique monétaire en construisant une vue d'ensemble plus complète de la direction de la politique monétaire de la BCE et de ses intentions ¹.

L'examen de la communication de la BCE relative à la politique monétaire au travers d'une variété de supports de diffusion fournit des indications approfondies sur leur efficacité à façonner les anticipations. Pour analyser l'impact de la communication de la BCE sur les marchés, l'échantillon d'événements de politique monétaire (communiqués de presse et conférences de presse) présenté dans [Altavilla et al. \(2019\)](#) est élargi en incluant la communication faite entre les réunions du Conseil des gouverneurs, par exemple les discours pertinents portant sur la conduite de la politique monétaire prononcés par le/la président(e) de la BCE ². Les titres à la une de Bloomberg se rapportant à la BCE et à la politique monétaire, et indiqués comme étant les plus pertinents par les utilisateurs de cette agence de presse, constituent une autre source d'information. La publication des comptes rendus des réunions de politique monétaire, qui documentent les discussions du Conseil des gouverneurs tenues au cours de ces réunions, et le *Bulletin économique*, qui explique les raisons sous-tendant les décisions de politique monétaire, à la lumière des conditions économiques et financières qui prévalent,

¹ Pour les États-Unis, Bauer (M.D.) et Swanson (E.T.), « [An alternative explication for the 'Fed information effect'](#) », *American Economic Review*, vol. 113, n° 3, mars 2023, montrent que les intervenants de marché extraient des discours des informations importantes sur l'orientation de la politique monétaire. En outre, Swanson (E.T.), « [The importance of Fed Chair speeches as a monetary policy tool](#) », *AEA Papers and Proceedings*, vol. 113, mai 2023, montre que les discours publics prononcés par le président de la Réserve fédérale sont associés à des variations des rendements des bons du Trésor d'une ampleur comparable à celles observées pour les réunions du Comité fédéral de l'*open market*.

² Les discours pertinents sont ceux rapportés par les agences de presse économique.

sont également inclus. L'échantillon débute en 1999 et couvre les événements jusqu'en octobre 2023. Le nombre d'événements de communication varie au fil du temps, sous l'influence des modifications des conventions institutionnelles, telles que le nombre de réunions de politique monétaire du Conseil des gouverneurs par an. En particulier, le nombre d'événements de communication documentés a augmenté au cours de périodes clés telles que la crise financière mondiale (2008-2009), la crise de la dette souveraine en Europe (2010-2012), la pandémie de COVID-19 (2020-2021) et les fortes hausses de l'inflation qui ont suivi (2021-2022) ³.

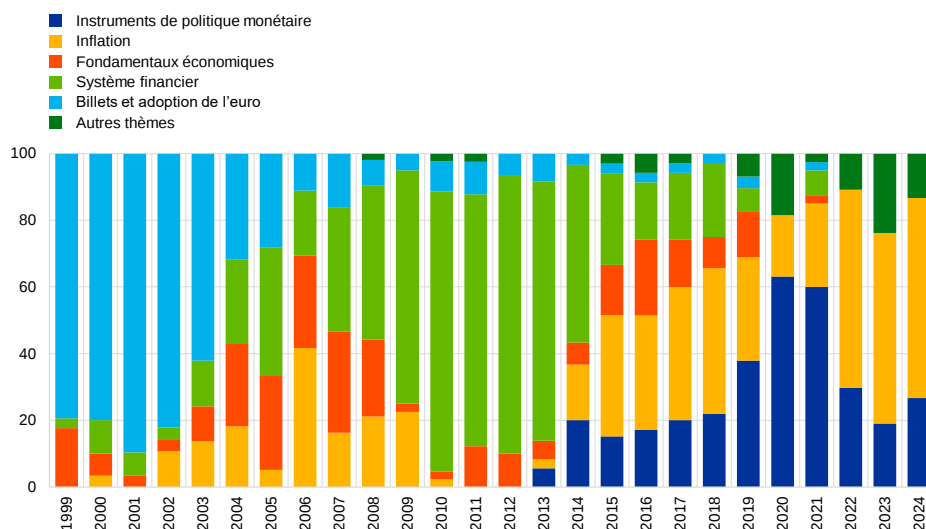
L'évolution de la communication de la BCE montre que l'importance relative des thèmes varie en réponse aux conditions économiques et financières et aux environnements changeants. Un modèle thématique probabiliste filtre six thèmes distincts pour différents types de communication de la BCE. Chaque thème est caractérisé sur la base d'une liste de mots saillants qui ont une forte probabilité d'être associés à ce thème particulier, garantissant ainsi une distinction claire entre les différents thèmes identifiés par le modèle. Cette approche permet de suivre l'évolution des thèmes au fil du temps. Le graphique A fait apparaître des variations significatives de la prédominance des thèmes évoqués dans la communication de la BCE. Initialement, la communication était concentrée sur la création de l'euro, son introduction et le cadre institutionnel de la BCE, le thème « Billets et adoption de l'euro » perdant de l'importance après les années 2000. Avant la crise financière mondiale, les thèmes récurrents incluaient les évolutions des prix (« Inflation »), les « Fondamentaux économiques » et les marchés financiers (« Système financier »). À la fin des années 2000 et au début des années 2010, l'attention s'est déplacée vers les tensions sur les marchés financiers, la supervision bancaire, la crise financière et la crise de la dette souveraine qui a suivi (tous ces sujets relevant du thème « Système financier »). La prédominance du thème « Instruments de politique monétaire » s'est accentuée entre le milieu des années 2010 et 2021, les taux d'intérêt directeurs étant proches du niveau plancher et des mesures non conventionnelles ayant été adoptées. Les fortes hausses de l'inflation post-pandémie, qui ont débuté en 2021, ont ensuite entraîné une résurgence de la communication avec un accent mis sur l'inflation. Enfin, depuis 2020, de nouveaux thèmes moins directement en rapport avec les décisions de politique monétaire, tels que le changement climatique, la transition énergétique, la numérisation et la parité hommes-femmes (tous classés dans l'ensemble de données sous la rubrique « Autres thèmes »), ont pris de l'importance.

³ Istrefi (K.), Odendahl (F.) et Sestieri (G.), « [Communication de la BCE et son impact sur les marchés financiers](#) », *Document de travail*, n° 859, Banque de France, janvier 2022, analysent également l'influence de la communication de la BCE sur les réactions des marchés financiers, confirmant la pertinence du suivi de la communication durant la période entre les réunions.

Graphique A

Évolution des thèmes traités dans la communication de la BCE

(importance du thème en pourcentage)



Source : Calculs de la BCE.

Notes : Les supports de communication pris en compte dans ce graphique comprennent les conférences de presse à l'issue des réunions de politique monétaire du Conseil des gouverneurs, les communiqués de presse s'y rapportant, les comptes rendus des réunions de politique monétaire du Conseil des gouverneurs et les discours prononcés par le/la président(e) de la BCE. Le *Bulletin mensuel* et le *Bulletin économique* sont exclus, étant donné que le *Bulletin mensuel* n'est disponible qu'en format PDF, ce qui n'est pas adapté au filtrage des données thématiques. La dernière observation se rapporte à juin 2024.

L'impact des différents événements de communication de la BCE varie

considérablement, la communication immédiate après les réunions de

politique monétaire et celle faite entre les réunions contribuant différemment

aux mouvements des marchés.

Les réunions du Conseil des gouverneurs sont associées aux mouvements les plus importants des rendements sans risque et des rendements souverains, tandis que la communication entre ces réunions exerce un impact moyen nettement plus faible (tableau). Étant donné le nombre important de discours prononcés par le/la président(e) de la BCE, la variation absolue moyenne par discours est inférieure à celle des déclarations et annonces moins fréquentes qui suivent des réunions du Conseil des gouverneurs. Toutefois, l'effet cumulé d'une communication fréquente entre les réunions de politique monétaire atteint un niveau comparable à l'impact sur le marché des réunions du Conseil des gouverneurs au cours de la période d'échantillonnage. Les discours prononcés par le/la président(e) de la BCE, en particulier, entraînent des mouvements cumulés significatifs des rendements, qui sont d'ampleur similaire à ceux résultant de la combinaison des communiqués de presse et des conférences de presse de politique monétaire. En revanche, les comptes rendus des réunions de politique monétaire et les titres à la une de Bloomberg ont un impact cumulé beaucoup plus faible sur les rendements.

Tableau

Variations absolues à haute fréquence, en données cumulées, des rendements sans risque et souverains par type d'événement

(en points de base)

Type d'événement	OIS à 1 mois	OIS à 2 ans	OIS à 10 ans	Obligation allemande à 10 ans	Obligation italienne à 10 ans
Communiqué de presse de politique monétaire	80,6 (0,4)	282,3 (1,4)	296,4 (1,4)	304,6 (1,5)	387,4 (1,9)
Conférence de presse du Conseil des gouverneurs	66,5 (0,3)	242,2 (1,2)	311,5 (1,5)	344,9 (1,7)	430,8 (2,1)
Compte rendu de politique monétaire	11,8 (0,2)	42,1 (0,6)	63,6 (0,9)	65,2 (0,9)	83,5 (1,2)
Bulletin mensuel/économique	57,4 (0,3)	169,3 (0,8)	201,2 (1,0)	209,5 (1,0)	277,1 (1,4)
Discours du/de la président(e) de la BCE	155,0 (0,2)	473,5 (0,7)	538,9 (0,8)	556,2 (0,8)	716,3 (1,0)
Titre à la une – Bloomberg	26,8 (0,1)	105,1 (0,6)	105,5 (0,5)	97,9 (0,5)	111,8 (0,6)

Source : Calculs de la BCE.
Notes : Le tableau présente les variations absolues à haute fréquence cumulées (avec les variations absolues moyennes entre parenthèses) pour un éventail de rendements sans risque et souverains pour les différents types d'événements, calculées à l'aide des données allant de janvier 2004 à octobre 2023. La fenêtre à haute fréquence autour des différents types d'événements est la suivante : – 10 minutes à + 20 minutes autour de la publication du communiqué de presse de politique monétaire ; – 10 minutes à + 75 minutes autour du début de la conférence de presse du Conseil des gouverneurs ; – 10 minutes à + 50 minutes autour de la publication du compte rendu de la réunion de politique monétaire du Conseil des gouverneurs ; – 10 minutes à + 80 minutes autour de la publication du Bulletin mensuel/Bulletin économique ; – 10 minutes à + 60 minutes autour de la publication de discours autres que les auditions devant Parlement européen ; et – 10 minutes à + 10 minutes autour de la publication des titres à la une de Bloomberg. « OIS » correspond au swap au jour le jour.

En cohérence avec la littérature, la distribution des impacts sur les rendements déclenchés par les communiqués de presse et les conférences de presse de politique monétaire présente des « queues épaisses »⁴.

Les réactions des rendements aux annonces de politique monétaire sont généralement faibles, mais les annonces importantes entraînent des réactions significatives des prix des actifs, avec pour résultat une queue de distribution épaisse. Ce constat ressort de la partie a) du graphique B, où la largeur à chaque point du tracé en « violon » reflète la densité des données. La plupart des valeurs sont concentrées autour de zéro et les queues de distribution fines indiquent des réponses occasionnelles plus importantes. Les « queues de distribution épaisses » constituent une caractéristique encore plus marquée dans les distributions relatives à l'impact de la communication entre les réunions, en raison de la réaction plus modérée des marchés en général et du nombre plus faible d'événements significatifs, en dépit de certains événements importants intervenant entre les réunions qui ont un impact très fort sur le marché dans les queues de la distribution⁵.

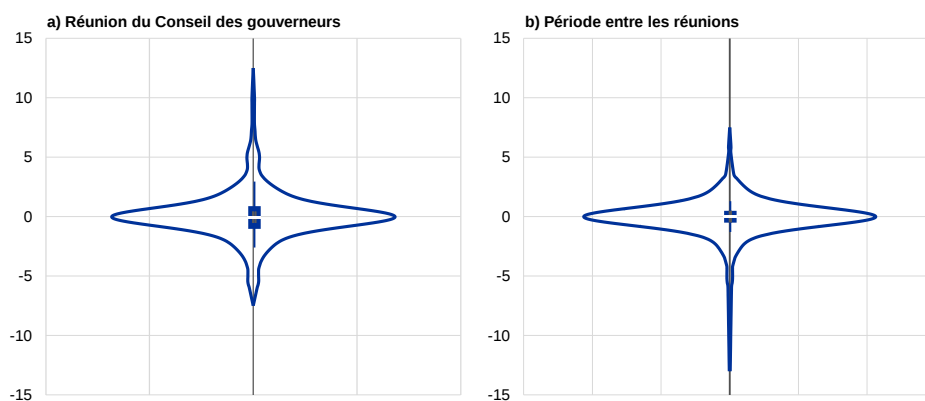
⁴ Pour les États-Unis, cf., par exemple, Jarociński (M.), « *Estimating the Fed's unconventional policy shocks* », *Journal of Monetary Economics*, vol. 144, mai 2024, et, pour la zone euro, Akkaya (Y.), Bitter (L.), Brand (C.) et Fonseca (L.), « *A statistical approach to identifying ECB monetary policy* », *Working Paper Series*, n° 2994, BCE, octobre 2024.

⁵ Dans un discours capital prononcé lors de la Global Investment Conference à Londres en juillet 2012, Mario Draghi avait pris le célèbre engagement de faire « tout ce qui est nécessaire » (« *whatever it takes* ») pour préserver l'euro au moment où la crise de la dette souveraine de la zone euro se propageait, ce qui avait entraîné une forte baisse des rendements des obligations souveraines.

Graphique B

Distribution des mouvements à haute fréquence entre les différents types d'événements pour les taux OIS à deux ans

(axe des abscisses : densité ; axe des ordonnées : points de base)



Source : Calculs de la BCE.

Notes : L'échantillon sous-jacent couvre la période comprise entre janvier 2004 et octobre 2023. Les tracés en violon représentent les estimations de la densité par noyau des mouvements à haute fréquence entre les différents types d'événements pour le taux du *swap* au jour le jour (OIS) à deux ans, reflétées à travers la représentation de la médiane, du 25^e percentile et du 75^e percentile, présentés dans un diagramme en boîte.

La communication, tant celle qui accompagne les réunions du Conseil des gouverneurs que celle faite entre les réunions, est essentielle pour communiquer et élaborer de manière efficace la politique monétaire de la BCE.

La communication joue un rôle essentiel pour déterminer les résultats de la politique monétaire. Si les conférences de presse tenues à l'issue des réunions du Conseil des gouverneurs constituent le principal canal d'annonce des décisions de politique monétaire, la communication faite entre ces réunions est également importante pour suivre l'évolution des débats sur cette politique. Même si l'impact de la communication faite entre les réunions a tendance à être plus faible que celui des conférences de presse, sa fréquence se traduit par un effet cumulé significatif au fil du temps. La communication entre les réunions explique non seulement les décisions de politique monétaire et garantit la responsabilité et la transparence, mais elle détermine également les attentes en matière de politique monétaire.

Estimations du taux naturel pour la zone euro : éléments d'information, incertitudes et lacunes

Claus Brand, Noémie Lisack et Falk Mazelis

Les estimations du taux d'intérêt naturel, ou r^* , mettent en évidence des tendances qui revêtent une importance fondamentale pour la politique monétaire, mais qui appellent d'importantes réserves. r^* est défini comme le

taux d'intérêt réel qui n'est ni expansionniste ni restrictif. Les mesures du r^* sont généralement construites comme une valeur d'équilibre vers laquelle les taux d'intérêt tendent à osciller à moyen et à long terme, à mesure que les déséquilibres agrégés entre l'épargne et l'investissement se réduisent et que les tensions inflationnistes ou désinflationnistes qui ont pu apparaître du fait de ces déséquilibres se dissipent. Ces mesures donnent également des informations sur le risque que les taux d'intérêt à court terme se retrouvent limités par leur plancher effectif. Toutefois, les mesures du r^* disponibles comportent de nombreuses difficultés en termes de mesure et de spécification des modèles et elles sont très incertaines, reflétant, à des degrés différents, l'incertitude liée au modèle, aux paramètres, aux filtres et aux données en temps réel. Si les estimations du r^* fournissent des informations complémentaires pour les décisions de politique monétaire et facilitent la communication sur l'orientation de cette politique, elles ne peuvent être considérées comme une évaluation mécanique de la politique monétaire appropriée à tout moment. Dans la conduite de la politique monétaire, il n'existe pas d'alternative à la prise de décisions sur la base d'une analyse complète des données et de leurs implications macroéconomiques. Dans la zone euro, en particulier, une telle évaluation se concentre sur trois points : les perspectives d'inflation, compte tenu des données économiques et financières disponibles, la dynamique de l'inflation sous-jacente et la force de la transmission de la politique monétaire.

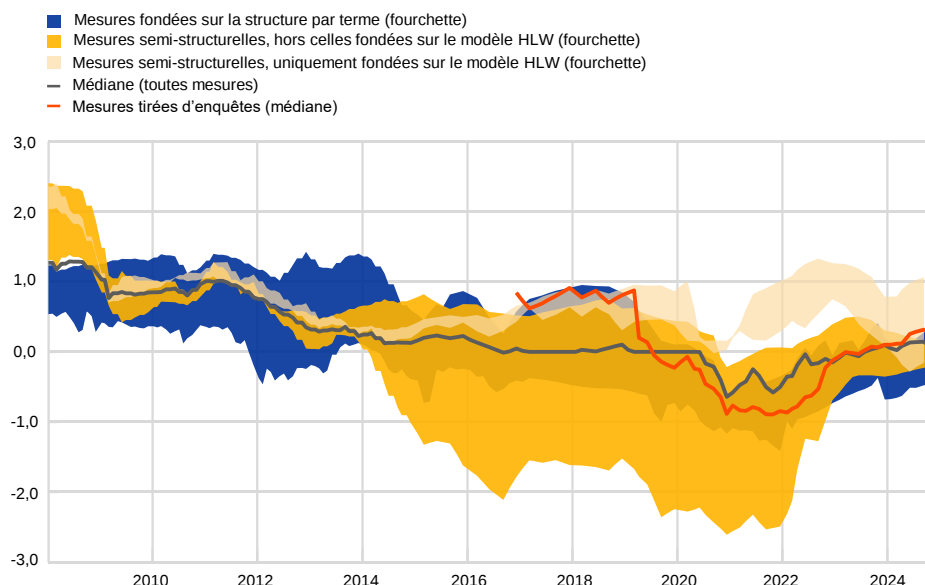
Les fourchettes des estimations ponctuelles issues de différents modèles de calcul du r^* indiquent un degré très élevé d'incertitude liée au modèle.

L'incertitude liée au modèle correspond à la variabilité des estimations du r^* résultant de l'utilisation de différents modèles. r^* n'étant pas observable, les économistes s'appuient sur plusieurs modèles pour l'estimer. Ces modèles peuvent incorporer différentes définitions du taux de référence, par exemple l'instrument utilisé par la banque centrale pour conduire la politique monétaire. Les différents modèles peuvent également s'appuyer sur d'autres déterminants, tels que les mesures de la sous-utilisation des capacités dans l'économie ou les horizons temporels sur lesquels l'inflation finit par se stabiliser. Les modèles peuvent être regroupés par type de mesure – telles que les mesures d'équilibre à évolution lente et les mesures conjoncturelles permettant de stabiliser l'inflation. Les mesures du r^* à évolution lente sont ancrées dans les tendances économiques à long terme, mais peuvent ne pas capturer les fluctuations à court terme. Les mesures conjoncturelles du r^* reflètent la dynamique à court terme et présentent des propriétés de stabilisation de l'inflation, mais elles peuvent être sensibles à des chocs temporaires et sont moins stables. Il est difficile de trouver un équilibre entre ces arbitrages.

Graphique A

Taux d'intérêt naturels réels dans la zone euro

(en pourcentage annuel)



Sources : Calculs de la BCE, estimations de l'Eurosystème, Federal Reserve Bank of New York et Consensus Economics.

Notes : Les estimations présentées pour les mesures tirées d'enquêtes, les mesures fondées sur la structure par terme et les mesures semi-structurelles sont fondées sur les mêmes mesures que celles évoquées dans l'encadré intitulé « [Estimations du taux d'intérêt naturel pour la zone euro : une actualisation](#) », *Bulletin économique*, n° 1, BCE, 2024. L'estimation fondée sur le modèle DSGE n'est pas incluse ici. Les mesures fondées sur le modèle HLW, qui ne garantissent pas un écart de taux réel stationnaire, sont présentées séparément des autres mesures semi-structurelles. Les dernières observations se rapportent au troisième trimestre 2024 pour Holston, Laubach et Williams (2023), Grosse-Steffen, Lhuissier, Marx et Penalver (mimeo), et Carvalho (2023) ; et au quatrième trimestre 2024 pour toutes les autres estimations.

Le graphique A présente une large fourchette d'estimations ponctuelles du taux naturel réel. Après une légère hausse post-pandémie, la fourchette actualisée des estimations ponctuelles du taux d'intérêt naturel réel pour la zone euro est restée globalement inchangée depuis fin 2023 et elle est cohérente avec les estimations documentées dans le *Bulletin économique*, n° 1, 2024¹. Nous opérons une distinction entre quatre catégories de mesures. La médiane des mesures tirées d'enquêtes est représentée par la ligne rouge. Les mesures représentées par la zone bleu foncé sont calculées à partir de modèles de la structure par terme des taux d'intérêt. Celles qui sont issues de modèles semi-structurels sont représentées par la zone jaune foncé. Enfin, trois estimations calculées à l'aide du modèle Holston-Laubach-Williams (HLW) sont représentées séparément, par la zone jaune clair. Ces dernières mesures ne sont pas disponibles pour le quatrième

¹ La fourchette présentée dans le graphique A est également globalement cohérente avec la série d'estimations publiée récemment par la Banque des règlements internationaux. Cf. Benigno (G.), Hofmann (B.), Nuño (G.), Sandri (D.), « *Quo vadis, r*? The natural rate of interest after the pandemic* », *BIS Quarterly Review*, mars 2024, p. 17-30.

trimestre 2024 ². En considérant uniquement les mesures présentées dans les zones bleu foncé et jaune foncé qui ont pu être actualisées jusqu'à la toute fin de 2024, les estimations les plus récentes du r^* réel s'inscrivent dans une fourchette comprise entre – 0,5 % et + 0,5 % (cf. les intervalles bleu foncé et jaune foncé correspondant au quatrième trimestre 2024 dans le graphique A) ³. La manière d'obtenir les contreparties nominales de ces mesures est spécifique à chaque mesure. Certains des modèles produisent à la fois une version réelle et une version nominale du r^* , tandis que d'autres n'estiment qu'une seule version. Dans ce dernier cas, la valeur manquante doit être calculée en ajoutant ou en soustrayant de l'estimation du modèle la cible d'inflation de la BCE de 2 % à moyen terme ou les anticipations d'inflation à moyen terme cohérentes avec le modèle. Lorsque les trois estimations tirées des versions du modèle HLW sont prises en compte, la fourchette du r^* réel est comprise entre – 0,5 % et 1 % et la fourchette nominale correspondante est comprise entre 1,75 % et 3 % ⁴. En se référant uniquement aux mesures incluses dans les zones bleu foncé et jaune foncé pour lesquelles une actualisation jusqu'à fin 2024 est disponible, les estimations du r^* nominal à partir de l'intervalle le plus récent sont comprises entre 1,75 % et 2,25 %. Compte tenu des incertitudes d'estimation soulignées dans le présent encadré, de telles fourchettes doivent être considérées comme purement indicatives.

De plus, les estimations du taux naturel sont entourées d'incertitudes liées aux paramètres des modèles. Les estimations ponctuelles donnent généralement un résultat qui dépend d'une unique estimation des paramètres du modèle, communément appelée la valeur « la plus probable ». Toutefois, les méthodes économétriques utilisées pour estimer les paramètres du modèle génèrent tout un ensemble d'autres estimations plausibles. Les techniques d'estimation bayésiennes, par exemple, se concentrent sur les distributions de probabilités des paramètres plutôt que sur leurs estimations ponctuelles fixes. L'adoption de cette approche permet d'utiliser une distribution de valeurs pour l'estimation du r^* de chaque

² Les estimations tirées du modèle HLW sont également représentées séparément, par la zone jaune clair, en raison de leurs différences méthodologiques par rapport à d'autres mesures semi-structurelles, représentées par la zone jaune foncé. En particulier, la famille des modèles HLW (cf. Holston *et al.*, 2017) postule une relation rétrospective entre l'écart de taux d'intérêt réel, les capacités inutilisées et l'inflation. En raison de l'inclusion d'une courbe de Phillips accéléracionniste, l'estimation du r^* qui en résulte stabilise l'inflation autour d'une dérive aléatoire (*random drift*), c'est-à-dire un niveau d'inflation pas nécessairement proche de la cible d'inflation de la banque centrale. Les approches fondées sur le modèle HLW n'incluent généralement pas d'équation de taux d'intérêt et ne disposent donc pas d'un mécanisme garantissant un écart de taux réel stationnaire. Les estimations d'écarts de taux réels durablement négatifs dans la zone euro qui en résultent sont toutefois difficiles à réconcilier avec les déficits d'inflation observés au cours de la période comprise entre la crise financière mondiale et la pandémie. En outre, la platitude marquée de la courbe de Phillips et de la courbe épargne-investissement estimées amplifie l'incertitude liée au filtrage, générant ainsi une « imprécision de l'estimation » où, comme cela a été établi par Holston *et al.* (2017), « l'erreur type moyenne pour r^* est très élevée, ... et donc r^* est à peine identifié ». S'agissant des principes théoriques et de l'économétrie du modèle HLW, cf. Laubach (T.) et Williams (J.C.), « *Measuring the Natural Rate of Interest* », *The Review of Economics and Statistics*, vol. 85, n° 4, novembre 2003, p. 1063-1070, et Holston (K.), Laubach (T.) et Williams (J.C.), « *Measuring the natural rate of interest: International trends and determinants* », *Journal of International Economics*, Elsevier, vol. 108, Supplement 1, mai 2017, pages S59-S75.

³ Les valeurs présentées dans cet encadré pour le r^* réel et nominal sont arrondies à l'incrément de vingt-cinq points de base le plus proche.

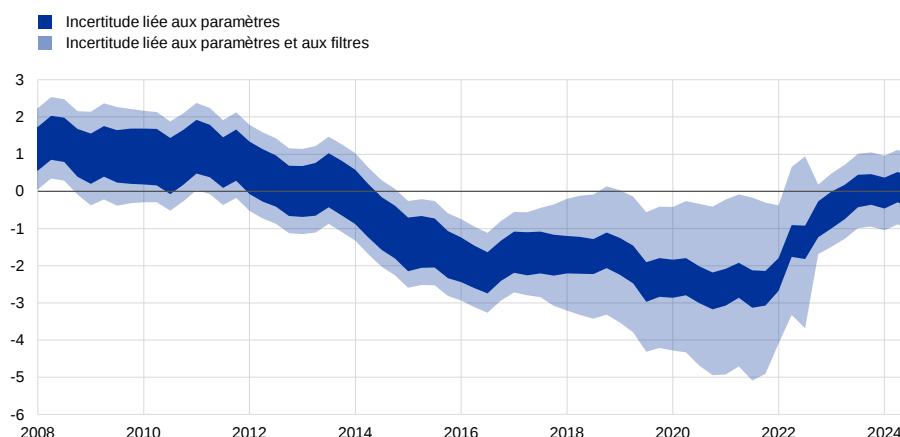
⁴ À titre de référence croisée, l'estimation du modèle HLW pour la zone euro au troisième trimestre 2024 publiée par la Federal Reserve Bank of New York s'est établie à 1,84 % en termes nominaux. Pour les autres spécifications de type HLW suivies par l'Eurosystème, cf. l'approche expliquée par Carvalho (A.) « *The euro area natural interest rate – Estimation and importance for monetary policy* », *Banco de Portugal Economic Studies*, vol. IX, n° 3, juillet 2023.

modèle, qui reflète l'incertitude statistique affectant l'estimation des paramètres de ce modèle. Si l'on prend un modèle semi-structurel dont l'estimation ponctuelle est incluse dans la fourchette présentée dans le graphique A (le modèle de Brand et Mazelis, 2019), on constate que l'incertitude liée aux paramètres entourant chacune des estimations ponctuelles pour r^* peut être relativement importante (graphique B, fourchette bleu foncé).

Graphique B

Incertaince liée aux paramètres et aux filtres entourant les estimations du taux naturel réel dans le modèle de Brand et Mazelis

(en pourcentage annuel)



Source : Calculs de la BCE.

Notes : Les estimations sont fondées sur l'étude de Brand (C.) et Mazelis (F.), « *Taylor-rule consistent estimates of the natural rate of interest* », *Working Paper Series*, n° 2257, BCE, Francfort-sur-le-Main, mars 2019 (étendue pour inclure la volatilité stochastique de l'écart de production, un taux d'intérêt à long terme, les effets des achats d'actifs et le plancher effectif des taux). Nous utilisons la boîte à outils RISE pour l'estimation des paramètres et le filtrage de Kalman avec changements de régime, qui permet l'extraction des matrices de covariance des états non observés (cf. Maih (J.), « *Efficient perturbation methods for solving regime-switching DSGE models* », *Working Paper*, 01/2015, Norges Bank, 16 janvier 2015). Les incertitudes liées aux paramètres et aux filtres sont représentées comme des fourchettes d'incertitude de 95 %, calculées selon les méthodes d'inférence statistique à l'aide du filtre de Kalman décrites au chapitre 13.7 de Hamilton (J.D.), « *Time Series Analysis* », Princeton University Press, 1994. Comme le calcul direct de l'estimation du maximum de vraisemblance n'est pas réalisable dans notre configuration, nous utilisons le mode de la distribution postérieure comme approximation. L'incertitude liée aux filtres se fonde sur la matrice de covariance des états non observés spécifique à un régime, issue du régime prédominant dans le modèle, caractérisé par une faible volatilité de l'écart de production et un taux directeur qui suit la règle de Taylor. Considérer des matrices de covariance spécifiques à un régime ou des matrices de covariance conjointes pour différents régimes élargirait encore les fourchettes d'incertitude.

Une autre source d'incertitude tient au fait que r^* est une variable non observable qui doit être inférée de données observables – une difficulté appelée le filtrage. Comme r^* ne peut pas être observé directement, nous devons

le déduire des données économiques que nous pouvons mesurer. En conséquence, une incertitude supplémentaire liée aux filtres est associée à l'obtention d'un signal informatif à partir des données. Comme l'incertitude liée aux paramètres, la fourchette d'incertitude liée aux filtres varie dans le temps. En données cumulées, l'incertitude liée aux paramètres et celle liée aux filtres considérées ensemble

peuvent atteindre plusieurs points de pourcentage (graphique B, fourchette bleu clair), même pour un modèle unique ⁵.

Des échantillons de données différents et les révisions des données rétrospectives amplifient l'impact de l'incertitude liée aux filtres, ce qui entraîne d'importantes variations ex post des estimations ponctuelles de r^* dans l'échantillon et ajoute encore une couche d'incertitude supplémentaire.

Les estimations du r^* propres à chaque modèle peuvent varier de manière significative lorsque des observations sont ajoutées ou que les données rétrospectives sont révisées ⁶. Le graphique C illustre l'ampleur considérable de cette sensibilité en utilisant l'approche largement citée de Holston, Laubach et Williams (2023). Au fil du temps, à mesure que des mises à jour deviennent disponibles, les révisions des estimations obtenues antérieurement peuvent atteindre 1 point de pourcentage. Plus récemment, les estimations ponctuelles de fin d'échantillon ont enregistré des variations d'ampleur comparable d'un trimestre à l'autre.

⁵ La large dispersion est due en partie au caractère relativement plat des courbes de la demande agrégée et des courbes de Phillips intégrées dans les modèles semi-structurels utilisés pour estimer r^* et n'est pas spécifique au modèle de Brand et Mazelis. À titre de comparaison, les estimations du modèle HLW à partir du troisième trimestre 2024 mentionnées précédemment présentent une difficulté supplémentaire en termes d'observabilité, conduisant à une fourchette d'incertitude cumulée liée aux paramètres et aux filtres d'une ampleur dix fois plus élevée. Avec des fourchettes d'incertitude allant jusqu'à +/- 10 points de pourcentage, on ne peut déterminer clairement si l'estimation du modèle HLW est parfois différente de 0 % ou de tout autre niveau de taux d'intérêt observé tout au long de la période d'échantillonnage. Fiorentini *et al.* (2018) montrent que le caractère plat des courbes relatives à la demande agrégée et des courbes de Phillips accroît considérablement l'incertitude liée aux filtres. Cf. Fiorentini (G.), Galesi (A.), Pérez-Quirós (G.) et Sentana (E.), « [The rise and fall of the natural interest rate](#) », *Working Papers*, n° 1822, Banco de España, 2018.

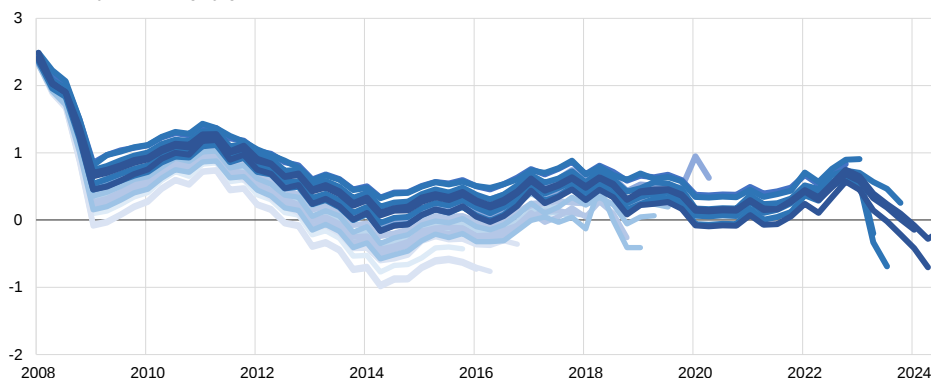
⁶ Toutes les estimations de variables non observées pâtissent de la question des révisions de données et des différences dans les historiques de données. Comme souligné par Orphanides et van Norden (2002), les estimations en temps réel de l'écart de production sont particulièrement peu fiables en raison de révisions substantielles des données. Cf. Orphanides (A.) et van Norden (S.), « [The Unreliability of Output-Gap Estimates in Real Time](#) », *The Review of Economics and Statistics*, vol. 84, n° 4, novembre 2002, p. 569-583.

Graphique C

Séries historiques des estimations ponctuelles du taux d'intérêt naturel réel pour la zone euro tirées du modèle de Holston, Laubach et Williams

(en pourcentage annuel)

T4 2015	T2 2017	T4 2018	T2 2020	T1 2024
T1 2016	T3 2017	T1 2019	T4 2022	T2 2024
T2 2016	T4 2017	T2 2019	T1 2023	T3 2024
T3 2016	T1 2018	T3 2019	T2 2023	
T4 2016	T2 2018	T4 2019	T3 2023	
T1 2017	T3 2018	T1 2020	T4 2023	



Source : Federal Reserve Bank of New York.

Note : Cf. Holston (K.), Laubach (T.) et Williams (J.C.), « Measuring the Natural Rate of Interest after COVID 19 », *Federal Reserve Bank of New York Staff Reports*, n° 1063, juin 2023. La dernière estimation, publiée pour le troisième trimestre 2024, est également présentée dans la partie basse de la fourchette jaune clair dans le graphique A.

En dépit des incertitudes qui existent, le suivi des fluctuations globales du taux naturel au fil du temps fournit des indications qualitatives sur les tendances économiques sous-jacentes. Malgré les incertitudes associées à

l'estimation du r^* , ses tendances contiennent des informations sur les évolutions des déséquilibres entre épargne et investissement susceptibles de créer des tensions inflationnistes ou désinflationnistes, ainsi que sur la mesure dans laquelle le taux d'intérêt à court terme pourrait se retrouver limité par le plancher des taux. Les estimations durablement basses du r^* sur la période 2015-2022 présentées dans le graphique A, par exemple, reflètent la faiblesse persistante de la demande agrégée à ce moment-là et les faibles tensions inflationnistes que cela générerait. Si, dans l'environnement post-pandémie, les estimations suggèrent une légère hausse du r^* , les estimations actuelles restent sensiblement inférieures à celles qui prévalaient avant la crise financière mondiale, ce qui indique des risques toujours persistants liés au plancher des taux en cas de chocs désinflationnistes suffisamment importants.

Les incertitudes inhérentes ainsi que les lacunes conceptuelles limitent l'utilité des estimations du taux naturel disponibles pour la conduite de la politique monétaire en temps réel. En raison de la multiplicité des types d'incertitude et de

l'accent mis sur l'instrument de taux d'intérêt à court terme – par opposition aux mesures plus larges des conditions de financement, qui peuvent avoir un impact plus fort sur les dépenses – l'utilité du r^* comme indicateur pour faciliter le calibrage de l'orientation de politique monétaire est très limitée, ce qui rend difficile son utilisation en tant que norme pour fixer les taux d'intérêt lors des réunions de politique monétaire. De nombreux modèles utilisés n'interprètent pas r^* comme un élément de stabilisation de l'inflation en conformité avec la cible, mais simplement

comme une indication des niveaux vers lesquels les taux d'intérêt gravitent sur le long terme. Comme elles dépendent des chocs historiques, ces mesures du taux d'intérêt d'« équilibre » sont également largement rétrospectives. Au moment où l'on prévoit que ce niveau d'équilibre sera atteint, l'économie pourrait bien avoir été déjà exposée à de nouveaux chocs, entraînant éventuellement une dérive du taux d'intérêt d'équilibre et la nécessité pour la politique monétaire de compenser ces chocs. En outre, le lien entre un r^* défini en termes d'instrument de taux à court terme de la politique monétaire et l'économie au sens large est lui-même susceptible d'évoluer, dans la mesure où la transmission de la politique monétaire dépend d'un ensemble plus large de conditions de financement – notamment le coût et la disponibilité du crédit bancaire, ainsi que les prix sur un éventail de marchés d'actifs. Le lien entre l'instrument de taux d'intérêt à court terme et les indicateurs plus larges pour la politique monétaire est dépendant de la situation économique et n'est généralement pas stable. La prise en compte de ces lacunes et incertitudes conceptuelles est essentielle pour interpréter les estimations de r^* .

Articles

1 Compétitivité de l'Europe : le rôle des institutions et la nécessité de réformes structurelles

Marinela-Daniela Filip, Daphne Momferatou et Susana Parraga Rodriguez

1 Introduction

La compétitivité est revenue en tête des priorités européennes. Une croissance économique durable, s'inscrivant dans le long terme, favorise la stabilité des prix et accroît la marge de manœuvre des responsables de la politique monétaire ¹. Les défis de long terme liés à la faible croissance de la productivité, à la lourdeur des réglementations et aux évolutions démographiques défavorables ont été exacerbés par les tensions géopolitiques, la fragmentation commerciale et la perspective de prix de l'énergie qui demeurent élevés. Les récents rapports de Mario Draghi et d'Enrico Letta ont souligné ces défis et la nécessité de mesures concrètes et immédiates, qui permettront à l'Europe de rattraper son retard et de conserver un avantage compétitif par rapport à ses concurrents mondiaux ^{2,3}. La priorité de la Commission européenne entrante est d'accélérer le rythme des réformes et des investissements, en privilégiant l'innovation, la décarbonation et l'autonomie stratégique ⁴.

La compétitivité est un concept complexe et multiforme dont les définitions sont variées. Bien que de multiples facteurs interagissent avec la compétitivité et l'influencent, une croissance robuste de la productivité est la seule stratégie durable et de long terme pour maintenir un niveau élevé de compétitivité. Cela contribue à garantir un niveau de vie élevé aux citoyens. Au vu des tensions géopolitiques actuelles, la compétitivité doit également s'accompagner de résilience, c'est-à-dire d'une capacité de résistance et d'adaptation aux chocs. En réduisant les dépendances étrangères stratégiques qui génèrent de l'incertitude et freinent l'investissement, l'Europe peut renforcer à la fois sa compétitivité et sa sécurité économique.

¹ Filip (M. D.), Momferatou (D.) et Parraga-Rodriguez (S.), « *Why a more competitive economy matters for monetary policy* », *Le blog de la BCE*, BCE, 11 février 2025

² Cf. Draghi (M.), « *The future of European competitiveness – A competitiveness strategy for Europe* », Commission européenne, septembre 2024 ; et Letta (E.), « *Much more than a market* », avril 2024.

³ En raison de restrictions liées aux données, de la diversité des sources faisant référence à différents sous-ensembles de pays de l'UE et du fait que les discussions sur la compétitivité ne sont pas limitées à la zone euro, nous utiliserons, aux fins de cet article, le concept d'« Europe » pour désigner de manière interchangeable la zone euro, l'Union européenne (UE) et tout autre groupe plus restreint de pays de l'UE.

⁴ Plusieurs propositions du rapport Draghi ont été retenues dans les orientations politiques d'Ursula Von der Leyen pour la nouvelle Commission européenne 2024-2029 présentées au Parlement européen en juillet 2024, dans les lettres de mission adressées aux Commissaires désignés en septembre 2024, et dans la Boussole pour la compétitivité de l'UE récemment publiée.

Cet article s'intéresse au rôle que les institutions peuvent jouer pour stimuler la croissance de la productivité, au moyen de l'investissement, de l'innovation et des transitions écologique et numérique, améliorant en cela la compétitivité de l'économie européenne. Il prolonge de précédents articles du *Bulletin économique* qui portaient sur la dimension externe et les implications potentielles des chocs énergétiques et de l'investissement des entreprises sur la compétitivité européenne ⁵. Une croissance durable et de long terme, la compétitivité économique et la résilience sont soutenues par des cadres institutionnels favorables et par des infrastructures physiques complémentaires de grande qualité. Atteindre une croissance économique durable et maintenir un avantage compétitif tout en progressant sur la voie de la transition écologique dépend de facteurs-clés tels que la croissance de la productivité, le dynamisme des entreprises (qui désigne généralement le rythme auquel les entreprises entrent sur le marché, s'y développent et en sortent), l'investissement, l'innovation et la diffusion des technologies numériques. L'environnement macroéconomique et géopolitique, qui comprend notamment la démographie et les relations commerciales, influence également les institutions et les infrastructures et, plus généralement, guide les options et priorités stratégiques.

La suite de cet article analyse plus en détail le rôle essentiel des institutions pour préserver la compétitivité dans l'environnement macroéconomique et géopolitique actuel. La section suivante examine brièvement les mesures de l'écart de productivité de l'Europe par rapport à d'autres grandes économies et établit un lien avec les lacunes en matière de dynamisme des entreprises, d'investissement, d'innovation et de diffusion des technologies numériques. La section 3 aborde en détail le rôle que les institutions jouent en soutenant le cadre plus large dans lequel les entreprises européennes opèrent, évoluent et innovent, et met en évidence les domaines nécessitant des réformes. L'encadré 1 fournit une évaluation ciblée des infrastructures et réseaux physiques complémentaires. La section 4 présente des éléments de conclusion en se joignant à l'appel à des réformes et à des politiques structurelles concrètes et immédiates pour renforcer la compétitivité et la résilience de l'Europe.

2 Croissance de la productivité, dynamisme des entreprises, investissement et innovation

Plusieurs études montrent que la faible croissance de la productivité en Europe est au cœur des défis qu'elle rencontre en matière de compétitivité, cela étant largement lié aux évolutions dans le secteur des technologies de l'information et de la communication (TIC). Au cours des dernières décennies, les gains de productivité ont progressivement ralenti dans de nombreuses économies avancées ⁶. La croissance plus faible de la productivité en Europe qu'aux États-Unis

⁵ Cf. l'article intitulé « [Défis passés et futurs pour la compétitivité extérieure de la zone euro](#) », *Bulletin économique*, n° 6, BCE, 2024 ; et l'article intitulé « [Chocs énergétiques, investissement des entreprises et implications potentielles pour la compétitivité future de l'UE](#) », *Bulletin économique*, n° 8, BCE, 2024.

⁶ Deutsche Bundesbank, « [The slowdown in euro area productivity growth](#) », *Monthly Report*, janvier 2021.

résulte principalement d'une productivité plus faible et du moindre poids économique des secteurs reposant fortement sur les TIC en Europe. Le graphique 1, partie a, montre qu'après avoir été réduit jusqu'en 1995, l'écart en matière de productivité de la zone euro vis-à-vis des États-Unis s'est creusé. Ces différences reflètent une moindre contribution de l'intensité capitaliste et de la productivité globale des facteurs (PGF) à la croissance du PIB par heure travaillée ⁷. L'étude des différences au niveau sectoriel permet de déterminer si cela peut s'expliquer par le fait que la révolution des TIC a eu moins d'effet en Europe qu'aux États-Unis. Gordon et Sayed ont analysé les évolutions aux États-Unis et dans un ensemble de pays de l'UE à partir de données au niveau des secteurs ⁸. Pour la période 1995-2005, ils ont constaté que, contrairement aux États-Unis, l'Europe a fait face à un ralentissement de la croissance de la productivité qui s'explique par plusieurs facteurs, dont un manque d'investissement dans les TIC, une incapacité à mettre à profit les bénéfices apportés par les TIC en matière d'efficience, et les performances insuffisantes de certains secteurs spécifiques tels que la production de TIC, la finance et l'assurance, le commerce de détail et de gros, et l'agriculture.

⁷ BCE, « *Key factors behind productivity trends in EU countries* », *Occasional Paper Series*, n° 268, BCE, Évaluation de la stratégie de la BCE, septembre 2021.

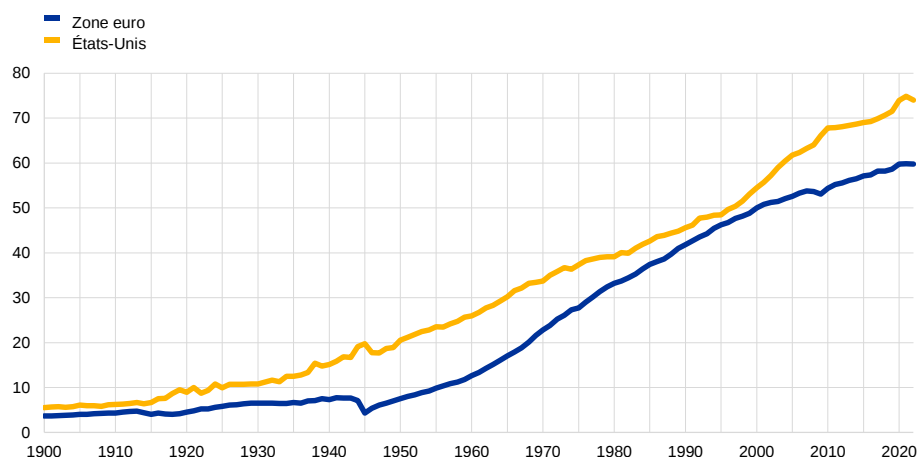
⁸ Gordon (R.) et Sayed (H.), « *Transatlantic technologies: The role of ICT in the evolution of U.S. and European productivity growth* », *International Productivity Monitor*, Centre for the Study of Living Standards, vol. 38, p. 50-80, printemps 2020.

Graphique 1

Productivité du travail et investissement réel par type d'actif

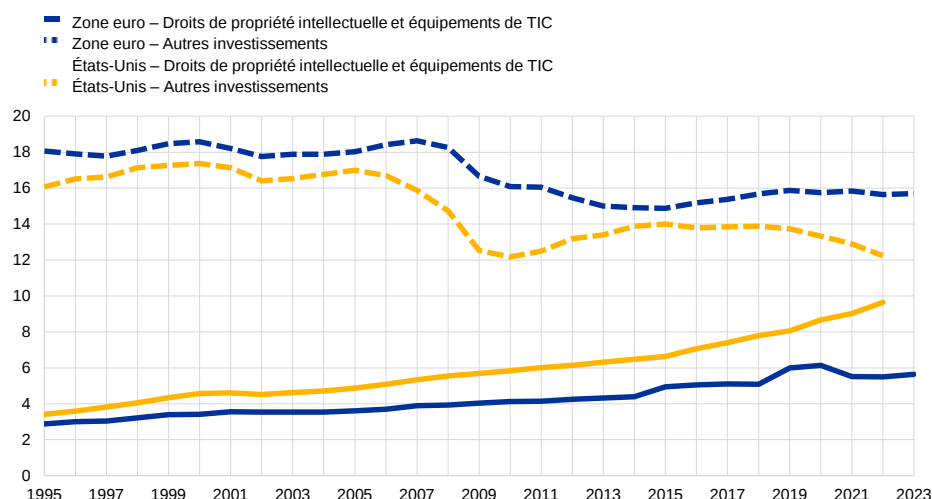
a) Productivité du travail

(USD 2010, parité de pouvoir d'achat par heure travaillée)



b) Investissement réel par type d'actif

(pourcentage du PIB en volume)



Sources : Partie a : Bergeaud (A.), Cetto (G.) et Lecat (R.), « *Productivity Trends in Advanced Countries between 1890 and 2012* », *The Review of Income and Wealth*, septembre 2016, base de données sur la productivité à long terme et calculs de la BCE ; partie b : OCDE et calculs de la BCE.

Notes : Partie a) : la zone euro représente l'agrégation de l'Allemagne, l'Espagne, la France, l'Italie, les Pays-Bas et la Finlande. Comme expliqué dans l'étude, en 2012, ces six pays représentaient conjointement 84 % du PIB de la zone euro. Partie b) : formation brute de capital fixe réel (prix de 2015) par type d'actif disponible jusqu'en 2023 pour 20 pays de la zone euro et jusqu'en 2022 pour les États-Unis. Les autres investissements comprennent les logements, les autres bâtiments et structures, les machines et équipements, et les systèmes d'armement (hors équipements de TIC).

Le dynamisme des entreprises est plus faible en Europe qu'aux États-Unis.

Si le dynamisme des entreprises a souffert d'un déclin séculaire en Europe comme aux États-Unis, ces derniers ont enregistré des créations d'entreprises relativement plus nombreuses et un nombre plus faible de déclarations de faillites au cours des dernières années ⁹. En Europe, l'âge moyen des entreprises « à la frontière » – les entreprises les plus avancées en matière de technologie et les plus

⁹ De Soyres (F.), Garcia-Cabo Herrero (J.), Goernemann (N.), Jeon (S.), Lofstrom (G.) et Moore (D.), « *Why is the U.S. GDP recovering faster than other advanced economies?* », *FEDS Notes*, mai 2024.

productives au sein d'un secteur donné – a augmenté significativement au cours des dernières décennies. Au début des années 2000, les entreprises de pointe dans l'industrie manufacturière avaient un âge moyen de 14 ans, tandis qu'il est de 20 ans aujourd'hui ¹⁰. La croissance de la productivité du travail a tendance à baisser lorsque les entreprises vieillissent, ce qui pourrait indiquer un manque de concurrence et un faible taux de rotation des effectifs à la frontière de productivité en Europe. En effet, un lien semble exister entre le manque de concurrence exercé par des entreprises nouvelles et innovantes et la survie des entreprises matures à la frontière ¹¹.

La réduction des contraintes financières favoriserait le développement d'entreprises innovantes, jeunes et de petite taille. Par rapport à leurs contreparties américaines, les jeunes entreprises européennes à forte croissance ont une empreinte économique plus limitée, et trop peu d'entre elles connaissent une croissance rapide et sortent du lot ¹². Ces entreprises sont souvent confrontées à des contraintes financières plus grandes que leurs contreparties établies, en raison de l'aversion pour le risque des investisseurs, d'un manque de relations de confiance et une dépendance envers des actifs incorporels pour lesquels il est plus difficile d'obtenir du collatéral ¹³. Le dynamisme des entreprises apparaît également comme plus faible dans les régions où la population est plus âgée (cf. également la section 3 ci-dessous) ¹⁴. De manière générale, le résultat est un écosystème d'entreprises européennes relativement petites et vieillissantes qui ne parviennent pas à être compétitives à l'échelle internationale ¹⁵. Une partie de la solution serait d'accroître l'intégration et le développement des marchés de capitaux en Europe, y compris les marchés de capitaux à risque tels que le capital-risque, pour compléter le secteur bancaire et développer la capacité de prise de risque ¹⁶.

Une hausse de l'investissement, en particulier dans les actifs incorporels tels que la recherche et le développement (R&D) et dans la diffusion des technologies numériques, pourrait améliorer la productivité de l'Europe.

Comme le montre le graphique 1, partie b, la zone euro alloue une plus petite part de son PIB aux équipements de TIC et aux droits de propriété intellectuelle que les États-Unis, cet écart se creusant au cours des dernières années ¹⁷. De plus, l'Europe se concentre sur des améliorations marginales dans des technologies déjà matures, plutôt que dans des innovations de pointe, ce qui signifie qu'elle est

¹⁰ Cf. note de bas de page 6.

¹¹ Pour plus de détails, cf. l'encadré intitulé « [Dynamisme de la productivité des entreprises dans la zone euro](#) », *Bulletin économique*, n° 1, BCE, 2022.

¹² Pour plus de détails, cf. l'article intitulé « [Europe's Declining Productivity Growth: Diagnoses and Remedies](#) », *Regional Economic Outlook*, Fonds monétaire international, octobre 2024.

¹³ Farre-Mensa (J.) et Ljungqvist (A.), « *Do Measures of Financial Constraints Measure Financial Constraints?* », *Review of Financial Studies*, vol. 29, n° 2, 2016, p. 272-308.

¹⁴ Daniele (F.), Honiden (T.) et Lembcke (A.), « *Ageing and productivity growth in OECD regions: Combatting the economic impact of ageing through productivity growth?* », *Regional Development Working Papers*, OCDE, août 2019.

¹⁵ BCE, « [Bridging the gap: reviving the euro area's productivity growth through innovation, investment and integration](#) », discours de Luis de Guindos, vice-président de la BCE, à la Latvijas Banka and SUERF Economic Conference 2024, Riga, octobre 2024.

¹⁶ Arampatzi et al., « *Capital markets union: a deep dive* », *Occasional Paper Series*, BCE, à paraître.

¹⁷ Pour des observations similaires dans l'UE, cf. Gros (D.) et al., « [What investment gap? Quality instead of quantity](#) », *Institute for European Policymaking*, Université Bocconi, 2024.

coincée dans le « piège de la technologie intermédiaire »¹⁸. Une récente analyse au niveau des entreprises dans la zone euro montre que l'adoption de technologies numériques pourrait donner lieu à une hausse de la productivité des entreprises à moyen terme. Mais l'effet de cette adoption est hétérogène entre les entreprises et les secteurs, et toutes les technologies numériques n'apportent pas de gains notables en termes de productivité. L'une des manières d'accroître les effets positifs de la numérisation en termes de productivité est d'œuvrer en faveur d'institutions et de structures de gouvernance plus efficaces, et d'encourager des compétences complémentaires¹⁹. Dans le même temps, renforcer l'expansion (*scaling up*) des entreprises européennes pourrait faire progresser leur numérisation²⁰.

Bien que l'UE affiche un retard en matière de dépenses en R&D, son activité dans l'innovation verte reste comparable à celle d'autres grandes régions.

Dans l'UE, les dépenses en R&D se sont situées autour de 2 % du PIB au cours de la dernière décennie. Ce pourcentage est bien plus faible qu'aux États-Unis ou au Japon, par exemple, et il est récemment devenu inférieur à celui de la Chine également (graphique 2, partie a), l'écart émanant en grande partie du secteur privé²¹. Du côté positif, l'activité d'innovation verte dans l'UE (mesurée en nombre de familles de brevets internationaux) reste comparable pour l'instant à celle d'autres pays, tels que le Japon et les États-Unis. La Chine, néanmoins, a affiché un rattrapage rapide, dépassant d'autres grandes régions en 2021 (graphique 2, partie b)²². Si l'Europe souhaite conserver son rôle important dans l'innovation en matière de technologies propres (« *cleantech* »), elle devra se concentrer sur l'attribution de brevets et l'expansion des entreprises, et remédier à la fragmentation réglementaire, pour tirer profit au mieux des avantages du marché unique.

¹⁸ Fuest (C.), Gros (D.), Mengel (P.-L.), Presidente (G.) et Tirole (J.), « *EU Innovation policy. How to escape the middle technology trap* », *A report by the European Policy Analysis Group*, 2024.

¹⁹ Anghel *et al.*, « *Digitalisation and productivity* », *Occasional Paper Series*, n° 339, BCE, 2024.

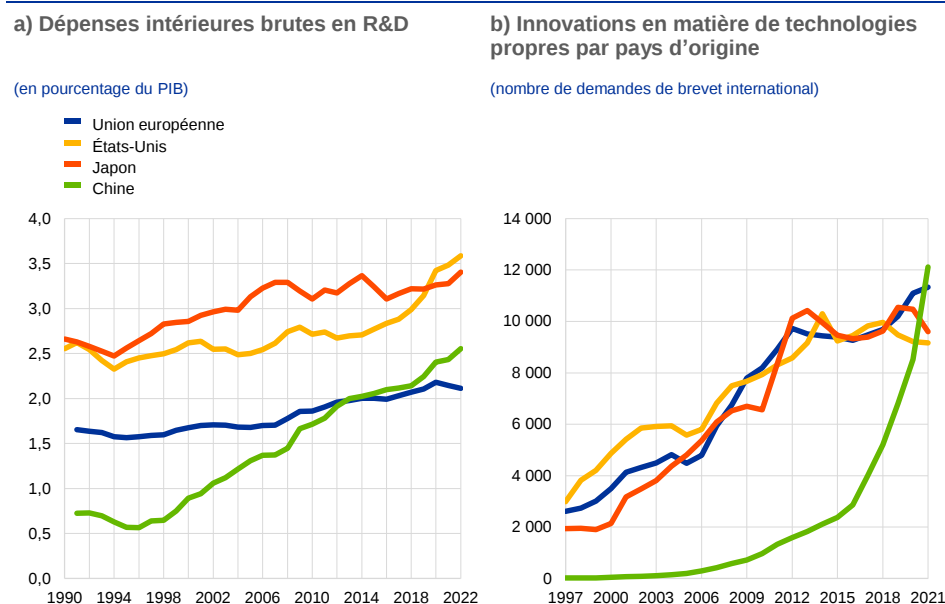
²⁰ Cf. l'encadré intitulé « *Croissance de la productivité du travail dans la zone euro et aux États-Unis : évolutions à court et long termes* », *Bulletin économique*, n° 6, BCE, 2024.

²¹ S'élevant à 1,2 % du PIB, les dépenses des entreprises en R&D représentent près de la moitié de celles des États-Unis (2,3 % du PIB). Pour plus de détails, cf. Fuest (C.), Gros (D.), Mengel (P.-L.), Presidente (G.) et Tirole (J.), *op. cit.*

²² Cf. Nerlich. (C.) *et al.*, « *Investing in Europe's green future* », *Occasional Paper Series*, n° 367, BCE, 2025.

Graphique 2

Dépenses en R&D et innovations en matière de technologies propres



Sources : Partie a : OCDE ; partie b : Office européen des brevets.

Notes : Partie b : l'innovation est mesurée par familles de brevets internationaux, en tenant compte des ensembles de demandes de brevet déposées dans plus d'un pays pour protéger une invention.

3 Institutions

Les institutions jouent un rôle central pour favoriser un environnement dynamique pour les entreprises, l'investissement, l'innovation et donc la productivité et la compétitivité. Définies de manière large, les institutions englobent les règles, normes et organisations tant formelles qu'informelles établissant la structure nécessaire aux interactions sociales, politiques et économiques.

Les recherches des lauréats du prix Nobel 2024, Acemoglu, Johnson et Robinson, soulignent l'importance d'institutions inclusives qui permettent un large accès aux possibilités économiques et protègent les individus des abus de pouvoir ²³. Outre le fait qu'elles garantissent l'État de droit et réduisent la corruption, les institutions qui soutiennent le développement du capital humain, telles que les systèmes éducatifs, sont essentielles à l'amélioration de la compétitivité. Des institutions qui fonctionnent bien dans ces domaines assurent aussi l'existence d'une main-d'œuvre qualifiée, indispensable pour la croissance de la productivité et l'innovation ²⁴.

²³ Acemoglu (D.), Johnson (S.) et Robinson (J. A.), « *The Colonial Origins of Comparative Development: An Empirical Investigation* », *American Economic Review*, vol. 91, n° 5, p. 1369-1401, décembre 2001.

²⁴ Glaeser (E. L.), La Porta (R.), Lopez-de-Silanes (F.) et Shleifer (A.), « *Do institutions cause growth?* », *Journal of Economic Growth*, vol. 9, n° 3, p. 271-303, septembre 2004.

Cadres réglementaire et juridique

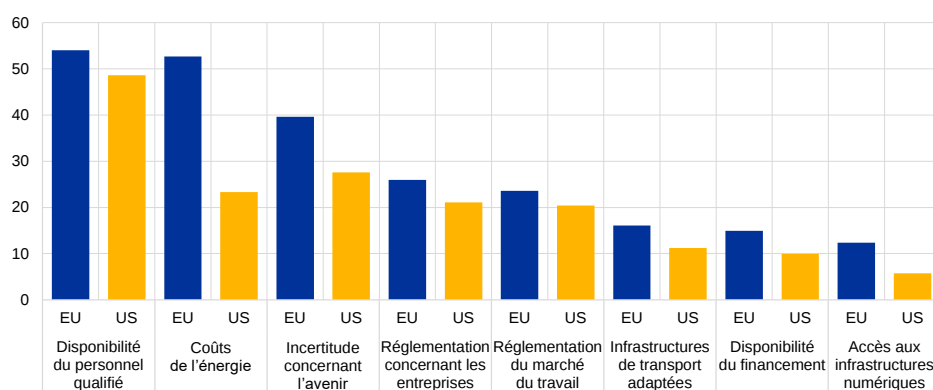
Les cadres réglementaire et juridique influencent de manière significative l'environnement des affaires et les décisions d'investissement des entreprises.

Si la plupart des réglementations sont conçues avec l'objectif de protéger la santé des personnes et l'environnement, elles sont susceptibles d'avoir des conséquences économiques et sociales non souhaitées. Des procédures de planification et d'approbation complexes peuvent constituer de sérieux obstacles à l'investissement, en particulier pour les petites entreprises et dans le contexte des transitions numérique et verte. Les réglementations limitant l'entrée des entreprises sur les marchés des biens et services, ou restreignant l'utilisation de certaines technologies ou données, peuvent freiner l'adoption de nouvelles technologies en accroissant les coûts subis par les nouvelles entreprises de haute technologie, réduisant ainsi la concurrence et limitant les retombées technologiques.

Graphique 3

Barrières à long terme à l'investissement – 2023

(pourcentage d'entreprises identifiant différentes catégories comme barrière majeure)



Source : Enquête de la BEI sur l'investissement.

La complexité des réglementations dans l'UE et leur variabilité d'un État membre à l'autre créent des barrières à l'entrée et alourdissent les coûts de mise en conformité pour les entreprises, rendant l'Europe moins attrayante que des environnements réglementaires plus rationalisés comme les États-Unis.

L'enquête sur l'investissement menée par la Banque européenne d'investissement (BEI) identifie des barrières à long terme aux décisions d'investissement des entreprises (graphique 3). Davantage d'entreprises en Europe qu'aux États-Unis font état de barrières à long terme majeures entravant l'investissement. Si la disponibilité d'une main d'œuvre qualifiée est identifiée comme la barrière la plus importante dans l'UE comme aux États-Unis, environ deux fois plus d'entreprises européennes font état de difficultés liées aux coûts de l'énergie plus élevés, aux difficultés d'accès au financement et aux insuffisances des infrastructures de transport et numériques (cf. également l'encadré 1). De même, davantage d'entreprises dans l'UE déclarent que les réglementations concernant les entreprises et le travail constituent une barrière majeure à l'investissement. Même si la différence ne semble pas très importante, la moyenne de l'UE masque une forte hétérogénéité entre pays (cf. graphique 4, partie a). Un tableau tout aussi

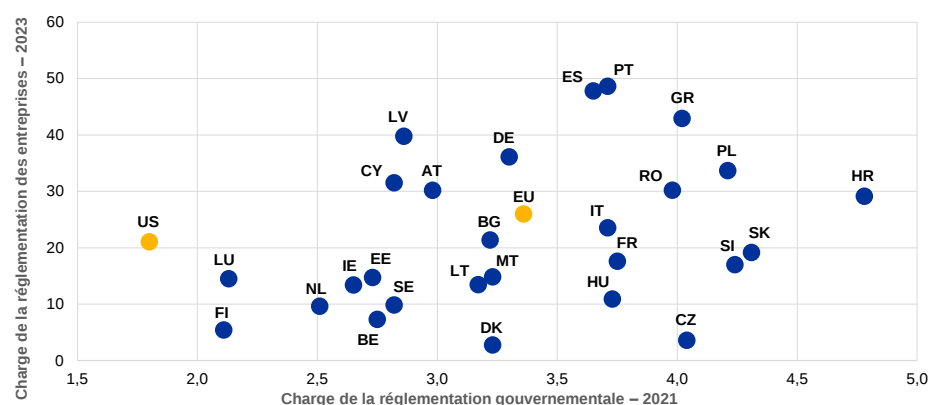
hétérogène se dessine s'agissant des procédures de restructuration d'entreprises, qui doivent être simplifiées, raccourcies et plus harmonisées. En 2019, la durée moyenne de résolution des insolvabilités dans l'UE était deux fois plus longue (environ deux ans) qu'aux États-Unis (graphique 4, partie b).

Graphique 4

Charge réglementaire et durée de résolution des insolvabilités

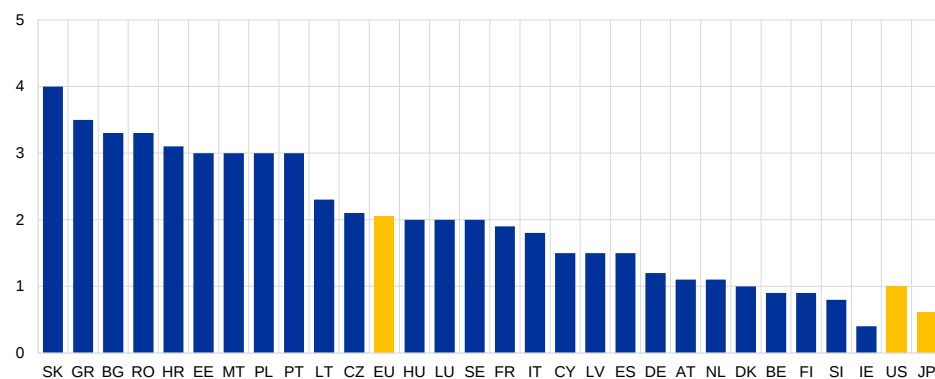
a) Charge réglementaire

(axe des abscisses : score ; axe des ordonnées : pourcentage d'entreprises)



b) Durée de résolution des insolvabilités

(nombre d'années – 2019)



Sources : Partie a) : Forum économique mondial (axe des abscisses) et enquête du Groupe BEI sur l'investissement et le financement de l'investissement, (axe des ordonnées) ; partie b) : Banque mondiale.

Notes : Partie a) : Des valeurs plus élevées indiquent une réglementation plus importante. L'axe des abscisses est fondé sur les réponses à la question « Dans votre pays, dans quelle mesure est-il facile pour les entreprises de se conformer à la réglementation gouvernementale et aux exigences administratives (par exemple, les permis, les déclarations, la législation) ? (1 = extrêmement facile ; 7 = excessivement complexe) » en 2021. L'axe des ordonnées est fondé sur les réponses à la question « S'agissant de vos activités d'investissement en [nom du pays], dans quelle mesure la réglementation des entreprises est-elle un obstacle ? » depuis 2023 ; partie b) : La durée de résolution des insolvabilités correspond au nombre d'années entre le dépôt du dossier d'insolvabilité au tribunal et la résolution des actifs sinistrés. Pour l'UE, on utilise la moyenne non pondérée.

Le paysage réglementaire des États-Unis est généralement vu comme plus favorable aux entreprises et axé sur la réduction au minimum des obstacles bureaucratiques afin d'encourager l'innovation et l'investissement.

Par exemple, les États-Unis ont une approche plus flexible de la réglementation environnementale et un cadre de protection des données moins strict que le Règlement général sur la protection des données de l'UE. Cela peut permettre aux entreprises d'opérer et d'investir plus facilement dans le domaine des nouvelles technologies et des initiatives vertes. D'après le rapport *Doing Business 2020* de la

Banque mondiale, en moyenne, le temps nécessaire pour créer une entreprise en Europe varie considérablement selon les pays et, dans de nombreux pays, il se révèle nettement plus important qu'aux États-Unis, ce qui met en lumière la moindre efficacité et la plus forte fragmentation des processus réglementaires dans l'UE ²⁵. Le Fonds monétaire international estime que les coûts commerciaux globaux au sein de l'Europe sont équivalents à un tarif douanier *ad valorem* élevé, soit 44 % pour le secteur manufacturier moyen, contre 15 % entre les différents États des États-Unis, et jusqu'à 110 % pour les services ²⁶. Une grande part de ces coûts élevés en Europe sont liés à des barrières réglementaires à l'entrée, qui restent particulièrement importantes, en particulier pour les services.

Les récents rapports d'Enrico Letta et de Mario Draghi font également état d'une charge et d'une fragmentation réglementaires qui limitent la capacité des entreprises de l'UE à croître et à rester compétitives au niveau international. Acheter la réalisation du marché unique et rationaliser et harmoniser la réglementation concernant les entreprises, le cas échéant, sera fondamental pour changer cela. On peut citer comme exemples la proposition de créer un nouveau code européen des affaires sous la forme d'un 28^e régime pour les entreprises européennes innovantes (avec un ensemble de réglementations harmonisées et limitées qui permettrait aux entreprises innovantes de connaître une expansion rapide dans l'UE toute entière), et des avancées vers l'harmonisation des cadres d'insolvabilité nationaux ²⁷. Des procédures plus rapides et plus harmonisées pour les demandes de brevets dans le domaine des technologies propres pourraient constituer une autre piste à explorer. Le système de brevet unitaire lancé en 2023, qui rend possible la protection de brevets dans 17 États membres de l'UE en soumettant une demande unique à l'Office européen des brevets, est un premier pas dans cette direction.

Pour remédier aux barrières à long terme à l'investissement liées à l'accès au financement, il est essentiel d'approfondir les marchés de capitaux et l'intégration financière. Cela pourrait contribuer à créer un marché de capitaux unifié et donc profond et liquide, permettant aux entreprises d'avoir accès à un éventail varié de sources de financement, y compris le capital-risque. Un accès accru au capital-risque pourrait permettre aux entreprises de doper l'investissement incorporel et la R&D, notamment les innovations de pointe, tout en soutenant le financement de la transition verte et de la transition numérique. L'analyse détaillée de ces questions dépasse le champ du présent article, mais elle est largement traitée dans d'autres publications de la BCE ²⁸.

²⁵ D'après le rapport *Doing business 2020* de la Banque mondiale, créer une entreprise prend quatre jours aux États-Unis, ce qui est comparable à la Grèce et à la France, contre huit jours en Allemagne, 11 en Italie et 12,5 jours en Espagne. Le rapport *Doing Business* est désormais remplacé par le rapport *B-Ready*, dont la première édition (2024) n'inclut pas un grand nombre de pays de l'UE ni les États-Unis. Son périmètre devrait s'étendre progressivement au cours des deux prochaines années.

²⁶ FMI, *Perspectives économiques régionales – Europe*, octobre 2024.

²⁷ Cf. Draghi (M.), *op.cit.* et Letta (E.), *op. cit.*

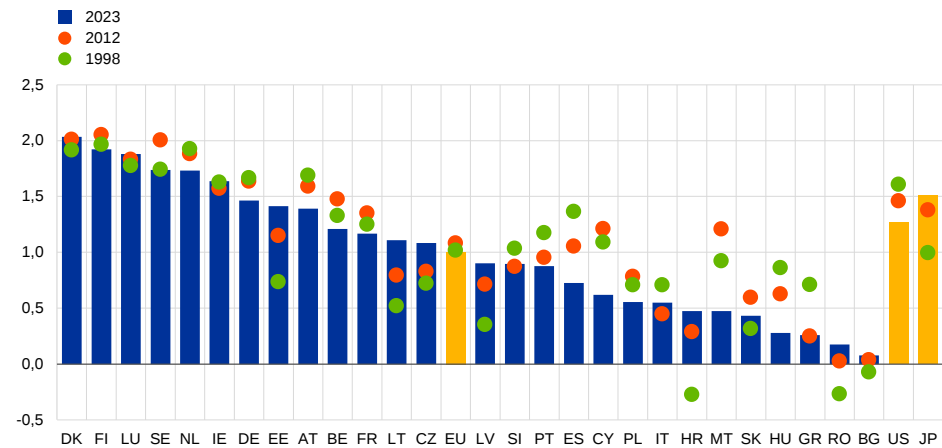
²⁸ Cf. Arampatzi *et al.*, *op. cit.* ; et Nerlich (C.) *et al.*, *op. cit.*

Gouvernance et capacité administrative

Des institutions publiques de haute qualité, que reflètent un fonctionnement efficace de l'administration publique, de l'application de la loi et de la transparence, sont les conditions préalables à la conception et à la mise en œuvre réussies de politiques économiques saines. Pour identifier les zones où les améliorations se révèlent le plus nécessaires, on peut examiner l'ensemble de données tiré des Indicateurs de gouvernance mondiale (*Worldwide Governance Indicators*, WGI) de la Banque mondiale. Ces indicateurs résument la manière dont les entreprises, les citoyens et les experts voient la qualité de la gouvernance. La moitié environ des pays de l'UE ont enregistré une détérioration de leur classement composite dans les WGI au cours de la dernière décennie et en moyenne, la qualité des institutions de l'UE est actuellement inférieure à celle des institutions aux États-Unis et au Japon (graphique 5).

Graphique 5
Indicateurs de gouvernance mondiale (WGI)

(score allant de – 2,5 à 2,5)



Source : Banque mondiale.

Notes : Les scores reflètent la moyenne des quatre indicateurs de gouvernance mesurables : l'État de droit, la qualité de la réglementation, l'efficacité des pouvoirs publics et le contrôle de la corruption. Des valeurs plus élevées indiquent une meilleure gouvernance. Un score de 2,5 signifie qu'un pays enregistre le meilleur résultat au niveau mondial dans l'ensemble des quatre sous-catégories. Pour l'UE, on présente la moyenne non pondérée.

La capacité administrative fait également partie de la gouvernance et constitue un facteur primordial pour faciliter l'investissement pendant la transition verte et la transition numérique. La Commission européenne reconnaît l'importance de cadres administratifs robustes pour mener ces transitions. Le pacte vert pour l'Europe et la boussole numérique pour 2030 (*2030 Digital Compass*) mettent l'accent sur la nécessité de systèmes administratifs solides pour garantir que les fonds sont alloués efficacement et que les projets respectent des normes environnementales et technologiques strictes²⁹. La récente expérience de la facilité pour la reprise et la résilience (FRR) a également mis en lumière les obstacles à une absorption et une utilisation rapides et efficaces des fonds, obstacles liés à des goulets d'étranglement en matière de capacité administrative qui résultent en partie

²⁹ Commission européenne, « *Enhancing the European Administrative Space (ComPAct)* », 2023.

du système de déclaration et de contrôle complexe de la FRR ³⁰. Des capacités administratives bien conçues sont à même de rationaliser les procédures de demande, d'autorisation et de sélection, réduisant ainsi les retards et les incertitudes qui freinent souvent l'investissement.

L'éducation et la montée en compétences/reconversion pour compenser une démographie négative

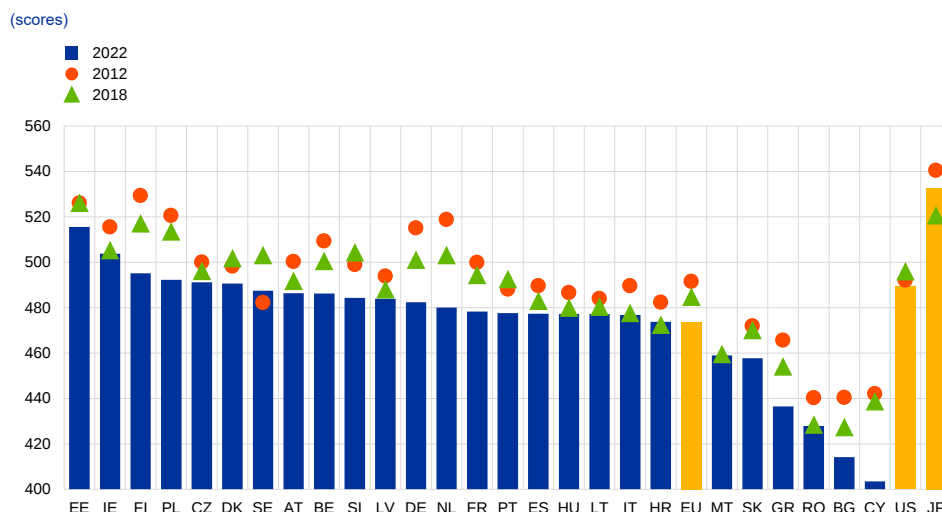
Les systèmes éducatifs jouent un rôle clef dans le renforcement du capital humain et de l'innovation. Pour permettre le changement technologique et l'innovation et tirer avantage des possibilités qu'ils offrent, des systèmes éducatifs de haute qualité ainsi que des programmes efficaces de développement des compétences et de reconversion sont fondamentaux. Les derniers résultats du Programme international pour le suivi des acquis des élèves (PISA) soulignent la nécessité, pour l'Europe, de continuer à améliorer ses résultats éducatifs (graphique 6). D'après les résultats du programme PISA 2022, plusieurs pays européens, tels que l'Estonie, l'Irlande et la Finlande, ont globalement obtenu de bons résultats en sciences, en mathématiques et en lecture. Par rapport à 2018, les scores de la plupart des pays de l'UE se sont nettement détériorés. Cette détérioration ne peut être qu'en partie attribuée à la pandémie de COVID-19, les scores s'inscrivant déjà en baisse avant celle-ci ³¹. De fortes disparités en matière de performances éducatives persistent dans l'UE, qui continue de se laisser distancer par les États-Unis et le Japon.

³⁰ Cf. Bankowski (K.) *et al.*, « *Four years into the NextGenerationEU programme: an updated preliminary evaluation of its economic impact* », *Occasional paper series*, Bulletin économique, n° 362, BCE, 2024 ; Commission européenne, « *Mid-term evaluation of the Recovery and Resilience Facility (RRF)* », 2024 ; Cour des comptes européenne, « *Rapport spécial 13/2024: Absorption des fonds de la facilité pour la reprise et la résilience* », 2024.

³¹ OCDE, « *PISA 2022 Results (Volume I): The state of learning and equity in education* », décembre 2023.

Graphique 6

Résultats du Programme international pour le suivi des acquis des élèves (PISA) de l'OCDE



Source : OCDE.

Notes : Le programme PISA mesure la capacité des jeunes âgés de 15 ans à utiliser leurs connaissances et compétences en lecture, en mathématiques et en sciences pour relever les défis de la vie réelle. L'UE correspond à la moyenne non pondérée de l'ensemble des États membres de l'UE à l'exception du Luxembourg. Les données pour Malte pour l'année 2012 sont manquantes et le score relatif à la lecture pour l'Espagne en 2018 n'est pas disponible.

Outre les systèmes éducatifs, le développement des compétences et la reconversion sont essentiels pour s'adapter aux exigences du marché du travail, qui évoluent rapidement sous l'effet des transitions numérique et verte.

La Stratégie européenne en matière de compétences pour la compétitivité durable, l'équité sociale et la résilience met l'accent sur l'importance de l'apprentissage tout au long de la vie et du développement continu des compétences ³². Cette Stratégie vise à pourvoir la main-d'œuvre, y compris les managers, des compétences nécessaires pour prospérer dans les secteurs émergents et pour soutenir les objectifs de l'UE en matière de transition numérique et de transition verte ³³. L'Europe doit intensifier ses efforts dans le domaine de l'éducation et du développement des compétences pour rattraper les États-Unis en matière d'innovation technologique et de diffusion des technologies. Comme mentionné au début de la section 3, la pénurie d'employés qualifiés constitue également une barrière à long terme majeure à l'investissement des entreprises en Europe. Le Centre européen pour le développement de la formation professionnelle (Cedefop) souligne l'importance des renseignements sur les compétences (*skills intelligence*) et de la planification des effectifs. Des stratégies plus intégrées et prospectives en Europe pour faire face aux pénuries et aux inadéquations en matière de compétences sont nécessaires pour bâtir un avenir plus vert, plus équitable et plus avancé sur le plan technologique ³⁴. L'importance des compétences pour relever les défis sur le plan de la compétitivité est également mise en avant

³² Commission européenne, « [Stratégie européenne en matière de compétences en faveur de la compétitivité durable, de l'équité sociale et de la résilience](#) », communiqué de presse, juillet 2020.

³³ Bloom et al., « *Americans Do IT Better: US Multinationals and the Productivity Miracle* », *American Economic Review*, n° 102(1), p.167-201, 2012.

³⁴ Cedefop, « [Skills in transition - The way to 2035](#) », Luxembourg, 2023.

dans le rapport Letta, notamment la simplification des diplômes et l'amélioration de la reconnaissance des certifications en Europe.

Les évolutions démographiques négatives représentent un défi pour l'offre de main-d'œuvre en Europe, en termes tant de quantité que de compétences.

Toutefois, la relation avec la croissance de la productivité est moins certaine. Dans les années à venir, les cohortes plus âgées représenteront une part croissante de la population active. Leur départ à la retraite se traduira par une réduction de l'offre de main-d'œuvre et des pénuries de certaines compétences, tandis qu'aucun élément probant n'atteste qu'un niveau d'instruction scolaire plus élevé des cohortes plus jeunes entraînerait des gains de productivité ³⁵. Acemoglu et Restrepo ³⁶ montrent que des investissements plus élevés en capital, tels qu'un degré plus élevé d'adoption des robots et d'autres technologies d'automatisation, pourraient atténuer voire inverser la relation négative entre l'âge et la productivité. Dans le même temps, les travailleurs plus âgés sont susceptibles d'être mal armés pour un environnement de travail qui adopte rapidement de nouvelles technologies.

Les migrants représentent une part importante de la population active européenne et peuvent contribuer à doper l'offre de main-d'œuvre et la productivité, en particulier dans un contexte de vieillissement de la population ³⁷.

La recherche montre que les migrations peuvent avoir des effets positifs sur la productivité et la croissance économique à long terme ³⁸. Ces dernières années, dans un contexte de fortes tensions sur le marché du travail en Europe, les migrations ont contribué à alléger les pénuries de main-d'œuvre et à modérer la croissance des salaires, en particulier dans le secteur de l'hébergement, des services de soutien et de la construction, où les barrières à l'entrée fondées sur les qualifications ou la langue sont moins importantes ³⁹. Néanmoins, remédier au problème du degré élevé de surqualification et d'inadéquation des compétences que connaissent les migrants par rapport aux résidents permanents et nationaux pourrait aider à répondre aux pénuries de main-d'œuvre et de compétences et à accroître les gains de productivité du travail ⁴⁰. Le niveau d'instruction plus faible des étudiants de

³⁵ Certaines études concluent que la part croissante de travailleurs plus âgés exerce un impact défavorable sur la productivité moyenne en Europe, tandis que d'autres constatent peu d'éléments attestant d'une relation négative de ce type aux États-Unis. Cf. Aiyar (S.), Ebeke (C.) et Shao (X.), « *The Impact of Workforce Aging on European Productivity* », *IMF Working Paper*, n° 16/238, 2016 ; et Feyrer (J.), « *Demographics and Productivity* », *Review of Economics and Statistics*, vol. 89(1), p.100-109, février 2007.

³⁶ Acemoglu (D.) et Restrepo (P.), « *Demographics and automation* », *NBER Working Paper*, n° 24421, mars 2018.

³⁷ Cf., par exemple, Aiyar (S.) et al., « *The Refugee Surge in Europe: Economic Challenges* », *IMF Staff Discussion Note*, n° 16/02, Fonds monétaire international, 19 janvier 2016 ; et Mitaritonna (C.), Orefice (G.) et Peri (G.), « *Immigrants and Firms' Outcomes: Evidence from France* », *NBER Working Paper*, n° 22852, novembre 2016.

³⁸ Cf. Engler (P.), MacDonald (M.), Piazza (R.) et Sher (G.), « *The macroeconomic effects of large immigration waves* », *Working Paper Series*, n° 23/259, Fonds monétaire international, décembre 2023 ; et Caselli (F.), Lin (H.), Toscani (F.) et Yao (J.), « *Migration into the EU: Stocktaking of Recent Developments and Macroeconomic Implications* », *IMF Working Papers*, n° 24/211, septembre 2024.

³⁹ D'Amuri (F.) et Peri (G.), « *Immigration, jobs, and employment protection: evidence from Europe before and during the great recession* », *Journal of the European Economic Association*, vol. 12, n° 2, p. 432-464, avril 2014.

⁴⁰ *European Migration Network*, « *Labour Market Integration of Beneficiaries of Temporary Protection from Ukraine* », *European Migration Network-OECD Joint Inform*, Bruxelles, mai 2024.

seconde génération dans certains pays illustre également les problèmes liés à la réussite des politiques d'immigration ou d'intégration.

Encadré 1

Infrastructures physiques et numériques en Europe

Les infrastructures physiques et numériques complètent les institutions incorporelles autour desquelles s'organise la société. Des infrastructures de grande qualité contribuent à une économie bien connectée en facilitant la circulation efficace des biens, des services et des personnes ⁴¹. Des infrastructures et des réseaux physiques et numériques appropriés et bien entretenus permettent de réaliser des économies d'échelle et de réduire les coûts de production. Les réseaux de transport, de télécommunications et d'énergie sont des moteurs particulièrement importants de la croissance économique et donc de la compétitivité ⁴². Néanmoins, l'amélioration des infrastructures physiques et numériques des pays européens nécessite des volumes d'investissement considérables.

Compte tenu de la géographie de l'Europe, les infrastructures de transport terrestre, telles que les routes et les chemins de fer, sont essentielles à une intégration régionale et des échanges commerciaux harmonieux. Le **graphique A** montre qu'en moyenne, la qualité des infrastructures de transport en Europe est inférieure à celle des États-Unis et du Japon. La modernisation et l'amélioration du réseau ferroviaire européen pourraient réduire les goulots d'étranglement, améliorer la cohésion au sein du marché unique et favoriser une logistique durable pour soutenir la transition verte ⁴³. Il reste un potentiel inexploité pour de nombreuses liaisons ferroviaires directes entre les grandes villes européennes qui sont en revanche souvent couvertes par des liaisons en avion, dont l'empreinte carbone est beaucoup plus importante ⁴⁴.

⁴¹ Cf. par exemple Gorgulu (N.), Foster (V.), Straub (S.) et Vagliasindi (M.), « *The Impact of Infrastructure on Development Outcomes: A Qualitative Review of Four Decades of Literature* », *Open Knowledge Repository*, World Bank Group, mars 2023.

⁴² Cf. Calderón (C.), Moral-Benito (E.) et Servén (L.), « *Is infrastructure capital productive? A dynamics heterogeneous approach* », *Journal of Applied Econometrics*, janvier 2014.

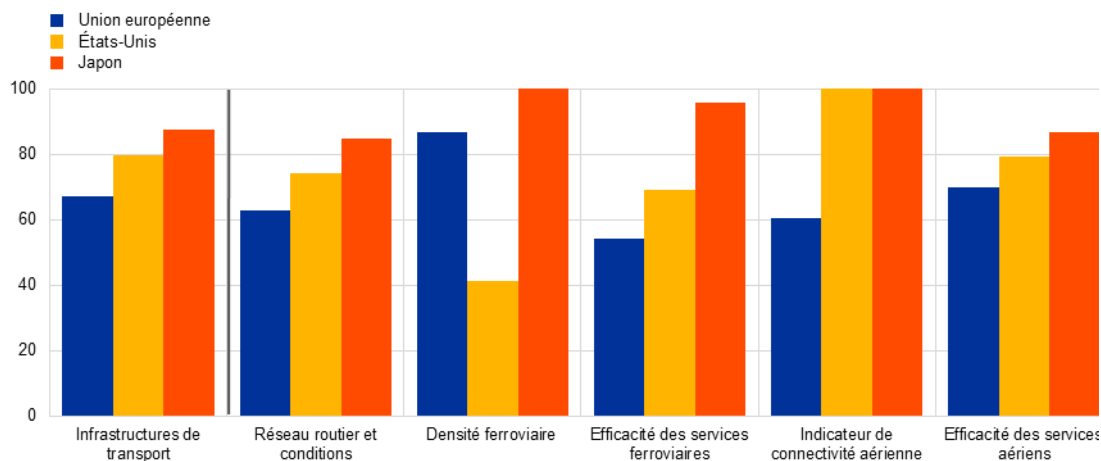
⁴³ Letta (E.), *op.cit.*

⁴⁴ Cf. Greenpeace, « *Connection failed* », juillet 2024.

Graphique A

Indices des infrastructures de transport – 2019

(indice de 0 à 100)



Sources : Indice de compétitivité mondiale 4.0 du Forum économique mondial et calculs de la BCE.

Notes : L'indice des infrastructures de transport établit la moyenne des scores des composantes routière, ferroviaire, aérienne et maritime. La qualité et l'efficacité des infrastructures sont évaluées sur la base de questions qualitatives auto-déclarées allant de 1 (extrêmement mauvaise) à 7 (extrêmement bonne). La densité des réseaux ferroviaires est mesurée en km de voies ferrées pour 1 000 km². L'indicateur de connectivité aérienne mesure le degré d'intégration d'un pays dans le réseau mondial de transport aérien.

La technologie progressant rapidement, les infrastructures numériques et les télécommunications revêtent aujourd'hui une importance particulière. Toutefois, il faudra du temps avant que l'Europe n'atteigne ses objectifs en matière de connectivité, en particulier concernant l'Internet à haut débit et la couverture 5G ⁴⁵. La fragmentation des marchés nationaux des télécommunications en Europe freine les progrès en matière de connectivité numérique. Cette fragmentation contraste avec les marchés plus unifiés aux États-Unis et en Chine, qui bénéficient d'opérateurs moins nombreux et plus grands. En conséquence, l'Europe pâtit de coûts de communication plus élevés ainsi que d'une innovation et d'une diffusion plus lentes des technologies numériques avancées, y compris l'intelligence artificielle, qui sont essentielles à la transition numérique ⁴⁶.

Enfin, la fragmentation du réseau d'énergie européen, avec peu de connexions et de grandes disparités en matière d'investissement et de réglementation d'un pays à l'autre, pèse sur la transition verte vers les sources d'énergie renouvelables. Cette fragmentation accentue les disparités régionales en matière de coûts de l'énergie, ce qui réduit la compétitivité des industries dépendantes d'une énergie abordable ⁴⁷. La résilience du réseau d'énergie est également essentielle pour garantir la sécurité énergétique, en particulier dans un contexte de tensions géopolitiques accrues. La cohésion du marché européen de l'énergie et la résilience du

⁴⁵ À l'heure actuelle, les réseaux de fibre optique ne couvrent qu'un peu plus de la moitié (56 %) des ménages de l'UE. Les réseaux 5G sont plus répandus au niveau de l'UE et couvrent 81 % des ménages. Néanmoins, l'UE accuse toujours un retard par rapport aux États-Unis, où environ 96 % de la population est couverte par la 5G. Pour plus de détails, cf. Commission européenne, « [Rapport 2023 sur l'état de la décennie numérique](#) », septembre 2023.

⁴⁶ Draghi (M.), *op. cit.*

⁴⁷ Pour plus de détails, cf. l'article intitulé « [Chocs énergétiques, investissement des entreprises et implications potentielles pour la compétitivité future de l'UE](#) », *Bulletin économique*, n° 8, BCE, 2024.

réseau permettraient de réduire les coûts pour les consommateurs et d'accroître la stabilité des prix de l'énergie, ce qui faciliterait la politique monétaire.

4 Conclusion

L'Europe est confrontée à des défis majeurs pour stimuler la productivité, l'investissement et l'innovation, et donc sa compétitivité et sa résilience.

Les défis de long terme liés à la faible croissance de la productivité, à la lourdeur des réglementations et aux évolutions démographiques défavorables ont été exacerbés par les tensions géopolitiques, la fragmentation du commerce et les perspectives de prix de l'énergie durablement plus élevés. Relever ces défis nécessite des réformes structurelles de grande ampleur visant à améliorer l'efficacité de la réglementation, à renforcer la gouvernance et la capacité administrative, à améliorer la qualité de l'éducation et l'adéquation des compétences, ainsi qu'à moderniser les infrastructures. La population diminue et nos sociétés vieillissent. Le maintien de la main-d'œuvre reposera donc sur des taux d'activité plus élevés, en particulier chez les femmes et les personnes âgées, ainsi que sur des politiques d'immigration bien conçues pour remédier aux pénuries de main-d'œuvre et soutenir la croissance à long terme.

Les propositions de Mario Draghi en vue d'améliorer la compétitivité européenne et celles d'Enrico Letta pour renforcer le marché unique soulignent la nécessité d'une action coordonnée au niveau national, avec un soutien accru de l'UE là où elle apporte le plus de valeur ajoutée ⁴⁸.

Les politiques nationales doivent accorder la priorité à une plus grande croissance de la productivité au moyen de mesures qui soutiennent le dynamisme des entreprises, l'adoption des technologies, le financement de l'investissement privé et des innovations de pointe, et qui remédient aux pénuries de main-d'œuvre et à l'inadéquation des compétences. Au niveau de l'UE, le recentrage des mesures nécessaires pourrait être facilité par une coordination basée sur les priorités de l'UE convenues. En outre, il est nécessaire d'agir à l'échelle de l'UE pour fournir des biens publics essentiels, y compris une énergie abordable et plus verte, des recherches de pointe et des infrastructures numériques pour une diffusion plus large des technologies avancées, en particulier de l'intelligence artificielle. « Plus d'Europe là où c'est important » nécessite également d'approfondir le marché unique et de renforcer le partage transfrontière des risques basé sur le marché.

Cet article se joint à l'appel en faveur de réformes structurelles urgentes et concrètes en Europe. L'interaction entre les institutions, les infrastructures et la compétitivité souligne la nécessité de mesures de transformation. Remédier aux obstacles structurels, y compris les infrastructures physiques et numériques inadéquates et l'inadéquation des compétences, tout en améliorant l'accès au financement, renforcerait le potentiel de croissance. Les réformes structurelles faciliteraient également la transmission harmonieuse de la politique monétaire à

⁴⁸ Draghi (M.), et Letta (E.), *op. cit.*

l'ensemble de l'économie de la zone euro et contribueraient ainsi à préserver la stabilité des prix dans la zone euro ⁴⁹. Dans le même temps, ces réformes et ces mesures doivent être conçues en vue de soutenir les transitions verte et numérique et de garantir la résilience économique et sociale face aux tensions géopolitiques et aux éventuels chocs futurs. Il est essentiel d'améliorer l'acceptabilité sociale des réformes et de veiller à une réglementation équilibrée pour garantir leur succès ⁵⁰. Dans l'ensemble, les mesures doivent être conçues avec soin, en trouvant un équilibre entre réglementation et flexibilité. Cela devrait garantir la protection de l'intérêt public sans compromettre l'innovation et l'investissement et donc contribuer à des améliorations durables de la productivité européenne et du niveau de vie global.

⁴⁹ Masuch (K.), Modery (W.), Setzer (R.) et Zorell (N.), « [The euro area needs better structural policies to support income, employment and fairness](#) », *Le blog de la BCE*, BCE, 11 octobre 2023.

⁵⁰ Fonds monétaire international, « [Policy Pivot, Rising Threats. Chapter 3: Understanding the social acceptance of structural responses](#) », *Perspectives de l'économie mondiale*, octobre 2024.

Les évolutions des salaires pendant et après la période d'inflation élevée

Colm Bates, Katalin Bodnár, Peter Healy et Marc Roca I Llevadot

1 Introduction

Les salaires constituent un élément clé de l'évaluation de l'inflation et, par conséquent, de la politique monétaire. L'inflation à la fois détermine et est déterminée par les évolutions des salaires. Les salaires représentent un coût des intrants pour les entreprises. À leur tour, les salaires corrigés de la productivité affectent les décisions des entreprises en matière de fixation des prix et donc les tensions inflationnistes, tandis que les travailleurs fondent leurs revendications salariales sur l'inflation actuelle et passée et sur les anticipations d'inflation. En outre, les salaires représentent une part significative du revenu des ménages et, par conséquent, affectent les décisions relatives à la consommation et à l'épargne.

Au cours de la dernière décennie, les conditions de la croissance des salaires ont fortement évolué, tant en termes de tensions sur les prix que de situation sur le marché du travail. La période comprise entre 2013 et 2017 a été caractérisée par des capacités inutilisées sur le marché du travail importantes, mais en baisse, par une inflation faible et par une croissance modérée de la productivité qui, conjuguées à certains facteurs structurels, ont contenu la hausse des salaires. Même si l'inflation a commencé à s'accélérer progressivement à partir de 2018 et que les tensions sur le marché du travail se sont accentuées, la croissance des salaires est demeurée faible ¹. Durant la pandémie, l'inflation totale a été modérée, de même que la dynamique sous-jacente des salaires, tandis que le taux de chômage et les salaires ont été affectés par les mesures prises par les gouvernements pour atténuer l'impact économique du choc lié à la pandémie ². À la suite de la réouverture de l'économie après la pandémie, et de l'invasion injustifiée de l'Ukraine par la Russie, l'inflation dans la zone euro a atteint des niveaux historiquement hauts qui, conjugués à un marché du travail tendu, ont entraîné dans la zone une croissance des salaires élevée au regard des évolutions passées. L'inflation totale a commencé à diminuer considérablement en 2023, tandis que des signes d'affaiblissement de la demande de main-d'œuvre ont également été observés et que la croissance des salaires s'est progressivement ralentie par rapport à un niveau élevé ³.

¹ Cf. Nickel (C.), Bobeica (E.), Koester (G.), Lis (E.) et Porqueddu (M.) (eds.), « *Understanding low wage growth in the euro area and European countries* », *Occasional Paper Series*, n° 232, BCE, septembre 2019.

² Cf. l'article intitulé « *Les évolutions des salaires et leurs déterminants depuis le début de la pandémie* », *Bulletin économique*, n° 8, BCE, 2022.

³ Cf. l'article intitulé « *Comprendre la résilience du marché du travail de la zone euro entre 2022 et 2024* », *Bulletin économique*, n° 8, BCE, 2024.

Ces évolutions de l'environnement macroéconomique rendent difficile l'évaluation de l'importance relative des déterminants des salaires.

Si des enseignements peuvent être tirés de la période de faible inflation, l'évolution du paysage économique et les distorsions des données pendant la pandémie nécessitent une réévaluation des outils standard et une extension des sources de données utilisées pour analyser la croissance des salaires. Dans ce contexte, le présent article examine les déterminants de la croissance des salaires au cours de la période exceptionnelle post-pandémie (2022-2024) à travers une courbe de Phillips augmentée des salaires et à travers l'analyse de nouvelles données granulaires sur les accords salariaux. Il illustre également le lien entre croissance des salaires et inflation en appliquant le modèle de Bernanke-Blanchard à la zone euro ⁴.

2 Les évolutions des salaires durant la hausse et la baisse de l'inflation dans la zone euro

Les événements influençant les évolutions du marché du travail après la pandémie ont eu un impact hétérogène sur les indicateurs salariaux (graphique 1).

Le taux de croissance annuel de la rémunération par tête constitue un indicateur clé de l'évaluation de la croissance des salaires dans la zone euro. Il reflète les coûts de main-d'œuvre à la charge des employeurs, y compris les salaires, les traitements et les cotisations sociales des employeurs, exprimés en moyenne par employé. La BCE analyse divers autres indicateurs salariaux pour une évaluation plus complète des tensions sur les salaires, notamment la rémunération horaire et la croissance des salaires négociés. Si la croissance de la rémunération par tête a considérablement diminué en 2020, les indicateurs de la croissance des salaires par heure travaillée, tels que la rémunération horaire, ont augmenté. Ces évolutions ont résulté de facteurs statistiques liés à la pandémie et à l'utilisation de dispositifs de maintien de l'emploi, qui, au cours de cette période, ont biaisé le contenu en information de la plupart des indicateurs salariaux de différentes manières. Par conséquent, ces indicateurs sont demeurés volatils en 2021 en raison d'effets de base. En revanche, l'indicateur de la BCE relatif aux salaires négociés, qui rend compte des résultats des processus de conventions collectives, n'a pas été affecté par des distorsions statistiques ⁵. Il est resté relativement stable à un niveau bas en 2020 et 2021.

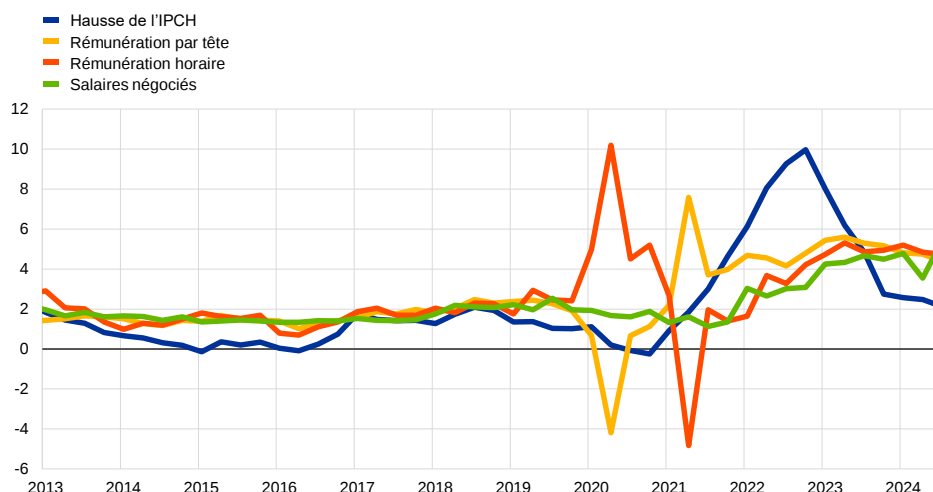
⁴ Cf. Arce (Ó.), Ciccarelli (M.), Kornprobst (A.) et Montes-Galdón (C.), « *What caused the euro area post-pandemic inflation?* », *Occasional Paper Series*, n° 343, BCE, février 2024.

⁵ Cf. l'encadré intitulé « *L'évaluation de la dynamique des salaires durant la pandémie de COVID-19 : quel apport des données relatives aux salaires négociés ?* », *Bulletin économique*, n° 8, BCE, 2020.

Graphique 1

Indicateurs des coûts de main-d'œuvre et inflation mesurée par l'IPCH dans la zone euro

(variations annuelles en pourcentage)



Sources : Eurostat et BCE.

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

Après la forte hausse de l'inflation, la croissance des salaires a atteint des niveaux qui n'avaient plus été observés depuis la période qui a précédé l'avènement de l'union monétaire, mais les différents indicateurs se sont accélérés à des rythmes différents. La croissance de la rémunération par tête a

été le premier des indicateurs salariaux à suivre la hausse de l'inflation dans la zone euro et, en 2022, elle était déjà supérieure à 4 %. À cette époque, la croissance de la rémunération horaire lui était inférieure d'environ 1 point de pourcentage.

Cette différence reflète le redressement du nombre moyen d'heures travaillées après la pandémie, qui a contribué à la croissance de la rémunération par tête, venant s'ajouter à la hausse plus lente de la rémunération horaire. Avec le ralentissement de la croissance du nombre moyen d'heures travaillées, les deux mesures ont commencé à croître à des taux similaires, supérieurs à 5 %, en 2023. En revanche, la croissance des salaires négociés s'est renforcée plus progressivement, passant d'un peu plus de 1 % en 2021 à près de 3 % en 2022 et à plus de 4 % en 2023. Cet ajustement plus progressif reflète le fait que les négociations salariales ont mis du temps à redémarrer après la pandémie et qu'elles ont duré longtemps.

Une grande partie de la différence entre la rémunération par tête et les salaires négociés est capturée par le glissement des salaires, qui a apporté une contribution beaucoup plus importante que la normale à la croissance effective des salaires aux premiers stades de la période de forte inflation ⁶. Ce glissement important des

⁶ Par définition, le glissement des salaires prend en compte tous les éléments des salaires et traitements par tête effectivement versés, tels que les primes individuelles et les heures supplémentaires, qui ne sont pas couverts par les salaires négociés collectivement. La croissance de la rémunération par tête peut être décomposée entre les contributions des salaires et traitements et les cotisations sociales patronales. La croissance des salaires et traitements par tête correspond, quant à elle, à la croissance des salaires négociés et au glissement des salaires, ce dernier étant calculé comme la différence entre la croissance des salaires et traitements par tête et la croissance des salaires négociés. Pour une explication plus détaillée du rôle du glissement des salaires dans la détermination des évolutions des salaires, cf. l'encadré intitulé « [Les évolutions récentes des salaires et le rôle du glissement des salaires \(wage drift\)](#) », *Bulletin économique*, n° 6, BCE, 2024.

salaires a reflété non seulement le redressement du nombre moyen d'heures travaillées, mais également une compensation *ad hoc* de l'inflation au niveau des entreprises, en partie encouragée par des traitements fiscaux préférentiels. Les négociations salariales formelles ayant commencé à refléter directement la compensation de l'inflation, la composante glissement des salaires a de nouveau commencé à diminuer, ce qui s'est également reflété dans une plus grande similarité entre la croissance de la rémunération par tête et celle des salaires négociés.

Récemment, la croissance des salaires s'est modérée par rapport à un niveau élevé, mais encore une fois avec des indicateurs différents évoluant à des rythmes différents. Comme dans la phase d'accélération, la croissance des salaires négociés semble également être la plus persistante et la dernière à s'ajuster durant la période de désinflation des salaires. Si la croissance de la rémunération par tête et celle de la rémunération horaire ont atteint un point haut au deuxième trimestre 2023, deux trimestres après le pic de la hausse de l'IPCH, la croissance des salaires négociés est restée élevée et volatile, reflétant le fait que les contrats salariaux sont de durées différentes et que les travailleurs qui étaient bloqués dans des contrats pluriannuels ont subi des retards dans la réponse de leurs salaires à la forte hausse de l'inflation. La volatilité de la série relative aux salaires négociés reflète largement l'importance accrue des paiements ponctuels au cours des dernières années, mais les effets de base résultant de ces paiements auront un effet baissier en 2025. Les informations issues de l'outil de suivi des salaires de la BCE (cf. section 4) et de l'enquête de la BCE réalisée par téléphone auprès des entreprises suggèrent également une atténuation progressive de la croissance des salaires négociés à l'avenir ⁷.

3 Que peut nous apprendre la courbe de Phillips sur l'évolution des salaires après la pandémie ?

Les chocs de ces dernières années ont déclenché des modifications des déterminants des salaires. La position dans le cycle du marché du travail, les évolutions de l'inflation et la croissance de la productivité sont les principaux déterminants de la croissance des salaires, que les économistes évaluent fréquemment à l'aide de la courbe de Phillips pour les salaires. Le graphique 2 montre l'évolution de ces déterminants. Afin de corriger de la forte volatilité liée aux dispositifs de maintien de l'emploi en 2020, nous interpolons le niveau des salaires et le niveau de productivité – les variables les plus affectées par les dispositifs de maintien de l'emploi – sur le premier et le deuxième trimestres 2020. Il est ainsi plus facile de faire abstraction des distorsions des données et de comprendre comment les évolutions récentes de la plupart des déterminants salariaux se sont écartées des régularités historiques au-delà des distorsions induites par la pandémie. La hausse des prix, telle qu'elle ressort du graphique 2 par le biais de l'inflation mesurée par l'IPCH, a augmenté très rapidement pour atteindre des niveaux

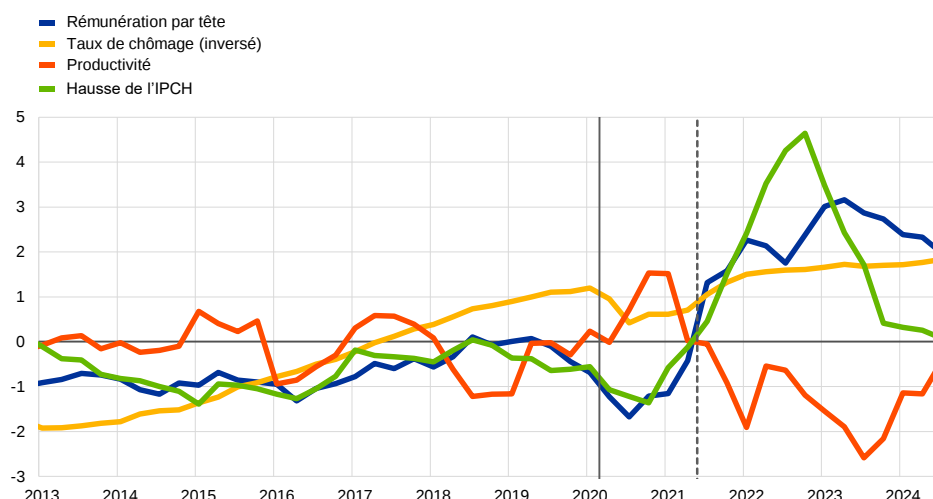
⁷ Cf. Bates (C.), Botelho (V.), Holton (S.), Roca I Llevadot (M.) et Stanislaw (M.), « *The ECB wage tracker: your guide to euro area wage developments* », *The ECB Blog*, BCE, 18 décembre 2024, et l'encadré intitulé « *Principales conclusions tirées des contacts récents de la BCE avec les sociétés non financières* », *Bulletin économique*, n° 7, BCE, 2024.

historiquement élevés en 2022, mais est revenue plus récemment à un niveau proche de la cible de 2 % de la BCE. Dans le même temps, le taux de chômage (inversé dans le graphique) a reculé pour s'inscrire à son plus bas niveau depuis l'introduction de l'euro. Enfin, la croissance de la productivité du travail a été inférieure à sa moyenne de long terme pendant une période prolongée. La courbe de Phillips augmentée des salaires de la BCE (Nickel (C.) *et al.*, *op. cit.*) rend compte de l'impact de ces facteurs – inflation (passée ou attendue), situation sur le marché du travail et productivité – sur la croissance effective des salaires tout en tenant compte également des retards. Nous utiliserons cet outil comme guide théorique et dispositif empirique pour évaluer les évolutions des salaires à l'aide de diverses spécifications ⁸.

Graphique 2

Croissance de la rémunération par tête et principaux déterminants macroéconomiques dans la zone euro

(variations annuelles en pourcentage ; pourcentages de la population active)



Sources : Eurostat et BCE.

Notes : Les taux de croissance de la rémunération par tête et de la productivité sont calculés à partir de séries qui ont été interpolées sur le premier et le deuxième trimestres 2020, le taux de chômage est inversé et toutes les variables sont normalisées avec leur moyenne et leur écart type. Les dernières observations se rapportent au troisième trimestre 2024. Les lignes verticales indiquent le début de la pandémie (ligne continue) et le début de la poussée d'inflation (ligne en pointillés).

Le rattrapage de l'inflation passée a été un déterminant important de la croissance récente des salaires. La hausse rapide, importante et inattendue des prix à la consommation a entraîné une baisse des salaires réels dans les différents pays et secteurs de la zone euro. En moyenne, les salaires réels ont diminué d'environ 5 % entre le début de la poussée de l'inflation mi-2021 et le pic de l'inflation totale (graphique 3). Les travailleurs chercheront à récupérer leurs pertes de salaire réel, ce qui signifie que les exigences salariales refléteront la différence entre les niveaux des salaires réels effectifs et les anticipations relatives aux salaires

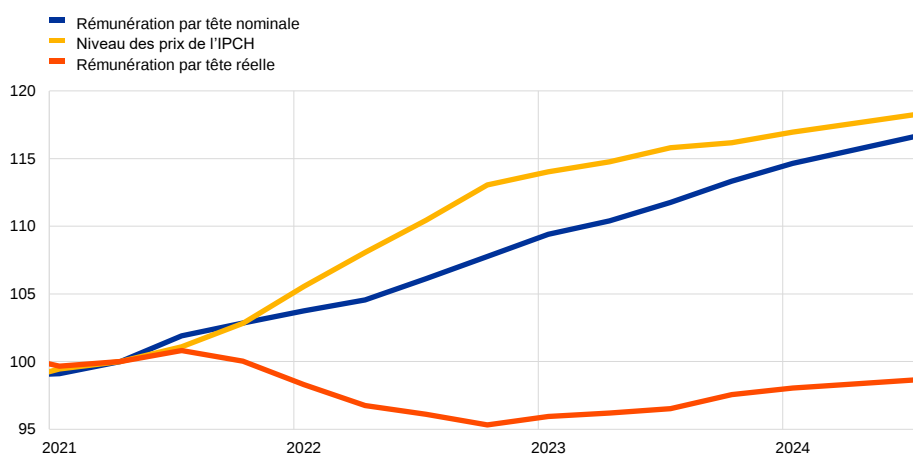
⁸ La forme estimée de la courbe de Phillips pour les salaires suit la pratique établie avant la pandémie, avec quelques ajustements (cf. Nickel (C.) *et al.*, *op. cit.*). La croissance des salaires en glissement trimestriel est régressée sur leur propre retard, les anticipations d'inflation (rétrospectives ou prospectives), une mesure de la cyclicité décalée d'un trimestre et la croissance de la productivité. Nous appliquons une approche de modélisation à plusieurs modèles prédictifs (*thick modelling*) qui utilise un large éventail d'approximations pour l'orientation relative au marché du travail et les anticipations d'inflation, les résultats étant évalués conjointement.

réels, sous réserve de la situation sur le marché du travail ⁹. Le rattrapage des salaires réels a donc été un déterminant important de la récente croissance des salaires. Les niveaux des salaires réels ne sont pas inclus directement dans la courbe de base de Phillips pour les salaires, mais ils peuvent être intégrés indirectement en incluant l'inflation passée et la croissance décalée des salaires dans d'autres spécifications. L'évaluation de ce facteur sera enrichie par l'examen des données granulaires relatives aux négociations salariales dans la section suivante.

Graphique 3

Rémunération par tête nominale et réelle et niveau des prix dans la zone euro

(indice : T2 2021 = 100)



Sources : Eurostat et calculs des services de la BCE.

Notes : La rémunération par tête réelle est calculée comme la rémunération par tête nominale divisée par le niveau de prix de l'IPCH. Lorsqu'on utilise le déflateur de la consommation privée plutôt que l'IPCH, le niveau du salaire réel est similaire. Les dernières observations se rapportent au troisième trimestre 2024.

Il est *a priori* difficile de savoir dans quelle mesure la dynamique des salaires reflète l'inflation passée par opposition aux anticipations d'inflation prospectives.

Cela peut varier fortement entre les travailleurs et cela peut également dépendre du niveau effectif de l'inflation. Afin de remédier à cette incertitude, dans la courbe de Phillips augmentée pour les salaires, nous tenons compte de l'impact de l'inflation sur les salaires en incluant une mesure de l'inflation rétrospective ou prospective, sélectionnée à partir d'un large éventail d'indicateurs possibles ¹⁰. Tous ces indicateurs ont augmenté par rapport à leurs valeurs passées. Toutefois, ils s'en sont nettement écartés depuis le début de la période d'inflation élevée (beaucoup plus qu'auparavant), les indicateurs rétrospectifs augmentant plus

⁹ Cf. Blanchard (O.), « *Why I worry about inflation, interest rates, and unemployment* », *Realtime Economics blog, Peterson Institute for International Economics*, 14 mars 2022.

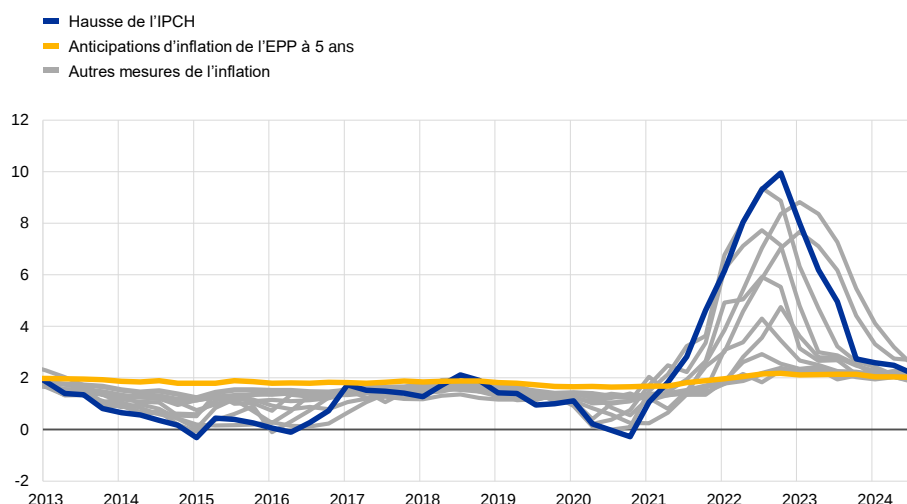
¹⁰ Les indicateurs de l'inflation rétrospective incluent l'inflation décalée mesurée par l'IPCH, l'inflation *core* décalée et les moyennes mobiles sur quatre trimestres de l'inflation passée mesurée par l'IPCH. Les indicateurs prospectifs de l'inflation comprennent les anticipations d'inflation de *Consensus Economics* à un horizon compris entre un et six trimestres et celles de l'enquête auprès des prévisionnistes professionnels (EPP) à un an, à deux ans et à cinq ans.

tôt et à un niveau plus élevé que les indicateurs prospectifs, et les anticipations à plus long terme demeurant relativement stables (graphique 4) ¹¹.

Graphique 4

Mesures de l'inflation passée et anticipations d'inflation sur différents horizons

(variations annuelles en pourcentage)



Sources : Eurostat, BCE et *Consensus Economics*.

Notes : Les autres mesures de l'inflation (lignes grises) comprennent la hausse de l'IPCH hors énergie et produits alimentaires, la moyenne mobile sur quatre trimestres de la hausse de l'IPCH, les anticipations d'inflation de *Consensus Economics* à un horizon compris entre un et six trimestres et les anticipations d'inflation de l'EPP à un et deux ans. Les dernières observations se rapportent au troisième trimestre 2024.

Les estimations de la courbe de Phillips pour les salaires confirment que la réaction des salaires à l'inflation passée a été le principal déterminant de la récente hausse des salaires. Bien que la prévalence de l'indexation des salaires soit relativement faible dans la zone euro, avant la pandémie, la compensation de l'inflation dans la formation des salaires était principalement influencée par une inflation rétrospective ¹². Une telle formation des salaires pourrait accroître la persistance des variables nominales et amplifier les effets de second tour. L'inflation peut jouer un rôle plus important dans la formation des salaires en période d'inflation élevée car les entreprises et les travailleurs y sont plus attentifs que lorsque l'inflation est faible. Au cours de la période de forte inflation et de la désinflation qui a suivi, l'inflation passée et les anticipations d'inflation à plus court terme expliquent une partie plus importante des évolutions des salaires. Les modèles qui incluent l'inflation passée et les anticipations d'inflation à court terme peuvent expliquer une grande partie de la phase haussière de la croissance des salaires, tandis que dans la phase de désinflation des salaires, l'inflation passée semble avoir apporté une

¹¹ Nous prenons en considération les anticipations des prévisionnistes professionnels, même si l'on peut avancer que les anticipations des ménages ou des entreprises pourraient être plus appropriées. L'enquête de la BCE sur les anticipations des consommateurs (*Consumer Expectations Survey*, CES) et l'enquête sur l'accès des entreprises au financement (SAFE) pourraient fournir des informations utiles, mais ne couvrent pas une période suffisamment longue pour être incluses. Toutefois, nous constatons que, pour la période au cours de laquelle les informations de l'enquête CES sont disponibles, les anticipations des consommateurs sont globalement alignées sur celles des prévisionnistes professionnels, quoique plus élevées, ayant atteint un pic en octobre 2022 et suivi une trajectoire similaire à celles de l'EPP.

¹² Cf., par exemple, Koester (G.) et Grapow (H.), « La prévalence de l'indexation des salaires du secteur privé dans la zone euro et son rôle potentiel pour l'impact de l'inflation sur les salaires », *Bulletin économique*, n° 7, BCE, 2021, et Nickel (C.) *et al.*, *op. cit.*

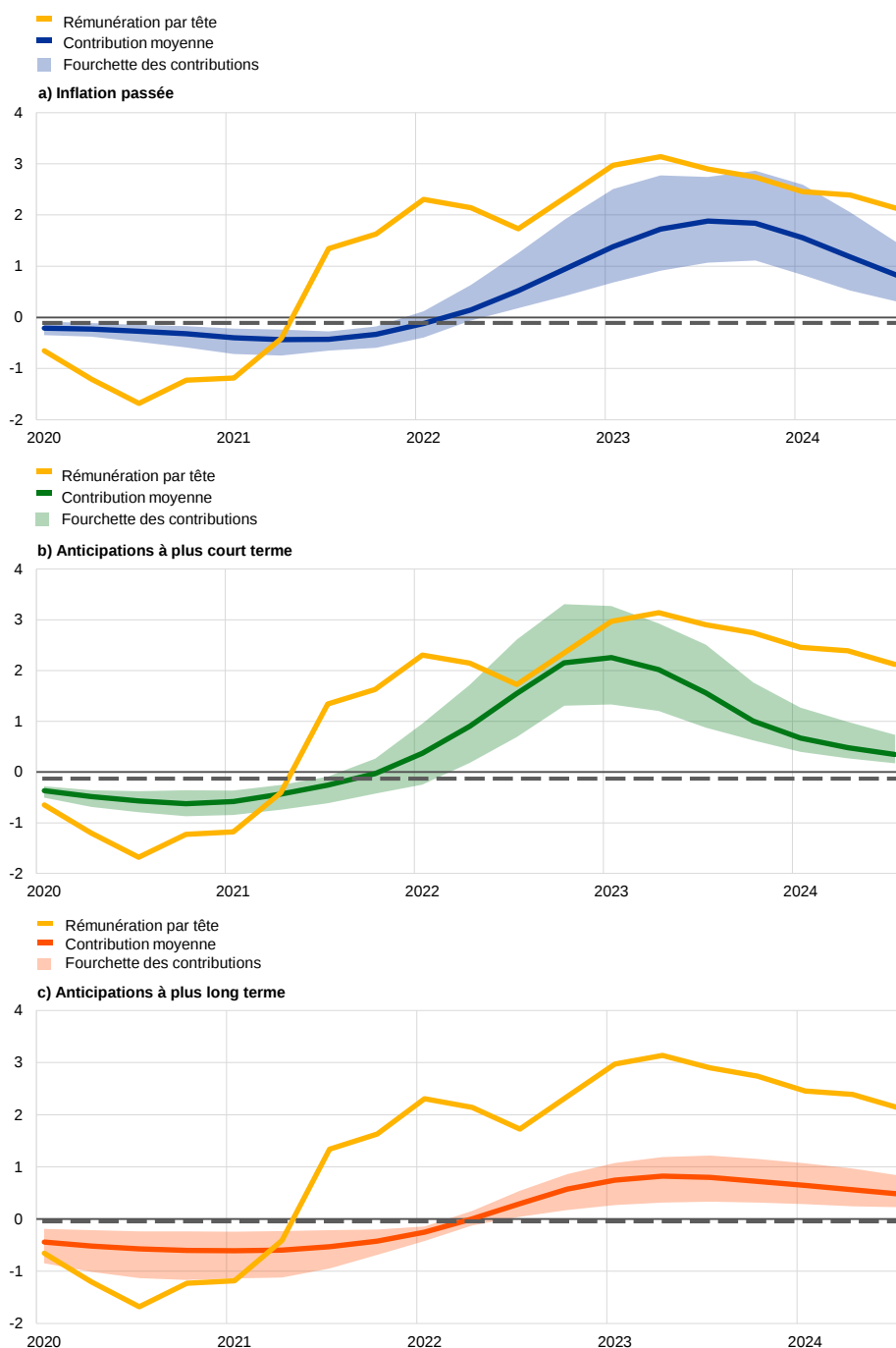
contribution légèrement plus importante. En revanche, les modèles qui incluent les anticipations d'inflation à long terme indiquent globalement un impact estimé plus faible de l'inflation sur la formation des salaires (graphique 5). Récemment, avec le ralentissement de la hausse de l'IPCH, la contribution de l'inflation à la croissance des salaires s'est également atténuée dans la plupart des spécifications avec les mesures de l'inflation rétrospectives ou à court terme, mais elle demeure néanmoins élevée. Dans l'ensemble, cela confirme qu'il existe un important élément rétrospectif dans la formation des salaires en zone euro, qui, au cours de la période récente, est également lié à l'important élément de surprise que constitue le choc inflationniste. Cela est en ligne avec l'application du modèle de Bernanke-Blanchard à la zone euro ¹³.

¹³ Cf. Arce (Ó.) *et al.*, *op. cit.*, qui constatent également que l'inflation a exercé un fort impact sur les salaires au cours des trois dernières années (cf. également l'encadré 2 du présent article) ; et Galstyan (V.), « [Understanding the Joint Dynamics of Inflation and Wage Growth in the Euro Area](#) », *Research Technical Papers*, n° 11, vol. 2023, *Central Bank of Ireland*, décembre 2023, qui constate que l'écart des salaires réels a été un déterminant important de la récente croissance des salaires dans la zone euro. De même, cf. DeLuca (M.) et Van Zandweghe (W.), « [Postpandemic Nominal Wage Growth: Inflation Pass-Through or Labor Market Imbalance?](#) », *Economic Commentary*, n° 2023-13, *Federal Reserve Bank of Cleveland*, août 2023, p. 1-6, qui avancent que la croissance des salaires aux États-Unis résulte principalement de la transmission de l'inflation.

Graphique 5

Croissance de la rémunération par tête dans la zone euro et contribution de l'inflation dans les différentes spécifications de la courbe de Phillips pour les salaires

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



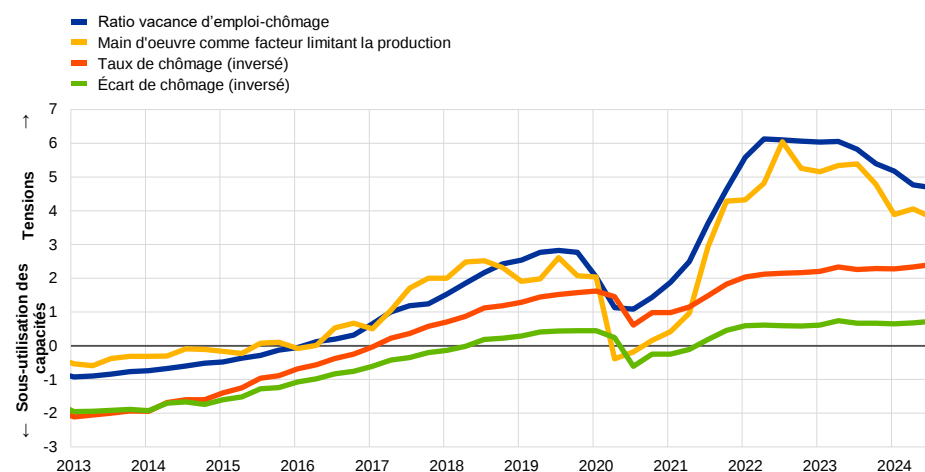
Sources : Eurostat, *Consensus Economics*, BCE et calculs des services de la BCE.

Notes : Le taux de croissance de la rémunération par tête est calculé à partir d'une série qui a été interpolée sur le premier et le deuxième trimestres 2020 et centrée. Les graphiques présentent la moyenne et la fourchette de la contribution estimée des différentes variables de l'inflation à la croissance de la rémunération par tête à partir des différentes spécifications du cadre de modélisation de modélisation à plusieurs modèles prédictifs. Les indicateurs de l'inflation passée sont l'inflation décalée mesurée par l'IPCH, l'inflation core décalée et la moyenne mobile sur quatre trimestres de l'inflation passée mesurée par l'IPCH. Les anticipations d'inflation à court terme sont les anticipations d'inflation de *Consensus Economics* à un horizon compris entre un et quatre trimestres et les anticipations d'inflation de l'EPP à un an. Les anticipations d'inflation à plus long terme sont les anticipations d'inflation de *Consensus Economics* à un horizon compris entre cinq et six trimestres et celles de l'EPP à deux et cinq ans. Les lignes horizontales en pointillés représentent les contributions moyennes avant la pandémie (calculées sur la période 1999-2019). Les dernières observations se rapportent au troisième trimestre 2024.

Divers indicateurs relatifs à l'état du marché du travail font état de tensions, bien qu'à des degrés différents. La période qui s'est écoulée depuis 2022 a été caractérisée par le taux de chômage le plus faible depuis l'introduction de l'euro en 1999. Le taux de chômage total a également été inférieur aux estimations de son taux non inflationniste (par exemple, le taux de chômage non accélérateur des salaires (*non-accelerating wage rate of unemployment* – NAWRU) de la Commission européenne), confirmant les signaux de tensions sur le marché du travail ¹⁴. D'autres mesures de la situation sur le marché du travail qui sont utilisées comme indicateurs alternatifs dans les spécifications de la courbe de Phillips augmentée pour les salaires (par exemple le ratio vacance d'emploi/chômage et la mesure de la Commission européenne relative à la main-d'œuvre comme facteur limitant la production) indiquent une hausse encore plus forte des tensions sur le marché du travail que le taux de chômage. Cela peut s'expliquer notamment par le fait que ces deux indicateurs intègrent plus directement la demande de main-d'œuvre, tandis que le taux de chômage reflète l'équilibre entre la demande et l'offre de main-d'œuvre, pour lesquelles des ajustements de la population active peuvent satisfaire la demande de main-d'œuvre. Récemment, les indicateurs relatifs à la demande de main-d'œuvre se sont atténués à partir d'un niveau élevé, tandis que le taux de chômage a été plus stable (graphique 6).

Graphique 6
Mesures de la position des marchés du travail dans le cycle

(en pourcentage ; solde net ; pourcentages de la population active)



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

Notes : Le taux de chômage et l'écart de chômage sont inversés. L'écart de chômage est calculé comme la différence entre le taux de chômage et l'estimation par la Commission européenne du NAWRU, qui a été interpolée d'une fréquence annuelle à une fréquence trimestrielle. La main-d'œuvre comme facteur limitant la production est calculée comme une moyenne pondérée des informations des enquêtes sectorielles sur les facteurs limitant la production tirées des enquêtes de la Commission européenne auprès des entreprises et des consommateurs. Tous les indicateurs sont normalisés par rapport à leur moyenne et à leur écart type avant la pandémie (1999-2019). Les dernières observations se rapportent au troisième trimestre 2024.

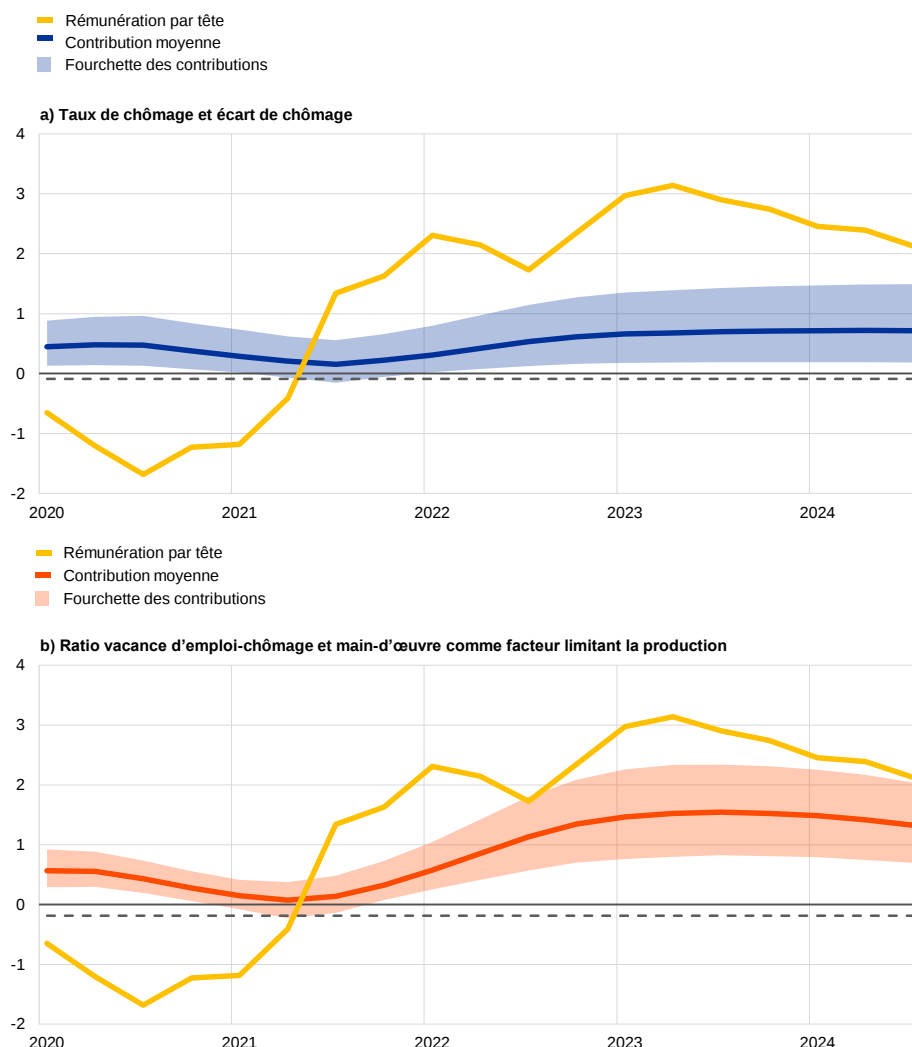
¹⁴ Dans la courbe de Phillips augmentée pour les salaires, nous utilisons le taux de chômage, l'écart de chômage (calculé comme la différence entre le taux de chômage effectif et l'estimation du NAWRU dans les projections établies par les services de l'Eurosystème et de la BCE), le ratio vacance d'emploi-chômage et la mesure de la Commission européenne relative à la main-d'œuvre comme facteur limitant la production. Pour des informations sur l'estimation par la Commission européenne du NAWRU, cf. Havik (K.) *et al.*, « [The Production Function Methodology for Calculating Potential Growth Rates & Output Gaps](#) », *European Economy – Economic Papers*, n° 535, Commission européenne, novembre 2014.

Les tensions sur le marché du travail ont contribué à la croissance récente des salaires. Le taux de chômage montre que les tensions à la hausse sur la croissance des salaires sont supérieures à la moyenne historique. Toutefois, depuis 2022, la croissance des salaires a été alignée plus étroitement avec la dynamique du ratio vacance d'emploi-chômage et l'indicateur de la Commission européenne relatif à la main-d'œuvre comme facteur limitant la production. Les spécifications de la courbe de Phillips pour les salaires qui incluent ces indicateurs font état d'un impact plus fort des tensions sur le marché du travail, ce qui suggère qu'elles sont plus riches en informations concernant la croissance des salaires sur la période récente (graphique 7). Dans le même temps, la dynamique de la croissance récente des salaires suit plus étroitement celle de la contribution de l'inflation (passée), tandis que les tensions sur le marché du travail ont probablement agi comme un facteur favorisant le rattrapage des salaires réels.

Graphique 7

Contribution des tensions sur le marché du travail à la croissance de la rémunération par tête pour les différentes spécifications de la courbe de Phillips pour les salaires

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



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

Notes : Le taux de croissance de la rémunération par tête est calculé à partir d'une série qui a été interpolée sur le premier et le deuxième trimestre 2020 et centrée. Les graphiques présentent la moyenne et la fourchette de la contribution estimée des différentes variables du marché du travail à la croissance de la rémunération par tête à partir des différentes spécifications du cadre de modélisation à plusieurs modèles prédictifs. La main-d'œuvre comme facteur limitant la production est calculée comme une moyenne pondérée des informations sectorielles sur les facteurs limitant la production tirées des enquêtes de la Commission européenne auprès des entreprises et des consommateurs. Les lignes horizontales en pointillés représentent les contributions moyennes avant la pandémie (calculées sur la période 1999-2019). Les dernières observations se rapportent au troisième trimestre 2024.

Une décomposition des salaires fondée sur une fourchette de spécifications de la courbe de Phillips augmentée pour les salaires attribue principalement la récente hausse élevée des salaires à la forte augmentation des prix, mais dans la mesure où le rôle de l'augmentation des prix diminue, l'impact relatif du marché du travail s'accroît. Dans la décomposition, nous considérons une moyenne de diverses spécifications avec différentes variables relatives au marché du travail et à l'inflation. Si l'on compare les principaux déterminants des salaires, l'inflation semble avoir été le principal déterminant de la croissance des salaires ces dernières années (graphique 8). Le ralentissement de la croissance de la

rémunération par tête observé plus récemment s'explique également par une contribution plus faible de l'inflation. La contribution des évolutions du marché du travail est en revanche moins importante, mais ne devrait pas avoir diminué ¹⁵. La productivité du travail a été faible récemment, ce qui pourrait avoir freiné la croissance globale des salaires. La corrélation estimée entre la productivité et la croissance des salaires est très faible à la fréquence correspondant au cycle d'activité, et la contribution estimée de la productivité à la croissance effective de la rémunération par tête est très limitée et principalement négative ¹⁶. Enfin, un résidu positif a été observé, reflétant la présence de certains facteurs qui ne sont pas pris en compte par les modèles de courbe de Phillips augmentée pour les salaires. Ces facteurs pourraient correspondre à l'interaction entre les tensions sur le marché du travail et l'inflation élevée, mais la partie inexpliquée pourrait également refléter le fait que la courbe de Phillips pour les salaires est limitée dans sa capacité à rendre compte du rattrapage des salaires réels ¹⁷. Une décomposition des salaires fondée sur un sous-ensemble de ces spécifications de la courbe de Phillips augmentée pour les salaires dans lequel la composante inflation n'est que rétrospective accroît la pertinence de la composante inflation et réduit le résidu au cours de la période postérieure à la pandémie. Un tel résultat souligne le rôle joué par la forte inflation récente dans la détermination de la croissance des salaires.

¹⁵ Les prévisionnistes professionnels attribuent également la forte hausse des salaires à l'inflation élevée passée et anticipée et prévoient un ralentissement de la croissance des salaires, principalement sous l'effet de la désinflation récente. Cf. *The ECB Survey of Professional Forecasters – Third quarter of 2024*, BCE, juillet 2024.

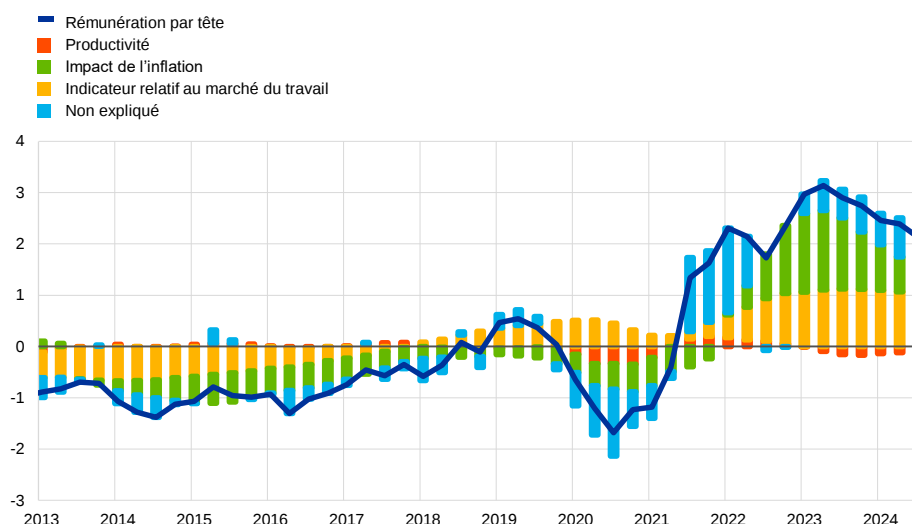
¹⁶ Les données de la zone euro suggèrent que depuis le début des années 1990, la croissance des salaires réels a été plus faible que celle de la productivité du travail, et peu d'éléments indiquent une relation directe entre les deux. Cf. Pagliari (M.-S.), López-García (P.), Bobeica (E.) et Lis (E.), « *Assessing the link between productivity and wage growth* », dans Nickel (C.) *et al.*, *op. cit.* Une explication possible de ce découplage peut être liée à des problèmes de mesure de la productivité du travail. Cf. également « *Key factors behind productivity trends in EU countries* », *Occasional Paper Series*, n°268, BCE, septembre 2021.

¹⁷ Il est également probable que les évolutions salariales postérieures à la pandémie aient été influencées par les mesures budgétaires, même si leur pertinence est probablement plus faible dans la zone euro qu'aux États-Unis. Cf. Jordà (Ò.) et Nechio (F.), « *Inflation and wage growth since the pandemic* », *European Economic Review*, vol. 156, juillet 2023.

Graphique 8

Décomposition de la croissance de la rémunération par tête à partir de la courbe de Phillips pour les salaires

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



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

Notes : Le graphique présente une moyenne sur diverses spécifications pour la croissance centrée de la rémunération par tête. La rémunération par tête et la productivité sont interpolées sur le premier et le deuxième trimestre 2020. Les dernières observations se rapportent au troisième trimestre 2024.

Encadré 1

Variation dans le temps de la pente de la courbe de Phillips pour les salaires

Colm Bates, Katalin Bodnár et Peter Healy

Pour la politique monétaire, il est important de comprendre les évolutions de l'arbitrage entre les sphères réelle et nominale de l'économie et le lien entre inflation et croissance des salaires intégré dans la courbe de Phillips pour les salaires. À mesure que nous nous éloignons de plus en plus des chocs importants récents, il devient possible d'évaluer si ces chocs spécifiques ont causé une rupture temporaire ou une modification plus permanente de la pente de la courbe de Phillips pour les salaires de la zone euro. De manière générale, la littérature ne tire pas de conclusions en ce qui concerne la variation dans le temps de la pente de la courbe de Phillips pour les salaires, qui peut en partie refléter la variété des méthodologies et des indicateurs utilisés. Néanmoins, des éléments vont dans le sens d'un aplatissement, en particulier après la crise financière mondiale¹⁸. Toutefois, peu d'éléments indiquent une modification de la courbe de Phillips pour les salaires après la

¹⁸ Malikane (C.), « *A Traditional Nominal Wage Phillips Curve: Theory and Evidence* », *Economic Record*, vol. 99, n° 324, mars 2023, p. 108-121, constate que le passage à un ciblage de l'inflation s'est accompagné d'un ancrage accru des anticipations d'inflation et a conduit à un aplatissement de la courbe de Phillips pour les salaires dans plusieurs économies avancées. Bulligan (G.) et Viviano (E.), « *Has the wage Phillips curve changed in the euro area?* », *IZA Journal of Labor Policy*, vol. 6, n° 9, août 2017, constatent un aplatissement de la courbe de Phillips pour les salaires principalement en Allemagne après la crise financière mondiale.

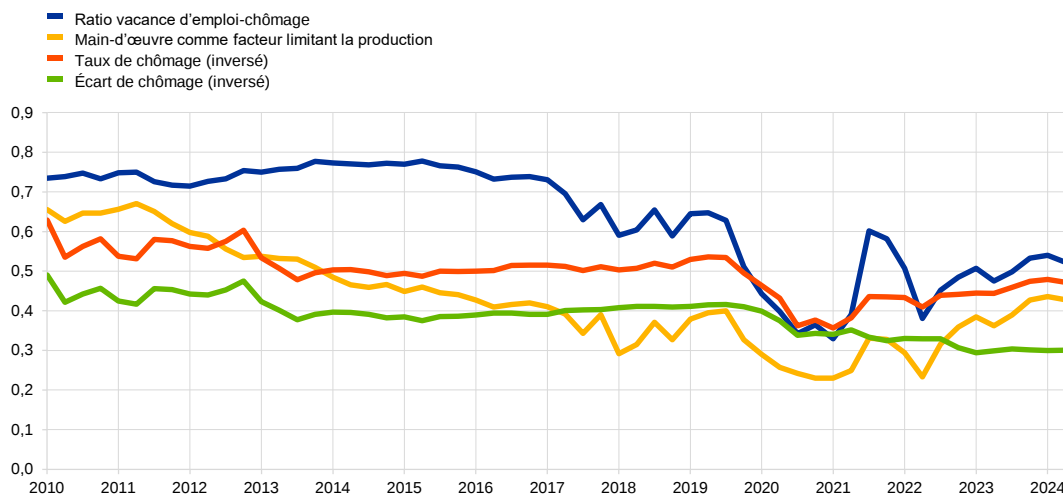
pandémie ¹⁹. Le présent encadré se concentre sur les modifications potentielles intervenues dans la zone euro depuis la pandémie.

Avec le taux de chômage à des niveaux historiquement bas et la hausse des salaires qui réagit à la surprise inflationniste, la pure corrélation entre les deux suggérerait une courbe de Phillips pentue au cours des dernières années. Toutefois, cette évolution est largement due à l'impact des chocs inflationnistes passés sur la croissance des salaires. De fait, les estimations de la courbe de Phillips pour les salaires fondées sur un échantillon glissant ne montrent pas de pentification de la courbe (graphique A). Le paramètre estimé du ratio vacance d'emploi-chômage et l'indicateur de main-d'œuvre comme facteur limitant la production ont légèrement augmenté, après avoir enregistré tous deux une volatilité plus forte précédemment, mais ces variations ne sont pas statistiquement significatives pour la plupart des spécifications. Les paramètres estimés pour le taux de chômage et l'écart de chômage sont relativement stables, comme ils l'ont été historiquement. On ne constate pas non plus de variation significative du paramètre estimé pour l'inflation, même si cela pourrait refléter le fait qu'il est difficile de prendre en compte des chocs importants (comme le choc inflationniste récent) dans ce cadre linéaire. Les estimations à fenêtres glissantes font état d'une certaine volatilité du paramètre d'inflation, principalement pour les anticipations d'inflation à long terme.

Graphique A

Estimations des paramètres des mesures conjoncturelles des tensions sur le marché du travail dans la courbe de Phillips pour les salaires dans la zone euro

(paramètres estimés)



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

Notes : L'écart de chômage est défini comme la différence entre le taux de chômage effectif et le taux de chômage n'accéléralant pas l'inflation (NAIRU).

Les estimations sont fondées sur des estimations à fenêtres glissantes sur 15 ans, à partir de 1995, et montrent les moyennes des estimations des paramètres pour différentes spécifications. Dans les estimations, la rémunération par tête (la variable de gauche de la courbe de Phillips pour les salaires) est interpolée en niveau sur le premier et le deuxième trimestre 2020.

¹⁹ Quelques études, axées sur les États-Unis, n'ont pas constaté d'éléments indiquant une modification de la relation. Heise (S.), Pearce (J.) et Weber (J.P.), « *A New Indicator of Labor Market Tightness for Predicting Wage Inflation* », *Liberty Street Economics*, Federal Reserve Bank of New York, 9 octobre 2024, développent un nouvel indicateur des tensions sur le marché du travail pour les États-Unis, mais ne constatent pas de signes d'une modification de la relation avec la croissance des salaires sur la période récente.

4 Que peut nous apprendre l'outil de suivi des salaires de la BCE sur le rôle joué par la compensation de l'inflation dans les négociations salariales ?

L'outil de suivi des salaires de la BCE fournit une évaluation rapide des salaires négociés. Les indicateurs relatifs aux salaires sont publiés avec un délai important et, comme indiqué dans la section précédente, l'évaluation de ces données s'est avérée difficile récemment. Durant la période d'inflation élevée, il était particulièrement nécessaire de disposer d'indicateurs et d'approches disponibles plus rapidement. L'une des évolutions significatives a été l'introduction de l'outil de suivi des salaires de la BCE, qui utilise des données granulaires sur les conventions collectives existantes ²⁰. L'outil de suivi des salaires de la BCE fournit à la fois des informations rétrospectives relatives aux tensions à la hausse sur la croissance des salaires négociés et des signaux prospectifs disponibles très rapidement sur la croissance future attendue des salaires négociés au cours des prochains mois ²¹. Cet indicateur constitue l'une des nombreuses nouvelles sources de données, y compris les indicateurs salariaux tirés d'enquêtes, développées à la BCE depuis le début de la pandémie ²².

Les données granulaires sur les négociations salariales peuvent contribuer à expliquer le rôle de la compensation de l'inflation comme déterminant de ces négociations. L'outil de suivi des salaires de la BCE a permis d'anticiper plus facilement la hausse progressive des salaires négociés dans la zone euro à partir de 2022 et de comprendre la forte hétérogénéité entre les pays (graphique 9). Dans cet article, nous utilisons cet outil pour comprendre les caractéristiques des négociations salariales en utilisant les données granulaires au niveau des accords. En particulier, nous évaluons le rôle des demandes de rattrapage des salaires réels dans l'accélération progressive de la croissance des salaires négociés et dans la composition de ces salaires. Nous établissons une distinction entre les augmentations structurelles – c'est-à-dire les variations qui affectent les salaires de base – et les paiements ponctuels, et nous évaluons le rôle des facteurs institutionnels dans le rythme du rattrapage des salaires réels ²³.

²⁰ Cf. Bates (C.), Botelho (V.), Holton (S.), Roca I Llevadot (M.) et Stanislaw (M.), *op. cit.*, et 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.

²¹ Cf. Bing (M.), Holton (S.), Koester (G.) et Roca I Llevadot (M.), « *Tracking euro area wages in exceptional times* », *The ECB Blog*, BCE, 23 mai 2024.

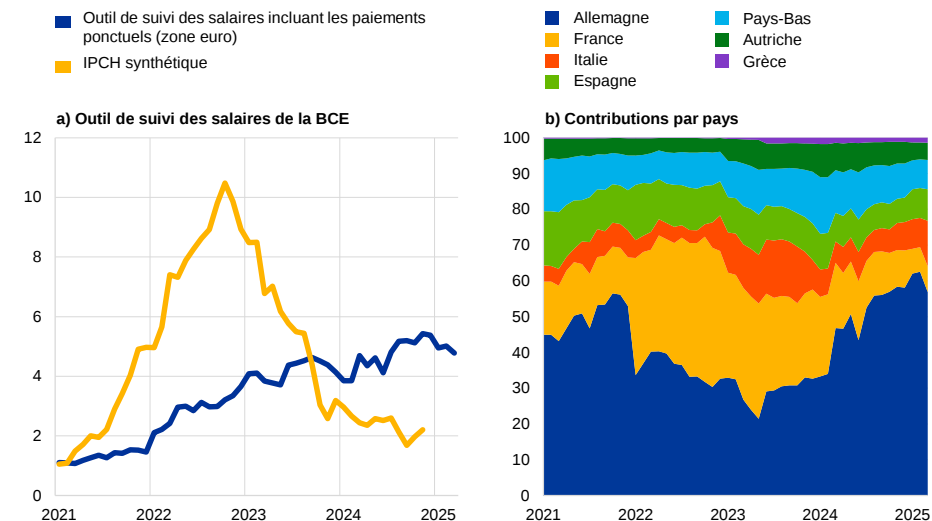
²² Cf. Baumann (U.), Ferrando (A.), Georgarakos (D.), Gorodnichenko (Y.) et Reinelt (T.), « *SAFE to update inflation expectations? New survey evidence on euro area firms* », *Working Paper Series*, n° 2949, BCE, juin 2024 ; et Bankowska (K.), Baptista (P.), Bates (C.), Dossche (M.), Kouvavas (O.) et Tsiortas (A.), « *Tracking individual wages with the Consumer Expectations Survey* », poster session, 5th Joint ECB, Bank of Canada and Federal Reserve Bank of New York Conference on expectations surveys, central banks and the economy, octobre 2024.

²³ L'outil de suivi des salaires de la BCE contient des informations détaillées sur les paiements ponctuels pour l'Allemagne, l'Italie et les Pays-Bas.

Graphique 9

Outil de suivi des salaires de la BCE et contributions par pays

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



Sources : Calculs des services de la BCE à partir des microdonnées sur les accords salariaux fournies par la Deutsche Bundesbank, la Banque de Grèce, le Banco de España, la Banque de France, la Banca d'Italia, l'Oesterreichische Nationalbank et la Dutch employers' association (AWVN).

Notes : Pour des détails méthodologiques, cf. Górnicka (L.) et Koester (G.) (eds.), *op. cit.* Les agrégats de la zone euro pour l'outil de suivi des salaires de la BCE et l'IPCH synthétique sont fondés sur l'Allemagne, la Grèce, l'Espagne, la France, l'Italie, l'Autriche et les Pays-Bas. L'agrégation entre les différents pays est fondée sur les pondérations de la rémunération des salariés tirées des données des comptes nationaux. Les dernières observations se rapportent à mars 2025 pour l'outil de suivi des salaires de la BCE et à novembre 2024 pour l'IPCH.

La durée des conventions collectives précédentes constitue un facteur important à l'origine de l'hétérogénéité constatée dans la rapidité de l'ajustement des salaires négociés à l'inflation.

Des facteurs institutionnels, tels que la fréquence des négociations salariales collectives et la durée des accords, peuvent influencer la dynamique des tensions sous-jacentes sur les salaires. Comprendre la rapidité avec laquelle les partenaires sociaux peuvent réagir à des chocs économiques et renégocier les conventions collectives est donc essentiel pour évaluer la transmission de l'inflation aux salaires. Les contrats de longue durée limitent la marge dont disposent les employeurs pour s'adapter aux chocs macroéconomiques, mais apportent, dans le même temps, une garantie aux salariés en ce qui concerne leur rémunération future, celle-ci étant moins dépendante du cycle d'activité. Toutefois, en période d'inflation élevée, les contrats de longue durée peuvent entraîner d'importantes pertes de salaire réel, en particulier lorsque les chocs inflationnistes importants n'ont pas été pris en compte dans les négociations salariales précédentes. Les contrats de longue durée peuvent également accroître la volatilité des séries relatives aux salaires négociés lorsque l'inflation est plus élevée que prévu, car dans ce cas, un écart important est accumulé par les salaires réels, qui devra être comblé ou réduit dans le cadre des futures négociations salariales. Par exemple, les salariés des secteurs du commerce de détail et du commerce de gros en Allemagne ont récemment négocié un nouvel accord salarial pour la première fois en trois ans. Afin de compenser la perte cumulée de salaire réel, ils se sont accordés sur des paiements ponctuels importants ainsi que sur des augmentations salariales structurelles significatives (c'est-à-dire la croissance des paiements réguliers, hors paiements ponctuels) au troisième trimestre 2024, ce qui a

entraîné une croissance record des salaires négociés (comme le montre le graphique 1).

Les données de l'outil de suivi des salaires de la BCE suggèrent que les durées enregistrées pour les contrats diffèrent fortement au sein de la zone euro. En France et en Autriche, les conventions collectives durent en moyenne 12 mois environ. En revanche, en Allemagne, en Italie, en Espagne et aux Pays-Bas, les accords sont généralement valables pendant deux ans ou plus.

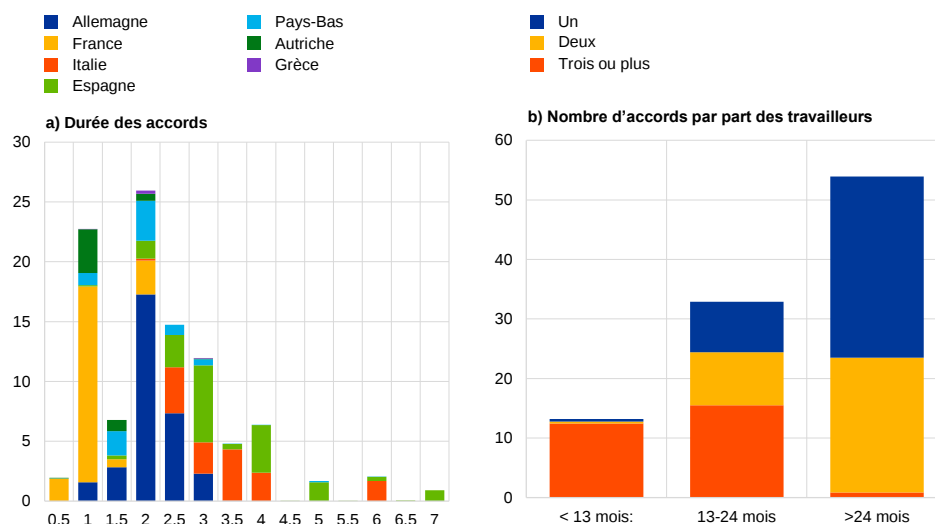
En Italie et en Espagne, la distribution des travailleurs en fonction de la durée du contrat présente plusieurs pics, certains à des intervalles importants, par exemple cinq ou six ans, ce qui est rare dans d'autres pays (graphique 10, partie a).

L'agrégation des données de l'outil de suivi des salaires de la BCE au niveau de la zone euro montre que 13 % des salariés sont couverts par des contrats d'une durée égale ou inférieure à un an et qui ont été renégociés au moins trois fois depuis 2021. À mesure que la durée du contrat s'allonge, la fréquence de renégociation diminue naturellement. Un tiers des travailleurs ont des contrats d'une durée d'un à deux ans, et un grand nombre d'accords ont été conclus sur ce segment depuis 2021, reflétant le caractère parfois échelonné et lent des négociations collectives. Les contrats d'une durée supérieure à deux ans, qui couvrent 54 % des travailleurs, n'ont été renégociés qu'une ou deux fois depuis 2021 (graphique 10, partie b).

Graphique 10

Durée et nombre des conventions collectives, par part de travailleurs depuis 2021

(partie a : axe des abscisses – durée des contrats en années ; axe des ordonnées – densité ; partie b : pourcentage de travailleurs)



Sources : Calculs des services de la BCE à partir des microdonnées sur les accords salariaux fournies par la Deutsche Bundesbank, la Banque de Grèce, le Banco de España, la Banque de France, la Banca d'Italia, l'Oesterreichische Nationalbank et la Dutch employers' association (AWVN).

Notes : Les densités sont pondérées par le nombre de travailleurs. Pour les secteurs ayant conclu de nombreux contrats depuis 2021, les calculs sont fondés sur la durée moyenne des contrats et sur le nombre moyen de travailleurs.

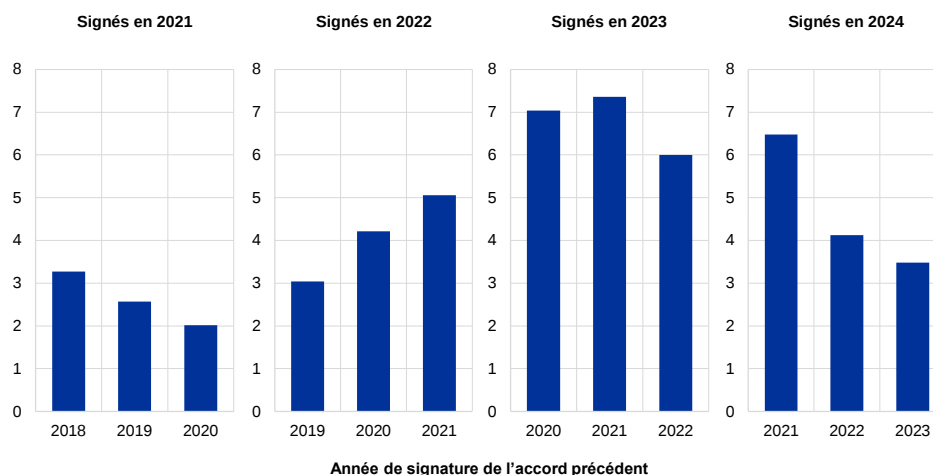
Des contrats de durée plus courte permettent à la croissance des salaires de réagir plus rapidement à l'inflation. La croissance des salaires structurels pour les contrats renégociés chaque année est passée de 2,0 % en 2021 à 5,1 % en 2022 et 6,0 % en 2023, avant de revenir à 3,5 % en 2024. Même si ces contrats continuent de refléter une dynamique des salaires échelonnée, ils suggèrent que les

tensions sur les salaires négociés continueront de s'atténuer tant que l'inflation ne s'accélérera pas soudainement de nouveau. Les contrats de plus longue durée mettent en évidence un ajustement plus progressif des salaires structurels, avec une croissance des salaires enregistrée plus faible en 2022 et une croissance des salaires plus forte en 2023 et 2024. Par conséquent, les contrats de plus longue durée ont affiché une réaction immédiate plus faible à la poussée de l'inflation en 2022 et une croissance des salaires plus rigide et plus élevée au cours des années suivantes. Cela étant, les tensions sur les salaires s'atténuent également pour les contrats de plus longue durée, comme cela a déjà été observé en 2024 dans la dynamique de la croissance des salaires pour les contrats d'une durée moyenne de deux ans (graphique 11).

Graphique 11

Croissance des salaires structurels, par année au cours de laquelle les contrats actuels et précédents ont été signés

(variations annuelles en pourcentage)



Sources : Calculs des services de la BCE à partir des microdonnées sur les accords salariaux fournies par la Deutsche Bundesbank, la Banque de Grèce, le Banco de España, la Banque de France, la Banca d'Italia, l'Oesterreichische Nationalbank et la Dutch employers' association (AWVN).

Notes : Chaque partie du graphique représente les accords signés au cours d'une année donnée. L'axe des abscisses indique le moment où le contrat précédent a été signé. La croissance des salaires structurels ne prend en compte qu'une période de 12 mois après l'entrée en vigueur de l'accord.

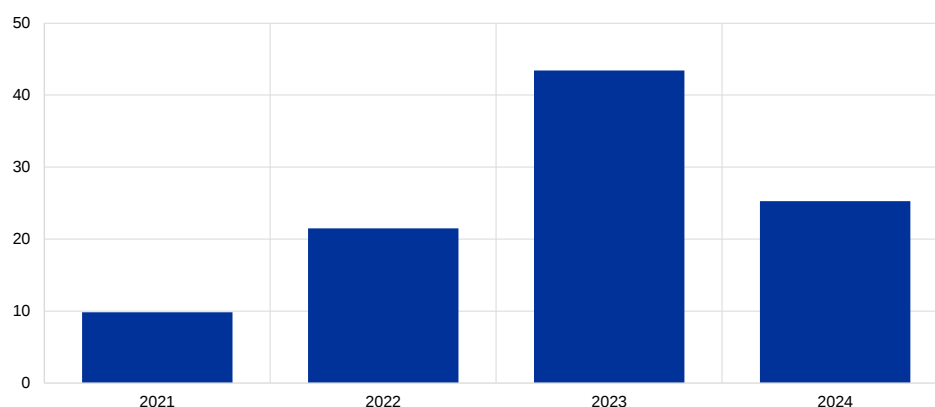
Dans la mesure où la plupart des travailleurs couverts par l'outil de suivi des salaires de la BCE ont renégocié leurs salaires depuis le début de la forte hausse de l'inflation, le rôle du rattrapage des salaires réels en tant que facteur s'atténue, comme le confirme l'outil de suivi prospectif. Une part importante des conventions collectives ont expiré en 2024, affectant plus de 30 % des travailleurs couverts par la base de données de l'outil de suivi des salaires de la BCE. Par ailleurs, 15 % des travailleurs verront leurs accords arriver à expiration au premier semestre 2025. Parmi ces accords, une grande majorité avaient été conclus en 2023 ou en 2024, ce qui suggère que la plupart des travailleurs ont déjà bénéficié d'augmentations de salaire ou de paiements ponctuels en compensation de l'inflation. Parmi les contrats qui devraient être renégociés d'ici au deuxième trimestre 2025, très peu n'ont pas encore été renouvelés au moins une fois depuis 2023. Par conséquent, la grande majorité des renégociations de contrats devraient se traduire par une croissance des salaires plus faible que ce qui avait été

convenu en 2023 et 2024, en partie en raison de l'ajustement plus flexible, ou moins échelonné, des salaires pour les contrats assortis de durées plus courtes (graphique 12). Cette évolution, conjuguée au ralentissement du glissement conjoncturel des salaires, atténuera les tensions globales sur les salaires.

Graphique 12

Part des travailleurs couverts par des accords arrivant à échéance, par année de signature

(en pourcentage des travailleurs)



Sources : Calculs des services de la BCE à partir des microdonnées sur les accords salariaux fournies par la Deutsche Bundesbank, la Banque de Grèce, le Banco de España, la Banque de France, la Banca d'Italia, l'Oesterreichische Nationalbank et la Dutch employers' association (AWVN).

Note : Part des travailleurs dont le contrat arrivera (ou est arrivé) à expiration entre le premier trimestre 2024 et le deuxième trimestre 2025, par année de signature du contrat

Encadré 2

Salaires et transmission des chocs à l'inflation

Antoine Kornprobst et Carlos Montes-Galdón

Le présent encadré illustre les déterminants des salaires et de l'inflation, ainsi que leur interconnexion lors de l'épisode récent d'inflation élevée, à l'aide du modèle semi-structurel de Bernanke et Blanchard ²⁴. Le modèle est utilisé pour identifier les sources de la croissance des salaires et de l'inflation, en prenant pleinement en compte les relations dynamiques entre les prix, les salaires et les anticipations. Celles-ci incluent les effets des chocs exogènes qui ont frappé l'économie de la zone euro depuis le premier trimestre 2020, ainsi que les effets des conditions initiales au premier trimestre 2020, qui rendent compte des effets dynamiques des conditions macroéconomiques qui prévalaient avant la pandémie. Point important, le modèle peut illustrer l'interaction entre inflation et croissance des salaires, et met en évidence le rôle crucial des salaires dans la propagation des chocs à la hausse des prix dans la zone euro.

Dans le modèle, les salaires négociés sont déterminés non seulement par la croissance à long terme de la productivité et le degré de capacités inutilisées ou de tensions sur le marché du travail – mesuré par le ratio entre les emplois vacants et le chômage – mais également par les chocs sur les prix, dans la mesure où les accords salariaux reflètent la compensation pour l'inflation aussi bien inattendue qu'attendue afin de réaliser un rattrapage et de prévenir de nouvelles pertes de

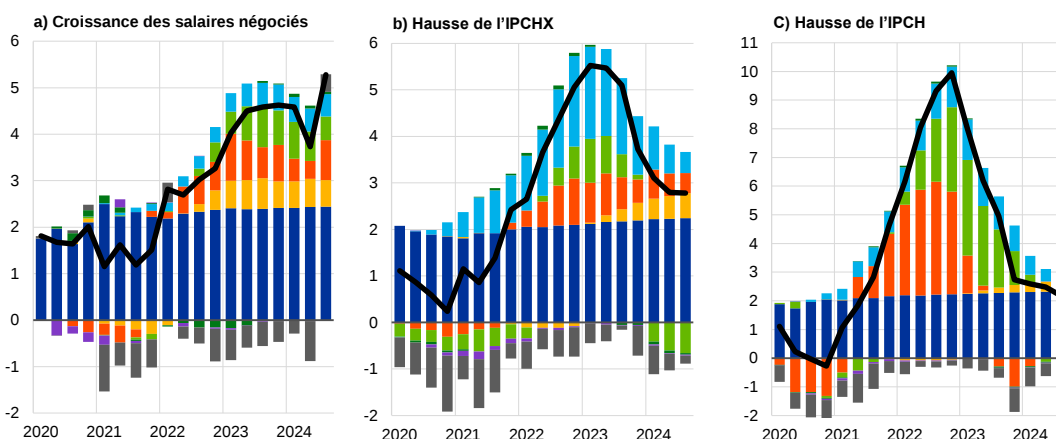
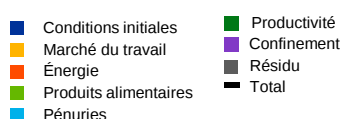
²⁴ Cf. Bernanke (B.S.) et Blanchard (O.J.), « *An Analysis of Pandemic-Era Inflation in 11 Economies* », *NBER Working Papers*, n° 32532, National Bureau of Economic Research, mai 2024 ; et Arce (Ó.) *et al.*, *op. cit.*

salaire réel après de fortes hausses de l'inflation. Les salaires, quant à eux, entrent dans la structure de coûts des entreprises via l'équation des prix dans le modèle et sont progressivement répercutés sur les consommateurs. À la suite de la poussée inflationniste, la croissance des salaires négociés s'est significativement accélérée : les chocs post-pandémie ont représenté environ 3 points de pourcentage de la croissance des salaires négociés, en particulier en raison de la hausse des prix de l'énergie et des produits alimentaires, des tensions sur les chaînes d'approvisionnement mondiales et, dans une certaine mesure, de l'accroissement des tensions sur le marché du travail (graphique A).

Graphique A

Sources de la croissance annuelle des salaires dans la zone euro et hausse des prix

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



Sources : Calculs des services de la BCE à partir de Arce (Ó.) *et al.*, *op. cit.*

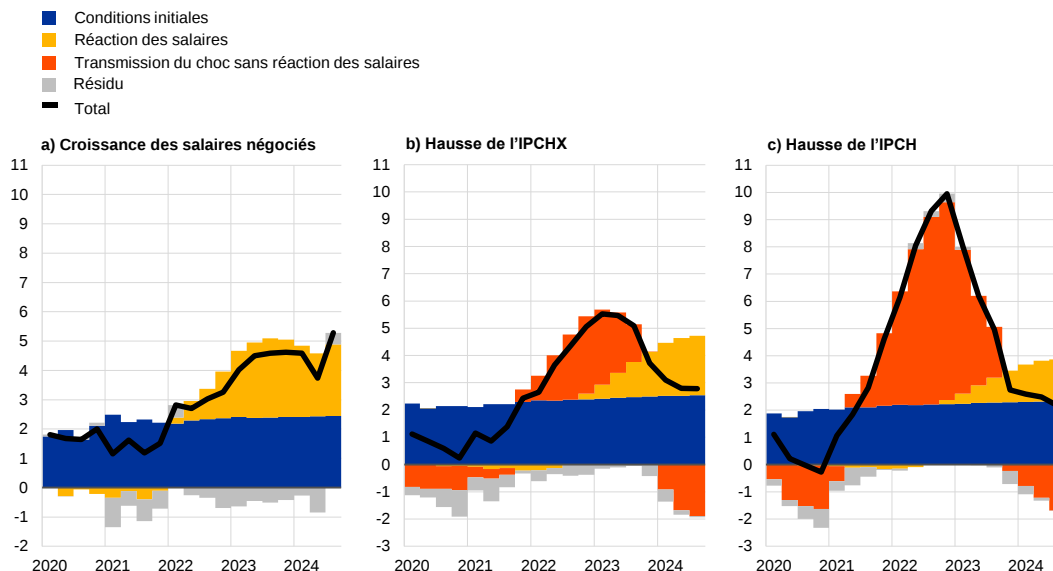
Note : Le graphique présente les décompositions des sources de la croissance annuelle des salaires négociés, de la hausse de l'IPCH hors énergie et produits alimentaires (IPCHX) et de la hausse de l'IPCH sur la base de la solution du modèle complet et des fonctions de réponse impulsionnelle implicites.

Les décompositions dynamiques de la croissance des salaires et de la hausse des prix (sous-jacente) dans la zone euro montrent que la réponse des salaires aux chocs post-pandémiques s'est répercutée de plus en plus sur les prix depuis le premier trimestre 2022 (graphique B). Nos résultats soulignent qu'il existe un décalage dans la réponse de la croissance des salaires à l'inflation, et par la suite dans la réponse de l'inflation à la croissance des salaires. Cela reflète le fait que les salaires mettent du temps à rattraper les hausses de prix en raison des rigidités du marché du travail, mais également le fait que les entreprises ont des prix rigides et ne répercutent pas immédiatement les variations des coûts de main-d'œuvre sur les consommateurs. Ces résultats indiquent que la dynamique des salaires exerce encore des pressions à la hausse sur l'inflation : les chocs de prix antérieurs, même s'ils s'estompent, ont continué de se répercuter sur les salaires jusqu'au troisième trimestre 2024.

Graphique B

Impacts directs et indirects des chocs de prix sur l'inflation et effets de second tour via les salaires

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



Source : Calculs des services de la BCE à partir de Arce (Ó.) *et al.*, *op. cit.*

Notes : Le graphique présente une décomposition des sources de la croissance annuelle des salaires négociés, de la hausse de l'IPCHX et de la hausse de l'IPCH entre le premier trimestre 2020 et le deuxième trimestre 2024, sur la base de la solution du modèle complet et des fonctions de réponse impulsionnelle implicites. Les contributions découlant de la « réponse des salaires » sont obtenues en prenant la différence entre la simulation dynamique et une simulation dynamique contrefactuelle dans laquelle les salaires n'ont pas réagi aux chocs depuis le premier trimestre 2020.

Le canal des salaires a joué un rôle de plus en plus important pour expliquer la dynamique de l'inflation depuis que les chocs inflationnistes sur les prix ont commencé à s'atténuer. Le suivi de la croissance des salaires est donc essentiel pour évaluer les risques pesant sur la stabilité des prix à moyen terme. En l'absence de chocs de prix significatifs à l'avenir, la normalisation de la croissance des salaires favorisera le retour de l'inflation au niveau de la cible de 2 % de la BCE.

5 Conclusions

Les chocs inhabituels de ces dernières années se dissipant lentement, la croissance des salaires se ralentit progressivement.

La croissance des salaires est un facteur important influençant les perspectives d'inflation, et il est essentiel de comprendre ses déterminants. L'approche fondée sur la courbe de Phillips augmentée pour les salaires indique que le rattrapage des salaires réels est le principal moteur de la récente croissance élevée des salaires, qui a été soutenue par les tensions sur les marchés du travail. En revanche, la croissance de la productivité a joué un rôle négligeable. L'impact inflationniste estimé reflète les évolutions de l'inflation passée et rend compte – bien qu'imparfaitement – du processus de rattrapage des salaires réels. Ce facteur se dissipe lentement, comme le confirment également les données granulaires issues de l'outil de suivi des salaires de la BCE, ce qui permet à la croissance des salaires de se ralentir légèrement, évolution encore favorisée par la modération de la demande de main-d'œuvre. Dans le même temps, le canal des salaires joue un rôle essentiel

pour expliquer la dynamique de l'inflation et il demeure donc important de suivre les évolutions salariales.

3 Les besoins en investissements verts dans l'UE et leur financement

Malin Andersson, Petra Köhler-Ulbrich et Carolin Nerlich ¹

1 Introduction

La transition verte vers une économie neutre pour le climat constitue un défi majeur pour l'UE et nécessite des investissements importants jusqu'en 2030 et au-delà. La fréquence et la gravité des catastrophes liées au climat augmentent en Europe et ailleurs, soulignant les besoins importants en investissements pour décarboner rapidement l'économie et adapter l'UE au changement climatique. Les estimations du montant supplémentaire qui devrait être investi dans les dépenses en capital et les biens de consommation durables à faibles émissions de carbone chaque année jusqu'à la fin de cette décennie varient de 2,7 % à 3,7 % du PIB 2023 de l'UE. Un retard dans la décarbonation, en particulier au niveau mondial, entraînerait une nouvelle hausse des coûts de transition et d'adaptation. Dans le même temps, une transition vers une économie à faibles émissions de carbone, tirée par les investissements, impliquera un changement structurel de grande ampleur, qui devrait affecter la croissance et les prix, de même que le secteur financier. Pour toutes ces raisons, la BCE suit avec attention les évolutions, comme souligné dans cet article ².

La transition verte nécessitera des montants significatifs. Pour atteindre les objectifs mentionnés précédemment, la contribution du secteur privé au financement des investissements verts sera essentielle, compte tenu également des contraintes actuelles en matière de finances publiques. Si l'on considère que le financement bancaire devrait apporter une contribution vitale à la transition verte, les marchés de capitaux en Europe devront se développer et s'intégrer davantage pour mieux soutenir l'innovation verte et les start-ups. Le secteur public peut jouer un rôle important pour encourager l'investissement privé dans la transition verte en réduisant les coûts de financement des emprunteurs et en réduisant le risque lié aux activités d'investissement vert, mais dans les limites de la marge de manœuvre budgétaire disponible.

Une combinaison de réformes structurelles et de bonnes conditions d'activité est essentielle pour soutenir la transition verte. Parmi les obstacles à la transition verte figurent la disponibilité limitée en personnel qualifié dans le domaine des technologies propres et durables, les défis liés à la création d'entreprises vertes et l'incertitude relative aux stratégies futures en matière de climat. Les politiques

¹ Préparé en liaison avec Laurent Abraham, Krzysztof Bańkowski, Tina Emambakhsh, Annalisa Ferrando, Charlotte Grynberg, Johannes Groß, Lucia Hoendervangers, Vasileios Kostakis, Daphne Momferatou, Carlo Pasqua, Matthias Rau-Goehring, Erzsebet-Judit Rariga, Desislava Rusinova, Ralph Setzer, Martina Spaggiari, Fabio Tamburrini, Josep Maria Vendrell Simon et Francesca Vinci.

² Le sujet des « investissements verts et leur financement » a été identifié comme l'un des principaux domaines d'action dans le [plan sur le climat et la nature 2024-2025 de la BCE](#), publié en janvier 2024.

publiques devraient viser à éliminer les rigidités structurelles, à améliorer l'efficacité réglementaire et administrative ainsi qu'à soutenir l'innovation verte. Les réformes structurelles peuvent inciter les entreprises, les ménages et les investisseurs à intensifier leurs activités d'investissement vert.

Dans ce contexte, cet article évalue les besoins en investissements verts dans l'UE et les moyens de les financer. La section 2 évalue une série d'estimations des besoins en investissements verts préparées par plusieurs institutions. La section 3 examine le rôle du secteur privé, en particulier des banques, dans le financement de la transition verte, ainsi que le rôle du secteur public dans le soutien à l'investissement vert. La section 4 passe en revue les principaux obstacles à la transition verte et les mesures possibles pour y remédier. La section 5 apporte des éléments de conclusion ³.

2 Estimations des besoins en investissements verts

Des investissements substantiels seront nécessaires dans l'UE au cours des prochaines décennies pour réaliser la transition verte, réduire les émissions de gaz à effet de serre (GES) de 55 % d'ici 2030 par rapport aux niveaux de 1990 et atteindre la neutralité carbone d'ici 2050. Une analyse de la Commission européenne montre qu'entre 2011 et 2020, 764 milliards d'euros en moyenne ont été investis chaque année dans l'UE pour réduire les émissions de gaz à effet de serre (graphique 1, partie a), soit environ 5,1 % du PIB 2023 de l'UE. Pour atteindre l'objectif fixé pour 2030, la Commission estime que 477 milliards d'euros d'investissements verts supplémentaires seront nécessaires chaque année, correspondant à 3,2 % du PIB de 2023 ⁴. Au total, les besoins en investissements verts représentent 1 200 milliards d'euros environ par an, soit 8,3 % du PIB de 2023. La définition de l'investissement vert utilisée ici est plus large que celle utilisée pour la formation brute de capital fixe dans les comptes nationaux, car elle inclut les biens de consommation durables à faibles émissions de carbone tels que les véhicules électriques. Il est important de souligner qu'une part importante de cet investissement, comme examiné plus en détail ci-dessous, n'est pas destinée à compléter des biens d'investissement et des achats de biens durables qui ne sont pas considérés comme « verts », mais qu'elle a plutôt vocation à s'y substituer. Par exemple, l'achat de voitures électriques remplacera l'achat de voitures équipées d'un moteur à combustion. Il en va de même pour l'installation de nouveaux systèmes de chauffage domestique.

³ Pour de plus amples détails, cf. Nerlich (C), Köhler-Ulbrich (P) et Andersson (M), *et al.* « [Investing in Europe's green future - Green investment needs, outlook and obstacles for funding the gap](#) », *Occasional Paper Series*, n° 367, BCE, janvier 2024.

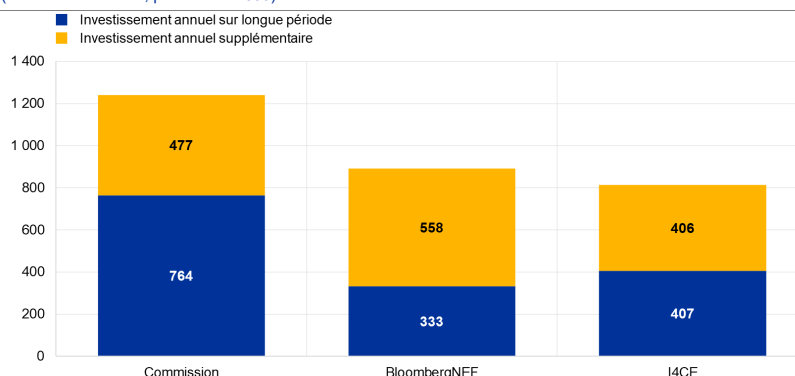
⁴ Cf. « [Investment needs assessment and funding availabilities to strengthen EU's Net-Zero technology manufacturing capacity](#) », *Commission Staff Working Document*, Commission européenne, 2023. Les investissements nécessaires pour financer également le plan RePowerEU, le *Net-Zero Industry Act* et les objectifs environnementaux représenteraient 620 milliards d'euros par an environ ; cf. le « [Rapport de prospective stratégique 2023](#) », Commission européenne, 2023.

Graphique 1

Estimations des besoins totaux en investissements verts annuels dans l'UE

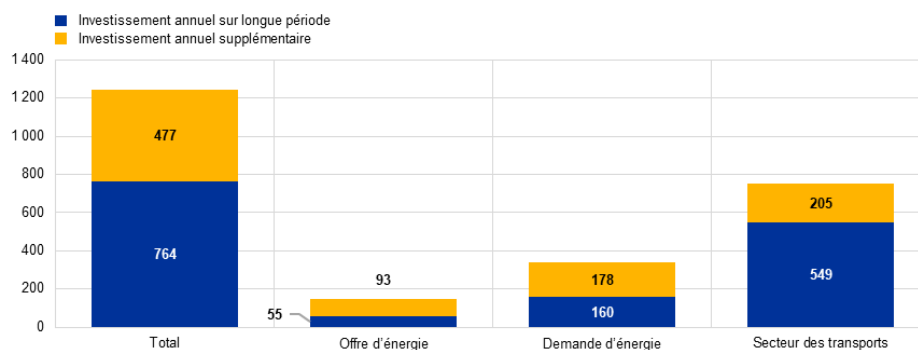
a) Estimation des besoins totaux en investissements verts

(en milliards d'euros, par an d'ici 2030)



b) Estimations de la Commission européenne par catégorie

(en milliards d'euros, par an d'ici 2030)



Sources : Commission européenne, BloombergNEF, Institut de l'économie pour le Climat et calculs de la BCE.

Notes : Les estimations des investissements supplémentaires reflètent les besoins annuels jusqu'en 2030 en plus des investissements passés mis en œuvre pour atteindre les objectifs du Pacte vert pour 2030. Les besoins totaux en investissements verts sont la somme des investissements sur longue période et des investissements supplémentaires dans l'UE. La partie a) montre les estimations des différentes institutions concernant les besoins en investissements verts annuels jusqu'en 2030. Les investissements sur longue période correspondent à des moyennes annuelles : Commission européenne (2011-2020), BloombergNEF (2023) et I4CE (2022). L'estimation de BNEF est corrigée des investissements dans les combustibles fossiles. S'agissant de BloombergNEF, le chiffre des investissements sur longue période se rapporte à l'UE27, tandis que l'estimation des besoins d'investissements supplémentaires inclut l'UE27 ainsi que la Norvège et la Suisse, aucune moyenne n'étant disponible pour l'UE. La partie b) montre les estimations de la Commission européenne concernant les besoins en investissements verts. Les investissements sur longue période se rapportent à la période 2011-2020.

Les estimations des besoins en investissements verts diffèrent d'une institution à l'autre, tant pour l'investissement total que pour les montants supplémentaires nécessaires.

Comparés à ceux de la Commission européenne, les chiffres relatifs aux besoins totaux en investissements verts présentés par d'autres institutions sont nettement moins élevés, principalement en raison d'estimations sur longue période plus faibles (graphique 1, partie a). Les estimations des besoins en investissements verts supplémentaires – les montants nécessaires chaque année en plus des montants passés continuant à être investis – sont comprises entre 558 milliards d'euros selon BloombergNEF (BNEF) et 400 milliards d'euros environ selon l'Institut de l'Économie pour le Climat (I4CE) jusqu'en 2030. Cela signifie que des montants d'investissements verts supplémentaires représentant entre 2,7 % et 3,7 % du PIB 2023 de l'UE seront nécessaires chaque année jusqu'à la fin de cette décennie.

Les évaluations des besoins en investissements verts étant entourées d'un degré élevé d'incertitude, la plupart des études s'appuient sur divers scénarios ⁵.

Les variations peuvent être principalement attribuées à des différences dans la couverture et la définition des secteurs ainsi que dans les méthodologies sous-jacentes. Les estimations varient selon que l'on prenne en compte la totalité des coûts des investissements verts ou uniquement les coûts supplémentaires par rapport aux technologies existantes. Par exemple, les estimations de la Commission européenne et de l'I4CE pour le secteur des transports incluent le coût total de production des véhicules électriques. En outre, les estimations dépendent de la couverture et de la définition des secteurs inclus. BNEF, par exemple, couvre les investissements dans l'hydrogène, le nucléaire, le captage de carbone et le transport maritime. En outre, les estimations des investissements nécessaires pour accroître l'efficacité énergétique des bâtiments varient considérablement d'une institution à l'autre, et certaines institutions ne prennent pas en compte le secteur de la construction de bâtiments dans leurs estimations.

S'agissant plus particulièrement des estimations par secteur, les besoins en investissement varient considérablement d'un secteur à l'autre. Selon la Commission européenne, en termes absolus, la plupart des besoins en investissements concernent le secteur des transports, avec un total de 754 milliards d'euros par an nécessaires pour sa transition vers la neutralité carbone (graphique 1, partie b). Les investissements dans le transport routier, qui incluent le transport de passagers et les infrastructures de recharge pour les véhicules électriques, mais aussi le transport de marchandises, représentent de loin la part la plus importante de ces investissements, soit 80 % environ. En revanche, en termes relatifs, la plus forte augmentation des besoins en investissements verts concernera l'approvisionnement en énergie propre. Par rapport aux moyennes sur le long terme, les investissements dans ce secteur devront augmenter d'un facteur de 1,7 par an environ jusqu'en 2030 pour décarboner l'approvisionnement en énergie.

Les estimations des besoins en investissements verts supplémentaires peuvent être considérées comme une limite basse compte tenu des insuffisances en matière d'investissement et de la couverture sélective des secteurs. Malgré les progrès récents, les activités d'investissement vert de l'Europe ont jusqu'à présent été insuffisantes par rapport à ce qui aurait été nécessaire chaque année jusqu'en 2030 pour atteindre l'objectif de décarbonation. Les dérapages ont été particulièrement notables pendant la pandémie. Pour compenser les insuffisances importantes par rapport aux niveaux cibles, des investissements supplémentaires seront nécessaires au cours des prochaines

⁵ Les estimations présentées dans le graphique 1 reflètent le scénario le plus ambitieux pour atteindre les objectifs climatiques fixés pour 2030. BNEF s'appuie sur le scénario zéro émission nette, qui suppose que l'UE redoublera d'efforts en matière de technologies de réduction des émissions afin d'atteindre la neutralité carbone d'ici 2050. Cf. « *New Energy Outlook 2024* », BloombergNEF, mai 2024. Les estimations de l'Agence internationale de l'énergie (non représentées dans le graphique 1) supposent des besoins d'investissement supplémentaires nettement moins élevés, car elles incluent uniquement les coûts supplémentaires par rapport aux technologies existantes.

années jusqu'en 2030 ⁶. Si cet objectif n'est pas atteint, un retard dans la transition verte entraînerait des coûts supplémentaires liés à l'adaptation ⁷. Ces insuffisances peuvent s'expliquer par un accès limité ou un coût élevé en matière de financement, ainsi que par un cadre de mesures politiques qui ne soutient pas, voire entrave, la transition verte, comme évoqué plus loin. La couverture par secteur constitue une autre raison pour laquelle les estimations des investissements annuels peuvent sous-estimer les besoins réels. Comme mentionné plus haut, certaines estimations n'incluent pas la totalité des secteurs qui seront affectés par la transition verte. Dans l'ensemble, cela signifie que les estimations présentées dans cet article doivent être considérées comme une limite basse.

3 Le paysage du financement de l'investissement vert

La transition verte nécessite un financement considérable, en particulier par le secteur privé, mais avec le soutien du secteur public. Cette section examine ces deux sources de financement.

Le rôle des banques et des marchés financiers

Les banques devraient jouer un rôle essentiel dans le financement de la transition verte dans la zone euro. La transition verte nécessite des montants de financement significatifs, qui devraient en grande partie être fournis par le secteur privé. Les prêts accordés par les banques de la zone euro représentant près de 60 % de l'encours du financement par endettement des sociétés non financières de la zone euro et plus de 80 % de l'encours de la dette des ménages de la zone euro, les banques apportent une contribution essentielle au financement des activités qui entraînent des rejets de carbone ⁸. On considère donc que les banques devraient jouer un rôle important dans le financement de la transition verte. La quantité de carbone émise par les entreprises dans la zone euro pouvant être reliée à des financements des banques de la zone euro a globalement suivi une tendance à la baisse entre 2018 et 2021, mais les banques sont restées très exposées aux émissions de carbone des entreprises (graphique 2) ⁹. Cette exposition varie

⁶ Cela étant, les percées dans l'innovation verte et l'impact favorable des investissements verts sur la croissance potentielle réduiront les investissements supplémentaires nécessaires à la transition verte.

⁷ L'*adaptation* signifie anticiper les effets négatifs du changement climatique et prendre les mesures appropriées pour prévenir ou réduire au minimum les dommages qu'ils peuvent causer, ou tirer parti des opportunités qui peuvent se présenter ; cf. « *What is the difference between adaptation and mitigation?* », Agence européenne pour l'environnement, 2024.
Selon la Banque mondiale (cf. « *Climate Adaptation Costing in a Changing World* », *World Bank Group*, 2024), les coûts d'adaptation au changement climatique dans l'UE sont estimés entre 15 et 64 milliards d'euros par an jusqu'en 2030.

⁸ La dette des sociétés non financières de la zone euro est définie comme les prêts accordés par les banques de la zone euro, les établissements financiers non bancaires et le reste du monde, et les titres de créance émis par les sociétés non financières. La dette des ménages de la zone euro est définie comme le total des prêts accordés par les banques de la zone euro, les établissements financiers non bancaires et autres (administrations publiques, entreprises, ménages et reste du monde).

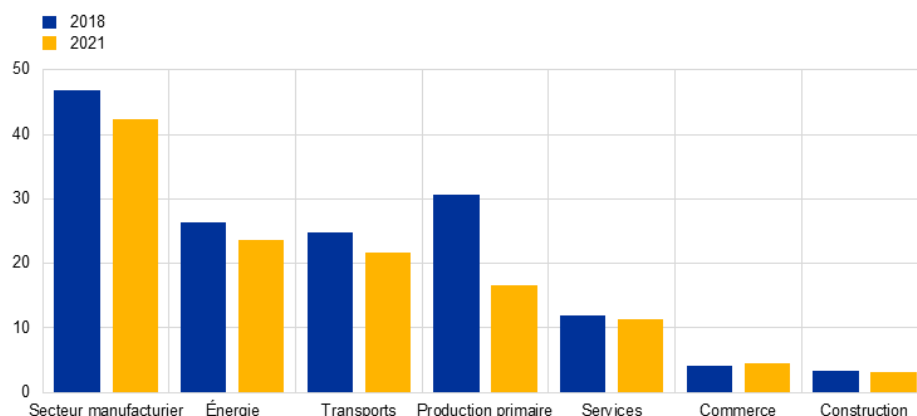
⁹ Cf. les *indicateurs analytiques relatifs aux émissions de carbone* publiés sur le site internet de la BCE pour une explication détaillée de ces indicateurs analytiques, y compris de leurs limites. Cf. également le Groupe d'experts du Comité des statistiques sur le changement climatique et les statistiques et le Groupe de travail sur les statistiques relatives aux titres, « *Climate change-related statistical indicators* », *Statistics Paper Series*, n° 48, BCE, avril 2024.

largement selon les secteurs, mais elle est particulièrement importante dans les secteurs de l'industrie manufacturière, de l'énergie et des transports, ce qui souligne les défis que ces secteurs ont encore à relever dans le cadre de la transition verte.

Graphique 2

Ventilation par secteur industriel des émissions de carbone des entreprises pouvant être reliées à des financements par les banques de la zone euro

(en millions de tonnes d'émissions de scope 1, au niveau d'une seule entité)



Sources : BCE (AnaCredit, RIAD), calculs du SEBC, Commission européenne et Eurostat.

Notes : Les barres représentent l'indicateur de la BCE relatif aux émissions financées, qui montre les émissions de carbone des entreprises de la zone euro pouvant être reliées à un financement par les banques de la zone euro. La classification des secteurs est établie selon la nomenclature NACE Rév. 2. Les dernières données disponibles se rapportent à 2021.

Les banques tiennent compte des risques climatiques dans leurs conditions d'octroi de prêts, à la fois en termes de risques de transition et de risques physiques. À une question spécifique sur le climat posée dans l'enquête de juillet 2024 sur la [distribution du crédit bancaire dans la zone euro \(euro area bank lending survey, BLS\)](#), les banques ont indiqué qu'elles accordaient une décote liée au climat aux entreprises à faibles émissions de carbone et à celles qui réalisent des progrès considérables dans leur transition verte (graphique 3, partie a). En revanche, les entreprises fortement émettrices, pour avoir peut-être jusqu'à présent reporté l'élaboration d'un plan de transition verte crédible ou qui n'ont fait que peu de progrès à cet égard, se voient facturer une prime de risque climatique dans leurs conditions d'octroi de crédit. Les banques peuvent également rejeter une demande de prêt si elles ont des doutes quant à la viabilité du modèle d'activité de l'entreprise ou si elles perçoivent un risque plus élevé de défaut de l'entreprise à moyen terme ¹⁰. Cela montre que les banques reconnaissent le risque de transition des entreprises comme un risque de crédit pertinent, entraînant un durcissement des conditions de crédit (graphique 3, partie b). En outre, le financement des investissements dans les technologies vertes innovantes implique généralement un risque de crédit plus élevé, augmentant leur coût de financement. Les banques évaluent également le risque physique d'une entreprise, souvent lié à sa situation géographique, comme étant un risque pertinent dans leur évaluation du crédit lié au climat, car il peut affecter la valeur des garanties et celle de l'entreprise de manière plus générale (barres bleues dans le graphique 3, partie b). Elles considèrent que

¹⁰ Cf. Altavilla (C.), Boucinha (M.), Pagano (M.) et Polo (A.), « [Climate Risk, Bank Lending and Monetary Policy](#) », *Discussion Paper*, DP18541, *Centre for Economic Policy Research*, octobre 2023.

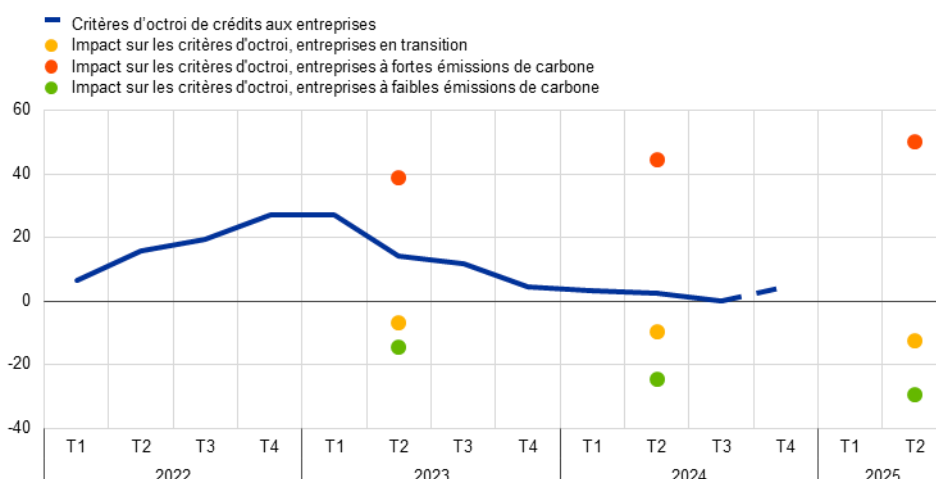
l'importance de ces risques liés au climat augmentera au fil du temps (barres jaunes).

Graphique 3

Évolution des critères d'octroi de crédit des banques aux entreprises et impact du changement climatique sur les conditions d'octroi de prêts bancaires et la demande de prêts

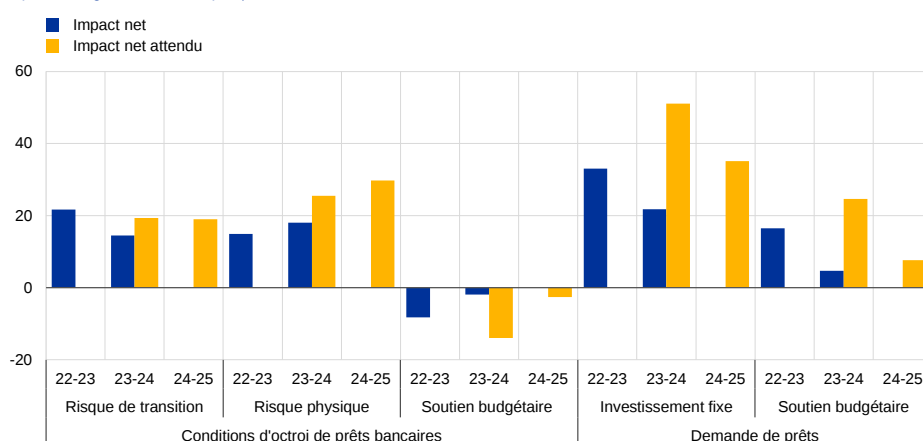
a) Évolution des critères d'octroi de crédit des banques aux entreprises et impact du changement climatique

(en pourcentages nets de banques)



b) Facteurs liés au climat ayant un impact sur les conditions d'octroi de prêts et la demande de prêts

(en pourcentages nets de banques)



Sources : BCE (enquête BLS) et calculs de la BCE.

Notes : Dans la partie a), les pourcentages nets sont définis comme la différence entre la part des banques faisant état d'un durcissement des critères d'octroi de crédit (ligne bleue) ou d'une accentuation de l'impact du changement climatique (points) et la part des banques faisant état d'un assouplissement ou d'une atténuation de l'impact. La ligne continue représente les valeurs effectives au cours des trois derniers mois, tandis que la partie en pointillés représente les anticipations des banques pour les trois prochains mois. Les points correspondent aux valeurs effectives au cours des 12 derniers mois, à l'exception du dernier point qui correspond aux anticipations des banques pour les 12 prochains mois. La partie b) montre les principaux facteurs par lesquels, selon les banques interrogées, le changement climatique contribue à un assouplissement net/une diminution nette (valeurs négatives) ou à un durcissement net/une augmentation nette (valeurs positives) des conditions d'octroi de prêts bancaires/de la demande de crédits des entreprises. Chaque période est comprise entre le troisième trimestre de la première année et le deuxième trimestre de l'année suivante. Les barres bleues correspondent aux valeurs effectives au cours des 12 derniers mois, tandis que les barres jaunes se rapportent à l'impact net attendu indiqué par les banques il y a 12 mois.

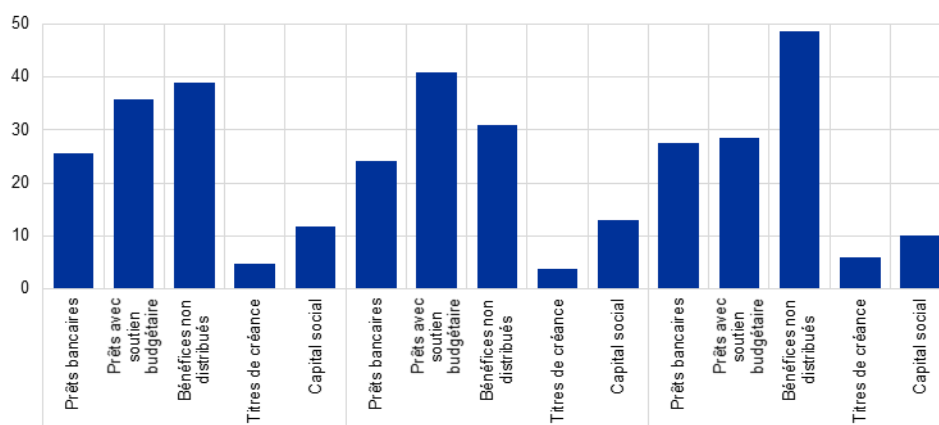
Le soutien budgétaire lié au climat améliore la probabilité qu'un prêt soit accordé et réduit les coûts de financement pour les entreprises, facilitant

l'investissement dans la transition verte. D'après les réponses des banques ayant participé à l'enquête BLS, le soutien budgétaire lié au climat, sous la forme de garanties d'État ou de subventions par exemple, peut contribuer à réduire l'exposition des banques aux risques climatiques, ce qui assouplit les conditions de crédit et permet de stimuler la demande de prêts (graphique 3, partie b). Toutefois, les banques ont indiqué dans l'enquête BLS de juillet 2024 que l'impact bénéfique réel du soutien budgétaire lié au climat sur les conditions d'octroi des prêts bancaires au cours des 12 derniers mois (barres bleues) était nettement inférieur à ce qu'elles avaient anticipé un an auparavant (barres jaunes). L'impact positif que le soutien budgétaire peut avoir sur les décisions d'investissement vert des entreprises est également confirmé par les entreprises elles-mêmes, en particulier les petites et moyennes entreprises (PME). Dans le même temps, les grandes entreprises soulignent notamment le rôle important joué par les bénéfices non distribués comme source de financement des investissements verts prévus, tandis que les marchés de capitaux continuent de jouer un rôle plus modeste (graphique 4) ¹¹.

Graphique 4

Moyens de financement des investissements verts par les entreprises

(en pourcentages des entreprises)



Sources : BCE et Commission européenne (SAFE) et calculs de la BCE

Note : Les barres correspondent à la part des entreprises qui prévoient d'avoir recours à certains types de financement à des fins d'investissement dans la transition verte à l'horizon de cinq ans.

Les marchés financiers peuvent contribuer à accélérer la transition verte, en finançant également des projets plus risqués et l'innovation verte, même si ces compartiments du marché restent encore limités. Le financement de marché impliquant l'émission de titres de créance durables ne joue toujours qu'un rôle limité dans la zone euro, représentant 7 % environ du stock de l'ensemble des titres de créance émis, les obligations vertes constituant le compartiment de marché le plus important (graphique 5) ¹². Si la part de marché des titres de créance durables a augmenté rapidement ces dernières années, sa croissance s'est légèrement ralentie dernièrement, en particulier pour les obligations liées à des objectifs de

¹¹ Sur la base d'une campagne *ad hoc* de l'enquête sur l'accès au financement des entreprises (SAFE) au deuxième trimestre 2023. Cf. l'encadré intitulé « [Le changement climatique, l'investissement vert et le financement des entreprises de la zone euro - résultats de l'enquête SAFE](#) », *Bulletin économique*, n° 6, BCE, 2023.

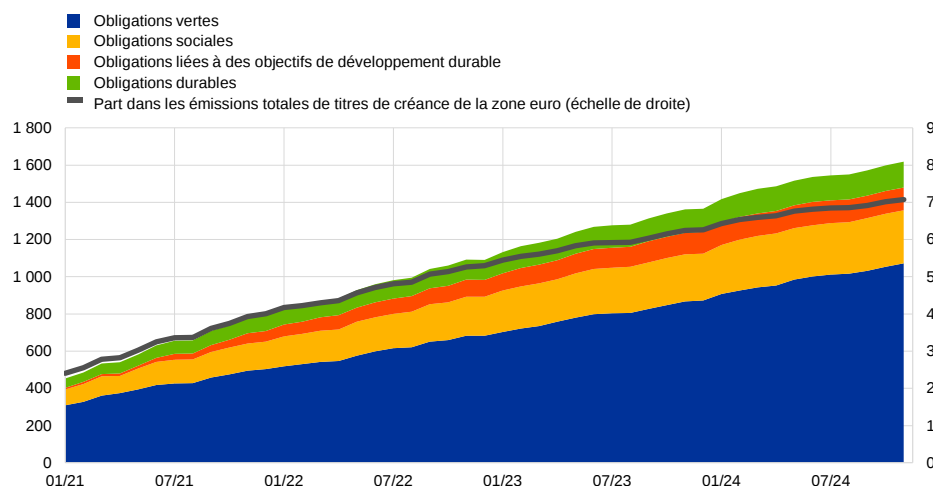
¹² Cf. les [indicateurs expérimentaux sur la finance durable](#) publiés sur le site internet de la BCE.

développement durable. D'autres sources de financement par le marché, comme le capital-investissement, ne jouent qu'un rôle mineur dans l'UE ¹³.

Graphique 5

Sources de financement de marché, par compartiment

(échelle de gauche : en milliards d'euros, encours en valeur nominale ; échelle de droite : part en pourcentage du total des émissions de titres de créance de la zone euro.



Source : BCE (CSDB).

Notes : La « Part dans les émissions totales » correspond au montant de l'ensemble des titres de créance durables en pourcentage de l'ensemble des titres de créance émis dans la zone euro. Les dernières observations se rapportent à novembre 2024.

Le rôle du financement public

Le financement privé nécessite d'être soutenu par l'action du secteur public.

Le soutien apporté par le secteur public peut être soit direct sous la forme d'investissements publics, soit indirect sous la forme de subventions ou de garanties d'État. Il peut favoriser l'investissement vert privé en réduisant les coûts de financement des emprunteurs et les risques liés aux activités d'investissement vert pour les entreprises comme pour les créanciers potentiels. Aider le secteur privé à investir dans la transition verte peut se révéler particulièrement bénéfique en raison du degré élevé d'incertitude qui entoure le taux de rendement du financement de l'innovation et des nouvelles technologies. Cela étant, la marge de manœuvre budgétaire pour un soutien important de la part du secteur public est limitée par la nécessité de préserver la viabilité budgétaire en Europe.

Au niveau de l'UE, les fonds publics soutiennent la transition verte, la contribution la plus élevée provenant de la facilité pour la reprise et la résilience (FRR). Pour la période budgétaire de l'UE en cours, qui couvre la période 2021 à 2027, il est exigé qu'au moins 30 % du total de fonds issus du cadre financier pluriannuel (CFP) et du programme *Next Generation EU* (NGEU) contribuent aux objectifs climatiques ¹⁴. La FRR, qui est la pièce maîtresse du programme NGEU, fournit la plus grande part (276 milliards d'euros) du total des

¹³ Pour plus de détails, cf. Nerlich (C.), *et al.*, *op. cit.*

¹⁴ Le programme NGEU s'étend de 2021 à 2026.

fonds mis à disposition par la Commission européenne pour soutenir les objectifs climatiques (658 milliards d'euros ; graphique 6, partie a) ¹⁵. D'autres fonds publics proviennent de la Banque européenne d'investissement (BEI), des recettes tirées de la mise aux enchères des quotas d'émission de l'UE (SEQE-UE) et d'initiatives nationales.

La part individuelle la plus importante des fonds de la FRR liés au climat va aux entreprises, mais jusqu'à présent, le taux d'absorption de ces fonds a été faible (graphique 6, partie b). Les mesures de soutien proposées aux entreprises, qui représentent 43 % des fonds de la FRR liés au climat, prennent principalement la forme de subventions et de crédits d'impôts qui visent à promouvoir les investissements verts dans des domaines tels que les infrastructures énergétiques, les véhicules de société électriques et une plus grande efficacité énergétique des bâtiments. Jusqu'à présent, toutefois, le taux d'absorption de ces fonds a généralement été faible ¹⁶. À mi-2024, seuls 20 % (environ 55 milliards d'euros) des fonds de la FRR liés au climat avaient été distribués, le reste demeurant disponible pour être dépensé jusqu'à fin 2026. Le faible taux d'absorption peut être en partie lié à des goulets d'étranglements dus à une capacité administrative insuffisante et à des structures de gouvernance complexes. Le fait que la FRR soit par nature fondée sur la performance signifie que le soutien financier n'est pas attribué tant que les jalons et cibles prédéfinis ne sont pas atteints. En revanche, jusqu'à 40 % (environ 150 milliards d'euros) des fonds liés au climat mobilisés dans le cadre du CFP actuel avaient été versés à fin 2023.

Les fonds de l'UE disponibles peuvent largement couvrir les besoins en investissement vert public jusqu'en 2026, même si le besoin de financement public vert est susceptible d'augmenter au moment de l'expiration de la FRR. Il n'a pas encore été établi de point de référence pour déterminer le rôle optimal du secteur public dans l'atténuation du changement climatique. Cela étant, une estimation globale de la part publique des besoins d'investissement supplémentaires peut être établie à partir de la part pondérée de l'investissement public pour chaque secteur ¹⁷. Cet exercice stylisé fait apparaître une part globale du secteur public d'environ 17 % des besoins d'investissement liés au climat supplémentaires sur la période 2021 à 2030, soit environ 83 milliards d'euros par an ¹⁸. Par rapport aux

¹⁵ Dans le cadre du CFP, les politiques régionales financent des projets contribuant aux objectifs climatiques qui soutiennent l'investissement visant à améliorer la performance énergétique des bâtiments et la mobilité urbaine durable. On peut s'attendre à ce qu'elles attirent l'investissement privé et public au niveau régional, notamment à la lumière des exigences de cofinancement.

¹⁶ Cf. également Bańkowski (K.) et al., « *Four years into NextGenerationEU: what impact on the euro area economy?* », *Occasional Paper Series*, n° 362, BCE, décembre et l'article intitulé « Quatre ans après le lancement du programme *Next Generation EU* : une évaluation préliminaire actualisée de son impact économique », *Bulletin économique*, n° 8, BCE, 2024.

¹⁷ Les parts d'investissement public pour chaque secteur sont établies à partir des estimations disponibles dans la littérature et, lorsqu'elles sont disponibles, sur la base de moyennes historiques. La part du secteur public par secteur va de 5 % à 30 %. Pour plus d'informations sur les calculs sous-jacents, cf. Nerlich (C.) et al., *op. cit.*

¹⁸ Ce résultat est fondé sur l'estimation de la Commission européenne selon laquelle 477 milliards d'euros sont nécessaires annuellement pour des investissements verts supplémentaires jusqu'en 2030. La part du secteur public serait un peu plus élevée si l'on prenait en compte une mesure plus large des besoins en investissement vert, qui inclut également la protection de l'environnement. Cf. également Bouabdallah (O.), Dorrucchi (E.), Hoendervangers (L.) et Nerlich (C.), « *Mind the gap: Europe's strategic investment needs and how to support them* », *The ECB Blog*, 27 juin 2024.

fonds de l'UE disponibles et en faisant l'hypothèse d'un versement intégral des fonds de la FRR d'ici fin 2026, le besoin de financement public vert serait limité à une moyenne de 20 milliards d'euros par an (environ 24 % des besoins de financement public) entre 2025 et 2030. Ce résultat est toutefois sensible aux hypothèses sous-jacentes, en particulier l'utilisation de l'intégralité de l'enveloppe de la FRR. Le besoin de financement public vert devrait nettement augmenter après l'expiration de la FRR fin 2026 (barres vertes dans le graphique 6, partie b). Cependant, la disponibilité limitée de fonds publics de l'UE après 2026 pourrait réduire la capacité du secteur public à attirer l'investissement privé ¹⁹.

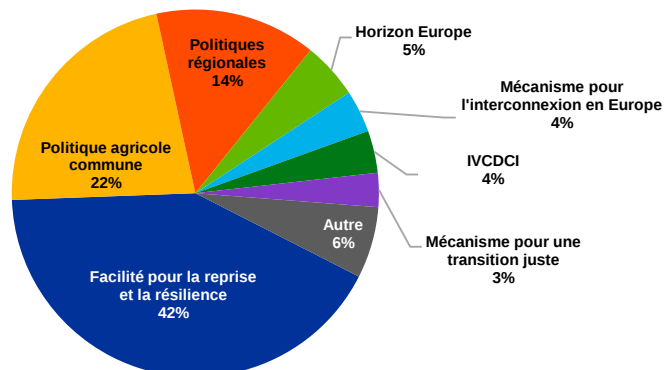
¹⁹ Cela se vérifie même lorsque l'on prend en compte les montants du Fonds social pour le climat, de la prolongation du SEQE existant et de l'introduction du nouveau SEQE-2 qui couvre les émissions liées au chauffage des bâtiments et aux carburants pour les transports.

Graphique 6

Fonds publics de l'UE pour la transition verte et besoin de financement public vert

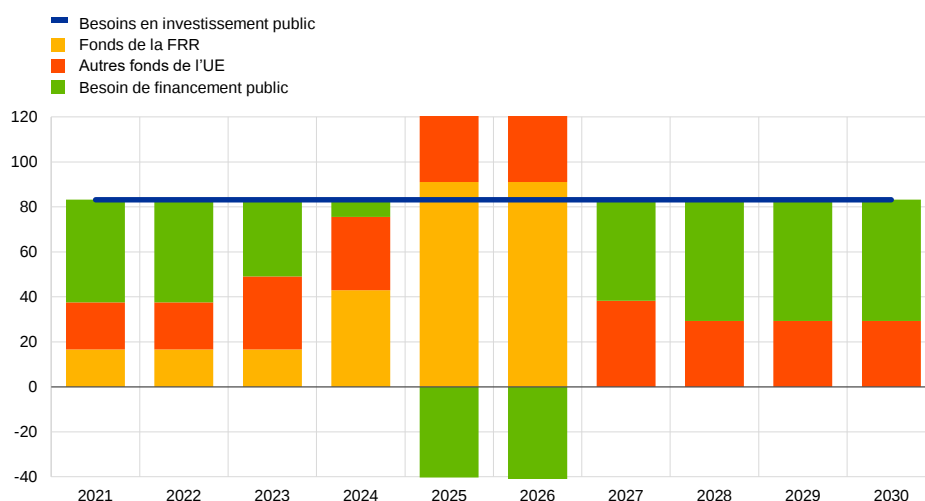
a) Enveloppes CFP et NGEU contribuant aux objectifs climatiques, par programme

(parts de l'enveloppe totale consacrée aux objectifs climatiques)



b) Évolution du besoin de financement public vert annuel

(en milliards d'euros, 2021-2030)



Sources : Partie a) : Commission européenne et calculs de la BCE. Partie b) : Commission européenne, BEI et calculs de la BCE.
Notes : Dans la partie a), la FRR est la pièce maîtresse du fonds *Next Generation EU* (NGEU). Tous les instruments autres que la FRR font partie du cadre financier pluriannuel (*multiannual financial framework*, MFF). IVCDCI signifie Instrument de voisinage, de coopération au développement et de coopération internationale – Europe dans le monde. « Autre » inclut toutes les facilités contribuant pour moins de 10 milliards d'euros à l'intégration des questions climatiques, telles que le programme InvestEU. Dans la partie b), le financement public des besoins en investissements supplémentaires de 477 milliards d'euros par an est ventilé en fonds de la FRR, autres fonds de l'UE et besoin de financement public. On fait l'hypothèse que les enveloppes pour le budget de l'UE (CFP) et InvestEU restent stables jusqu'en 2030. La FRR expirera fin 2026, quand le Fonds social pour le climat deviendra opérationnel. Les fonds de la BEI sont inclus. Le financement national n'est pas inclus. La ligne bleue horizontale correspond aux besoins moyens en investissements publics verts. Le besoin de financement public (vert) est considéré comme négatif de 2024 à 2026, dans la mesure où les fonds de la FRR (en faisant l'hypothèse de leur pleine absorption) et les autres fonds de l'UE devraient dépasser les besoins en investissements publics. Les dernières mises à jour se rapportent à décembre 2024.

4 Options possibles pour soutenir l'investissement vert

Les réformes structurelles joueront également un rôle important pour soutenir la transition vers une économie neutre pour le climat. La transition verte nécessite un cadre institutionnel et des réformes structurelles qui facilitent la réallocation des ressources d'activités à forte émission de carbone vers des activités à faible émission de carbone, favorise l'innovation verte et de nouveaux modèles

d'activité, et fournissent un environnement favorable au déploiement et à la diffusion de technologies à faible émission de carbone.

Toutefois, une enquête réalisée récemment par l'Office européen des brevets (OEB) et la BEI a révélé l'existence de barrières structurelles majeures à l'investissement vert, la disponibilité du financement étant par exemple plus problématique dans ce secteur que pour l'ensemble des entreprises qui investissent ²⁰. Environ 30 % des entreprises du secteur des technologies propres ont déclaré que les difficultés d'accès au financement constituent un obstacle majeur à l'investissement ²¹. Cela représente deux fois la part déclarée par le nombre plus important de sociétés non financières interrogées dans l'enquête de la BEI sur l'investissement, qui est plus vaste (graphique 7) ²². Les pénuries de compétences et les barrières réglementaires, notamment des réglementations complexes et différentes d'un pays de l'UE à l'autre, constituent des défis majeurs pour les entreprises. D'autres goulets d'étranglement incluent les difficultés à trouver une demande pour les nouveaux produits et services, ainsi que le coût élevé et la complexité à trouver des partenaires commerciaux et à négocier avec eux. Les politiques visant à améliorer la qualité de l'éducation, à favoriser la montée en compétences et la reconversion de la main-d'œuvre, ainsi qu'à encourager la mobilité du travail vers les secteurs verts sont essentielles pour soutenir l'investissement vert ²³.

²⁰ Cf. OEB/BEI, « *Financing and commercialisation of cleantech innovation* », 2024.

²¹ L'enquête sur les technologies propres (*Cleantech Survey*) réalisée par l'OEB/BEI est une initiative conjointe de l'OEB et de la BEI pour analyser les tendances en matière d'innovation dans le domaine des technologies propres. Cette enquête est réalisée auprès des demandeurs et détenteurs de brevets européens dans le domaine des technologies propres et vise à apporter un éclairage sur les dernières évolutions, tendances et difficultés de ce secteur. Les auteurs remercient les personnes qui leur ont permis l'accès aux données sous-jacentes utilisées dans l'analyse et les graphiques de cette section.

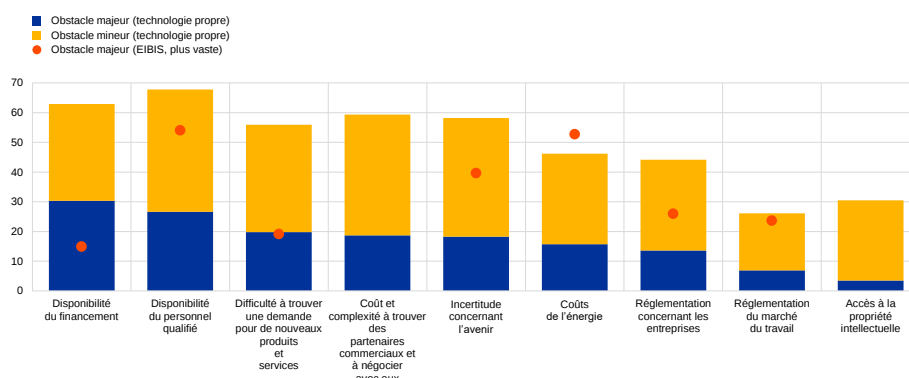
²² L'enquête annuelle du Groupe BEI sur l'investissement et le financement de l'investissement (EIBIS) est une étude à l'échelle de l'UE sur les activités d'investissement des petites entreprises (de cinq à 250 employés) et des entreprises de plus grande dimension (plus de 250 employés), sur leurs besoins de financement et sur les difficultés auxquelles elles sont confrontées. Cette enquête collecte des données auprès d'environ 13 300 entreprises de l'UE, du Royaume-Uni et des États-Unis.

²³ Letta (E.), « *Much more than a market – Speed, security, solidarity* », Commission européenne, 2024.

Graphique 7

Obstacles aux activités des entreprises liées aux technologies propres et durables dans l'UE

(pourcentage d'entreprises)



Sources : OEB/BEI (enquête sur les technologies propres) et enquête de la BEI sur l'investissement (EIBIS).

Notes : L'EIBIS n'inclut pas d'informations sur le coût et la complexité de trouver des partenaires commerciaux et de négocier avec eux ni d'informations concernant l'accès à la propriété intellectuelle. Pour plus de détails sur l'enquête sur les technologies propres, cf. OEB/BEI, *op. cit.*

Le rapport récemment publié de Mario Draghi met en lumière le rôle clef que la simplification et l'harmonisation des réglementations au niveau national et à l'échelle de l'UE peuvent jouer pour soutenir l'innovation et l'expansion (*scaling up*) des entreprises de l'UE ²⁴. Pour y parvenir, un label Entreprise innovante européenne (*European Innovative Company*, EIC) pourrait par exemple

être créé, en vertu duquel les entreprises de l'UE pourraient opérer dans le cadre d'un ensemble d'obligations juridiques limitées et harmonisées couvrant le droit des entreprises, les procédures d'insolvabilité ainsi que des aspects clefs de la législation du travail et de la fiscalité ²⁵.

La taxation du carbone, qui est largement considérée comme l'instrument le plus efficace pour encourager l'investissement privé dans la transition verte, devrait augmenter ²⁶. En Europe, le système d'échange de quotas d'émission de l'UE (SEQE-UE) agit de façon indirecte comme une taxe carbone, le prix du carbone étant déterminé par la mise aux enchères des permis d'émission. Un nouveau

²⁴ Cf. « *The future of European competitiveness – Part A* », Commission européenne, septembre 2024. Le rapport énonce que « [...] les entreprises innovantes qui veulent connaître une expansion en Europe sont entravées à chaque étape par des réglementations contradictoires et restrictives. [...] L'effet net de cette charge réglementaire est que seules les entreprises les plus grandes, souvent situées en dehors de l'UE, disposent de la capacité financière et de l'incitation à supporter les coûts liés au respect de la réglementation. Les jeunes entreprises innovantes de la tech peuvent choisir de ne pas opérer dans l'UE du tout. »

²⁵ Cf. « *The future of European competitiveness – Part A* », Commission européenne, septembre 2024, p. 254.

²⁶ Cf. également l'analyse dans l'article intitulé « *Les politiques budgétaires visant à atténuer le changement climatique dans la zone euro* », *Bulletin économique*, n° 6, BCE, 2022, et Aghion (P.) et al., « *Carbon Taxes, Path Dependency, and Directed Technical Change, Evidence from the Auto Industry* », *Journal of Political Economy*, vol. 124, n° 1, 2016, p. 1-51. Känzig constate qu'une hausse des prix du carbone stimule l'innovation verte telle que mesurée par les demandes de brevet à faible émission de carbone ; cf. Känzig (D.R.), « *The Unequal Economic Consequences of Carbon Pricing* », *NBER Working Papers*, n° 31221, NBER, 2023. Les recherches des services de la BCE soulignent l'important rôle complémentaire des réformes et de la réglementation, ainsi que des subventions directes à la R&D verte ; cf. Benatti (N) et al., « *The impact of environmental regulation on clean innovation* », *Working Paper Series*, n° 2946, BCE, 2024.

SEQUE-UE-2 sera introduit en 2027 pour couvrir les émissions du chauffage des bâtiments et des transports ²⁷. De plus, plusieurs États membres de l'UE ont mis en place des taxes carbone explicites, assorties d'une assiette fiscale et d'un taux de fiscalité souvent limités toutefois. Le taux effectif sur le carbone, qui combine les prix du SEQUE-UE, les taxes sur le carbone effectives et les droits d'accise sur les carburants, reste très inférieur au taux effectif qui serait nécessaire pour atteindre la cible de réduction des émissions de 2030 en l'absence d'autres mesures ²⁸.

Enfin, il est vital d'avancer sur le projet d'union des marchés de capitaux, pour la transition verte également. Des marchés du capital-risque plus sophistiqués faciliteraient l'accès des entreprises innovantes de l'UE au capital-risque et favoriserait leur croissance. De plus, des produits d'épargne bien conçus contribueraient à canaliser l'épargne européenne vers des investissements à plus long terme et à plus haut rendement ²⁹. En particulier, les brevets sont importants pour attirer le capital-risque et servir de garantie pour l'endettement ³⁰. Les imperfections des marchés de capitaux telles que l'information asymétrique peuvent décourager les investisseurs d'orienter leurs fonds vers la R&D verte. Les brevets peuvent atténuer ces contraintes de financement en envoyant des signaux importants lors de l'évaluation des perspectives des jeunes entreprises ³¹. Afin d'améliorer son rôle dans l'innovation en matière de technologies propres, il est essentiel que l'Europe tire tous les avantages du marché unique et remédie à la fragmentation réglementaire.

5 Conclusions

Dans cet article, nous examinons les besoins en investissement vert dans l'UE jusqu'en 2030, leur mode de financement et les options possibles pour soutenir la transition verte. Un message clef est que l'investissement vert nécessaire dans l'UE outre les dépenses déjà effectuées est substantiel, jusqu'à 3,7 % du PIB de 2023 annuellement. De plus, les banques, qui jouent un rôle essentiel dans le financement de l'économie de la zone euro, ont commencé à répercuter les risques climatiques dans leurs prêts. En revanche, le financement vert via les marchés financiers, qui va des obligations vertes au capital-risque, s'accroît, mais reste à un niveau bas. Le secteur public peut jouer un rôle important en attirant l'investissement privé et en mobilisant davantage de fonds privés pour

²⁷ Cf. l'encadré sur [Évaluation des effets sur la croissance et l'inflation des politiques de transition en matière de changement climatique](#), Projections macroéconomiques des services de l'Eurosystème pour la zone euro, décembre 2024.

²⁸ Un taux cible effectif de 120 euros par tonne de CO₂, par rapport à la moyenne de l'UE de 72 euros par tonne de CO₂ en 2021, serait nécessaire, entre autres politiques climatiques telles que les réglementations, pour atteindre l'objectif climatique de l'UE à l'horizon 2030 ; cf. « *Effective Carbon Rates 2023: Pricing Greenhouse Gas Emissions through Taxes and Emissions Trading* », OECD Series on Carbon Pricing and Energy Taxation, OECD Publishing, novembre 2023.

²⁹ Pour plus de précisions, cf. Arampatzi (A.-S.), Christie (R.), Evrard (J.), Parisi (L.), Rouveyrol (C.) et van Overbeek (F.), « *Capital Markets Union: a deep dive – Five proposed measures to foster a single market for capital* », Occasional Paper Series, BCE, (à paraître). Cf. également Lagarde (C.), « [Diriger l'épargne vers l'investissement et l'innovation en Europe](#) », intervention lors du 34^e Congrès bancaire européen : « Sortir de sa zone de confort : l'Europe et le nouvel ordre mondial »

³⁰ Cf. l'article 1 du présent *Bulletin économique*.

³¹ Cf. Bellucci (A.), Fatica (S.), Georgakaki (A.), Gucciardi (G.), Letout (S.) et Pasimeni (F.), « *Venture Capital Financing and Green Patenting* », *Industry and Innovation*, vol. 30, Issue 7, 2023, p. 947-983.

l'investissement vert. Un besoin de financement public vert significatif devrait toutefois apparaître à partir de 2027, après l'expiration de la FRR. De plus, des politiques structurelles sont essentielles pour soutenir l'investissement vert et l'innovation dans les technologies vertes, alors qu'une pénurie de compétences vertes et une charge réglementaire élevée sont vues comme des obstacles. Enfin, financer les besoins massifs en investissement vert constituera un défi, en partie en raison des insuffisances qui ont déjà été observées et du besoin de financement public vert attendu après l'expiration de la FRR. De nouvelles avancées vers des marchés de capitaux européens plus intégrés sont cruciales pour mobiliser les sources de financement privé au-delà du crédit bancaire.

Au-delà de l'horizon 2030 pour la transition verte, les estimations disponibles font état de besoins d'investissement encore plus élevés pour atteindre l'objectif de neutralité carbone ³². Si elles sont associées à un degré d'incertitude encore plus élevé que les estimations présentées ici, les estimations des besoins d'investissement au-delà de cette décennie suggèrent une nécessité d'accélérer encore les activités d'investissement vert au niveau tant national que de l'UE. De plus, les investissements d'adaptation sont susceptibles de se révéler de grande ampleur, en particulier si les effets du changement climatique se généralisent.

³² Cf. Commission européenne, « [Securing our future – Europe's 2040 climate target and path to climate neutrality by 2050 building a sustainable, just and prosperous society](#) », *Commission Staff Working Document*, SWD 63 final, février 2024.

Statistiques

(disponible en anglais uniquement)

Statistics

Contents

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

Further information

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

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

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

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

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

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

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

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

Conventions used in the tables

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

1 External environment

1.1 Main trading partners, GDP and CPI

	GDP ¹⁾ (period-on-period percentage changes)						CPI (annual percentage changes)						
	G20	United States	United Kingdom	Japan	China	Memo item: euro area	OECD countries		United States	United Kingdom (HICP)	Japan	China	Memo item: euro area ²⁾ (HICP)
							Total	excluding food and energy					
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
2022	3,2	2,5	4,8	0,9	3,0	3,5	9,5	6,8	8,0	9,1	2,5	2,0	8,4
2023	3,2	2,9	0,4	1,5	5,2	0,4	6,9	7,0	4,1	7,4	3,2	0,2	5,4
2024	-	-	-	-	-	-	-	-	2,9	2,5	2,7	0,2	2,4
2024 Q1	0,9	0,4	0,7	-0,6	1,6	0,3	5,7	6,4	3,2	3,5	2,6	0,0	2,6
Q2	0,6	0,7	0,4	0,5	0,5	0,2	5,7	6,1	3,2	2,1	2,7	0,3	2,5
Q3	0,7	0,8	0,0	0,3	0,9	0,4	4,8	5,2	2,6	2,0	2,8	0,5	2,2
Q4	-	-	-	-	-	-	-	-	2,7	2,5	2,9	0,2	2,2
2024 July	-	-	-	-	-	-	5,3	5,5	2,9	2,2	2,8	0,5	2,6
Aug.	-	-	-	-	-	-	4,7	5,2	2,5	2,2	3,0	0,6	2,2
Sep.	-	-	-	-	-	-	4,4	5,1	2,4	1,7	2,5	0,4	1,7
Oct.	-	-	-	-	-	-	4,5	5,0	2,6	2,3	2,3	0,3	2,0
Nov.	-	-	-	-	-	-	4,5	4,9	2,7	2,6	2,9	0,2	2,2
Dec.	-	-	-	-	-	-	-	-	2,9	2,5	3,6	0,1	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
2022	-	-	-	-	-	-	-	-	-	3,1	4,6	1,8
2023	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-0,7	-3,9	2,5
2024	52,9	53,7	52,5	51,3	52,1	50,1	50,7	53,1	49,0	-	-	-
2024 Q1	52,6	52,2	52,9	51,3	52,6	49,2	51,1	52,4	49,2	0,0	0,6	-0,6
Q2	53,2	53,5	53,1	51,5	53,2	51,6	52,1	53,3	50,1	1,3	1,9	0,7
Q3	52,9	54,3	53,1	52,5	50,9	50,3	49,8	53,3	48,4	1,3	1,9	0,8
Q4	53,0	54,8	50,9	50,1	51,8	49,3	49,9	53,3	48,4	-	-	-
2024 Aug.	53,2	54,6	53,8	52,9	51,2	51,0	50,0	53,8	48,4	1,4	2,2	0,7
Sep.	52,4	54,0	52,6	52,0	50,3	49,6	49,2	52,9	47,5	1,3	1,9	0,8
Oct.	52,8	54,1	51,8	49,6	51,9	50,0	50,1	53,1	48,3	1,5	1,2	1,8
Nov.	53,2	54,9	50,5	50,1	52,2	48,3	50,4	53,1	48,6	0,8	0,5	1,2
Dec.	53,2	55,4	50,4	50,5	51,4	49,6	49,2	53,8	48,2	-	-	-
2025 Jan.	-	-	-	-	-	50,2	-	-	-	-	-	-

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	12 612,9	12 106,2	6 453,7	2 785,8	2 734,4	1 403,8	785,7	539,0	132,3	-506,7	6 111,6	5 605,0
2022	13 724,0	13 446,4	7 228,7	2 941,9	3 017,5	1 558,0	869,2	584,1	258,3	-277,6	7 395,7	7 118,0
2023	14 594,5	14 077,8	7 736,2	3 093,0	3 195,1	1 641,9	925,8	621,1	53,4	-516,7	7 375,6	6 858,9
2023 Q4	3 706,6	3 570,4	1 960,5	791,6	814,7	411,9	230,6	170,6	3,6	-136,2	1 834,4	1 698,2
2024 Q1	3 738,6	3 564,8	1 981,3	796,8	799,0	413,7	226,6	157,1	-12,2	-173,8	1 852,0	1 678,1
Q2	3 764,0	3 578,7	1 989,5	810,4	782,1	410,7	227,9	141,9	-3,3	-185,3	1 894,4	1 709,1
Q3	3 799,6	3 639,2	2 008,8	819,3	801,9	412,0	224,9	163,3	9,1	-160,5	1 870,0	1 709,6
as percentage of GDP												
2023	100,0	96,5	53,0	21,2	21,9	11,3	6,3	4,3	0,4	-3,5	-	-
Chain-linked volumes (prices for the previous year)												
quarter-on-quarter percentage changes												
2023 Q4	0,0	0,0	0,0	0,7	1,4	-0,4	-2,0	11,1	-	-	0,3	0,2
2024 Q1	0,3	-0,4	0,3	0,1	-2,3	-0,2	-1,2	-8,8	-	-	1,1	-0,3
Q2	0,2	-0,1	0,0	1,1	-2,4	-0,9	0,4	-10,5	-	-	1,5	1,1
Q3	0,4	1,3	0,7	0,6	2,0	-0,2	-1,9	14,7	-	-	-1,5	0,2
annual percentage changes												
2021	6,3	5,1	4,7	4,4	3,8	6,2	8,0	-6,8	-	-	11,4	9,0
2022	3,5	3,8	4,9	1,1	2,0	0,0	3,7	4,9	-	-	7,3	8,4
2023	0,4	0,1	0,6	1,5	1,6	0,6	2,2	3,6	-	-	-0,7	-1,3
2023 Q4	0,1	-0,1	0,9	2,2	2,2	1,3	-0,8	9,3	-	-	-2,5	-3,0
2024 Q1	0,4	0,0	1,0	2,0	-1,1	-1,8	-3,0	3,5	-	-	-0,7	-1,7
Q2	0,5	-0,7	0,5	2,7	-3,2	-1,9	-2,3	-8,4	-	-	1,9	-0,6
Q3	0,9	0,9	1,0	2,5	-1,4	-1,6	-4,6	4,1	-	-	1,4	1,2
contributions to quarter-on-quarter percentage changes in GDP; percentage points												
2023 Q4	0,0	0,0	0,0	0,1	0,3	0,0	-0,1	0,5	-0,5	0,1	-	-
2024 Q1	0,3	-0,4	0,2	0,0	-0,5	0,0	-0,1	-0,4	0,0	0,7	-	-
Q2	0,2	-0,1	0,0	0,2	-0,5	-0,1	0,0	-0,4	0,2	0,3	-	-
Q3	0,4	1,3	0,4	0,1	0,4	0,0	-0,1	0,6	0,4	-0,9	-	-
contributions to annual percentage changes in GDP; percentage points												
2021	6,3	5,1	2,5	1,0	0,9	0,7	0,5	-0,3	0,6	1,5	-	-
2022	3,5	3,7	2,6	0,2	0,4	0,0	0,2	0,2	0,5	-0,2	-	-
2023	0,4	0,1	0,3	0,3	0,4	0,1	0,1	0,2	-0,9	0,3	-	-
2023 Q4	0,1	-0,1	0,5	0,5	0,5	0,1	0,0	0,4	-1,5	0,2	-	-
2024 Q1	0,4	0,0	0,5	0,4	-0,2	-0,2	-0,2	0,1	-0,7	0,5	-	-
Q2	0,5	-0,7	0,3	0,6	-0,7	-0,2	-0,1	-0,3	-0,8	1,2	-	-
Q3	0,9	0,8	0,5	0,5	-0,3	-0,2	-0,3	0,2	0,1	0,1	-	-

Sources: Eurostat and ECB calculations.

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

2) Including acquisitions less disposals of valuables.

2 Economic activity

2.2 Value added by economic activity

(quarterly data seasonally adjusted; annual data unadjusted)

	Gross value added (basic prices)											Taxes less subsidies on products
	Total	Agriculture, forestry and fishing	Manufacturing energy and utilities	Construction	Trade, transport, accommodation and food services	Information and communication	Finance and insurance	Real estate	Professional, business and support services	Public 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	11 253,2	185,1	2 158,3	592,5	2 017,7	602,8	521,9	1 275,7	1 363,7	2 208,1	327,5	1 359,7
2022	12 339,8	217,9	2 421,4	646,9	2 342,6	633,1	543,3	1 341,1	1 490,9	2 324,5	377,9	1 384,3
2023	13 203,6	225,2	2 584,8	721,5	2 440,3	678,4	605,2	1 477,4	1 602,1	2 460,1	408,7	1 390,9
2023 Q4	3 350,6	55,8	643,3	182,8	616,4	172,5	154,3	379,1	410,3	632,8	103,5	356,0
2024 Q1	3 369,9	55,8	631,8	184,6	623,5	176,2	157,7	384,9	412,6	637,8	105,1	368,7
Q2	3 389,7	56,0	627,5	184,7	628,5	177,1	159,4	386,9	418,4	645,3	105,9	374,3
Q3	3 417,4	56,6	632,0	185,1	632,2	179,6	160,6	386,9	422,9	654,5	107,1	382,3
as percentage of value added												
2023	100,0	1,7	19,6	5,5	18,5	5,1	4,6	11,2	12,1	18,6	3,1	-
Chain-linked volumes (prices for the previous year)												
quarter-on-quarter percentage changes												
2023 Q4	0,3	0,3	0,2	-0,3	-0,1	1,4	-0,1	0,8	0,8	0,5	-1,6	-2,4
2024 Q1	0,2	0,6	-0,7	0,1	0,4	0,7	0,9	1,0	-0,1	0,2	1,3	1,2
Q2	0,1	-1,9	-0,2	-1,0	0,3	0,4	-0,1	0,2	0,6	0,3	0,1	0,9
Q3	0,3	-0,7	0,4	-0,5	0,4	1,2	-0,1	-0,1	0,4	0,5	1,3	1,1
annual percentage changes												
2021	6,2	2,6	8,0	3,7	8,2	10,6	6,1	2,2	9,0	3,7	5,2	7,1
2022	3,9	-0,9	0,7	0,0	8,1	5,6	-1,8	2,8	6,2	2,9	16,3	0,3
2023	0,7	0,7	-1,5	1,3	0,0	4,4	-1,7	2,3	1,5	1,0	3,9	-2,2
2023 Q4	0,5	0,4	-2,4	1,8	-0,2	4,6	-2,0	2,3	1,8	1,1	2,5	-3,3
2024 Q1	0,6	0,3	-1,9	-1,3	0,6	4,0	0,0	2,1	1,8	1,2	1,7	-1,1
Q2	0,6	-2,0	-1,8	-1,9	0,7	3,2	0,2	2,2	2,0	1,5	1,2	-0,2
Q3	1,0	-1,7	-0,3	-1,8	0,9	3,8	0,5	1,9	1,8	1,6	1,1	0,8
contributions to quarter-on-quarter percentage changes in value added; percentage points												
2023 Q4	0,3	0,0	0,0	0,0	0,0	0,1	0,0	0,1	0,1	0,1	-0,1	-
2024 Q1	0,2	0,0	-0,1	0,0	0,1	0,0	0,0	0,1	0,0	0,0	0,0	-
Q2	0,1	0,0	0,0	-0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,1	0,1	0,0	-
Q3	0,3	0,0	0,1	0,0	0,1	0,1	0,0	0,0	0,1	0,1	0,0	-
contributions to annual percentage changes in value added; percentage points												
2021	6,2	0,0	1,6	0,2	1,5	0,6	0,3	0,3	1,1	0,8	0,2	-
2022	3,9	0,0	0,1	0,0	1,5	0,3	-0,1	0,3	0,8	0,6	0,5	-
2023	0,7	0,0	-0,3	0,1	0,0	0,2	-0,1	0,3	0,2	0,2	0,1	-
2023 Q4	0,5	0,0	-0,5	0,1	0,0	0,2	-0,1	0,2	0,2	0,2	0,1	-
2024 Q1	0,6	0,0	-0,4	-0,1	0,1	0,2	0,0	0,2	0,2	0,2	0,1	-
Q2	0,6	0,0	-0,4	-0,1	0,1	0,2	0,0	0,2	0,2	0,3	0,0	-
Q3	1,0	0,0	-0,1	-0,1	0,2	0,2	0,0	0,2	0,2	0,3	0,0	-

Sources: Eurostat and ECB calculations.

2 Economic activity

2.3 Employment ¹⁾

(quarterly data seasonally adjusted; annual data unadjusted)

	Total	By employment status		By economic activity									
		Employ-ees	Self-employed	Agricul-ture forestry and fishing	Manufac-turing, energy and utilities	Const-ruktion	Trade, transport, accom-modation and food services	Inform-ation and com-munica-tion	Finance and in-surance	Real estate	Professional business and support services	Public adminis-tration, education, health and social work	Arts, enter-tainment and other services
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
Persons employed													
as a percentage of total persons employed													
2021	100,0	85,9	14,1	3,0	14,3	6,3	24,0	3,2	2,4	1,0	14,0	25,1	6,6
2022	100,0	86,0	14,0	2,9	14,2	6,4	24,2	3,3	2,3	1,1	14,2	24,9	6,6
2023	100,0	86,1	13,9	2,8	14,1	6,4	24,4	3,4	2,3	1,1	14,2	24,9	6,5
annual percentage changes													
2021	1,6	1,7	0,7	0,5	0,1	3,2	0,6	4,4	0,4	1,2	3,0	2,2	1,0
2022	2,4	2,5	1,9	-0,6	1,2	3,7	3,3	6,1	0,1	3,4	3,8	1,5	1,3
2023	1,4	1,5	0,8	-2,0	0,9	1,3	1,9	3,6	0,6	1,8	1,7	1,4	1,1
2023 Q4	1,3	1,4	0,8	-0,9	0,5	1,7	1,6	2,9	0,6	1,1	1,1	1,5	1,5
2024 Q1	1,1	1,1	0,9	-0,4	0,2	1,6	1,4	2,8	0,9	0,3	0,9	1,5	0,4
Q2	1,0	1,0	0,9	-0,5	0,4	1,2	0,7	2,0	0,7	-1,3	0,8	1,7	0,9
Q3	0,9	0,9	1,0	-0,7	0,2	0,7	0,9	1,6	0,8	-1,7	1,0	1,6	1,0
Hours worked													
as a percentage of total hours worked													
2021	100,0	81,7	18,3	4,0	15,0	7,3	24,2	3,5	2,5	1,1	14,0	22,6	5,8
2022	100,0	81,7	18,3	3,8	14,7	7,4	25,1	3,6	2,4	1,1	14,2	22,0	5,9
2023	100,0	81,9	18,1	3,7	14,6	7,3	25,2	3,6	2,4	1,1	14,2	22,0	5,9
annual percentage changes													
2021	6,1	5,9	7,3	1,6	5,0	9,2	7,2	7,5	2,6	6,2	8,6	4,3	6,4
2022	3,6	3,6	3,3	-1,3	1,1	4,2	7,4	6,4	-0,7	5,3	4,4	0,8	4,8
2023	1,3	1,6	0,2	-2,1	0,6	0,9	1,7	3,5	0,2	1,4	1,7	1,5	1,6
2023 Q4	1,4	1,6	0,4	-1,1	0,5	1,6	1,5	3,3	0,5	0,5	1,5	1,8	1,5
2024 Q1	0,7	0,8	0,4	-2,1	-0,4	1,3	0,9	2,4	0,1	-0,9	1,1	1,0	0,4
Q2	0,8	0,9	0,5	-1,0	0,3	0,9	0,4	2,1	0,4	-2,2	1,0	1,4	1,5
Q3	0,5	0,6	-0,1	-1,7	-0,3	0,5	0,5	1,5	0,6	-2,5	0,9	0,8	1,2
Hours worked per person employed													
annual percentage changes													
2021	4,5	4,1	6,6	1,2	4,9	5,8	6,6	3,0	2,2	5,0	5,5	2,0	5,4
2022	1,1	1,1	1,4	-0,6	-0,1	0,6	4,0	0,2	-0,8	1,9	0,6	-0,7	3,5
2023	-0,1	0,0	-0,6	-0,1	-0,3	-0,4	-0,2	-0,1	-0,4	-0,3	0,0	0,1	0,5
2023 Q4	0,1	0,2	-0,5	-0,3	0,0	-0,2	-0,1	0,4	-0,1	-0,6	0,3	0,3	0,0
2024 Q1	-0,4	-0,4	-0,5	-1,8	-0,6	-0,3	-0,4	-0,4	-0,8	-1,1	0,2	-0,4	-0,1
Q2	-0,2	-0,1	-0,4	-0,5	-0,1	-0,3	-0,3	0,1	-0,3	-0,9	0,2	-0,2	0,6
Q3	-0,5	-0,3	-1,1	-1,1	-0,5	-0,2	-0,5	0,0	-0,2	-0,8	-0,1	-0,8	0,2

Sources: Eurostat and ECB calculations.

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

2 Economic activity

2.4 Labour force, unemployment and job vacancies

(seasonally adjusted, unless otherwise indicated)

	Labour force, millions	Under-employment, % of labour force	Unemployment ¹⁾											Job vacancy rate ²⁾
			Total		Long-term unemployment, % of labour force ²⁾	By age				By gender				
						Adult		Youth		Male		Female		
			Millions	% of labour force		Millions	% of labour force	Millions	% of labour force	Millions	% of labour force	% of total posts		
	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	165,076	3,4	12,822	7,8	3,2	10,344	6,9	2,478	16,9	6,547	7,4	6,275	8,2	2,5
2022	167,962	3,1	11,400	6,8	2,7	9,148	6,0	2,252	14,6	5,732	6,4	5,668	7,2	3,2
2023	170,275	2,9	11,186	6,6	2,4	8,890	5,8	2,296	14,5	5,648	6,2	5,538	6,9	3,0
2023 Q4	171,075	2,9	11,162	6,5	2,3	8,796	5,7	2,366	14,8	5,648	6,2	5,514	6,9	2,9
2024 Q1	171,578	2,9	11,161	6,5	2,3	8,829	5,7	2,332	14,6	5,668	6,2	5,493	6,8	2,9
Q2	171,843	2,8	11,064	6,4	2,1	8,719	5,6	2,344	14,7	5,642	6,2	5,422	6,7	2,6
Q3	172,059	2,8	11,001	6,4	1,9	8,623	5,5	2,379	14,9	5,713	6,2	5,288	6,6	2,5
2024 June	-	-	11,079	6,4	-	8,738	5,6	2,341	14,6	5,677	6,2	5,402	6,7	-
July	-	-	10,968	6,4	-	8,584	5,5	2,383	14,9	5,706	6,2	5,262	6,5	-
Aug.	-	-	10,850	6,3	-	8,466	5,4	2,384	14,9	5,636	6,2	5,214	6,5	-
Sep.	-	-	10,862	6,3	-	8,472	5,4	2,390	14,9	5,637	6,2	5,225	6,5	-
Oct.	-	-	10,858	6,3	-	8,437	5,4	2,421	15,0	5,623	6,1	5,235	6,5	-
Nov.	-	-	10,819	6,3	-	8,396	5,4	2,423	15,0	5,605	6,1	5,214	6,5	-

Sources: Eurostat and ECB calculations.

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

2) Not seasonally adjusted.

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

2.5 Short-term business statistics

	Industrial production						Construction production	Retail sales				Services production 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													
2022	1,7	2,4	-1,4	3,6	5,8	-3,0	3,3	1,1	-2,7	3,4	4,5	10,0	-4,3
2023	-1,7	-1,2	-6,0	3,1	-1,0	-5,4	1,5	-1,9	-2,6	-1,0	-1,7	2,3	14,6
2024	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	-0,1
2024 Q1	-4,6	-4,8	-4,0	-5,3	-5,7	-1,7	-0,3	0,0	-0,5	0,3	-0,6	2,1	5,1
Q2	-3,9	-4,1	-5,5	-6,2	0,6	-0,2	-1,6	0,2	0,0	0,4	0,7	1,3	2,3
Q3	-1,6	-2,0	-3,8	-3,6	2,4	1,7	-1,9	1,9	0,4	2,8	2,5	1,1	-8,7
Q4	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	-1,5
2024 July	-2,2	-2,4	-4,4	-3,6	1,5	0,9	-2,1	0,2	-0,3	0,2	0,1	0,9	-8,4
Aug.	-0,4	-0,8	-2,7	-0,4	1,0	2,2	-2,2	2,5	1,4	2,5	5,0	1,2	-11,4
Sep.	-2,1	-2,5	-4,2	-5,8	4,6	2,1	-1,9	3,1	0,1	5,6	2,3	1,1	-6,2
Oct.	-1,1	-1,0	-3,3	-1,8	2,7	-0,5	0,0	2,1	0,8	3,0	1,1	1,7	-3,9
Nov.	-1,9	-2,0	-2,5	-2,8	-0,2	-1,3	1,4	1,2	0,6	1,5	0,9	.	0,4
Dec.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	-0,9
month-on-month percentage changes (s.a.)													
2024 July	-0,4	-0,5	-0,4	-1,2	1,5	0,1	-0,5	0,4	0,0	0,7	-0,1	0,8	-11,5
Aug.	1,2	1,1	0,1	2,9	-0,2	0,2	0,3	1,1	0,9	1,3	1,2	0,4	-0,1
Sep.	-1,6	-1,5	-1,5	-3,7	1,8	-1,0	-0,4	0,5	-0,6	1,2	-0,6	-0,1	4,0
Oct.	0,2	0,2	0,3	1,7	-2,2	-1,3	0,8	-0,3	0,2	-0,6	-0,4	0,3	-0,4
Nov.	0,2	0,4	0,5	0,5	0,2	1,1	1,2	0,1	0,1	-0,6	0,8	.	3,9
Dec.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	-1,9

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 confi- dence indicator	Service industries		Purchasing Managers' Index (PMI) for manu- facturing	Manu- facturing output	Business activity for services	Composite output
		Industrial confi- dence indicator	Capacity utilisation (%)				Services confi- dence indicator	Capacity utilisation (%)				
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
1999-20	99,5	-4,3	80,1	-11,0	-12,5	-6,6	6,4	.	-	-	-	-
2022	102,1	5,0	82,4	-21,9	5,2	-3,5	9,2	89,9	-	-	-	-
2023	96,4	-5,6	80,9	-17,4	-2,0	-4,0	6,7	90,5	-	-	-	-
2024	95,8	-10,6	78,5	-14,1	-5,6	-6,7	6,4	90,2	45,9	46,2	51,5	50,1
2024 Q1	96,0	-9,0	79,4	-15,4	-5,2	-6,2	7,0	90,1	46,4	46,7	50,0	49,2
Q2	96,0	-10,1	79,0	-14,3	-6,3	-7,1	6,5	90,0	46,2	47,6	53,1	51,6
Q3	96,2	-10,5	78,3	-13,2	-6,0	-8,3	6,1	90,3	45,5	45,4	52,1	50,3
Q4	94,9	-12,8	77,3	-13,6	-5,0	-5,3	6,0	90,4	45,4	45,1	50,9	49,3
2024 Aug.	96,4	-10,0	.	-13,5	-6,3	-7,8	6,3	.	45,8	45,8	52,9	51,0
Sep.	96,2	-11,0	.	-13,0	-5,5	-8,2	6,9	.	45,0	44,9	51,4	49,6
Oct.	95,6	-12,8	77,3	-12,5	-4,9	-7,1	6,8	90,4	46,0	45,8	51,6	50,0
Nov.	95,6	-11,4	.	-13,8	-4,9	-4,3	5,3	.	45,2	45,1	49,5	48,3
Dec.	93,7	-14,1	.	-14,5	-5,2	-4,4	5,9	.	45,1	44,3	51,6	49,6
2025 Jan.	.	.	.	-14,2	.	.	.	.	46,1	46,8	51,4	50,2

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

2.7 Summary accounts for households and non-financial corporations

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

	Households							Non-financial corporations					
	Saving rate (gross)	Debt ratio	Real gross disposable income	Financial investment	Non-financial investment (gross)	Net worth ²⁾	Housing wealth	Profit rate ³⁾	Saving rate (gross)	Debt ratio ⁴⁾	Financial investment	Non-financial investment (gross)	Financing
	Percentage of gross disposable income (adjusted) ¹⁾		Annual percentage changes					Percentage of gross value added	Percentage of GDP	Annual percentage changes			
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
2021	17,3	94,0	2,4	3,4	17,9	7,6	7,5	36,7	7,5	77,4	5,6	10,3	3,4
2022	13,6	91,1	0,5	2,2	12,8	2,0	7,8	37,6	5,3	72,8	4,8	9,8	3,3
2023	14,1	85,0	1,2	1,9	3,0	3,6	0,9	35,6	5,2	68,6	1,7	1,9	0,8
2023 Q4	14,1	85,0	1,5	1,9	2,1	3,6	0,9	35,6	5,2	68,6	1,7	-0,6	0,8
2024 Q1	14,6	83,8	2,8	2,0	-3,4	3,4	1,0	34,7	4,5	68,0	1,8	-5,9	0,8
Q2	14,9	83,2	2,0	2,3	-1,7	3,5	1,7	34,0	3,8	67,9	2,0	-8,0	1,0
Q3	15,2	82,5	2,4	2,4	-0,3	5,3	2,0	33,4	3,4	67,4	2,0	4,1	1,0

Sources: ECB and Eurostat.

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

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

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

4) Defined as consolidated loans and debt securities liabilities.

2 Economic activity

2.8 Euro area balance of payments, current and capital accounts

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

	Current account											Capital account 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 Q4	1 408,6	1 337,0	71,6	694,8	619,5	351,8	318,1	313,9	306,9	48,2	92,6	62,4	41,1
2024 Q1	1 439,0	1 331,2	107,8	706,5	599,5	365,2	331,8	321,3	320,6	46,0	79,3	18,9	31,6
Q2	1 492,5	1 358,0	134,4	715,1	615,9	387,7	336,6	343,1	316,4	46,5	89,2	25,2	22,1
Q3	1 466,1	1 382,0	84,1	704,9	621,0	373,2	339,0	338,1	329,7	49,9	92,3	20,5	15,8
2024 June	498,4	444,6	53,8	237,2	202,5	131,1	114,1	114,1	96,6	16,1	31,5	10,3	5,9
July	491,3	460,2	31,2	235,5	204,2	125,0	112,9	113,9	112,0	16,9	31,2	6,8	5,8
Aug.	490,5	467,0	23,5	235,2	210,1	126,6	114,5	112,0	111,7	16,6	30,8	8,5	4,5
Sep.	484,3	454,8	29,4	234,1	206,7	121,5	111,7	112,2	106,1	16,4	30,3	5,2	5,5
Oct.	479,9	449,7	30,2	235,1	203,5	120,2	104,6	108,8	110,9	15,8	30,6	6,6	4,1
Nov.	486,6	459,7	27,0	244,5	209,3	120,5	108,6	106,1	112,3	15,6	29,5	5,8	4,5
12-month cumulated transactions													
2024 Nov.	5 836,6	5 424,4	412,2	2 841,4	2 455,2	1 485,8	1 326,9	1 319,2	1 289,4	190,3	352,8	113,9	102,1
12-month cumulated transactions as a percentage of GDP													
2024 Nov.	38,9	36,1	2,7	18,9	16,4	9,9	8,8	8,8	8,6	1,3	2,4	0,8	0,7

1) The capital account is not seasonally adjusted.

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

(seasonally adjusted, unless otherwise indicated)

	Total (n.s.a.)		Exports (f.o.b.)					Imports (c.i.f.)					
	Exports	Imports	Total				Memo item:	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
Values (EUR billions; annual percentage changes for columns 1 and 2)													
2023 Q4	-4,7	-16,3	709,3	334,4	144,8	215,5	586,3	671,7	384,7	108,5	158,8	476,9	81,3
2024 Q1	-2,7	-11,9	713,3	337,0	143,3	219,3	589,2	655,0	371,9	105,9	159,0	467,5	75,7
Q2	1,6	-4,5	717,1	338,8	137,2	223,7	592,7	672,3	387,8	109,4	162,5	480,7	79,0
Q3	2,2	0,4	710,9	338,3	136,4	218,5	590,2	675,6	382,4	111,9	164,4	490,1	75,0
2024 June	-6,6	-8,8	236,3	111,3	45,3	73,5	195,5	220,4	126,2	36,2	53,6	158,7	23,8
July	9,2	3,7	237,0	113,0	45,2	73,5	195,5	224,1	128,5	37,6	54,1	161,8	26,6
Aug.	-2,7	-1,7	237,3	113,1	45,2	73,5	197,2	228,0	128,2	37,3	55,6	164,8	26,0
Sep.	0,1	-0,8	236,7	112,2	46,0	71,4	197,5	223,5	125,7	37,0	54,7	163,5	22,4
Oct.	2,3	2,7	233,1	110,4	44,1	73,2	194,9	226,1	127,2	35,8	56,3	163,7	24,2
Nov.	-1,6	-1,0	240,6	.	.	.	197,2	227,8	.	.	.	161,0	.
Volume indices (2000 = 100; annual percentage changes for columns 1 and 2)													
2023 Q4	-3,7	-8,5	96,2	93,5	95,9	103,3	95,2	104,5	102,1	105,6	109,0	106,0	164,9
2024 Q1	-3,5	-6,8	96,7	94,3	93,6	104,2	95,4	103,1	100,6	102,3	108,2	103,2	164,3
Q2	-1,1	-4,5	95,4	93,4	88,9	105,0	94,1	104,0	102,3	105,5	108,7	104,8	168,9
Q3	-0,6	-0,9	94,2	92,5	87,2	103,0	93,3	104,4	102,0	108,0	109,6	106,7	164,4
2024 May	-3,8	-7,2	94,8	93,4	87,7	104,2	93,5	103,3	102,0	105,1	107,8	103,8	172,2
June	-8,9	-9,4	94,5	92,3	87,7	104,1	93,2	103,3	100,8	105,8	108,1	104,2	162,0
July	5,5	0,7	93,6	92,8	86,3	102,1	92,2	103,3	101,4	107,5	107,9	105,2	161,3
Aug.	-5,2	-3,5	95,3	92,8	86,9	106,1	94,7	105,4	102,5	109,0	111,2	107,7	168,3
Sep.	-2,3	0,0	93,7	91,9	88,4	100,8	92,9	104,6	102,2	107,5	109,8	107,1	163,7
Oct.	-0,4	3,9	92,3	90,2	85,0	101,4	91,9	105,4	103,0	102,2	112,4	107,3	169,6

Sources: ECB and Eurostat.

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

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

3 Prices and costs

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

	Total					Total (s.a.; percentage change vis-à-vis previous period) ²⁾						Administered prices	
	Index: 2015 = 100	Total		Goods	Services	Total	Processed food	Unpro- cessed food	Non- energy indus- trial goods	Energy (n.s.a.)	Services	Total HICP excluding adminis- tered prices	Adminis- tered prices
		Total	Total excluding food and energy										
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
% of total in 2024	100,0	100,0	70,6	55,1	44,9	100,0	15,1	4,3	25,7	9,9	44,9	88,5	11,5
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
2024	126,1	2,4	2,8	1,1	4,0	-	-	-	-	-	-	2,3	3,3
2024 Q1	124,4	2,6	3,1	1,5	4,0	0,7	0,7	-0,1	0,2	0,2	1,1	2,7	2,3
Q2	126,3	2,5	2,8	1,3	4,0	0,5	0,4	-0,3	0,0	-0,5	1,2	2,5	2,8
Q3	126,6	2,2	2,8	0,6	4,0	0,5	0,8	0,9	0,3	-1,4	1,0	1,9	4,0
Q4	126,9	2,2	2,7	0,8	3,9	0,5	0,8	1,7	0,1	-0,6	0,6	2,0	4,3
2024 July	126,5	2,6	2,9	1,4	4,0	0,3	0,3	0,3	0,2	0,8	0,3	2,4	4,1
Aug.	126,7	2,2	2,8	0,5	4,1	0,1	0,3	0,2	0,0	-1,1	0,4	1,9	4,0
Sep.	126,6	1,7	2,7	0,0	3,9	0,0	0,3	0,6	0,0	-1,7	0,1	1,5	3,9
Oct.	127,0	2,0	2,7	0,4	4,0	0,3	0,4	1,3	0,0	0,4	0,3	1,7	4,1
Nov.	126,6	2,2	2,7	0,9	3,9	0,1	0,2	0,1	0,1	0,5	0,0	2,0	4,3
Dec.	127,1	2,4	2,7	1,2	4,0	0,2	0,1	-0,3	0,0	0,6	0,3	2,2	4,4

	Goods						Services					
	Food (including alcoholic beverages and tobacco)			Industrial goods			Housing		Transport	Communi- cation	Recreation and personal care	Miscel- laneous
	Total	Processed food	Unpro- cessed food	Total	Non- energy industrial goods	Energy	Total	Rents				
	14	15	16	17	18	19	20	21	22	23	24	25
% of total in 2024	19,5	15,1	4,3	35,6	25,7	9,9	9,6	5,6	7,4	2,2	16,4	9,3
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
2024	2,9	3,2	1,9	0,0	0,8	-2,2	3,3	2,9	4,2	-0,9	4,9	4,0
2024 Q1	4,0	4,4	2,8	0,1	1,6	-3,9	3,4	2,8	3,6	-0,2	5,3	3,8
Q2	2,6	2,9	1,4	0,6	0,7	0,0	3,3	2,8	3,7	-0,5	5,1	4,0
Q3	2,3	2,7	1,2	-0,3	0,5	-2,7	3,3	3,0	4,5	-0,9	4,8	4,0
Q4	2,7	2,8	2,3	-0,2	0,6	-2,2	3,3	3,0	5,0	-2,2	4,6	4,0
2024 July	2,3	2,7	1,0	0,9	0,7	1,2	3,4	3,0	4,0	-0,4	4,8	4,0
Aug.	2,3	2,7	1,1	-0,5	0,4	-3,0	3,3	2,9	5,0	-0,6	4,8	4,0
Sep.	2,4	2,6	1,6	-1,4	0,4	-6,1	3,3	3,0	4,3	-1,7	4,7	4,0
Oct.	2,9	2,8	3,0	-0,9	0,5	-4,6	3,3	3,0	4,8	-2,2	4,7	4,0
Nov.	2,7	2,8	2,3	-0,1	0,6	-2,0	3,4	3,1	5,0	-1,9	4,5	4,0
Dec.	2,6	2,9	1,6	0,4	0,5	0,1	3,3	3,0	5,1	-2,4	4,7	4,0

Sources: Eurostat and ECB calculations.

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

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

3 Prices and costs

3.2 Industry, construction and property prices

(annual percentage changes, unless otherwise indicated)

	Industrial producer prices excluding construction ¹⁾										Construction ²⁾	Residential property prices	Experimental indicator of commercial property prices ³⁾
	Total (index: 2021 = 100)	Total		Industry excluding construction and energy					Energy				
		Total	Manu- facturing	Total	Inter- mediate goods	Capital goods	Consumer goods						
							Total	Food, beverages and tobacco		Non- food			
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
% of total in 2021	100,0	100,0	77,8	72,3	30,9	19,3	22,2	15,7	6,5	27,7			
2021	100,0	12,2	7,5	5,7	10,9	2,6	2,2	3,3	1,7	30,3	5,8	7,9	0,6
2022	132,8	32,8	17,1	13,8	19,8	7,3	12,2	16,6	6,8	81,1	11,9	7,1	0,6
2023	130,1	-2,0	1,9	3,8	-0,2	5,1	8,3	8,4	5,7	-13,3	6,9	-1,2	-8,1
2023 Q4	128,2	-8,3	-1,1	0,0	-4,8	3,3	3,7	2,2	3,2	-22,9	4,5	-1,2	-9,0
2024 Q1	125,0	-7,9	-1,6	-1,2	-5,3	2,0	1,6	-0,2	1,5	-20,5	3,6	-0,3	-8,0
Q2	122,9	-4,4	-0,2	-0,5	-3,1	1,5	1,1	-0,4	1,1	-12,2	2,4	1,4	-6,4
Q3	124,4	-2,7	-0,6	0,4	-0,9	1,3	1,5	0,5	1,1	-8,9	1,9	2,6	.
2024 June	123,3	-3,4	0,1	-0,2	-2,3	1,5	1,2	0,1	1,1	-9,8	-	-	-
July	124,2	-2,2	0,3	0,3	-1,1	1,2	1,3	0,2	1,1	-7,2	-	-	-
Aug.	124,9	-2,3	-0,7	0,4	-0,9	1,3	1,5	0,4	1,0	-7,8	-	-	-
Sep.	124,2	-3,5	-1,5	0,6	-0,8	1,2	1,7	0,9	1,1	-11,6	-	-	-
Oct.	124,7	-3,3	-0,9	0,7	-0,5	1,2	2,0	1,3	1,3	-11,2	-	-	-
Nov.	126,7	-1,2	-0,2	0,9	-0,3	1,3	2,0	1,5	1,1	-5,3	-	-	-

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

1) Domestic sales only.

2) Input prices for residential buildings.

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

3.3 Commodity prices and GDP deflators

(annual percentage changes, unless otherwise indicated)

	GDP deflators								Oil prices (EUR per barrel)	Non-energy commodity prices (EUR)					
	Total (s.a.; index: 2020 = 100)	Total	Domestic demand				Exports ¹⁾	Imports ¹⁾		Import-weighted ²⁾			Use-weighted ²⁾		
			Total	Private con- sumption	Government con- sumption	Gross fixed capital forma- tion				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
2022	107,3	5,1	7,0	6,7	4,5	8,2	12,8	17,4	95,0	18,3	28,8	9,6	19,4	27,7	10,9
2023	113,7	5,9	4,6	6,4	3,5	4,2	0,5	-2,3	76,4	-12,8	-11,6	-14,0	-13,7	-12,5	-15,0
2024	.	.	.	.	.	.	.	.	77,8	9,3	13,4	5,1	9,1	12,1	5,5
2024 Q1	116,0	3,6	2,6	3,3	3,3	2,1	-0,8	-2,9	76,5	-2,3	3,1	-7,5	-2,7	1,8	-7,8
Q2	116,6	2,9	2,7	2,6	2,9	1,7	0,7	-0,1	85,0	13,0	16,5	9,4	11,4	13,1	9,4
Q3	117,2	2,7	2,3	2,1	2,6	1,8	1,2	0,1	.	10,0	11,6	8,2	10,9	12,4	9,1
Q4	.	.	.	.	.	.	.	.	.	17,2	22,5	11,8	17,5	21,4	12,8
2024 July	-	-	-	-	-	-	-	-	.	12,0	13,9	10,0	12,2	13,4	10,8
Aug.	-	-	-	-	-	-	-	-	.	10,4	11,5	9,2	11,5	12,7	10,1
Sep.	-	-	-	-	-	-	-	-	.	7,6	9,6	5,6	9,0	11,1	6,4
Oct.	-	-	-	-	-	-	-	-	.	13,5	14,7	12,2	13,0	13,1	12,9
Nov.	-	-	-	-	-	-	-	-	.	16,9	21,6	12,0	17,5	21,0	13,2
Dec.	-	-	-	-	-	-	-	-	.	21,2	31,0	11,2	22,2	30,4	12,3

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

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

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

3 Prices and costs

3.4 Price-related opinion surveys

(seasonally adjusted)

	European Commission Business and Consumer Surveys (percentage balance)					Purchasing Managers' Surveys (diffusion indices)			
	Selling price expectations (for next three months)				Consumer price trends over past 12 months ⁵	Input prices		Prices charged	
	Manu- facturing 1	Retail trade 2	Services 3	Construction 4		Manu- facturing 6	Services 7	Manu- facturing 8	Services 9
1999-20	4,7	5,7	4,0	-3,4	28,9	-	-	-	-
2022	48,6	52,9	27,4	42,4	71,6	-	-	-	-
2023	9,5	28,5	19,2	13,9	74,5	-	-	-	-
2024	6,1	14,2	14,4	3,6	55,0	49,0	59,7	48,8	54,2
2024 Q1	4,6	16,5	17,4	5,0	64,5	44,9	62,3	48,2	56,0
Q2	6,1	13,9	13,7	3,4	56,7	49,9	60,5	48,6	54,6
Q3	6,5	13,0	12,4	2,0	50,1	52,0	57,9	50,1	53,0
Q4	7,2	13,3	14,1	4,0	48,6	49,1	58,0	48,2	53,3
2024 Aug.	6,3	12,8	12,5	1,7	50,6	53,4	57,8	51,1	53,7
Sep.	6,4	11,4	12,3	2,3	46,8	49,1	56,0	49,2	52,4
Oct.	6,7	11,9	14,1	2,0	46,5	48,2	56,5	48,2	52,8
Nov.	7,1	14,1	12,8	4,2	49,1	49,3	57,9	47,9	53,3
Dec.	7,6	13,8	15,4	5,6	50,1	50,0	59,6	48,6	53,9
2025 Jan.	-	-	-	-	-	51,6	60,7	50,0	53,6

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

3.5 Labour cost indices

(annual percentage changes, unless otherwise indicated)

	Total (index: 2020=100) 1	Total 2	By component		For selected economic activities		Memo item: Indicator of negotiated wages ¹⁾ 7
			Wages and salaries 3	Employers' social contributions 4	Business economy 5	Mainly non-business economy 6	
% of total in 2020	100,0	100,0	75,3	24,7	69,0	31,0	
2021	101,2	1,2	1,2	0,9	1,0	1,4	1,4
2022	105,7	4,5	3,7	7,0	5,1	3,4	2,9
2023	110,7	4,7	4,6	4,9	5,0	4,0	4,4
2023 Q4	118,4	3,9	3,8	4,4	4,2	3,4	4,5
2024 Q1	108,5	5,4	5,5	5,0	5,1	6,0	4,8
Q2	120,0	5,2	4,9	5,8	5,0	5,6	3,5
Q3	112,1	4,6	4,4	5,2	4,6	4,6	5,4

Sources: Eurostat and ECB calculations.

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

3 Prices and costs

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

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

	Total (index: 2020 =100)	Total	By economic activity									
			Agriculture, forestry and fishing	Manu- facturing, energy and utilities	Con- struction	Trade, transport, accom- modation and food services	Information and commu- nication	Finance and insurance	Real estate	Professional business and support services	Public ad- ministration, education, health and social work	Arts, enter- tainment and other services
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
Unit labor costs												
2021	99,6	-0,4	1,4	-2,9	4,7	-1,9	-0,2	-1,7	5,2	-1,0	1,1	-0,8
2022	103,0	3,4	4,4	4,4	8,0	1,4	3,0	5,1	5,8	3,3	2,1	-5,8
2023	109,7	6,4	3,1	7,9	5,0	7,9	4,3	7,9	3,4	6,6	5,0	2,4
2023 Q4	111,9	6,4	3,9	8,5	4,4	7,2	3,0	8,4	3,0	4,7	5,5	4,1
2024 Q1	113,2	5,5	3,5	7,0	7,0	4,9	2,7	6,0	2,1	4,2	5,6	5,0
Q2	114,2	5,2	5,8	7,1	7,1	4,8	2,8	6,5	0,1	3,5	5,2	4,7
Q3	114,9	4,4	5,6	4,7	7,3	4,5	2,0	5,6	-0,1	3,6	4,5	4,0
Compensation per employee												
2021	104,3	4,3	3,6	4,8	5,3	5,5	5,8	3,9	6,3	4,8	2,5	3,3
2022	109,0	4,5	4,1	3,9	4,2	6,1	2,5	3,1	5,2	5,7	3,5	8,1
2023	114,9	5,4	5,9	5,4	4,9	5,8	5,0	5,3	4,0	6,4	4,7	5,3
2023 Q4	117,1	5,2	5,2	5,4	4,5	5,3	4,8	5,7	4,2	5,4	5,0	5,1
2024 Q1	118,5	4,8	4,1	4,8	4,0	4,1	4,0	5,1	4,0	5,1	5,3	6,4
Q2	119,5	4,8	4,1	4,7	3,8	4,8	4,0	6,0	3,7	4,7	4,9	5,1
Q3	120,6	4,4	4,5	4,2	4,6	4,5	4,2	5,3	3,6	4,4	4,6	4,1
Labour productivity per person employed												
2021	104,7	4,7	2,1	8,0	0,5	7,6	6,0	5,6	1,0	5,8	1,4	4,2
2022	105,8	1,1	-0,3	-0,5	-3,5	4,7	-0,5	-1,9	-0,6	2,3	1,3	14,8
2023	104,7	-1,0	2,7	-2,3	-0,1	-1,9	0,7	-2,4	0,6	-0,2	-0,4	2,8
2023 Q4	104,5	-1,2	1,3	-2,9	0,1	-1,8	1,7	-2,5	1,2	0,7	-0,4	1,0
2024 Q1	104,6	-0,6	0,6	-2,0	-2,8	-0,8	1,2	-0,9	1,8	0,9	-0,3	1,3
Q2	104,6	-0,4	-1,6	-2,2	-3,1	0,0	1,2	-0,5	3,5	1,2	-0,2	0,3
Q3	104,8	0,0	-1,0	-0,5	-2,5	0,0	2,2	-0,3	3,7	0,8	0,0	0,1
Compensation per hour worked												
2021	100,2	0,2	1,6	0,1	0,5	-0,8	3,0	1,9	2,3	0,1	0,7	-1,4
2022	103,6	3,4	5,5	4,0	4,0	2,0	2,5	3,8	3,8	4,6	4,2	5,0
2023	109,1	5,3	5,4	5,7	5,0	5,8	5,0	5,8	4,7	6,2	4,5	4,5
2023 Q4	110,8	4,9	5,2	5,4	4,0	5,3	4,2	5,6	4,1	4,9	4,7	4,6
2024 Q1	112,2	5,2	5,6	5,3	4,1	4,6	4,2	5,8	4,4	5,0	5,8	6,5
Q2	113,1	4,9	3,6	4,9	4,1	5,1	3,7	6,2	4,2	4,4	5,2	4,2
Q3	114,2	4,8	4,0	4,8	4,4	4,8	4,1	5,5	2,8	4,6	5,3	3,7
Hourly labour productivity												
2021	100,2	0,2	0,9	2,9	-5,0	0,9	2,9	3,4	-3,8	0,3	-0,6	-1,2
2022	100,1	0,0	0,4	-0,5	-4,0	0,7	-0,7	-1,1	-2,4	1,7	2,1	11,0
2023	99,2	-0,9	2,8	-2,1	0,3	-1,7	0,9	-1,9	0,9	-0,2	-0,4	2,3
2023 Q4	98,7	-1,2	1,5	-2,9	0,2	-1,7	1,3	-2,4	1,8	0,4	-0,8	0,9
2024 Q1	98,8	-0,2	2,4	-1,5	-2,5	-0,3	1,6	-0,1	3,0	0,7	0,1	1,3
Q2	98,9	-0,3	-1,1	-2,1	-2,7	0,3	1,1	-0,2	4,5	1,0	0,0	-0,3
Q3	99,2	0,5	0,1	0,0	-2,2	0,4	2,2	-0,1	4,5	0,8	0,8	-0,1

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 deposit (EURIBOR)	Secured overnight financing rate (SOFR)	Tokyo overnight average rate (TONAR)
	1	2	3	4	5	6	7
2022	-0,01	0,09	0,35	0,68	1,10	1,63	-0,03
2023	3,21	3,25	3,43	3,69	3,86	5,00	-0,04
2024	3,64	3,56	3,57	3,48	3,27	5,15	0,12
2024 July	3,66	3,62	3,68	3,64	3,53	5,34	0,08
Aug.	3,66	3,60	3,55	3,42	3,17	5,33	0,23
Sep.	3,56	3,44	3,43	3,26	2,94	5,15	0,23
Oct.	3,34	3,21	3,17	3,00	2,69	4,85	0,23
Nov.	3,16	3,07	3,01	2,79	2,51	4,66	0,23
Dec.	3,06	2,89	2,82	2,63	2,44	4,53	0,23

Source: LSEG and ECB calculations.

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

4.2 Yield curves

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

	Spot rates					Spreads			Instantaneous forward rates			
	Euro area ¹⁾					Euro area ¹⁾²⁾	United States	United Kingdom	Euro area ¹⁾²⁾			
	3 months	1 year	2 years	5 years	10 years	10 years - 1 year	10 years - 1 year	10 years - 1 year	1 year	2 years	5 years	10 years
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
2022	1,71	2,46	2,57	2,45	2,56	0,09	-0,84	-0,24	2,85	2,48	2,47	2,76
2023	3,78	3,05	2,44	1,88	2,08	-0,96	-0,92	-1,20	2,25	1,54	1,76	2,64
2024	2,58	2,18	2,01	2,13	2,45	0,27	0,41	-0,06	1,86	1,89	2,50	2,91
2024 July	3,29	2,92	2,58	2,19	2,33	-0,59	-0,72	-0,49	2,50	2,04	2,03	2,86
Aug.	3,26	2,74	2,36	2,14	2,39	-0,35	-0,51	-0,46	2,21	1,85	2,27	2,87
Sep.	3,12	2,43	2,03	1,93	2,24	-0,20	-0,23	-0,39	1,81	1,58	2,19	2,78
Oct.	2,88	2,47	2,24	2,25	2,52	0,05	0,00	-0,19	2,10	2,00	2,52	2,96
Nov.	2,73	2,18	1,91	1,92	2,19	0,00	-0,12	-0,26	1,72	1,65	2,20	2,59
Dec.	2,58	2,18	2,01	2,13	2,45	0,27	0,41	-0,06	1,86	1,89	2,50	2,91

Source: ECB calculations.

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

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

4.3 Stock market indices

(index levels in points; period averages)

	Dow Jones EURO STOXX Indices												United States	Japan
	Benchmark		Main industry indices											
	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
2022	414,6	3 757,0	937,3	253,4	171,3	110,0	160,6	731,7	748,4	353,4	283,2	825,8	4 098,5	27 257,8
2023	452,0	4 272,0	968,5	292,7	169,2	119,2	186,7	809,8	861,5	367,8	283,1	803,6	4 285,6	30 716,6
2024	502,8	4 870,4	992,6	299,1	161,1	123,9	231,6	951,6	1 069,3	378,7	301,6	792,1	5 430,7	38 395,3
2024 July	506,3	4 913,9	978,1	296,9	159,0	125,6	235,8	943,7	1 138,0	374,7	295,7	780,5	5 538,0	40 102,9
Aug.	494,1	4 788,5	958,1	283,8	159,7	122,8	229,2	922,6	1 055,6	380,0	303,8	819,4	5 478,2	36 873,3
Sep.	505,0	4 877,0	987,6	281,9	165,0	121,6	241,8	950,5	1 029,0	402,8	320,1	843,4	5 621,3	37 307,4
Oct.	511,2	4 948,4	1 000,1	285,2	164,7	123,6	244,9	977,8	1 036,0	402,4	327,0	840,7	5 792,3	38 843,8
Nov.	497,5	4 795,1	939,9	271,5	155,5	121,6	241,8	975,3	997,8	386,1	328,9	816,8	5 929,9	38 617,4
Dec.	507,4	4 918,3	932,6	283,1	151,7	118,8	245,5	996,6	1 065,8	381,4	331,4	816,9	6 012,2	39 297,0

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					
	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⁾	Composite cost-of-borrowing indicator
			Up tp 2 years	Over 2 years			Floating rate and up to 1 year	Over 1 year			Floating rate and up to 1 year	Over 1 and up to 5 years	Over 5 and up to 10 years	Over 10 years		
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16
2023 Dec.	0,37	1,66	3,28	3,46	8,04	16,89	7,47	7,71	8,42	5,38	4,91	4,23	3,81	3,63	4,33	3,98
2024 Jan.	0,39	1,69	3,20	3,15	8,14	16,91	7,92	8,02	8,72	5,37	4,76	4,07	3,67	3,52	4,14	3,87
Feb.	0,38	1,70	3,18	3,07	8,19	16,86	7,61	7,93	8,62	5,30	4,81	4,01	3,64	3,49	4,12	3,84
Mar.	0,39	1,72	3,18	2,91	8,19	16,96	8,03	7,79	8,53	5,15	4,80	3,99	3,57	3,44	4,05	3,80
Apr.	0,39	1,73	3,13	2,89	8,14	17,00	8,03	7,85	8,57	5,19	4,84	3,98	3,59	3,42	4,05	3,81
May	0,39	1,73	3,10	2,81	8,21	17,04	7,65	7,94	8,68	5,26	4,81	3,96	3,62	3,42	4,04	3,81
June	0,38	1,74	3,03	2,84	8,18	17,01	7,41	7,71	8,45	5,15	4,80	3,96	3,64	3,39	4,03	3,78
July	0,38	1,74	3,01	2,77	8,16	17,00	7,55	7,79	8,49	5,03	4,75	3,93	3,64	3,38	4,00	3,75
Aug.	0,38	1,75	2,97	2,69	8,16	16,99	7,85	7,82	8,60	5,05	4,69	3,87	3,62	3,37	3,99	3,73
Sep.	0,37	1,75	3,00	2,73	8,23	17,04	7,55	7,76	8,53	4,89	4,58	3,79	3,55	3,28	3,89	3,64
Oct.	0,36	1,74	2,73	2,63	8,05	16,89	7,24	7,71	8,46	4,65	4,37	3,69	3,47	3,22	3,79	3,55
Nov.	0,35	1,74	2,61	2,52	7,96	16,84	6,52	7,69	8,41	4,57	4,27	3,62	3,43	3,16	3,72	3,47

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 Dec.	0,84	3,71	4,08	5,38	5,56	5,75	5,67	5,45	5,12	4,51	5,26	5,10	4,37	5,24
2024 Jan.	0,89	3,70	3,37	5,38	5,38	5,72	5,65	5,47	5,25	4,43	5,15	5,00	4,19	5,20
Feb.	0,89	3,65	3,50	5,37	5,52	5,76	5,60	5,49	5,15	4,38	5,11	4,84	3,97	5,16
Mar.	0,91	3,68	3,60	5,37	5,47	5,73	5,52	5,44	5,18	4,33	5,18	5,17	4,15	5,20
Apr.	0,91	3,67	3,34	5,37	5,31	5,64	5,62	5,38	5,11	4,30	5,20	5,01	4,14	5,20
May	0,91	3,65	3,61	5,33	5,37	5,77	5,68	5,40	5,09	4,29	4,99	4,96	4,19	5,12
June	0,87	3,54	3,54	5,25	5,33	5,69	5,67	5,24	4,99	4,22	5,02	5,05	4,14	5,08
July	0,87	3,48	3,28	5,21	5,13	5,44	5,50	5,27	4,93	4,17	5,08	4,99	4,12	5,06
Aug.	0,89	3,42	3,12	5,18	5,14	5,40	5,47	5,17	4,85	4,11	5,03	4,78	4,06	5,01
Sep.	0,88	3,28	2,97	5,12	5,03	5,29	5,49	5,02	4,64	4,04	4,73	4,47	3,85	4,79
Oct.	0,82	3,06	2,96	4,89	4,82	5,10	5,29	4,80	4,39	3,92	4,64	4,29	3,85	4,67
Nov.	0,81	2,89	2,65	4,80	4,80	4,99	5,29	4,62	4,25	3,85	4,42	4,19	3,70	4,52

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
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
Short-term														
2022	1 385,3	481,7	141,5	51,2	95,1	667,0	621,7	480,2	179,9	115,8	48,3	50,6	133,9	97,1
2023	1 570,6	618,9	163,2	68,5	86,7	701,8	659,1	501,5	210,8	114,1	39,7	49,2	127,5	103,8
2024	1 567,2	572,5	185,6	64,9	69,6	739,5	673,6	468,3	180,0	114,7	44,2	39,2	134,5	108,2
2024 July	1 575,1	575,2	194,4	71,9	94,4	711,1	651,1	492,6	181,9	122,5	47,0	48,3	139,9	111,7
Aug.	1 585,3	573,4	194,4	68,9	94,3	723,2	659,5	447,6	189,9	104,3	42,9	30,5	123,0	101,3
Sep.	1 588,1	602,6	196,2	72,0	83,5	705,7	642,4	486,3	201,7	102,5	46,8	37,8	144,3	113,4
Oct.	1 565,1	577,2	185,2	66,8	84,9	717,9	656,0	473,9	158,4	128,9	44,7	39,7	146,9	126,5
Nov.	1 575,8	581,8	189,5	68,2	80,2	724,4	665,7	485,1	193,3	120,0	47,6	32,0	139,7	125,8
Dec.	1 567,2	572,5	185,6	64,9	69,6	739,5	673,6	420,4	159,3	115,4	45,5	27,5	118,2	90,7
Long-term														
2022	17 715,0	3 911,0	3 100,6	1 322,1	1 429,8	9 273,5	8 561,5	292,1	76,7	67,9	28,3	17,1	130,4	120,9
2023	19 343,4	4 453,6	3 238,8	1 317,6	1 544,2	10 106,8	9 366,9	320,5	93,7	67,0	25,5	21,3	138,4	129,9
2024	20 513,4	4 792,3	3 563,9	1 341,4	1 648,4	10 508,8	9 737,1	348,6	89,0	86,7	23,5	27,2	145,7	135,1
2024 July	20 039,9	4 673,8	3 412,3	1 316,3	1 595,9	10 357,9	9 594,1	314,7	82,7	90,5	18,7	20,3	121,2	116,9
Aug.	20 144,3	4 693,8	3 420,1	1 317,9	1 599,3	10 431,0	9 663,2	211,6	43,7	55,8	17,3	10,5	101,7	97,0
Sep.	20 442,9	4 751,3	3 460,1	1 326,5	1 627,7	10 603,7	9 824,9	377,4	86,8	97,8	31,6	39,7	153,1	143,2
Oct.	20 368,8	4 767,1	3 474,2	1 323,9	1 626,8	10 500,7	9 723,4	366,3	89,8	95,5	19,5	24,9	156,1	145,9
Nov.	20 708,3	4 814,6	3 538,5	1 337,8	1 658,2	10 696,9	9 916,2	321,5	69,8	96,5	33,2	28,2	126,9	120,2
Dec.	20 513,4	4 792,3	3 563,9	1 341,4	1 648,4	10 508,8	9 737,1	229,4	56,2	85,8	23,5	18,8	68,6	62,6

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											
2022	19 100,3	4 392,7	3 242,1	1 373,2	1 524,9	9 940,5	9 183,2	8 704,0	525,2	1 289,8	6 888,4
2023	20 914,0	5 072,6	3 402,0	1 386,1	1 630,9	10 808,5	10 026,0	9 675,7	619,7	1 418,8	7 636,7
2024	22 080,6	5 364,8	3 749,4	1 406,2	1 718,0	11 248,3	10 410,7	10 176,3	751,2	1 592,7	7 832,0
2024 July	21 615,0	5 249,0	3 606,7	1 388,3	1 690,3	11 068,9	10 245,2	10 114,1	724,0	1 539,3	7 850,4
Aug.	21 729,6	5 267,2	3 614,6	1 386,8	1 693,6	11 154,2	10 322,7	10 245,8	724,0	1 563,9	7 957,5
Sep.	22 031,0	5 354,0	3 656,4	1 398,5	1 711,3	11 309,4	10 467,2	10 409,9	746,7	1 570,1	8 092,7
Oct.	21 934,0	5 344,3	3 659,3	1 390,7	1 711,7	11 218,6	10 379,4	10 096,2	751,1	1 556,1	7 788,6
Nov.	22 284,1	5 396,4	3 728,0	1 406,0	1 738,4	11 421,3	10 581,9	10 176,0	723,0	1 589,3	7 863,4
Dec.	22 080,6	5 364,8	3 749,4	1 406,2	1 718,0	11 248,3	10 410,7	10 176,3	751,2	1 592,7	7 832,0
Growth rate ¹⁾											
2024 May	5.5	9.0	3.7	-1.6	3.4	4.9	4.8	-1.2	-3.2	0.2	-1.3
June	4.9	7.5	3.7	-1.9	3.9	4.2	4.2	-0.6	-3.3	-1.1	-0.3
July	4.5	5.7	4.1	-2.1	3.2	4.2	4.2	-0.4	-3.5	-0.7	0.0
Aug.	4.7	5.4	4.6	-1.4	3.7	4.5	4.4	-0.3	-3.4	-0.7	0.0
Sep.	4.7	6.2	4.8	-0.8	3.7	4.2	4.0	-0.2	-2.1	-0.6	0.1
Oct.	4.8	5.7	4.3	-1.9	3.9	4.7	4.5	0.2	-2.2	-0.6	0.6
Nov.	4.6	4.7	5.6	-0.2	3.7	4.5	4.5	0.2	-1.9	-0.7	0.6
Dec.	4.4	3.9	6.4	-0.5	3.3	4.2	4.1	0.1	-2.5	-0.6	0.5

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	Real CPI	Real PPI	Real GDP deflator	Real ULCM	Real ULCT	Nominal	Real CPI
	1	2	3	4	5	6	7	8
2022	95,3	90,8	93,6	84,5	64,4	82,8	116,1	90,9
2023	98,1	94,0	98,1	89,0	66,7	86,6	121,8	94,7
2024	98,4	94,4	98,2	.	.	.	124,1	95,0
2024 Q1	98,4	94,4	98,4	89,6	68,0	87,6	123,7	95,2
Q2	98,7	94,6	98,5	89,7	67,7	87,8	124,1	95,2
Q3	99,0	95,0	98,8	90,2	67,0	87,9	125,1	95,6
Q4	97,6	93,6	97,3	.	.	.	123,6	94,2
2024 July	99,0	95,1	98,9	-	-	-	124,8	95,6
Aug.	99,0	95,0	98,8	-	-	-	125,2	95,7
Sep.	98,8	94,8	98,7	-	-	-	125,2	95,6
Oct.	98,2	94,3	98,0	-	-	-	124,4	95,0
Nov.	97,5	93,6	97,3	-	-	-	123,5	94,1
Dec.	96,9	92,9	96,6	-	-	-	122,7	93,4
Percentage change versus previous month								
2024 Dec.	-0,6	-0,7	-0,7	-	-	-	-0,6	-0,8
Percentage change versus previous year								
2024 Dec.	-1,3	-1,1	-1,5	-	-	-	-0,4	-1,6

Source: ECB.

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

4.9 Bilateral exchange rates

(period averages; units of national currency per euro)

	Chinese renminbi	Croatian kuna	Czech koruna	Danish krone	Hungarian forint	Japanese yen	Polish zloty	Pound sterling	Romanian leu	Swedish krona	Swiss franc	US Dollar
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
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
2024	7,787	.	25,120	7,459	395,304	163,852	4,306	0,847	4,9746	11,433	0,953	1,082
2024 Q1	7,805	.	25,071	7,456	388,182	161,150	4,333	0,856	4,9735	11,279	0,949	1,086
Q2	7,797	.	24,959	7,460	391,332	167,773	4,300	0,853	4,9750	11,504	0,974	1,077
Q3	7,870	.	25,195	7,461	394,101	163,952	4,283	0,845	4,9746	11,451	0,952	1,098
Q4	7,675	.	25,248	7,459	407,465	162,549	4,307	0,832	4,9754	11,494	0,936	1,068
2024 July	7,875	.	25,299	7,461	392,836	171,171	4,282	0,843	4,9730	11,532	0,968	1,084
Aug.	7,874	.	25,179	7,461	394,695	161,055	4,292	0,852	4,9766	11,456	0,945	1,101
Sep.	7,861	.	25,099	7,460	394,863	159,081	4,276	0,840	4,9744	11,358	0,941	1,111
Oct.	7,728	.	25,298	7,459	401,901	163,197	4,317	0,835	4,9750	11,405	0,939	1,090
Nov.	7,662	.	25,301	7,458	409,251	163,234	4,332	0,834	4,9762	11,583	0,936	1,063
Dec.	7,630	.	25,136	7,459	411,986	161,083	4,270	0,828	4,9749	11,504	0,934	1,048
Percentage change versus previous month												
2024 Dec.	-0,4	.	-0,7	0,0	0,7	-1,3	-1,4	-0,7	0,0	-0,7	-0,2	-1,4
Percentage change versus previous year												
2024 Dec.	-2,0	.	2,7	0,0	7,9	2,5	-1,5	-3,9	0,1	2,7	-1,1	-3,9

Source: ECB.

4 Financial market developments

4.10 Euro area balance of payments, financial account

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

	Total ¹⁾			Direct investment		Portfolio investment		Net financial derivatives	Other investment		Reserve assets	Memo: Gross external debt
	Assets	Liabilities	Net	Assets	Liabilities	Assets	Liabilities		Assets	Liabilities		
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
Outstanding amounts (international investment position)												
2023 Q4	32 386,9	32 041,0	345,9	12 121,5	9 944,6	12 465,4	14 520,1	-4,0	6 656,2	7 576,3	1 147,8	16 219,7
2024 Q1	33 684,6	33 138,9	545,7	12 390,0	10 014,1	13 124,9	15 268,1	-0,5	6 955,1	7 856,7	1 215,1	16 699,7
Q2	34 253,2	33 286,0	967,2	12 398,7	9 921,7	13 540,9	15 549,6	7,1	7 038,9	7 814,7	1 267,6	16 653,6
Q3	34 531,2	33 419,0	1 112,2	12 171,4	9 733,1	13 843,4	15 888,5	-3,9	7 201,3	7 797,4	1 319,0	16 690,5
Outstanding amounts as percentage of GDP												
2024 Q3	230,2	222,7	7,4	81,1	64,9	92,3	105,9	0,0	48,0	52,0	8,8	111,2
Transactions												
2023 Q4	-325,7	-438,2	112,5	-323,5	-300,5	45,2	91,5	21,9	-75,7	-229,2	6,4	-
2024 Q1	568,3	453,8	114,5	128,2	32,3	172,1	198,5	13,5	253,4	223,1	1,2	-
Q2	180,2	51,3	128,9	-31,7	-104,8	173,1	254,2	16,9	18,1	-98,1	3,7	-
Q3	412,3	274,2	138,0	5,4	-12,7	166,5	217,4	-8,3	252,6	69,5	-4,0	-
2024 June	-15,4	-103,7	88,3	-22,2	-33,9	66,9	115,9	2,3	-63,6	-185,7	1,3	-
July	127,8	78,1	49,7	14,4	-11,9	51,9	59,9	-2,2	66,9	30,1	-3,1	-
Aug.	94,1	69,5	24,6	-9,6	-1,9	40,6	64,3	-7,7	73,8	7,1	-3,0	-
Sep.	190,4	126,7	63,7	0,6	1,2	74,0	93,1	1,6	112,0	32,4	2,2	-
Oct.	86,3	55,1	31,3	12,1	7,5	68,8	46,1	20,2	-14,5	1,5	-0,2	-
Nov.	162,9	153,8	9,1	6,8	4,5	38,5	61,9	-0,8	117,0	87,3	1,3	-
12-month cumulated transactions												
2024 Nov.	1 085,5	646,0	439,5	-65,5	-234,9	620,0	852,0	42,4	485,4	28,8	3,3	-
12-month cumulated transactions as percentage of GDP												
2024 Nov.	7,2	4,3	2,9	-0,4	-1,6	4,1	5,7	0,3	3,2	0,2	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											Total
	M2						M3-M2					
	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						
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
Outstanding amounts												
2022	1 538,9	9 758,1	11 297,0	1 366,9	2 565,3	3 932,2	15 229,2	123,0	646,3	49,8	819,1	16 048,2
2023	1 536,2	8 809,5	10 345,6	2 294,1	2 460,4	4 754,6	15 100,2	184,9	739,7	70,8	995,3	16 095,6
2024	1 556,9	9 015,7	10 572,6	2 530,4	2 468,9	4 999,4	15 572,0	253,3	873,0	28,1	1 154,4	16 726,4
2024 Q1	1 526,2	8 740,0	10 266,3	2 440,1	2 431,0	4 871,1	15 137,4	192,4	787,0	72,9	1 052,3	16 189,7
Q2	1 533,9	8 792,8	10 326,7	2 535,8	2 425,4	4 961,3	15 288,0	210,4	815,9	59,2	1 085,5	16 373,5
Q3	1 541,7	8 842,5	10 384,2	2 590,7	2 424,8	5 015,5	15 399,7	237,3	858,7	47,3	1 143,3	16 543,0
Q4 ^(a)	1 556,9	9 015,7	10 572,6	2 530,4	2 468,9	4 999,4	15 572,0	253,3	873,0	28,1	1 154,4	16 726,4
2024 July	1 536,5	8 746,8	10 283,3	2 540,8	2 424,8	4 965,6	15 248,9	226,0	827,1	57,8	1 110,9	16 359,8
Aug.	1 538,8	8 791,8	10 330,5	2 558,5	2 426,5	4 985,0	15 315,5	242,4	839,9	52,0	1 134,2	16 449,7
Sep.	1 541,7	8 842,5	10 384,2	2 590,7	2 424,8	5 015,5	15 399,7	237,3	858,7	47,3	1 143,3	16 543,0
Oct.	1 545,6	8 892,1	10 437,7	2 556,0	2 427,7	4 983,7	15 421,4	248,9	854,8	51,7	1 155,4	16 576,8
Nov.	1 550,9	8 995,4	10 546,3	2 560,3	2 433,8	4 994,0	15 540,4	244,8	859,6	38,9	1 143,3	16 683,7
Dec. ^(a)	1 556,9	9 015,7	10 572,6	2 530,4	2 468,9	4 999,4	15 572,0	253,3	873,0	28,1	1 154,4	16 726,4
Transactions												
2022	69,9	-57,3	12,6	425,5	55,6	481,1	493,7	3,6	2,4	76,8	82,8	576,5
2023	-4,1	-969,2	-973,3	920,7	-99,5	821,2	-152,1	40,3	93,8	23,5	157,6	5,5
2024	21,3	162,2	183,5	203,5	8,9	212,4	395,9	76,3	123,0	-37,6	161,6	557,5
2024 Q1	-9,3	-75,0	-84,3	144,1	-28,9	115,2	30,8	9,9	47,1	7,3	64,3	95,2
Q2	7,7	52,0	59,7	71,4	-5,6	65,9	125,5	17,6	25,9	-13,4	30,1	155,6
Q3	7,8	28,0	35,8	59,5	-0,5	58,9	94,7	28,2	38,8	-11,0	56,0	150,7
Q4 ^(a)	15,2	157,2	172,4	-71,5	43,9	-27,6	144,8	20,5	11,2	-20,5	11,2	156,0
2024 July	2,6	-44,0	-41,5	5,7	-0,7	4,9	-36,5	15,8	9,9	-2,0	23,7	-12,8
Aug.	2,3	18,7	20,9	20,5	1,9	22,4	43,3	17,1	11,4	-5,8	22,8	66,1
Sep.	3,0	53,4	56,3	33,3	-1,7	31,6	87,9	-4,7	17,4	-3,3	9,4	97,4
Oct.	3,9	43,9	47,7	-38,3	2,8	-35,5	12,2	10,6	-4,9	4,6	10,3	22,5
Nov.	5,3	96,9	102,2	-1,5	6,0	4,5	106,7	-5,4	3,9	-15,6	-17,1	89,6
Dec. ^(a)	6,0	16,5	22,5	-31,7	35,1	3,4	25,9	15,2	12,2	-9,4	18,0	43,9
Growth rates												
2022	4,8	-0,6	0,1	45,9	2,2	14,0	3,4	2,9	0,4	457,9	11,1	3,7
2023	-0,3	-9,9	-8,6	67,0	-3,9	20,9	-1,0	32,7	14,5	44,3	19,3	0,0
2024	1,4	1,8	1,8	8,9	0,4	4,5	2,6	41,7	16,6	-57,8	16,3	3,5
2024 Q1	-1,1	-7,6	-6,7	49,9	-4,5	16,7	-0,3	68,7	18,1	-16,8	20,7	0,9
Q2	-0,1	-4,1	-3,5	34,8	-3,5	12,8	1,2	62,6	17,0	-29,5	18,9	2,2
Q3	0,5	-1,6	-1,3	22,9	-1,7	9,6	2,0	61,5	19,3	-34,3	21,8	3,2
Q4 ^(a)	1,4	1,8	1,8	8,9	0,4	4,5	2,6	41,7	16,6	-57,8	16,3	3,5
2024 July	0,2	-3,6	-3,0	30,7	-3,3	11,5	1,2	65,4	18,5	-26,3	21,6	2,4
Aug.	0,3	-2,5	-2,0	26,2	-2,2	10,5	1,7	79,0	19,2	-37,6	22,7	2,9
Sep.	0,5	-1,6	-1,3	22,9	-1,7	9,6	2,0	61,5	19,3	-34,3	21,8	3,2
Oct.	0,7	0,1	0,2	16,8	-1,1	7,3	2,4	55,6	18,7	-35,8	20,3	3,4
Nov.	1,1	1,5	1,5	13,3	-0,6	6,1	2,9	39,2	17,9	-48,8	17,0	3,8
Dec. ^(a)	1,4	1,8	1,8	8,9	0,4	4,5	2,6	41,7	16,6	-57,8	16,3	3,5

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⁾	Insurance corporations and pension funds ¹²⁾	Other general government ⁴⁾
	Total	Overnight	With an agreed maturity of up to 2 years	Redeemable at notice of up to 3 months	Repos	Total	Overnight	With an agreed maturity of up to 2 years	Redeemable at notice of up to 3 months	Repos			
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
Outstanding amounts													
2022	3 361,5	2 721,2	499,5	134,7	6,2	8 374,2	5 542,6	437,9	2 392,9	0,9	1 282,8	231,5	563,3
2023	3 334,2	2 419,5	771,8	131,3	11,6	8 421,5	5 110,8	1 015,9	2 293,3	1,4	1 223,9	227,0	542,3
2024	3 431,3	2 500,6	792,7	133,7	4,3	8 755,0	5 197,6	1 254,6	2 301,3	1,5	1 306,1	231,5	544,5
2024 Q1	3 337,8	2 381,4	817,8	127,8	10,9	8 457,8	5 056,9	1 133,0	2 266,9	1,0	1 243,9	223,6	540,4
Q2	3 380,3	2 409,1	833,1	127,3	10,8	8 529,0	5 060,9	1 203,4	2 263,4	1,3	1 299,6	221,8	533,8
Q3	3 364,8	2 404,7	823,6	125,6	11,0	8 618,8	5 091,3	1 260,4	2 266,2	1,0	1 330,8	230,1	550,8
Q4 ⁴⁾	3 431,3	2 500,6	792,7	133,7	4,3	8 755,0	5 197,6	1 254,6	2 301,3	1,5	1 306,1	231,5	544,5
2024 July	3 364,7	2 398,2	830,0	126,9	9,6	8 550,5	5 057,8	1 227,8	2 264,0	0,9	1 268,2	215,3	539,7
Aug.	3 363,8	2 395,9	831,9	126,3	9,7	8 589,4	5 089,2	1 232,9	2 266,3	1,0	1 304,4	218,0	543,5
Sep.	3 364,8	2 404,7	823,6	125,6	11,0	8 618,8	5 091,3	1 260,4	2 266,2	1,0	1 330,8	230,1	550,8
Oct.	3 378,3	2 422,1	816,0	127,5	12,7	8 658,0	5 122,0	1 267,7	2 267,3	0,9	1 319,2	220,5	548,7
Nov.	3 408,7	2 453,5	812,2	129,8	13,2	8 698,4	5 164,8	1 261,6	2 271,2	0,8	1 334,3	229,4	563,5
Dec. ⁴⁾	3 431,3	2 500,6	792,7	133,7	4,3	8 755,0	5 197,6	1 254,6	2 301,3	1,5	1 306,1	231,5	544,5
Transactions													
2022	122,9	-89,2	207,7	5,9	-1,5	295,8	166,8	74,9	54,0	0,1	-10,2	6,2	12,5
2023	-31,5	-306,8	271,1	-1,4	5,6	18,9	-459,8	572,6	-94,5	0,6	-64,2	-3,0	-27,8
2024	95,1	75,7	16,5	2,9	0,1	296,2	54,2	233,9	8,0	0,1	56,5	3,4	-0,5
2024 Q1	2,4	-40,1	45,1	-3,0	0,3	33,4	-54,8	115,1	-26,5	-0,4	20,1	-3,9	-1,9
Q2	40,1	27,7	12,9	-0,4	-0,2	70,5	3,7	70,0	-3,4	0,2	34,9	-2,1	-7,9
Q3	-9,4	-0,6	-7,3	-1,9	0,4	60,8	0,1	58,1	2,9	-0,3	37,9	9,3	16,5
Q4 ⁴⁾	62,1	88,7	-34,2	8,1	-0,5	131,5	105,3	-9,4	35,1	0,5	-36,4	0,1	-7,1
2024 July	-14,2	-9,9	-2,6	-0,6	-1,1	21,9	-2,9	24,6	0,6	-0,3	-30,5	-6,4	5,9
Aug.	3,1	0,0	3,3	-0,6	0,3	8,1	0,0	5,7	2,4	0,0	40,2	3,1	3,8
Sep.	1,8	9,2	-8,0	-0,7	1,3	30,8	3,0	27,9	-0,1	0,0	28,2	12,6	6,8
Oct.	9,5	14,9	-8,9	1,9	1,6	36,8	29,2	6,6	1,1	0,0	-14,7	-10,0	-2,7
Nov.	26,2	28,8	-5,1	2,3	0,3	38,2	43,2	-8,6	3,8	-0,2	8,7	8,3	14,5
Dec. ⁴⁾	26,4	45,0	-20,2	3,9	-2,3	56,4	32,9	-7,4	30,2	0,8	-30,4	1,8	-19,0
Growth rates													
2022	3,8	-3,2	70,3	4,6	-17,5	3,7	3,1	20,6	2,3	19,9	-0,5	2,8	2,3
2023	-0,9	-11,2	54,2	-1,1	90,8	0,2	-8,3	129,3	-4,0	67,7	-4,9	-1,3	-4,9
2024	2,9	3,1	2,1	2,2	1,8	3,5	1,0	23,0	0,4	6,1	4,6	1,5	-0,1
2024 Q1	0,1	-8,3	36,4	-3,2	38,9	0,9	-7,1	101,7	-4,6	11,9	1,3	-2,0	-6,0
Q2	1,7	-3,4	21,3	-2,8	-8,9	2,0	-4,8	71,5	-3,6	48,4	6,8	-2,1	-5,5
Q3	1,6	-1,0	11,5	-4,2	-15,0	2,8	-2,7	48,0	-1,4	21,7	6,9	10,0	-1,6
Q4 ⁴⁾	2,9	3,1	2,1	2,2	1,8	3,5	1,0	23,0	0,4	6,1	4,6	1,5	-0,1
2024 July	1,7	-2,7	18,0	-3,0	2,4	2,2	-4,1	62,4	-3,2	10,5	5,6	-3,0	-4,8
Aug.	1,8	-2,0	15,5	-3,8	10,4	2,3	-3,4	51,9	-2,1	16,3	10,3	-1,3	-3,0
Sep.	1,6	-1,0	11,5	-4,2	-15,0	2,8	-2,7	48,0	-1,4	21,7	6,9	10,0	-1,6
Oct.	1,7	0,5	5,9	-2,5	17,5	3,2	-1,2	39,1	-0,9	25,2	7,9	3,6	0,2
Nov.	2,3	1,7	4,6	-1,0	-4,1	3,5	0,2	30,1	-0,4	-3,1	7,7	1,6	4,6
Dec. ⁴⁾	2,9	3,1	2,1	2,2	1,8	3,5	1,0	23,0	0,4	6,1	4,6	1,5	-0,1

Sources: ECB.

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

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

3) Including non-profit institutions serving households.

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

5 Financing conditions and credit developments

5.3 Credit to euro area residents ¹⁾

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

	Credit to general government			Credit to other euro area residents								
	Total	Loans	Debt securities	Total	Loans					Debt securities	Equity and non-money market fund investment fund shares	
					Total		To non-financial corporations ²⁾	To households ²⁾	To financial corporations other than MFIs and ICPFs ³⁾	To insurance corporations and pension funds		
	1	2	3	4	Total	Adjusted loans ²⁾	7	8	9	10	11	12
Outstanding amounts												
2022	6 352,0	1 001,3	5 325,7	15 389,8	12 987,5	13 174,9	5 126,5	6 631,8	1 082,5	146,7	1 565,9	836,4
2023	6 305,3	990,6	5 289,3	15 493,3	13 034,1	13 253,2	5 123,2	6 648,1	1 124,8	138,0	1 560,8	898,4
2024	6 258,1	987,9	5 244,3	15 761,5	13 245,5	13 500,5	5 182,7	6 676,5	1 246,4	139,9	1 578,8	937,2
2024 Q1	6 220,9	977,6	5 217,8	15 545,4	13 045,5	13 276,9	5 115,5	6 642,2	1 150,6	137,2	1 569,9	930,1
Q2	6 195,5	978,6	5 191,1	15 572,5	13 101,2	13 339,7	5 127,6	6 644,8	1 197,9	130,9	1 554,2	917,1
Q3	6 255,1	975,4	5 253,9	15 633,8	13 143,5	13 377,8	5 138,7	6 661,4	1 210,6	132,8	1 561,7	928,6
Q4	6 258,1	987,9	5 244,3	15 761,5	13 245,5	13 500,5	5 182,7	6 676,5	1 246,4	139,9	1 578,8	937,2
2024 July	6 222,2	973,9	5 222,6	15 597,0	13 125,3	13 357,4	5 124,8	6 645,6	1 222,7	132,2	1 547,0	924,7
Aug.	6 234,1	976,8	5 231,7	15 614,8	13 133,2	13 366,9	5 128,0	6 655,4	1 216,5	133,3	1 556,4	925,2
Sep.	6 255,1	975,4	5 253,9	15 633,8	13 143,5	13 377,8	5 138,7	6 661,4	1 210,6	132,8	1 561,7	928,6
Oct.	6 245,8	986,6	5 233,4	15 667,9	13 165,7	13 415,5	5 144,1	6 661,0	1 224,9	135,7	1 572,7	929,5
Nov.	6 276,3	990,3	5 260,2	15 686,1	13 179,0	13 419,4	5 149,6	6 673,6	1 221,2	134,6	1 576,0	931,0
Dec.	6 258,1	987,9	5 244,3	15 761,5	13 245,5	13 500,5	5 182,7	6 676,5	1 246,4	139,9	1 578,8	937,2
Transactions												
2022	173,8	8,5	163,8	636,4	623,8	680,5	269,0	241,8	126,3	-13,3	18,6	-5,9
2023	-160,8	-17,4	-143,7	55,6	24,6	72,4	-5,7	7,7	30,8	-8,2	-15,1	46,1
2024	-64,7	-2,7	-62,5	268,2	226,6	269,0	67,1	44,2	113,7	1,6	10,7	30,9
2024 Q1	-61,1	-11,6	-49,6	59,2	28,6	42,1	-2,1	-2,4	33,9	-0,8	9,0	21,6
Q2	-4,7	1,5	-6,4	19,8	38,9	49,1	14,2	4,9	26,3	-6,5	-14,7	-4,4
Q3	-4,2	-3,2	-1,0	68,6	59,6	53,5	10,2	20,0	27,3	2,1	4,1	4,9
Q4	5,3	10,7	-5,5	120,5	99,5	124,3	44,8	21,6	26,3	6,8	12,3	8,8
2024 July	-8,6	-4,5	-4,0	23,5	29,1	23,0	-0,1	1,5	26,2	1,4	-9,8	4,2
Aug.	9,3	2,8	6,5	23,5	15,1	15,8	7,2	10,7	-3,9	1,2	9,6	-1,3
Sep.	-5,0	-1,6	-3,5	21,6	15,4	14,7	3,0	7,8	5,0	-0,4	4,3	1,9
Oct.	6,6	8,6	-1,9	35,4	22,0	40,9	7,3	0,2	11,7	2,8	10,5	2,9
Nov.	-6,3	4,7	-11,0	6,0	6,2	-3,1	3,5	13,3	-9,3	-1,2	-1,1	0,8
Dec.	4,9	-2,6	7,4	79,1	71,2	86,6	34,0	8,0	23,9	5,2	2,8	5,1
Growth rates												
2022	2,7	0,9	3,0	4,3	5,0	5,4	5,5	3,8	13,4	-7,9	1,2	-0,6
2023	-2,5	-1,7	-2,7	0,4	0,2	0,5	-0,1	0,1	2,8	-5,5	-1,0	5,4
2024	-1,0	-0,3	-1,2	1,7	1,7	2,0	1,3	0,7	10,1	1,2	0,7	3,4
2024 Q1	-2,5	-1,6	-2,8	0,8	0,4	0,8	-0,2	-0,2	6,4	-1,3	0,5	7,1
Q2	-1,4	-0,5	-1,6	0,8	0,9	1,1	0,2	0,3	8,5	-8,5	-1,7	4,6
Q3	-1,2	-1,0	-1,2	1,2	1,3	1,6	0,6	0,6	9,3	-3,7	-1,4	4,3
Q4	-1,0	-0,3	-1,2	1,7	1,7	2,0	1,3	0,7	10,1	1,2	0,7	3,4
2024 July	-1,1	-0,9	-1,1	0,9	1,0	1,3	0,2	0,4	9,4	-2,5	-2,2	4,3
Aug.	-1,1	-0,6	-1,2	1,2	1,3	1,5	0,4	0,5	10,2	1,5	-1,5	4,0
Sep.	-1,2	-1,0	-1,2	1,2	1,3	1,6	0,6	0,6	9,3	-3,7	-1,4	4,3
Oct.	-0,8	-0,2	-1,0	1,2	1,2	1,7	0,6	0,5	8,6	0,2	-0,1	3,8
Nov.	-0,7	0,5	-1,0	1,3	1,2	1,5	0,8	0,5	7,0	0,0	0,3	4,7
Dec.	-1,0	-0,3	-1,2	1,7	1,7	2,0	1,3	0,7	10,1	1,2	0,7	3,4

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										
2022	5 126,5	5 126,4	960,0	1 076,9	3 089,6	6 631,8	6 832,5	715,1	5 214,2	702,6
2023	5 123,2	5 138,2	907,3	1 090,3	3 125,6	6 648,1	6 866,2	731,3	5 228,8	688,0
2024	5 182,7	5 203,3	921,7	1 099,0	3 162,1	6 676,5	6 928,0	744,2	5 255,6	676,7
2024 Q1	5 115,5	5 131,7	890,3	1 088,1	3 137,1	6 642,2	6 873,7	738,9	5 221,4	682,0
Q2	5 127,6	5 145,0	899,9	1 087,7	3 140,1	6 644,8	6 880,6	737,5	5 227,1	680,1
Q3	5 138,7	5 160,8	912,4	1 088,6	3 137,7	6 661,4	6 899,2	742,4	5 245,1	674,0
Q4	5 182,7	5 203,3	921,7	1 099,0	3 162,1	6 676,5	6 928,0	744,2	5 255,6	676,7
2024 July	5 124,8	5 140,9	898,6	1 086,8	3 139,5	6 645,6	6 883,9	739,4	5 230,7	675,5
Aug.	5 128,0	5 135,9	898,0	1 086,3	3 143,6	6 655,4	6 890,7	741,5	5 239,5	674,3
Sep.	5 138,7	5 160,8	912,4	1 088,6	3 137,7	6 661,4	6 899,2	742,4	5 245,1	674,0
Oct.	5 144,1	5 162,5	920,4	1 088,5	3 135,2	6 661,0	6 907,5	741,7	5 240,6	678,7
Nov.	5 149,6	5 166,0	919,0	1 087,3	3 143,3	6 673,6	6 918,4	741,1	5 250,4	682,1
Dec.	5 182,7	5 203,3	921,7	1 099,0	3 162,1	6 676,5	6 928,0	744,2	5 255,6	676,7
Transactions										
2022	269,0	308,3	78,0	77,3	113,7	241,8	250,0	23,2	217,7	0,9
2023	-5,7	24,0	-43,9	10,3	27,9	7,7	26,8	18,9	10,1	-21,3
2024	67,1	78,1	11,6	13,3	42,3	44,2	76,8	25,6	28,8	-10,3
2024 Q1	-2,1	0,8	-14,9	-1,1	13,9	-2,4	9,7	8,4	-6,1	-4,7
Q2	14,2	17,0	13,5	-1,2	2,0	4,9	10,5	0,4	5,9	-1,4
Q3	10,2	14,2	6,1	3,3	0,7	20,0	20,9	7,2	17,9	-5,1
Q4	44,8	46,0	6,9	12,3	25,6	21,6	35,7	9,6	11,1	0,9
2024 July	-0,1	-1,4	-0,3	-0,5	0,8	1,5	4,1	2,8	3,0	-4,3
Aug.	7,2	-1,2	1,3	0,5	5,4	10,7	7,5	2,5	9,0	-0,8
Sep.	3,0	16,8	5,2	3,3	-5,5	7,8	9,3	1,9	5,9	0,0
Oct.	7,3	6,2	6,2	0,5	0,6	0,2	9,7	3,2	-3,2	0,2
Nov.	3,5	1,0	-2,4	-1,3	7,2	13,3	11,6	1,8	9,1	2,5
Dec.	34,0	38,9	3,2	13,1	17,8	8,0	14,4	4,5	5,2	-1,7
Growth rates										
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
2024	1,3	1,5	1,3	1,2	1,4	0,7	1,1	3,5	0,6	-1,5
2024 Q1	-0,2	0,3	-3,9	-0,2	1,0	-0,2	0,2	3,3	-0,2	-3,0
Q2	0,2	0,7	-1,0	-0,1	0,7	0,3	0,3	2,7	0,4	-2,5
Q3	0,6	1,1	0,9	0,5	0,5	0,6	0,7	2,8	0,6	-2,2
Q4	1,3	1,5	1,3	1,2	1,4	0,7	1,1	3,5	0,6	-1,5
2024 July	0,2	0,6	-0,8	-0,3	0,6	0,4	0,5	2,8	0,5	-2,7
Aug.	0,4	0,8	0,0	0,1	0,7	0,5	0,6	2,9	0,6	-2,5
Sep.	0,6	1,1	0,9	0,5	0,5	0,6	0,7	2,8	0,6	-2,2
Oct.	0,6	1,2	1,6	0,3	0,5	0,5	0,8	3,1	0,4	-1,8
Nov.	0,8	1,0	1,3	0,3	0,8	0,5	0,9	3,2	0,4	-1,5
Dec.	1,3	1,5	1,3	1,2	1,4	0,7	1,1	3,5	0,6	-1,5

Source: ECB.

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

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

3) Including non-profit institutions serving households.

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

5 Financing conditions and credit developments

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

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

	MFI liabilities					MFI assets				
	Central government holdings ²⁾	Longer-term financial liabilities vis-à-vis other euro area residents				Net external assets	Other			
		Total	Deposits with an agreed maturity of over 2 years	Deposits redeemable at notice of over 3 months	Debt securities with a maturity of over 2 years	Capital and reserves	Total	Repos with central counterparties ³⁾	Reverse repos to central counterparties ³⁾	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
Outstanding amounts										
2022	639,4	6 732,9	1 783,0	45,7	2 110,7	2 793,4	1 332,5	346,2	137,2	147,2
2023	447,4	7 326,8	1 827,5	90,2	2 416,7	2 992,4	1 858,1	213,1	155,0	152,6
2024	377,7	7 834,1	1 843,9	116,5	2 587,2	3 286,5	2 691,0	227,6	140,4	135,9
2024 Q1	395,4	7 457,1	1 828,2	103,9	2 492,2	3 032,8	2 050,3	225,6	178,0	174,2
Q2	410,5	7 526,1	1 828,2	109,9	2 530,1	3 057,9	2 243,6	298,5	182,6	176,5
Q3	402,8	7 679,4	1 833,1	114,3	2 541,1	3 190,9	2 490,1	246,3	184,9	188,5
Q4 ^(p)	377,7	7 834,1	1 843,9	116,5	2 587,2	3 286,5	2 691,0	227,6	140,4	135,9
2024 July	404,8	7 578,3	1 821,5	111,6	2 528,5	3 116,8	2 342,4	181,3	166,9	154,9
Aug.	419,2	7 608,9	1 822,6	112,7	2 537,4	3 136,3	2 397,6	231,3	193,2	170,7
Sep.	402,8	7 679,4	1 833,1	114,3	2 541,1	3 190,9	2 490,1	246,3	184,9	188,5
Oct.	445,4	7 752,7	1 832,2	115,7	2 560,6	3 244,2	2 602,9	258,3	169,6	172,2
Nov.	424,2	7 806,0	1 839,7	115,9	2 575,9	3 274,5	2 642,4	309,1	176,8	164,0
Dec. ^(p)	377,7	7 834,1	1 843,9	116,5	2 587,2	3 286,5	2 691,0	227,6	140,4	135,9
Transactions										
2022	-93,4	39,5	-88,8	-4,6	0,4	132,5	-69,0	-218,7	10,4	18,0
2023	-198,2	338,4	25,2	40,0	231,0	42,2	459,2	-208,2	19,7	9,0
2024	-69,2	293,3	16,4	26,3	169,1	81,5	574,0	4,0	-12,0	-16,7
2024 Q1	-51,7	112,3	3,4	13,6	89,3	5,9	139,3	18,3	25,6	21,5
Q2	15,7	43,3	-0,1	6,0	32,7	4,7	150,2	49,3	4,6	2,3
Q3	-7,7	68,5	7,5	4,4	40,7	15,9	173,7	-26,7	2,4	12,0
Q4 ^(p)	-25,6	69,2	5,6	2,2	6,5	55,0	110,7	-36,9	-44,5	-52,6
2024 July	-5,7	8,8	-6,0	1,6	6,1	7,1	66,0	-90,6	-15,7	-21,6
Aug.	14,4	26,7	2,4	1,1	20,7	2,5	46,4	28,0	26,4	15,8
Sep.	-16,4	33,0	11,1	1,6	13,9	6,3	61,4	35,9	-8,3	17,8
Oct.	42,5	10,5	-3,0	1,4	4,6	7,4	46,3	-12,8	-15,3	-16,3
Nov.	-21,5	7,8	5,4	0,2	2,0	0,3	8,4	67,8	7,2	-8,2
Dec. ^(p)	-46,6	50,9	3,2	0,6	-0,2	47,2	56,0	-91,9	-36,3	-28,1
Growth rates										
2022	-12,7	0,6	-4,8	-13,0	-0,1	4,6	-	-	7,8	12,7
2023	-30,8	5,0	1,4	80,3	10,8	1,5	-	-	14,3	6,0
2024	-15,5	4,0	0,9	29,1	7,0	2,6	-	-	-8,0	-10,9
2024 Q1	-31,8	5,1	1,4	89,7	12,0	0,7	-	-	20,3	7,1
Q2	-16,1	4,5	0,7	78,5	10,1	0,9	-	-	11,1	4,3
Q3	-11,2	3,9	0,0	54,7	9,6	0,6	-	-	22,1	15,4
Q4 ^(p)	-15,5	4,0	0,9	29,1	7,0	2,6	-	-	-8,0	-10,9
2024 July	-12,7	4,1	0,2	72,2	9,3	0,9	-	-	11,3	1,0
Aug.	-4,6	4,0	0,2	63,4	9,5	0,7	-	-	19,5	7,6
Sep.	-11,2	3,9	0,0	54,7	9,6	0,6	-	-	22,1	15,4
Oct.	0,6	3,7	0,1	47,0	8,7	0,9	-	-	5,6	13,7
Nov.	0,2	3,6	0,6	37,4	8,0	0,9	-	-	5,3	1,2
Dec. ^(p)	-15,5	4,0	0,9	29,1	7,0	2,6	-	-	-8,0	-10,9

Sources: ECB.

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

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

3) Not adjusted for seasonal effects.

6 Fiscal developments

6.1 Deficit/surplus

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

	Deficit (-)/surplus (+)					Memo item:
	Total	Central government	State government	Local government	Social security funds	Primary deficit (-)/surplus (+)
	1	2	3	4	5	6
2020	-7,0	-5,7	-0,4	0,0	-0,9	-5,5
2021	-5,1	-5,1	0,0	0,0	0,0	-3,7
2022	-3,5	-3,7	0,0	0,0	0,3	-1,8
2023	-3,6	-3,6	-0,2	-0,2	0,4	-1,8
2023 Q4	-3,6	.	.	.	.	-1,8
2024 Q1	-3,6	.	.	.	.	-1,8
Q2	-3,5	.	.	.	.	-1,6
Q3	-3,2	.	.	.	.	-1,4

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

6.2 Revenue and expenditure

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

	Revenue						Expenditure						
	Total	Current revenue				Capital revenue	Total	Current expenditure					Capital expenditure
		Total	Direct taxes	Indirect taxes	Net social contributions			Total	Compensation of employees	Intermediate consumption	Interest	Social benefits	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
2020	46,6	46,1	12,7	12,9	15,4	0,5	53,6	48,9	10,7	6,0	1,5	25,1	4,7
2021	46,9	46,2	13,0	13,2	15,0	0,8	52,0	46,9	10,3	6,0	1,4	23,7	5,1
2022	46,5	45,8	13,3	12,9	14,6	0,8	50,0	44,8	9,8	5,9	1,7	22,4	5,2
2023	46,0	45,1	13,2	12,3	14,6	0,8	49,5	44,2	9,8	5,9	1,7	22,3	5,3
2023 Q4	46,0	45,1	13,2	12,3	14,6	0,8	49,5	44,2	9,8	5,9	1,7	22,3	5,3
2024 Q1	46,0	45,2	13,2	12,3	14,6	0,8	49,5	44,2	9,8	5,9	1,8	22,4	5,3
Q2	46,2	45,4	13,3	12,3	14,7	0,8	49,6	44,4	9,9	5,9	1,8	22,6	5,3
Q3	46,4	45,5	13,3	12,4	14,7	0,8	49,6	44,5	9,9	6,0	1,9	22,7	5,1

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

6.3 Government debt-to-GDP ratio

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

	Total	Financial instrument			Holder			Original maturity		Residual maturity			Currency	
		Currency and deposits	Loans	Debt securities	Resident creditors		Non-resident creditors	Up to 1 year	Over 1 year	Up to 1 year	Over 1 and up to 5 years	Over 5 years	Euro or participating currencies	Other currencies
					Total	MFIs								
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
2020	96,5	3,1	14,5	78,8	53,9	38,8	42,6	11,1	85,4	18,7	30,7	47,1	94,8	1,6
2021	93,8	2,9	13,8	77,1	54,4	40,9	39,4	9,8	84,1	17,3	29,8	46,8	92,4	1,4
2022	89,5	2,6	13,1	73,7	52,5	39,6	37,0	8,7	80,8	16,0	28,4	45,2	88,5	1,0
2023	87,4	2,4	12,2	72,8	49,3	35,9	38,1	7,9	79,5	15,0	28,1	44,3	86,6	0,8
2023 Q4	87,4	2,4	12,2	72,8	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
2024 Q1	87,9	2,3	12,0	73,6	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
Q2	88,2	2,2	11,9	74,0	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
Q3	88,2	2,2	11,8	74,1	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.

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
2020	12,9	5,5	2,2	2,5	2,0	0,5	-0,1	0,1	-0,3	0,0	5,2	9,5
2021	-2,7	3,7	-0,1	0,6	0,4	0,1	0,0	0,1	-0,1	-0,7	-6,2	5,0
2022	-4,3	1,8	-0,2	-0,2	-0,7	0,3	0,1	0,1	0,6	-0,6	-5,9	2,7
2023	-2,1	1,8	-0,4	-0,4	-0,5	-0,2	0,1	0,1	0,6	-0,5	-3,6	2,6
2023 Q4	-2,1	1,8	-0,4	-0,4	-0,5	-0,2	0,1	0,1	0,6	-0,5	-3,6	2,6
2024 Q1	-1,4	1,8	-0,5	-0,7	-0,8	-0,1	0,1	0,1	0,4	-0,3	-2,6	2,6
Q2	-0,6	1,6	-0,3	-0,5	-0,6	-0,1	0,1	0,1	0,3	-0,1	-2,0	2,8
Q3	-0,2	1,4	0,0	-0,3	-0,4	0,0	0,1	0,1	0,3	0,0	-1,6	3,0

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
2022	12,9	11,7	4,1	1,2	0,3	8,0	1,6	1,2	0,4	1,9	2,0	1,1	0,5
2023	12,9	11,6	4,1	1,4	0,3	8,1	2,0	1,2	1,9	2,0	1,6	3,6	1,9
2024	12,9	11,4	4,2	1,4	0,4	8,2	2,1	1,3	2,1	2,1	1,8	3,5	2,9
2024 Q1	12,8	11,4	3,8	1,3	0,3	8,3	2,0	1,3	2,1	2,1	1,5	3,7	2,5
Q2	13,0	11,6	3,6	1,4	0,4	8,3	2,1	1,3	2,1	2,1	1,6	3,8	2,8
Q3	13,0	11,5	3,9	1,4	0,4	8,2	2,1	1,3	2,3	2,1	1,6	3,7	2,9
Q4	12,9	11,4	4,2	1,4	0,4	8,2	2,1	1,3	2,1	2,1	1,8	3,5	2,9
2024 July	12,9	11,5	3,7	1,4	0,4	8,3	2,1	1,4	2,3	2,1	1,6	3,8	2,8
Aug.	13,0	11,6	4,1	1,4	0,4	8,2	2,1	1,3	2,1	2,1	1,6	3,8	2,8
Sep.	13,0	11,5	3,9	1,4	0,4	8,2	2,1	1,3	2,3	2,1	1,6	3,7	2,9
Oct.	13,2	11,7	3,8	1,4	0,4	8,2	2,1	1,3	2,0	2,1	1,8	3,6	2,9
Nov.	13,0	11,6	3,7	1,4	0,4	8,2	2,1	1,3	2,0	2,1	1,8	3,6	2,9
Dec.	12,9	11,4	4,2	1,4	0,4	8,2	2,1	1,3	2,1	2,1	1,8	3,5	2,9

Source: ECB.

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

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

3) Residual maturity at the end of the period.

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

6 Fiscal developments

6.6 Fiscal developments in euro area countries

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

	Belgium 1	Germany 2	Estonia 3	Ireland 4	Greece 5	Spain 6	France 7	Croatia 8	Italy 9	Cyprus 10
Government deficit (-)/surplus (+)										
2020	-9,0	-4,4	-5,4	-4,9	-9,6	-9,9	-8,9	-7,2	-9,4	-5,6
2021	-5,4	-3,2	-2,6	-1,4	-6,9	-6,7	-6,6	-2,6	-8,9	-1,6
2022	-3,6	-2,1	-1,1	1,7	-2,5	-4,6	-4,7	0,1	-8,1	2,6
2023	-4,2	-2,6	-2,8	1,5	-1,3	-3,5	-5,5	-0,9	-7,2	2,0
2023 Q4	-4,2	-2,6	-2,8	1,5	-1,3	-3,5	-5,5	-0,9	-7,2	2,0
2024 Q1	-4,1	-2,7	-3,0	1,4	-0,6	-3,7	-5,6	-0,8	-6,6	3,7
Q2	-4,2	-2,6	-3,5	1,9	0,3	-3,3	-5,7	-1,7	-6,1	4,3
Q3	-4,5	-2,6	-3,1	5,0	1,1	-3,2	-6,0	-2,0	-5,1	4,2
Government debt										
2020	111,2	68,0	19,1	57,0	209,4	119,3	114,8	86,5	154,3	113,6
2021	108,4	68,1	18,4	52,6	197,3	115,7	112,7	78,2	145,7	96,5
2022	102,6	65,0	19,1	43,1	177,0	109,5	111,2	68,5	138,3	81,0
2023	103,1	62,9	20,2	43,3	163,9	105,1	109,9	61,8	134,8	73,6
2023 Q4	103,1	62,9	20,2	43,3	163,9	105,1	110,0	61,8	134,8	73,6
2024 Q1	106,6	62,6	24,1	42,5	161,8	106,3	110,8	62,0	135,2	72,6
Q2	106,6	61,9	23,8	42,7	160,0	105,3	112,4	60,0	136,9	70,5
Q3	105,6	62,4	24,0	42,2	158,2	104,3	113,8	59,7	136,3	69,7
	Latvia 11	Lithuania 12	Luxembourg 13	Malta 14	Netherlands 15	Austria 16	Portugal 17	Slovenia 18	Slovakia 19	Finland 20
Government deficit (-)/surplus (+)										
2020	-4,1	-6,3	-3,1	-8,7	-3,6	-8,2	-5,8	-7,7	-5,3	-5,5
2021	-7,2	-1,1	1,0	-7,0	-2,2	-5,7	-2,8	-4,6	-5,1	-2,7
2022	-4,9	-0,7	0,2	-5,2	0,0	-3,3	-0,3	-3,0	-1,7	-0,2
2023	-2,4	-0,7	-0,7	-4,5	-0,4	-2,6	1,2	-2,6	-5,2	-3,0
2023 Q4	-2,4	-0,7	-0,8	-4,6	-0,4	-2,6	1,2	-2,6	-5,2	-3,0
2024 Q1	-1,9	-0,6	-0,1	-3,8	-0,3	-2,8	0,9	-2,0	-5,1	-3,5
Q2	-1,8	-0,9	-0,1	-3,5	-0,4	-3,3	1,2	-2,0	-5,5	-4,1
Q3	-1,1	-1,4	0,0	-2,9	-0,3	-3,7	1,0	-1,8	-4,6	-4,7
Government debt										
2020	44,0	45,9	24,5	48,7	53,3	83,2	134,1	80,2	58,4	75,4
2021	45,9	43,3	24,4	49,6	50,4	82,4	123,9	74,8	60,2	73,2
2022	44,4	38,1	24,6	49,4	48,3	78,4	111,2	72,7	57,7	74,0
2023	45,0	37,3	25,5	47,4	45,1	78,6	97,9	68,4	56,1	77,1
2023 Q4	45,0	37,3	25,6	47,7	45,2	78,6	97,9	68,4	56,1	77,3
2024 Q1	46,3	39,1	27,1	47,3	44,0	80,9	99,4	70,0	60,6	78,1
Q2	46,4	37,4	26,8	46,4	43,3	82,9	100,7	69,5	60,4	80,1
Q3	47,7	38,4	26,6	45,3	42,2	83,2	97,5	66,9	60,3	81,5

Source: Eurostat.

© **Banque centrale européenne, 2025**

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 29 janvier 2025.

Pour la terminologie spécifique, veuillez consulter le [glossaire de la BCE](#) (disponible uniquement en anglais).

ISSN 2363-3425 (PDF)

Numéro de catalogue UE QB-01-25-044-FR-N (PDF)

Directeur de la publication : Claude Piot

Secrétaire général