



BANQUE CENTRALE EUROPÉENNE

EUROSYSTEME

# Bulletin économique

Numéro 2 / 2025



# Sommaire

<b>Évolutions économiques, financières et monétaires</b>	<b>3</b>
Vue d'ensemble	3
1 Environnement extérieur	10
2 Activité économique	17
3 Prix et coûts	24
4 Évolutions sur les marchés financiers	31
5 Conditions de financement et évolutions du crédit	37
6 Évolutions budgétaires	43
<b>Encadrés</b>	<b>47</b>
1 Investissement des entreprises : pourquoi la zone euro accuse-t-elle un retard vis-à-vis des États-Unis ?	47
2 Les exportations de la zone euro ont-elles manqué le train de la tech ?	53
3 La demande croissante en énergie de l'intelligence artificielle et son impact sur les prix des matières premières	60
4 Utiliser les téléconférences sur les résultats ( <i>earnings calls</i> ) des entreprises pour prévoir la demande de main-d'œuvre dans la zone euro	64
5 Évolutions des loyers dans la zone euro : informations tirées de l'enquête CES	68
6 Comprendre l'évolution relative de l'inflation dans le secteur des biens industriels non énergétiques et dans le secteur des services	76
7 Informations tirées des banques et des entreprises sur les conditions de crédit dans la zone euro : une comparaison fondée sur les enquêtes de la BCE	81
8 Conditions de la liquidité et opérations de politique monétaire du 23 octobre 2024 au 4 février 2025	86
<b>Article</b>	<b>92</b>
1 Évolutions du cycle récent des prix des logements dans la zone euro	92

<b>Encadré 1</b>	Les déterminants fondamentaux des prix des logements dans la zone euro	105
<b>Encadré 2</b>	La relation entre les prix des loyers et ceux des logements : quelle est l'importance des indications qu'elle fournit pour la zone euro ?	107
<b>Statistiques</b>		<b>112</b>

# Évolutions économiques, financières et monétaires

## Vue d'ensemble

Lors de sa réunion du 6 mars 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'évolution de l'inflation a été globalement conforme aux anticipations des services de l'Eurosystème, et les projections macroéconomiques de mars 2025 établies par les services de la BCE pour la zone euro correspondent étroitement aux perspectives d'inflation établies précédemment. Elles prévoient désormais que l'inflation totale s'établira en moyenne à 2,3 % en 2025, 1,9 % en 2026 et 2,0 % en 2027. La révision à la hausse de l'inflation totale pour 2025 reflète une dynamique plus soutenue des prix de l'énergie. S'agissant de l'évolution des prix hors énergie et produits alimentaires, les services de la BCE tablent sur une hausse moyenne de 2,2 % en 2025, 2,0 % en 2026 et 1,9 % en 2027.

La plupart des mesures de l'inflation sous-jacente laissent entrevoir une inflation se stabilisant durablement autour de la cible du Conseil des gouverneurs de 2 % à moyen terme. L'inflation intérieure 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.

La politique monétaire devient sensiblement moins restrictive, dans la mesure où les réductions des taux d'intérêt directeurs rendent les nouveaux emprunts moins chers pour les entreprises et les ménages, et alors que la croissance des prêts se redresse. Cela étant, la poursuite de la transmission des hausses passées des taux directeurs à l'encours de crédits constitue un frein à l'assouplissement des conditions de financement, et l'activité de prêt demeure globalement modérée. La persistance de défis pesant sur l'économie a conduit les services de la BCE à abaisser de nouveau leurs projections de croissance – à 0,9 % pour 2025, 1,2 % pour 2026 et 1,3 % pour 2027. Les révisions à la baisse pour 2025 et 2026 traduisent un ralentissement des exportations et une faiblesse continue des investissements, provenant notamment d'une forte incertitude concernant la politique économique au sens large, et la politique commerciale en particulier. La croissance des revenus réels et la dissipation graduelle des effets des hausses passées des

taux directeurs restent les principaux déterminants de la reprise progressive attendue 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. Compte tenu, en particulier, du contexte actuel d'incertitudes croissantes, 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 disponibles, 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 de la zone euro devrait avoir crû faiblement au dernier trimestre 2024. Les deux premiers mois de 2025 se sont inscrits dans le sillage des évolutions à l'œuvre en 2024. L'activité manufacturière reste un frein à la croissance, même si les indicateurs tirés d'enquêtes s'améliorent. La forte incertitude, dans la zone euro et dans le monde, restreint les investissements, alors que des défis en matière de compétitivité pèsent sur les exportations. L'activité dans les services, en revanche, demeure solide. En outre, la hausse des revenus des ménages et la vitalité du marché du travail favorisent un rebond progressif de la consommation, en dépit d'une confiance des consommateurs toujours fragile et de taux d'épargne élevés.

Le taux de chômage s'est maintenu à son taux extrêmement bas de 6,2 % en janvier 2025, et l'emploi aurait progressé de 0,1 % au dernier trimestre 2024. Cela étant, la demande de main-d'œuvre s'est modérée et les données d'enquêtes récentes signalent une croissance contenue de l'emploi au cours des deux premiers mois de 2025.

La persistance de fortes incertitudes, géopolitiques, commerciales et économiques, devrait peser sur la croissance économique de la zone euro, en particulier sur celle des investissements et des exportations, et freiner la reprise attendue. Or, la croissance économique a déjà été légèrement plus faible que prévu à la fin de 2024. Les incertitudes entourant les politiques économiques dans la zone euro et les politiques commerciales sont élevées. Même si le scénario de référence des projections ne tient compte que de l'incidence des nouveaux droits de douane sur les échanges commerciaux entre les États-Unis et la Chine, les effets négatifs de l'incertitude liée à l'hypothèse de nouvelles révisions des politiques commerciales mondiales, en particulier vis-à-vis de l'Union européenne, devraient peser sur les exportations et l'investissement de la zone euro. Dans cette situation, mais aussi du fait des défis persistants en matière de compétitivité, les parts de marché à l'exportation de la zone euro devraient de nouveau reculer. En dépit de ces facteurs défavorables, les conditions d'un nouveau renforcement de la croissance du PIB de la zone euro demeurent réunies sur l'horizon de projection. La hausse des salaires

réels et de l'emploi, dans le contexte d'un marché du travail robuste, malgré une détente, devrait soutenir une reprise de la croissance dont la consommation resterait un facteur essentiel. La demande intérieure devrait également bénéficier d'un assouplissement des conditions de financement, qui ressort des anticipations des marchés relatives à l'évolution future des taux d'intérêt. Le marché du travail devrait rester vigoureux et le taux de chômage s'établir à 6,3 % en moyenne en 2025, avant de diminuer légèrement pour revenir à 6,2 % en 2027. Même si des difficultés structurelles persistent, la productivité devrait se redresser sur l'horizon de projection alors que certains facteurs conjoncturels l'ayant récemment affaiblie commencent à se dissiper. Dans l'ensemble, la croissance annuelle moyenne du PIB en volume devrait s'établir à 0,9 % en 2025, avant de se renforcer et d'atteindre 1,2 % en 2026 et 1,3 % en 2027. Par rapport aux projections macroéconomiques de décembre 2024 établies par les services de l'Eurosystème, les perspectives de croissance du PIB ont été révisées à la baisse, de 0,2 point de pourcentage pour 2025 et 2026, mais restent inchangées pour 2027. La détérioration des perspectives est principalement due à des révisions à la baisse des exportations et, dans une moindre mesure, de l'investissement, reflétant une incidence plus forte de l'incertitude que prévu précédemment ainsi que l'anticipation d'une persistance probablement plus durable qu'attendu des défis en matière de compétitivité.

Les politiques budgétaires et structurelles devraient améliorer la productivité, la compétitivité et la capacité de résistance de l'économie. La boussole pour la compétitivité présentée par la Commission européenne constitue un plan d'action concret dont les propositions devraient être adoptées sans délai. Il appartient aux gouvernements d'assurer la pérennité des finances publiques conformément au cadre de gouvernance économique de l'UE et de privilégier les réformes structurelles essentielles favorables à la croissance ainsi que les investissements stratégiques.

## Inflation

Selon l'estimation rapide d'Eurostat, l'inflation en rythme annuel s'est établie à 2,4 % en février 2025, après 2,5 % en janvier et 2,4 % en décembre 2024. La hausse des prix de l'énergie s'est ralentie à 0,2 %, après une poussée à 1,9 % en janvier, contre 0,1 % en décembre. En revanche, la hausse des prix des produits alimentaires a atteint 2,7 %, après 2,3 % en janvier et 2,6 % en décembre. Le renchérissement des biens s'est accentué, à 0,6 %, tandis que l'augmentation des prix des services s'est atténuée, à 3,7 %, contre 3,9 % en janvier et 4,0 % en décembre.

La plupart des indicateurs de l'inflation sous-jacente laissent entrevoir un retour durable de l'inflation au niveau de la cible du Conseil des gouverneurs de 2 % à moyen terme. L'inflation intérieure, qui suit de près la hausse des prix des services, s'est ralentie en janvier 2025. Elle demeure toutefois 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. Dans le même temps, les négociations

salariales récentes suggèrent que les tensions sur les coûts de main-d'œuvre continuent de se modérer.

La hausse de l'IPCH total s'est accélérée au cours des derniers mois, mais devrait légèrement se modérer en 2025 puis se ralentir et fluctuer autour de la cible d'inflation de 2 % du Conseil des gouverneurs à partir du premier trimestre 2026. Au début de l'horizon de projection, des effets de base haussiers émanant de la composante énergie et la progression plus forte des prix des produits alimentaires devraient globalement compenser l'incidence baissière du ralentissement de l'inflation mesurée par l'IPCH hors énergie et produits alimentaires (IPCHX). L'augmentation des prix des matières premières énergétiques au tournant de l'année se répercutera sur le taux de variation annuel des prix de l'énergie en 2025. Même si les prix du pétrole et du gaz devraient diminuer conformément aux prix des contrats à terme, le renchérissement de l'énergie devrait se poursuivre sur l'ensemble de l'horizon de projection, quoiqu'à des taux inférieurs à la moyenne de long terme. En 2027, la hausse des prix de l'énergie devrait être alimentée par l'introduction de nouvelles mesures d'atténuation du changement climatique. L'augmentation des prix des produits alimentaires devrait s'accroître jusqu'à mi-2025, principalement sous l'effet des fortes hausses récentes des prix des matières premières alimentaires, avant de revenir à 2,2 % en moyenne en 2027. La hausse de l'IPCHX commencerait à se ralentir début 2025 avec la dissipation des effets des réévaluations décalées, l'atténuation des tensions sur les salaires et la poursuite de la transmission aux prix à la consommation du resserrement passé de la politique monétaire. Ce ralentissement serait principalement dû à une décélération de la hausse des prix des services, qui a été relativement persistante jusqu'à présent. De manière générale, l'inflation mesurée par l'IPCHX devrait revenir de 2,2 % en 2025 à 1,9 % en 2027. Grâce à l'affaiblissement des tensions liées à la compensation de l'inflation, la progression des salaires resterait sur une trajectoire baissière par rapport aux niveaux actuels toujours élevés. Conjuguée à la reprise attendue de la croissance de la productivité, cette évolution devrait entraîner un ralentissement sensible de l'augmentation des coûts unitaires de main-d'œuvre. En conséquence, l'atténuation des tensions d'origine interne sur les prix devrait se prolonger et les marges bénéficiaires se redresser sur l'horizon de projection. Dans l'hypothèse de politiques de l'UE en matière de droits de douane inchangées, les tensions sur les prix d'origine externe, reflétées par les prix à l'importation, resteraient quant à elles modérées. Par rapport aux projections de décembre 2024, les perspectives de hausse de l'IPCH total ont été révisées à la hausse de 0,2 point de pourcentage pour 2025 en raison d'hypothèses plus élevées relatives aux prix des matières premières énergétiques et de la dépréciation de l'euro, tandis qu'elles ont été légèrement révisées à la baisse pour 2027 sous l'effet de perspectives légèrement plus faibles pour la composante énergie à la fin de l'horizon de projection.

En résumé, l'hypothèse d'un renchérissement plus marqué de l'énergie a conduit les services de la BCE à réviser leur projection d'inflation totale à la hausse pour 2025. Parallèlement, le ralentissement de l'inflation sous-jacente devrait se poursuivre, étant donné que la modération des tensions sur les coûts de main-d'œuvre perdure et que le resserrement passé de la politique monétaire pèse toujours sur les prix.

La plupart des mesures des anticipations d'inflation à plus long terme continuent de s'établir autour de 2 %. Tous ces facteurs soutiendront le retour durable de l'inflation au niveau de la cible du Conseil des gouverneurs.

## Évaluation des risques

Les risques pesant sur la croissance économique restent orientés à la baisse. Une intensification des tensions commerciales altérerait la croissance de la zone euro en limitant les exportations et en affaiblissant l'économie mondiale. Les incertitudes persistantes quant aux politiques commerciales mondiales pourraient freiner l'investissement. Les tensions géopolitiques, tenant notamment à la guerre injustifiée menée par la Russie contre l'Ukraine et au conflit tragique au Moyen-Orient, demeurent également une source d'incertitude importante. La croissance pourrait être plus faible si les effets décalés du resserrement de la politique monétaire durent plus longtemps qu'anticipé. Elle pourrait en revanche être plus forte si l'assouplissement des conditions de financement et le recul de l'inflation permettent un rebond plus rapide de la consommation et de l'investissement intérieurs. Une augmentation des dépenses consacrées à la défense et aux infrastructures pourrait aussi stimuler la croissance.

L'accentuation des frictions commerciales à l'échelle internationale accroît les incertitudes quant aux perspectives d'inflation dans la zone euro. Une aggravation générale des tensions commerciales pourrait se traduire par une dépréciation de l'euro et une hausse des coûts à l'importation, ce qui pourrait exercer une pression haussière sur l'inflation. Dans le même temps, le fléchissement de la demande d'exportations adressée à la zone euro dû à l'augmentation des droits de douane et le réacheminement d'exportations depuis des pays en surcapacité vers la zone euro pourraient exercer une pression baissière sur l'inflation. Des risques en sens opposé pèsent sur l'inflation du fait des tensions géopolitiques et de leurs effets sur les marchés de l'énergie, la confiance des consommateurs et l'investissement des entreprises. Des événements 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 être plus élevée si les salaires ou les bénéfices progressent plus qu'attendu. Elle pourrait aussi se renforcer du fait de l'incidence sur la demande agrégée d'un accroissement des dépenses dans les domaines de la défense et des infrastructures. L'inflation pourrait toutefois surprendre à la baisse si la politique monétaire freine la demande plus que prévu.

## Conditions financières et monétaires

Les taux d'intérêt de marché dans la zone euro ont diminué après la réunion du Conseil des gouverneurs du 30 janvier 2025, mais ils ont augmenté au cours de la période précédant sa réunion du 6 mars à la suite d'une révision des perspectives budgétaires. Les réductions des taux d'intérêt directs rendent les emprunts progressivement moins chers pour les entreprises et les ménages et la croissance

des prêts se redresse. Cela étant, la poursuite de la transmission des hausses passées des taux directeurs à l'encours de crédits constitue un frein à l'assouplissement des conditions de financement, et l'activité de prêt demeure globalement modérée.

Le taux d'intérêt moyen appliqué aux nouveaux prêts aux entreprises est revenu à 4,2 % en janvier 2025, contre 4,4 % en décembre 2024. En revanche, le coût du financement par endettement de marché pour les entreprises s'est inscrit en hausse, à 3,7 %, soit 0,2 point de pourcentage de plus qu'en décembre. Au cours de la même période, le taux d'intérêt moyen appliqué aux nouveaux prêts hypothécaires a diminué, à 3,3 % après 3,4 %.

La croissance des prêts bancaires aux entreprises est passée de 1,7 % en décembre à 2,0 % en janvier, sous l'effet de flux mensuels de nouveaux prêts modérés. Le taux de croissance des émissions de titres de créance par les entreprises a augmenté, à 3,4 % en glissement annuel. La croissance graduelle des prêts hypothécaires s'est poursuivie, mais à un rythme annuel globalement modéré de 1,3 %.

## 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, 2,50 %, 2,65 % et 2,90 % à compter du 12 mars 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.

## Conclusion

Lors de sa réunion du 6 mars 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. Compte tenu, en particulier, du contexte actuel d'incertitudes croissantes, 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 disponibles, 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 la bonne transmission de la politique monétaire.

## 1 Environnement extérieur

*Au cours de la période sous revue allant du 30 janvier au 5 mars, la croissance de l'activité économique mondiale est demeurée stable, même si les politiques commerciales récentes des États-Unis impliquent un renforcement des facteurs défavorables à l'avenir. La croissance du commerce mondial s'est ralentie fin 2024, tandis que les droits de douane américains font peser un risque sur les réseaux commerciaux existants. Les perspectives relatives à la croissance et aux échanges commerciaux au niveau mondial, telles qu'elles ressortent des projections macroéconomiques de mars 2025 établies par les services de la BCE pour la zone euro, ont été révisées à la baisse en raison des droits de douane appliqués récemment par les États-Unis et de l'incertitude élevée entourant la politique commerciale. L'inflation totale dans les pays membres de l'Organisation de coopération et de développement économiques (OCDE) a légèrement augmenté, en raison des hausses des prix de l'énergie et des produits alimentaires, mais l'inflation core a continué de se ralentir. Même si l'inflation totale dans les principales économies avancées et émergentes devrait encore diminuer progressivement sur l'horizon de projection (2025-2027), les projections la concernant ont été révisées à la hausse pour 2025 afin de refléter la répercussion des droits de douane sur les prix à la consommation aux États-Unis et, dans une moindre mesure, en Chine. Dans l'ensemble, les récentes annonces de politique économique aux États-Unis accentuent fortement l'incertitude pesant sur les perspectives.*

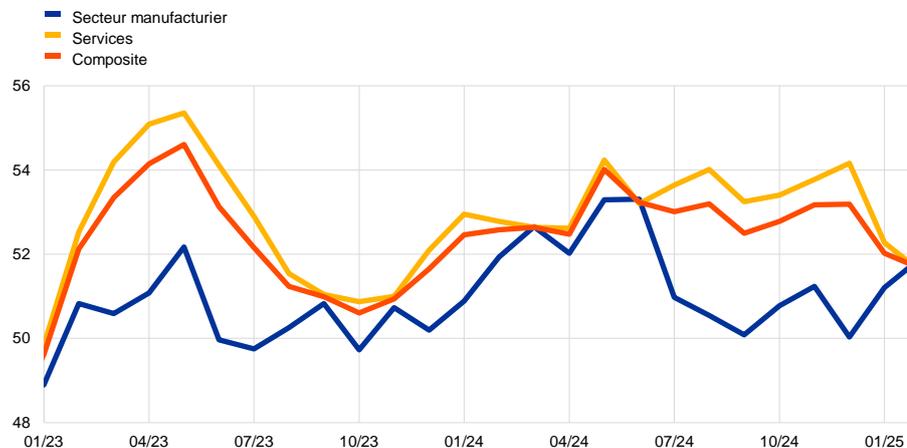
**La croissance de l'activité mondiale est restée stable au tournant de l'année, mais les récents changements d'orientation de la politique commerciale des États-Unis pourraient impliquer un renforcement des facteurs défavorables à l'avenir.**

Même s'il continue d'indiquer une expansion, l'indice composite des directeurs d'achat (PMI) pour la production mondiale (hors zone euro) a fléchi en février 2025 en raison d'un ralentissement dans le secteur des services (graphique 1), qui avait été le principal moteur de la croissance au second semestre 2024. La détérioration du climat dans le secteur des services a concerné l'ensemble des grandes économies, mais elle a été plus prononcée aux États-Unis. Dans l'ensemble, le dernier modèle de prévision en temps réel (*nowcasting model*) de la BCE pour le PIB mondial, qui intègre un large éventail d'indicateurs macroéconomiques en plus des indices des directeurs d'achat, continue d'indiquer une croissance régulière d'environ 1,0 % en glissement trimestriel au premier trimestre 2025. Néanmoins, les perspectives de croissance à court terme sont assombries par les récents changements intervenus dans la politique commerciale des États-Unis, qui ont impliqué non seulement l'imposition de nouveaux droits de douane sur la Chine, mais également une augmentation de l'incertitude relative à la politique commerciale, qui devrait freiner l'investissement mondial.

## 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 février 2025.

**Les perspectives relatives à la croissance de l'activité économique mondiale devraient rester modérées, avec un léger fléchissement sur l'horizon de projection.** Le PIB mondial en volume devrait croître de 3,4 % en 2025, avant de revenir à 3,2 % en 2026 et 2027. Si le calendrier précis et la portée des récentes annonces relatives à la politique commerciale des États-Unis restent flous, les projections macroéconomiques de mars 2025 établies par les services de la BCE intègrent les droits de douane imposés par les États-Unis sur les importations en provenance de Chine – qui sont entrés en vigueur le 4 février (c'est-à-dire avant la date d'arrêt des projections le 19 février 2025) – ainsi que les mesures de rétorsion prises par la Chine <sup>1</sup>. Par rapport aux projections macroéconomiques de décembre 2024 établies par les services de l'Eurosystème, la croissance mondiale a été révisée à la baisse de 0,1 point de pourcentage pour 2025 et 2026, sous l'effet du poids exercé sur l'activité par les nouveaux droits de douane et l'incertitude toujours élevée entourant la politique commerciale. En 2026-2027, le léger affaiblissement de la croissance du PIB mondial reflète le ralentissement de la croissance en Chine, dans un contexte de dynamique démographique défavorable, et aux États-Unis, en raison de l'impact négatif à moyen terme des politiques américaines (par exemple, une diminution de l'immigration) <sup>2</sup>. Des risques à la baisse pèsent sur les perspectives mondiales, sous l'effet de la menace de droits de douane supplémentaires imposés par les États-Unis (par exemple des taxes sur l'acier et l'aluminium, ainsi que des droits de douane sur les importations en

<sup>1</sup> Le 1<sup>er</sup> février 2025, les États-Unis ont annoncé une hausse de 10 points de pourcentage des droits de douane sur l'ensemble des biens chinois, marquant une étape importante dans le conflit commercial en cours. En représailles, la Chine a imposé des droits de douane sur 80 produits américains, dont le gaz naturel liquéfié (GNL), le charbon et les équipements agricoles, augmentant de manière effective les droits de douane sur les importations américaines d'un point de pourcentage. Les droits de douane imposés par les États-Unis sur les importations chinoises sont entrés en vigueur le 4 février et ceux appliqués par la Chine en représailles le 10 février. En outre, la Chine a mis en place des interdictions d'exportation sur des métaux critiques tels que le tellure et le tungstène, qui sont également entrées en vigueur le 4 février.

<sup>2</sup> Cf. les « [Projections macroéconomiques établies par les services de la BCE, mars 2025](#) », publiées sur le site de la BCE le 6 mars 2025.

provenance du Canada, du Mexique et de l'Union européenne) et des tensions géopolitiques actuelles.

**La croissance du commerce mondial s'est modérée fin 2024 et devrait se ralentir en raison de l'impact des droits de douane, de l'incertitude élevée entourant la politique commerciale, d'une composition moins favorable de la demande et de la résorption de l'anticipation des importations observée précédemment.**

Si la légère amélioration du climat dans le secteur manufacturier et de la production industrielle peut soutenir la dynamique du commerce mondial au premier trimestre 2025, la croissance de l'activité mondiale au tournant de l'année a résulté principalement des composantes à faible intensité en échanges commerciaux, c'est-à-dire la consommation publique et privée. En outre, l'incertitude élevée relative à la politique commerciale et le ralentissement de l'assouplissement de la politique monétaire aux États-Unis devraient peser sur l'investissement à l'avenir, affectant les échanges commerciaux de manière disproportionnée car l'investissement a tendance à être fortement dépendant de ces échanges. En outre, l'anticipation des échanges commerciaux – qui a soutenu le commerce mondial en 2024, les entreprises, en particulier aux États-Unis, ayant stocké leurs importations d'intrants étrangers avant d'éventuelles perturbations des échanges – devrait progressivement s'estomper en 2025 avec l'entrée en vigueur des nouveaux droits de douane. La résorption partielle de l'anticipation des importations devrait également peser sur la demande tout au long de l'année 2025, principalement dans les économies avancées qui avaient anticipé les importations en provenance des marchés émergents en 2024. Enfin, les flux commerciaux devraient être affectés de manière significative par les droits de douane sur l'horizon de projection, les projections de mars 2025 comportant d'importantes révisions à la baisse des importations et des exportations aux États-Unis et en Chine, à hauteur de 1,0 à 1,5 point de pourcentage dans chaque cas, en données cumulées, sur la période 2025-2027. Dans ce contexte, la croissance de la demande étrangère adressée à la zone euro devrait se ralentir, revenant de 3,4 % en 2024 à 3,2 % en 2025 et à 3,1 % en 2026 et 2027, avec des révisions à la baisse significatives par rapport aux projections de décembre 2024.

**L'intensification actuelle des tensions commerciales fait peser des risques sur le bon fonctionnement des réseaux commerciaux existants.** Les perspectives relatives aux échanges commerciaux sont assombries par l'incertitude, le protectionnisme étant susceptible d'entraver significativement les flux transfrontières. Les droits de douane américains sur le Canada et le Mexique affecteraient environ un tiers des importations totales de biens des États-Unis et environ les trois quarts des exportations totales de biens du Canada et du Mexique, l'impact des droits de douane étant susceptible d'être amplifié par la nature interconnectée des chaînes d'approvisionnement en Amérique du Nord<sup>3</sup>. Le 10 février, l'administration américaine a annoncé l'imposition d'un droit de douane de 25 % sur l'acier et

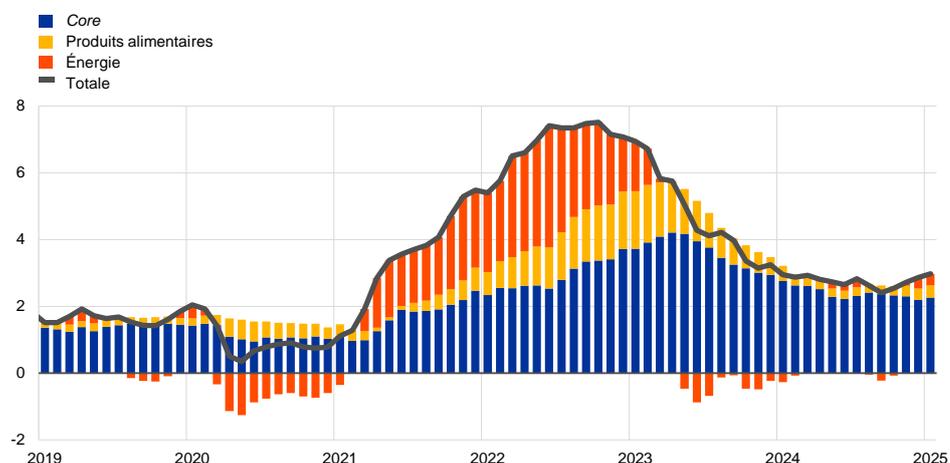
<sup>3</sup> Le président des États-Unis a signé des décrets afin de mettre en place des droits de douane sur les importations en provenance du Canada et du Mexique le 1<sup>er</sup> février, pour une mise en application à partir du 4 février. L'application a été par la suite suspendue pour un mois (jusqu'au 4 mars). Le 6 mars, l'administration américaine a annoncé une suspension temporaire, jusqu'au 2 avril, des droits de douane sur les biens qui respectent l'accord commercial entre les États-Unis, le Mexique et le Canada (USMCA).

l'aluminium entrant aux États-Unis, à compter du 12 mars <sup>4</sup>. Malgré la faible part de ces biens dans les importations américaines (2 %), les consommateurs américains et les secteurs situés en aval dans les chaînes d'approvisionnement aux États-Unis (par exemple l'industrie automobile) devraient être affectés négativement. En outre, le président Trump a demandé à ses conseillers, le 12 février, d'élaborer un plan complet pour des droits de douane réciproques, et a annoncé des droits de douane mondiaux sur les voitures, les produits pharmaceutiques et les semi-conducteurs le 18 février. Le 21 février, il a plaidé en faveur d'un réexamen des droits de douane appliqués par les partenaires commerciaux aux services numériques américains, et il a annoncé des droits de douane de 25 % sur les importations européennes le 26 février, et une taxe supplémentaire de 10 % sur la Chine le 27 février.

**L'inflation totale a augmenté dans les pays membres de l'OCDE, dans un contexte de légère accélération de l'inflation core.** En janvier 2025, 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 3,0 %, après 2,9 % le mois précédent (graphique 2). Cette légère accélération de l'inflation totale mesurée par l'IPC s'explique en partie par le renchérissement de l'énergie, la contribution des prix des produits alimentaires demeurant globalement stable. L'inflation core mesurée par l'IPC, qui exclut les prix de l'énergie et des produits alimentaires, a légèrement augmenté pour s'établir à 3,1 %.

**Graphique 2**  
Inflation mesurée par l'IPC dans les pays de l'OCDE

(variations annuelles en pourcentage, contributions en points de 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 janvier 2025.

**En dépit de la hausse récente observée dans les pays membres de l'OCDE, l'inflation mesurée par l'IPC pour un groupe plus large de pays avancés et**

<sup>4</sup> Les deux nouvelles annonces prévoient le rétablissement du droit de douane intégral de 25 % sur l'acier et une augmentation des droits de douane sur l'aluminium de 10 % à 25 %. À cet effet, l'administration américaine a mis fin à toutes les exemptions approuvées qui avaient été accordées au cours de la première présidence Trump. Cela signifie que les pays qui ont négocié des exemptions seront probablement les plus affectés par ces nouveaux droits de douane américains. De plus, le droit de douane de 25 % a été étendu pour inclure les produits dérivés en acier et en aluminium.

**émergents devrait rester sur une trajectoire baissière sur l'horizon de projection.** Même si le processus de désinflation dans les pays membres de l'OCDE semble avoir marqué le pas fin 2024, l'inflation mesurée par l'IPC pour un groupe plus large de pays avancés et émergents devrait progressivement se ralentir, selon les projections de mars 2025, revenant de 4,2 % en 2024 à 2,5 % en 2027<sup>5</sup>. L'accalmie sur les marchés du travail dans les pays membres de l'OCDE devrait se traduire par des hausses moins fortes des salaires nominaux, ce qui permettrait une convergence graduelle de l'inflation totale mesurée par l'IPC vers les cibles fixées par les banques centrales. Par rapport aux projections de décembre 2024, l'inflation totale mesurée par l'IPC dans un groupe plus large de pays avancés et émergents devrait être plus élevée en 2025, reflétant la répercussion des droits de douane sur les prix à la consommation aux États-Unis et, dans une moindre mesure, en Chine. Pour 2026 et 2027, l'inflation mesurée par l'IPC dans les différentes économies du monde a été revue à la baisse, car l'incidence haussière des droits de douane est plus que compensée par d'autres facteurs, principalement les révisions à la baisse de l'inflation mesurée par l'IPC en Chine, reflétant une baisse durablement installée des prix à la production dans un contexte d'offre excédentaire persistante.

**Au cours de la période sous revue, les prix du Brent ont diminué de 5 %, tandis que ceux du gaz européen ont baissé de 12 %.** Les préoccupations relatives à l'impact des conflits commerciaux sur l'activité mondiale ont exercé des pressions à la baisse sur les prix du pétrole, qui ont été encore renforcées par une accumulation inattendue de stocks de pétrole brut aux États-Unis, indiquant que la demande de pétrole dans ce pays est plus faible que prévu. Les prix du gaz en Europe ont affiché une forte volatilité, les températures plus froides et la faible production d'énergie renouvelable ayant initialement entraîné une hausse des prix en raison d'une augmentation de la quantité de gaz consommée pour le chauffage et pour générer de l'électricité. Toutefois, les prix au comptant du gaz ont baissé à la suite des annonces relatives aux négociations de paix en Ukraine. Les pressions à la baisse sur les prix ont également été renforcées par des conditions météorologiques plus clémentes et par le fait que des méthaniers soient reroutés vers l'Europe. Les prix des métaux ont augmenté de 2 %, principalement en raison des achats de précaution effectués par des opérateurs établis aux États-Unis à la suite des annonces du 10 février concernant les droits de douane sur l'acier et l'aluminium, ainsi que des menaces formulées le 25 février d'imposer des taxes sur le cuivre importé. Enfin, les prix des produits alimentaires ont diminué de 2 %, les prix du cacao ayant enregistré une légère correction à la baisse après avoir flambé fin 2024 et début 2025.

**Selon les projections de mars 2025 établies par les services de la BCE, l'activité aux États-Unis devrait rester robuste à court terme, tirée par une forte croissance de la consommation, même si les risques liés aux politiques du gouvernement américain s'accumulent.** La croissance du PIB en volume au quatrième trimestre 2024 (0,6 % en glissement trimestriel) a principalement résulté de la consommation privée en raison d'une augmentation des revenus disponibles

<sup>5</sup> Les projections établies par les services de la BCE recouvrent un ensemble plus large de pays, notamment les grands marchés émergents (par exemple, la Chine, l'Inde, le Brésil et la Russie), qui ne sont pas pris en compte dans l'inflation mesurée par l'IPC pour la zone OCDE.

réels, tandis que l'investissement des entreprises a chuté. Au premier trimestre 2025, les dernières prévisions en temps réel (*nowcast*) des services de la BCE relatives au PIB des États-Unis prévoient que la croissance restera robuste, à 0,6 % en glissement trimestriel. Les contraintes financières pesant sur les consommateurs américains semblent s'accroître, même si les répercussions sur la consommation paraissent limitées. Si les défauts de paiement par carte de crédit ont augmenté pour dépasser leurs moyennes d'avant la pandémie, le nombre de saisies et de faillites de consommateurs demeure faible en comparaison historique, et le ratio du service de la dette des ménages reste proche des niveaux d'avant la pandémie. En outre, la hausse la plus forte des défauts de paiement par carte de crédit concerne les ménages à faibles revenus, qui ne représentent que 12 % des dépenses totales de consommation. En termes nominaux, même si l'IPC publié en janvier a été plus élevé que prévu, il suggère un ralentissement de la hausse à la fois de l'indice total et de l'indice *core* relatif aux dépenses de consommation personnelles (*personal consumption expenditures*, PCE) à court terme, évolution qui est également soutenue par le fléchissement récent de l'indice des prix à la production. Globalement, les principales sources de l'inflation s'affaiblissent aux États-Unis, où les indicateurs relatifs aux tensions sur le marché du travail ont diminué régulièrement pour revenir à leurs niveaux d'avant la pandémie. Cela étant, les perspectives d'inflation restent entourées d'une forte incertitude, et les politiques menées par le gouvernement pourraient encore ralentir la désinflation graduelle, dans la mesure où les droits de douane sur les importations américaines devraient se répercuter sur les prix à la consommation, tandis que l'immigration plus stricte et les expulsions risquent de provoquer de nouvelles tensions sur le marché du travail. Dans ce contexte, les consommateurs américains ont commencé à relever leurs anticipations d'inflation à court et à long terme, ce qui est susceptible de ralentir encore le processus désinflationniste. Enfin, le Comité fédéral de l'*open market* a décidé, lors de sa réunion de janvier, de laisser inchangé le taux des fonds fédéraux, signalant ainsi qu'il n'y avait aucune urgence à ajuster le taux d'intérêt, compte tenu de l'économie toujours robuste.

**Les perspectives pour la Chine se détériorent, la demande intérieure restant faible et les exportations étant affectées par la hausse des droits de douane américains.** Après le redressement de la croissance du PIB en volume observé au quatrième trimestre 2024, les derniers indicateurs font état d'un ralentissement de l'activité dans le secteur manufacturier comme dans les services. Un indicateur à haute fréquence relatif à la consommation privée a affiché une baisse en janvier 2025, suggérant que l'élan impulsé par les précédentes mesures de soutien budgétaire a été de courte durée. La confiance des consommateurs demeure durablement négative, pesant ainsi sur une reprise plus large des dépenses, les principaux indicateurs relatifs au marché de l'immobilier demeurant également moroses. Même si l'on estime que les nouveaux droits de douane américains ont un impact défavorable relativement modeste sur la croissance du PIB, une nouvelle intensification du conflit entre les États-Unis et la Chine implique des risques à la baisse, même si une relance budgétaire supplémentaire, qui avait déjà été annoncée par les autorités chinoises en décembre 2024, pourrait atténuer cet impact. Dans le même temps, la hausse de l'IPC chinois s'est accélérée pour s'établir à 0,5 % en janvier, tandis que la variation de l'indice des prix à la production

est restée négative, à – 2,3 %. L'inflation *core* mesurée par l'IPC (hors produits alimentaires et énergie) s'est légèrement accélérée pour ressortir à 0,6 % en janvier, après 0,4 % le mois précédent, principalement en raison d'une hausse temporaire des prix des services à la suite d'un redressement de l'activité favorisé par un soutien budgétaire accru à la consommation. Globalement, l'atonie de la demande intérieure et la surproduction alimentent une forte concurrence sur les prix entre les entreprises, ce qui implique des tensions inflationnistes modérées à moyen terme.

**L'activité au Royaume-Uni demeure atone, dans un contexte d'inflation persistante.** Le PIB en volume a légèrement augmenté (0,1 % en glissement trimestriel) au quatrième trimestre 2024, la demande privée et les exportations nettes ayant apporté des contributions négatives, qui ont été en partie contrebalancées par l'impact positif exercé par les stocks et l'augmentation des dépenses publiques. La faiblesse des indicateurs à court terme relatifs à la demande privée suggère que la croissance modérée pourrait se poursuivre en 2025. L'inflation totale mesurée par l'IPC a atteint 3,0 % en janvier 2025 après 2,5 % en décembre 2024, principalement sous l'effet de la hausse des prix des produits alimentaires. L'inflation totale mesurée par l'IPC devrait rester élevée tout au long de 2025, soutenue par les hausses des prix de l'énergie et les variations des prix réglementés, ainsi que par l'impact des politiques publiques annoncées dans le budget de l'automne 2024 (par exemple, une augmentation du taux des cotisations patronales à l'assurance nationale). Lors de sa réunion de février, la Banque d'Angleterre a abaissé le taux directeur de 25 points de base, estimant que les tensions d'origine interne sur les prix demeureraient stables et que l'accélération récente de l'inflation totale mesurée par l'IPC n'entraînerait pas d'effets de second tour supplémentaires sur les tensions inflationnistes sous-jacentes d'origine interne.

## 2 Activité économique

*Selon les informations disponibles à la date d'arrêté, l'économie de la zone euro a enregistré une croissance de 0,1 % au quatrième trimestre 2024, après 0,4 % au troisième trimestre, dans un contexte de hausse de la demande intérieure et de contraction des exportations. L'emploi a augmenté de 0,1 % au quatrième trimestre, au même rythme que le PIB. Dans l'ensemble des secteurs, le ralentissement de l'activité industrielle devrait s'être poursuivi au quatrième trimestre, reflétant une faible demande de biens, des pertes de compétitivité et une incertitude élevée. En revanche, le secteur des services a continué de croître, stimulé principalement par les services non marchands. Les indicateurs tirés d'enquêtes font état d'une croissance modérée en début d'année. L'indice des directeurs d'achat (PMI) relatif aux services est resté globalement stable par rapport au quatrième trimestre, continuant d'indiquer une croissance. Dans le même temps, l'indice relatif à l'industrie manufacturière, bien que continuant d'indiquer une production en baisse, s'est récemment amélioré. De nouveaux obstacles devraient apparaître compte tenu de la hausse du protectionnisme et des mesures de distorsion commerciale, qui pourraient influencer de manière disproportionnée sur le secteur manufacturier par rapport à d'autres parties de l'économie. Si le marché du travail s'est assoupli au cours des derniers mois, il demeure robuste. Pour la période à venir, le niveau élevé d'incertitude et les pertes de compétitivité persistantes devraient limiter dans une certaine mesure la vitesse de la reprise de l'économie de la zone euro. Néanmoins, la reprise projetée devrait être soutenue par des revenus du travail plus élevés et par des crédits plus abordables.*

*Cette perspective se reflète largement dans les projections macroéconomiques de mars 2025 établies par les services de la BCE pour la zone euro, qui tablent sur une croissance annuelle du PIB en volume de 0,9 % en 2025, 1,2 % en 2026 et 1,3 % en 2027<sup>6</sup>.*

### **Selon l'estimation rapide d'Eurostat, le PIB en volume a légèrement augmenté, de 0,1 % en glissement trimestriel au quatrième trimestre 2024 (graphique 3)<sup>7</sup>.**

Cela signifie que la production a augmenté au cours de tous les trimestres de l'année. Par conséquent, la hausse estimée du PIB en 2024 s'est établie à 0,7 %, ce qui représente une amélioration par rapport à 2023 où le PIB avait augmenté de 0,4 %<sup>8</sup>. Les indicateurs à court terme et les données disponibles par pays font état de contributions positives de la consommation privée et de l'investissement, compensées par la baisse des exportations nettes, tandis que la contribution des variations des stocks est restée globalement neutre. Dans le même temps, le secteur industriel est probablement resté atone, tandis que le secteur des services

<sup>6</sup> Cf. « [Projections macroéconomiques pour la zone euro établies par les services de la BCE, mars 2025](#) » publiées le 6 mars 2025 sur le site internet de la BCE.

<sup>7</sup> La croissance trimestrielle du PIB en volume dans la zone euro a été révisée à la hausse de 0,2 % dans la publication du 7 mars, soit deux jours après la date d'arrêté des données pour ce numéro du *Bulletin économique*.

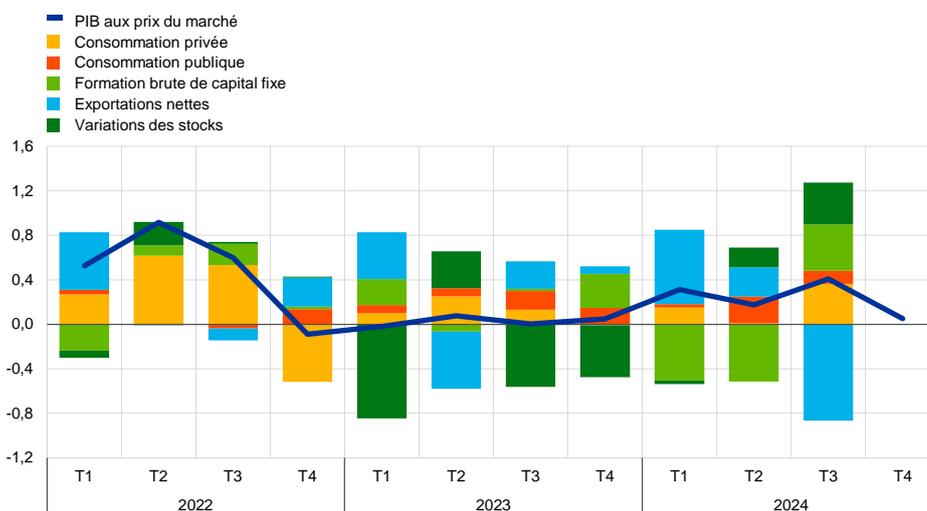
<sup>8</sup> Le taux de croissance annuel pour 2024 s'appuie sur des chiffres corrigés des variations saisonnières et des effets de calendrier. Les données non corrigées ne sont pas disponibles pour tous les États membres inclus dans les estimations rapides du PIB.

était plus résilient. Les résultats du quatrième trimestre pour la zone euro génèrent un acquis de croissance positif sur le PIB annuel en 2025<sup>9</sup>.

### Graphique 3

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

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



Sources : Eurostat et calculs de la BCE.

Note : Les dernières observations se rapportent au quatrième trimestre 2024 pour le PIB et au troisième trimestre 2024 pour la ventilation des dépenses.

#### Les données d'enquêtes indiquent la poursuite d'une croissance modérée tirée par le secteur des services au premier trimestre 2025, dans un contexte d'incertitude élevée.

L'incertitude entourant la politique économique, et notamment la politique commerciale, pèse sur les perspectives à court terme. La source principale d'incertitude sur la scène internationale est liée aux politiques des États-Unis, en particulier dans les domaines de la sécurité et du commerce. La montée du protectionnisme pourrait affecter de manière disproportionnée le secteur manufacturier par rapport à d'autres pans de l'économie. Néanmoins, l'indice composite des directeurs d'achat (PMI) relatif à la production a atteint 50,2 en moyenne en janvier et février (après 49,3 au quatrième trimestre), dans une large mesure en raison d'une hausse de l'activité manufacturière. Malgré cette amélioration récente, le PMI relatif à l'activité manufacturière continue d'indiquer une contraction, cet indice se situant en dessous de 50 depuis maintenant près de deux ans (graphique 4). Le PMI relatif aux nouvelles commandes s'est également amélioré récemment mais demeure inférieur à 50, indiquant des perspectives à court terme moroses pour l'industrie. Dans le secteur des services, le PMI reste supérieur au seuil de croissance nulle, bien que les derniers résultats soient inférieurs à sa moyenne de long terme. Les indicateurs de la Commission européenne relatifs à la confiance des chefs d'entreprise dressent un tableau globalement analogue.

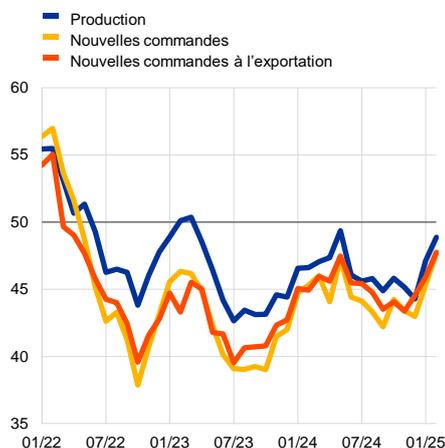
<sup>9</sup> Cela signifie que le PIB augmenterait de 0,3 % en 2025 si l'ensemble des taux de croissance trimestriels cette année étaient nuls (le PIB trimestriel restant au même niveau qu'au quatrième trimestre 2024).

## Graphique 4

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

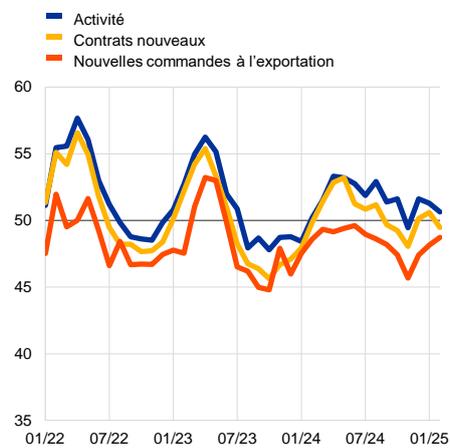
#### a) Industrie manufacturière

(indices de diffusion)



#### b) Services

(indices de diffusion)



Source : S&P Global Market Intelligence.

Note : Les dernières observations se rapportent à février 2025.

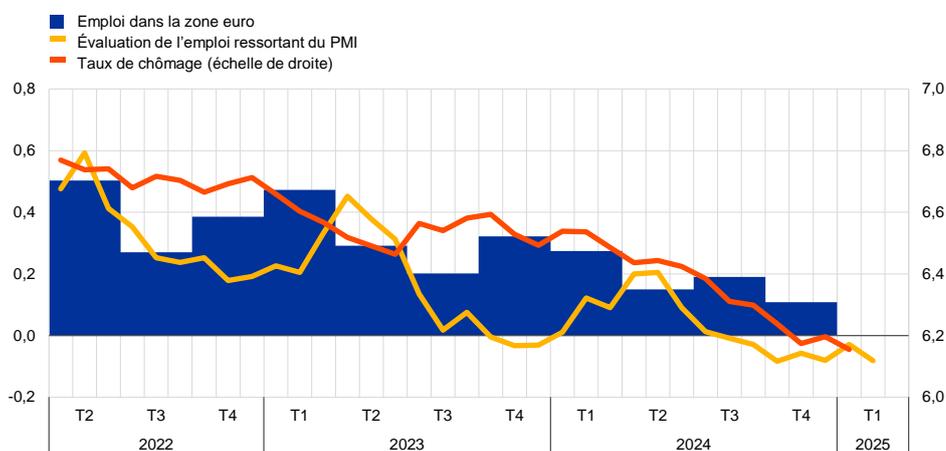
**L'emploi a augmenté de 0,1 % au quatrième trimestre 2024.** Cette augmentation est plus faible qu'au cours des autres trimestres de l'année (graphique 5). Pourtant, la croissance de l'emploi s'est avérée résistante par rapport à la croissance du PIB, donnant lieu à une baisse de la productivité de 0,1 %. Le taux de chômage s'est établi à 6,3 % en décembre, niveau supérieur de 0,1 point de pourcentage à celui de novembre, et demeurant proche de son point le plus bas depuis l'introduction de l'euro. La demande de main d'œuvre a légèrement baissé par rapport aux niveaux élevés observés après la pandémie, le taux de vacance d'emploi restant inchangé à 2,5 % au quatrième trimestre, soit 0,8 point de pourcentage de moins que son pic atteint au deuxième trimestre 2022 <sup>10</sup>.

<sup>10</sup> Cf. l'encadré 3 du présent *Bulletin économique*.

## Graphique 5

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

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



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

Notes : Les deux lignes indiquent les évolutions mensuelles tandis que les barres représentent des données trimestrielles. Le PMI est exprimé comme un écart par rapport à 50, puis divisé par 10 pour évaluer la croissance de l'emploi en glissement trimestriel. Les dernières observations se rapportent au quatrième trimestre 2024 pour l'emploi, à février 2025 pour l'évaluation de l'emploi ressortant du PMI et à janvier 2025 pour le taux de chômage.

**Les indicateurs à court terme du marché du travail font état d'une stabilité de l'emploi au premier trimestre 2025.** L'indice PMI composite mensuel relatif à l'emploi est revenu de 49,7 en janvier à 49,3 en février, ce qui suggère qu'au premier trimestre 2025, l'emploi devrait rester globalement inchangé par rapport au quatrième trimestre 2024. L'indice PMI relatif à l'emploi dans le secteur des services est revenu de 50,9 en janvier à 50,8 en février, tandis que l'indice PMI relatif à l'emploi dans les secteurs manufacturier et de la construction indique toujours une contraction.

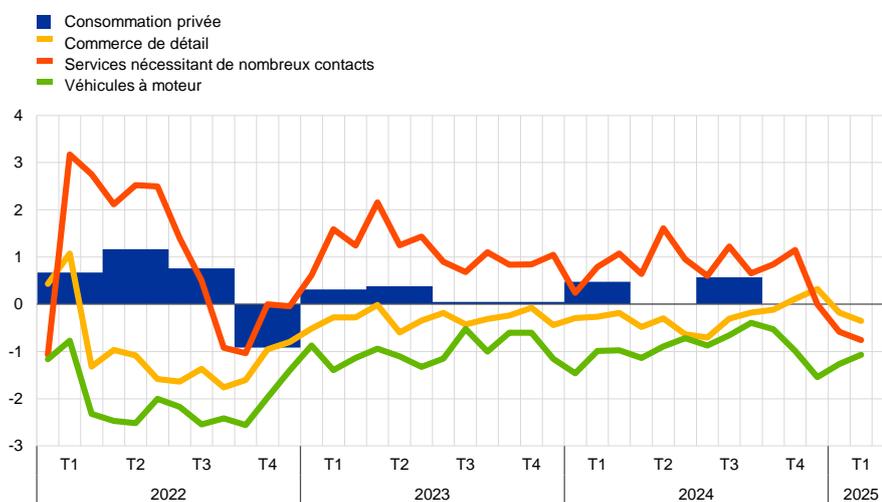
**La croissance de la consommation privée s'est probablement modérée au quatrième trimestre 2024.** Après avoir augmenté de 0,7 % en rythme trimestriel au troisième trimestre (graphique 6), la croissance de la consommation privée semble s'être modérée au quatrième trimestre 2024, reflétant également la disparition de certains facteurs temporaires qui ont soutenu son expansion au trimestre précédent, par exemple les Jeux olympiques et paralympiques de Paris 2024. Cela est corroboré par la hausse de 0,4 % en glissement trimestriel des ventes au détail et par la hausse de 0,5 % en glissement trimestriel de la production de services. Les données disponibles indiquent également un ralentissement de la dynamique de croissance des dépenses des ménages à court terme, comme il ressort des dernières projections macroéconomiques établies par les services de la BCE. L'indicateur de la Commission européenne relatif à la confiance des consommateurs a poursuivi sa légère hausse en février, mais il demeure modéré dans l'ensemble dans un contexte d'incertitude toujours élevée. Les indicateurs de la Commission européenne relatifs aux attentes des entreprises en matière de demande de services nécessitant de nombreux contacts ont continué de se dégrader en février, tandis que la dernière enquête de la BCE sur les anticipations des consommateurs montre que les dépenses attendues en matière de vacances demeurent robustes, malgré un

ralentissement récent. Dans le même temps, les anticipations des consommateurs relatives aux achats importants au cours des 12 prochains mois se sont légèrement redressées en février, après une détérioration le mois précédent. Pour l'avenir, la persistance de l'incertitude relative à la politique économique, en particulier dans le contexte des évolutions économiques mondiales, devrait continuer de peser sur les décisions de dépenses des ménages. Toutefois, la hausse du pouvoir d'achat (qui reflète le ralentissement de l'inflation) et l'augmentation continue du revenu réel du travail devraient soutenir la consommation au cours des trimestres à venir.

### Graphique 6

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

(variations trimestrielles en pourcentage ; soldes en pourcentage normalisés)



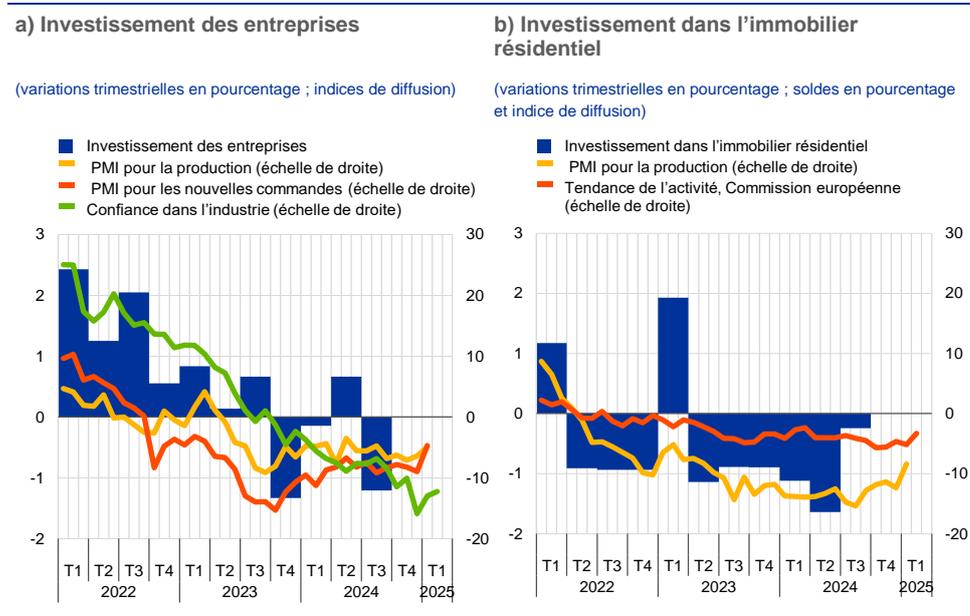
Sources : Eurostat, Commission européenne et calculs de la BCE.

Notes : Les anticipations des entreprises concernant le commerce de détail (hors véhicules à moteur), la demande attendue de services nécessitant de nombreux contacts et les ventes attendues de véhicules à moteur se rapportent aux trois prochains mois ; « les services nécessitant de nombreux contacts » incluent l'hébergement, les voyages et la restauration. La série relative aux services nécessitant de nombreux contacts est normalisée pour la période janvier 2005-2019, en raison de la disponibilité des données, tandis que les séries relatives aux véhicules à moteur et au commerce de détail sont normalisées pour la période 1999-2019. Les dernières observations se rapportent au troisième trimestre 2024 pour la consommation privée et à février 2025 pour les anticipations des entreprises relatives au commerce de détail, aux services nécessitant de nombreux contacts et aux véhicules à moteur.

**L'investissement des entreprises est probablement resté modéré vers la fin de l'année, dans un contexte de forte incertitude.** À la suite de la contraction marquée au troisième trimestre 2024, l'investissement des entreprises (approximé dans les comptes nationaux par l'investissement hors construction hors actifs incorporels irlandais) devrait avoir enregistré une légère hausse au quatrième trimestre. Néanmoins, l'investissement en actifs corporels a été particulièrement faible au cours des derniers trimestres. Dans le secteur des biens d'équipement, la production industrielle a fléchi de 1,2 % en glissement trimestriel au quatrième trimestre, comme anticipé par la forte chute en territoire négatif des indices PMI relatifs à la production au cours de l'année dernière, et l'indicateur de confiance dans l'industrie s'inscrivant à des niveaux observés pour la dernière fois pendant le confinement de 2020 (graphique 7, partie a). L'investissement incorporel continue de croître, bien que largement au-dessous des taux observés aux États-Unis (cf. encadré 1). Les données disponibles suggèrent une faiblesse début 2025 dans un contexte d'incertitude élevée en matière géopolitique, de politique économique –

ainsi que de politique commerciale. Les dernières campagnes de l'enquête téléphonique auprès des entreprises, de l'enquête sur l'accès des entreprises au financement dans la zone euro et de l'enquête sur la distribution du crédit bancaire (BLS) anticipent toutes un investissement atone en début d'année ; l'enquête BLS prévoit une nouvelle baisse de la demande au premier trimestre pour les prêts à plus long terme généralement associés à un investissement fixe <sup>11</sup>. Ces facteurs combinés pèseront probablement sur l'investissement en début d'année. À l'avenir, sauf perturbations importantes des échanges commerciaux, la reprise progressive de l'économie au sens large, l'assouplissement des conditions de financement et la dissipation de certaines sources d'incertitude devraient soutenir l'investissement. De plus, le déploiement en cours des fonds au titre du programme *Next Generation EU* contribuera à « stimuler » davantage l'investissement des entreprises.

**Graphique 7**  
Dynamique de l'investissement réel et données d'enquête



Sources : Eurostat, Commission européenne, S&P Global Market Intelligence et calculs de la BCE.  
Notes : Les lignes indiquent les évolutions mensuelles, tandis que les barres se rapportent aux données trimestrielles. Les indices PMI sont exprimés comme un écart par rapport à 50. Dans la partie a, l'investissement des entreprises est mesuré par l'investissement hors construction en excluant les actifs incorporels irlandais. Les indicateurs à court terme se rapportent au secteur des biens d'équipement. Les dernières observations se rapportent au troisième trimestre 2024 pour l'investissement des entreprises, à janvier 2025 pour les indices PMI et à février 2025 pour la confiance dans l'industrie. Dans la partie b, la courbe correspondant à l'indicateur relatif à la tendance de l'activité élaboré par la Commission européenne se rapporte à la moyenne pondérée de l'évaluation de la tendance de l'activité par les secteurs de la construction de bâtiments et de la construction spécialisée par rapport aux trois mois précédents, recalculée pour avoir le même écart type que le PMI. La courbe pour le PMI se rapporte à l'activité dans l'immobilier résidentiel. Les dernières observations se rapportent au troisième trimestre 2024 pour l'investissement dans l'immobilier résidentiel, à janvier 2025 pour l'indice PMI relatif à la production et à février 2025 pour la tendance de l'activité élaborée par la Commission européenne.

**L'investissement dans l'immobilier résidentiel est resté largement stable au quatrième trimestre 2024.** Après un recul significatif à partir de 2022, l'investissement dans l'immobilier résidentiel semble avoir atteint un point bas au quatrième trimestre 2024, les données disponibles par pays suggérant une légère

<sup>11</sup> Cf. l'encadré intitulé « Principales conclusions tirées des contacts récents de la BCE avec les sociétés non financières », *Bulletin économique*, n° 1, BCE, 2025, la dernière [enquête de la BCE sur l'accès des entreprises au financement dans la zone euro](#) publiée en janvier 2025 et l'[enquête sur la distribution du crédit bancaire de janvier 2025](#).

hausse de l'investissement dans l'immobilier résidentiel au quatrième trimestre, tandis que la production dans le bâtiment et la construction spécialisée est demeurée inchangée par rapport au troisième trimestre. Les indicateurs de l'activité tirés d'enquêtes se sont améliorés en début d'année. Néanmoins, dans l'ensemble, ils continuent d'indiquer une dynamique modérée de l'investissement dans l'immobilier résidentiel au premier trimestre 2025, l'indice PMI relatif à la production de logements et l'indicateur de la Commission européenne relatif à la construction de bâtiments et à la construction spécialisée au cours des trois derniers mois continuant de faire état d'une contraction (graphique 7, partie b). Toutefois, l'investissement dans l'immobilier résidentiel devrait se redresser progressivement au cours de 2025. D'après l'enquête de la Commission, les intentions à court terme des ménages en matière d'achat ou de construction d'un logement ont encore augmenté au premier trimestre. Cette amélioration de la confiance est soutenue par la baisse des taux hypothécaires et se reflète dans un redressement progressif des prêts au logement, suggérant que la demande de logements croît lentement.

**Les exportations de la zone euro ont reculé à un rythme plus lent au quatrième trimestre 2024.** Les exportations totales hors zone euro se sont contractées de 0,1 % en glissement trimestriel au quatrième trimestre. Cette baisse confirme les difficultés persistantes auxquelles les exportateurs de la zone euro sont confrontés (cf. encadré 2) en matière de compétitivité, malgré la reprise de la demande mondiale. Pour l'avenir, les enquêtes suggèrent que les performances des exportations continueront d'être modérées à court terme. Les derniers indices PMI relatifs aux nouvelles commandes pour l'exportation sont restés largement inférieurs au seuil d'expansion en février pour l'industrie manufacturière comme pour le secteur des services. Dans le même temps, les données mensuelles relatives aux échanges de biens suggèrent que la croissance trimestrielle des importations s'est ralentie au quatrième trimestre, indiquant une contribution globalement négative des exportations nettes au PIB.

**Selon les projections de mars 2025, la reprise économique devrait être plus lente qu'anticipé dans les projections de décembre 2024, alors que l'incertitude a augmenté.** Selon les projections de mars 2025 des services de la BCE, l'économie devrait croître de 0,9 % en 2025, 1,2 % en 2026 et 1,3 % en 2027. Les révisions à la baisse pour 2025 et 2026 traduisent un ralentissement des exportations et une faiblesse continue des investissements, provenant notamment d'une forte incertitude concernant la politique économique au sens large, et la politique commerciale en particulier. La croissance des revenus réels et la dissipation graduelle des effets des hausses passées des taux directeurs restent les principaux déterminants de la reprise progressive attendue de la demande au fil du temps.

### 3 Prix et coûts

*L'inflation totale dans la zone euro est revenue à 2,4 % en février 2025, après 2,5 % en janvier, reflétant principalement un ralentissement de la hausse des prix de l'énergie. La hausse des prix des produits alimentaires s'est accélérée tandis que l'inflation mesurée par l'IPCH hors énergie et produits alimentaires (IPCHX) s'est légèrement ralentie en février, masquant une hausse moins élevée des prix des services et une hausse accrue des prix des biens industriels non énergétiques. La plupart des mesures de l'inflation sous-jacente laissent entrevoir une stabilisation durable autour de la cible de 2 % à moyen terme. Dans certains secteurs, les salaires et les prix continuent de s'ajuster à la poussée inflationniste passée avec un important retard, mais la croissance des salaires se modère comme prévu et la croissance des profits unitaires continue d'amortir partiellement l'incidence sur l'inflation des tensions toujours élevées sur les coûts de main-d'œuvre. La plupart des indicateurs relatifs aux anticipations d'inflation à plus long terme continuent de s'établir à 2 % environ. L'évolution de l'inflation est demeurée globalement conforme aux anticipations des services de l'Eurosystème, et les dernières projections macroéconomiques correspondent étroitement aux perspectives d'inflation établies précédemment. D'après les projections macroéconomiques de mars 2025 établies par les services de la BCE pour la zone euro, l'inflation totale devrait s'établir en moyenne à 2,3 % en 2025, 1,9 % en 2026 et 2,0 % en 2027. La révision à la hausse de l'inflation totale pour 2025 reflète une dynamique plus soutenue des prix de l'énergie <sup>12</sup>.*

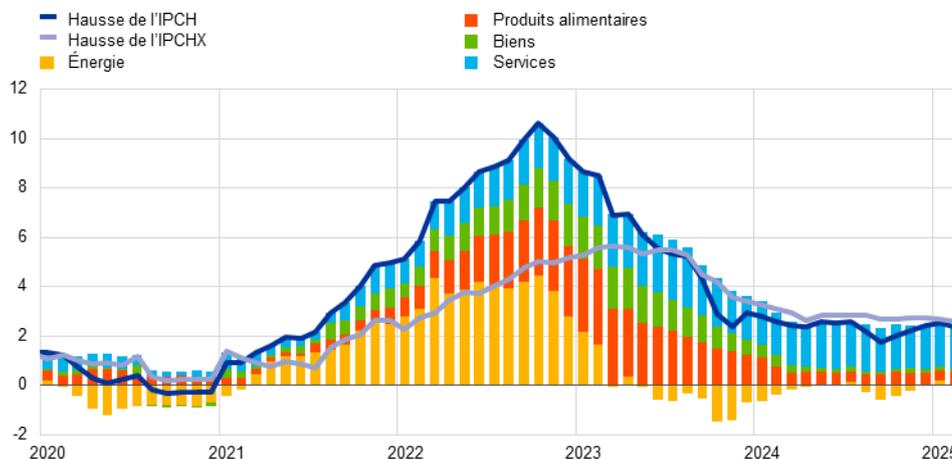
**L'inflation totale dans la zone euro, mesurée par l'indice des prix à la consommation harmonisé (IPCH), est revenue à 2,4 % en février, après 2,5 % en janvier (graphique 8).** Cela s'explique avant tout par un ralentissement attendu de la hausse des prix de l'énergie, qui est revenue à 0,2 % en février, après 1,9 % en janvier, principalement en raison d'un effet de base baissier et d'une diminution des prix de l'énergie en rythme mensuel. En revanche, la hausse des prix des produits alimentaires s'est établie à 2,7 % en février, après 2,3 % en janvier, reflétant un taux de croissance annuel plus élevé pour les prix des produits alimentaires non transformés, tandis que le taux des prix des produits alimentaires transformés est resté inchangé. L'IPCHX a diminué pour revenir à 2,6 % en février après 2,7 % en janvier, la première baisse depuis septembre 2024. Cela reflète une hausse moins élevée des prix des services (3,7 % en février, après 3,9 % en janvier) et masque une légère accélération de la hausse des prix des biens industriels non énergétiques (0,6 % en février, après 0,5 % en janvier). Le ralentissement de la hausse des prix des services en février est en ligne avec les anticipations antérieures d'une première modération due à un ralentissement progressif de la croissance des salaires et à des effets de réévaluation plus faibles début 2025 qu'en 2024.

<sup>12</sup> Cf. « [Projections macroéconomiques pour la zone euro établies par les services de la BCE, mars 2025](#) » publiées le 6 mars 2025 sur le site internet de la BCE.

## Graphique 8

### Inflation totale et ses composantes principales

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



Sources : Eurostat et calculs de la BCE.

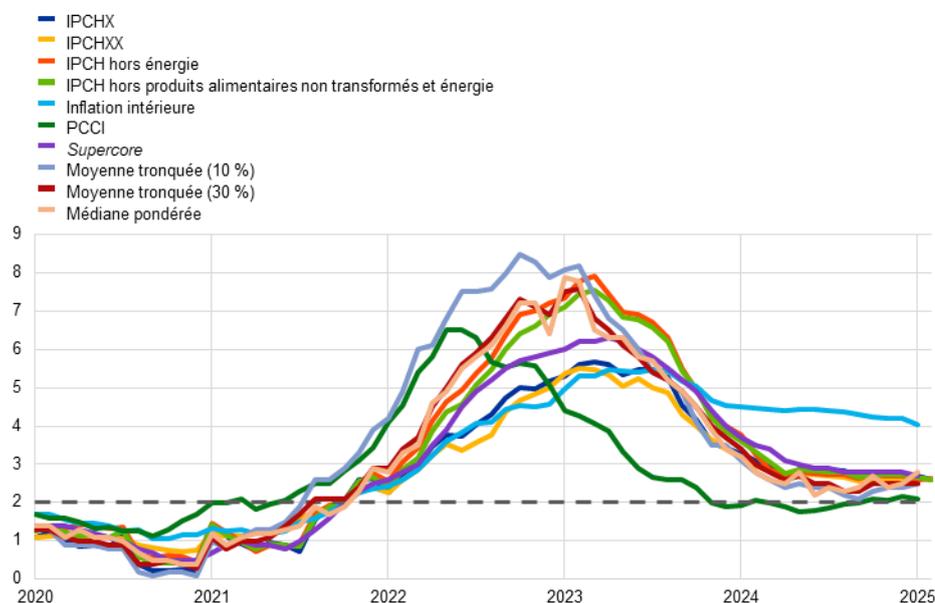
Notes : La rubrique « Biens » se rapporte aux biens industriels non énergétiques. Les dernières observations se rapportent à février 2025 (estimation rapide d'Eurostat).

**La plupart des mesures de l'inflation sous-jacente sont cohérentes avec les anticipations selon lesquelles l'inflation s'établira durablement autour de la cible de 2 % à moyen terme (graphique 9).** En janvier 2025, mois le plus récent pour lequel des données sont disponibles, la majorité des valeurs d'indicateurs allaient de 2,1 % à 2,8 %. La composante persistante et commune de l'inflation (PCCI), qui est généralement le meilleur prédicteur de l'inflation totale future, se situait toujours dans le bas de cette fourchette, tandis que l'indicateur médian pondéré a augmenté pour s'établir à 2,8 %. L'inflation mesurée par l'IPCHX hors composantes liées aux voyages, à l'habillement et à la chaussure (IPCHXX) est également restée inchangée, à 2,6 %, tandis que l'indicateur *Supercore*, qui comprend les rubriques de l'IPCH sensibles au cycle d'activité, est revenu à 2,7 %. Si l'indicateur relatif à l'inflation intérieure a persisté à un niveau élevé, il s'est légèrement replié pour ressortir à 4,0 % en janvier, contre 4,2 % en décembre 2024. Cette évolution a principalement résulté de contributions moins importantes des prix des restaurants et des cafés, ainsi que des coûts d'assurance dans les secteurs de la santé et des transports.

## Graphique 9

### Indicateurs de l'inflation sous-jacente

(variations annuelles en pourcentage)



Sources : Eurostat et calculs de la BCE.

Notes : La ligne grise en pointillés représente la cible d'inflation de la BCE de 2 % à moyen terme. Les dernières observations se rapportent à février 2025 (estimation rapide d'Eurostat) pour l'IPCHX, l'IPCH hors énergie et l'IPCH hors produits alimentaires non transformés et énergie, et à janvier 2025 pour tous les autres indicateurs.

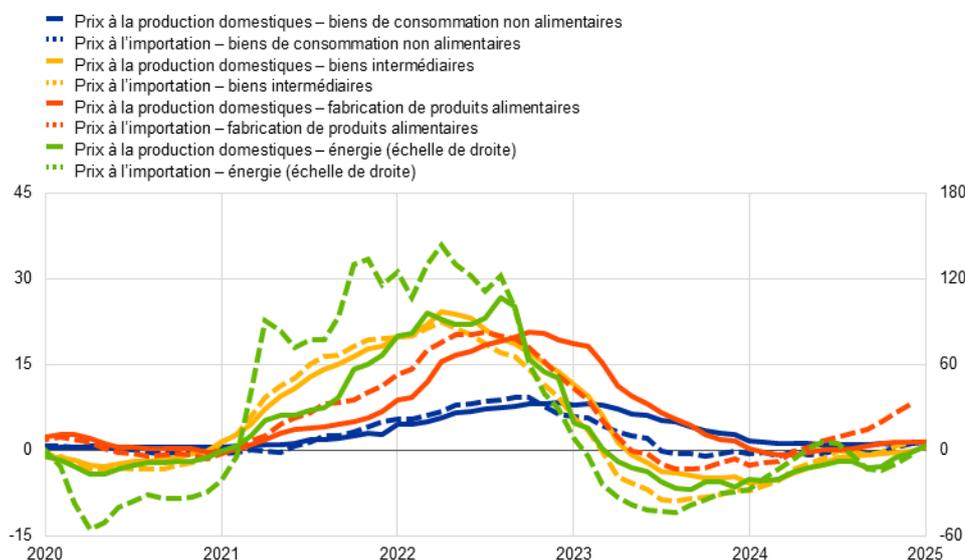
#### La plupart des indicateurs relatifs aux tensions en amont sur les prix des biens ont augmenté, mais à des taux encore modérés (graphique 10).

En amont de la chaîne des prix, la variation des prix à la production de l'énergie, qui était négative depuis avril 2023, est devenue positive, s'établissant à 3,5 % en janvier 2025, contre -1,6 % en décembre 2024. Le taux de croissance annuel des prix à la production pour les ventes domestiques de biens intermédiaires a augmenté (0,5 % en janvier, contre 0,0 % en décembre). En aval de la chaîne des prix, la hausse des prix à la production domestiques des biens de consommation non alimentaires s'est accentuée pour s'établir à 1,6 % en janvier, contre 1,2 % en décembre, tandis que la hausse des prix à la production pour la fabrication de produits alimentaires s'est légèrement ralentie pour revenir à 1,4 % en janvier, contre 1,5 % en décembre. Les dernières données disponibles pour les prix à l'importation à la date d'arrêt du présent rapport se rapportent à décembre 2024. S'agissant des biens intermédiaires, le taux de croissance annuel des prix à l'importation a continué d'augmenter (à 1,5 % en décembre, après 0,9 % en novembre). Dans le même temps, la hausse des prix à l'importation pour la fabrication de produits alimentaires a atteint 8,2 % en décembre, probablement sous l'effet des taux de croissance à deux chiffres des prix internationaux des matières premières alimentaires. Cette accentuation de la hausse des prix à l'importation reflète également la dépréciation de l'euro. Dans l'ensemble, les dernières données sur les prix à la production et à l'importation confirment que l'atténuation progressive des tensions accumulées en amont sur les biens de consommation s'est dissipée, mais n'a pas entraîné de remontée notable des prix.

## Graphique 10

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

(variations annuelles en pourcentage)



Sources : Eurostat et calculs de la BCE.

Note : Les dernières observations se rapportent à janvier 2025 pour les prix à la production domestiques et à décembre 2024 pour les prix à l'importation.

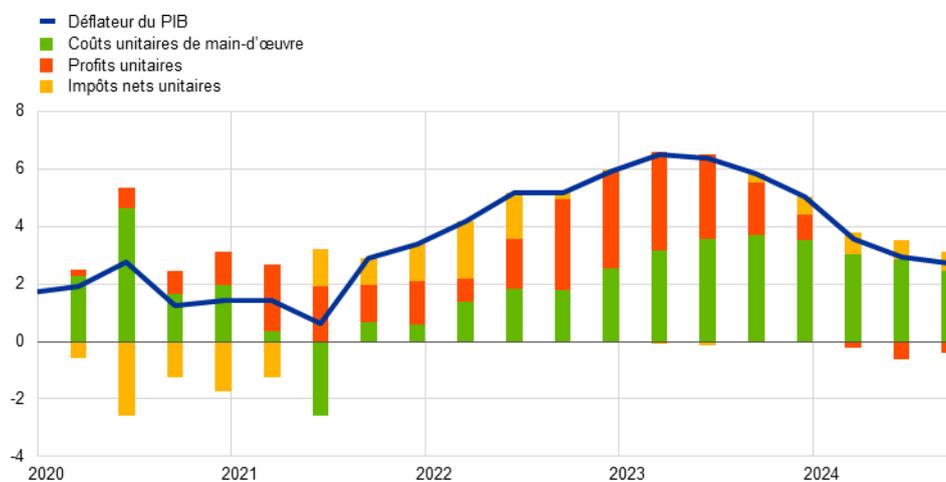
**Les tensions d'origine interne sur les coûts, mesurées par la croissance du déflateur du PIB, ont continué de diminuer au troisième trimestre 2024, tout en demeurant élevées (graphique 11).** Les dernières données disponibles des comptes nationaux relatives aux tensions d'origine interne sur les coûts pour la zone euro se rapportent également au troisième trimestre 2024. Le taux de croissance annuel du déflateur du PIB est revenu à 2,7 %, contre 2,9 % au trimestre précédent, reflétant une contribution plus faible des salaires et des coûts unitaires de main-d'œuvre.

La croissance des profits unitaires est demeurée en terrain négatif, indiquant qu'elle continue d'amortir des tensions sur les coûts de main-d'œuvre encore élevées. Les données disponibles des comptes nationaux de la plupart des pays de la zone euro suggèrent une poursuite du ralentissement de la croissance des coûts de main-d'œuvre et du rôle d'amortisseur joué par les bénéfices au quatrième trimestre. En outre, d'autres indicateurs disponibles pour la zone euro au cours du quatrième trimestre, tels que l'indice du coût de la main-d'œuvre et l'indicateur relatif aux salaires négociés, confirment la poursuite de l'atténuation des tensions sur les coûts de main-d'œuvre. Selon l'estimation rapide d'Eurostat, la croissance de la composante salaires et traitements horaires de l'indice du coût de la main-d'œuvre s'est ralentie pour revenir à 4,1 %, contre 4,4 % au troisième trimestre. La croissance de l'indicateur relatif aux salaires négociés s'est établie à 4,1 % au quatrième trimestre, contre 5,4 % au troisième trimestre. En outre, l'outil prospectif de suivi des salaires de la BCE, qui comprend des données sur les accords salariaux négociés jusqu'à mi-février, continue d'indiquer une atténuation des tensions sur la croissance des salaires au début de l'année. À plus long terme, les projections macroéconomiques de mars 2025 établies par les services de la BCE prévoient que la croissance de la rémunération par tête ressortira à 3,4 % en moyenne pour 2025 et continuera de se modérer pour s'établir à 2,6 % en 2027.

## Graphique 11

### 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, tandis que 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 ont peu évolué, tandis que les mesures de la compensation de l'inflation à moyen et plus long termes extraites des instruments de marché ont légèrement augmenté, la plupart s'établissant autour de 2 % (graphique 12).** Dans l'enquête de la BCE auprès des prévisionnistes professionnels (EPP) pour le premier trimestre 2025 et dans l'enquête réalisée en mars 2025 par la BCE auprès des analystes monétaires (*Survey of Monetary Analysts*), la moyenne et la médiane des anticipations d'inflation à plus long terme sont restées à 2 %.

Les anticipations tirées d'enquêtes à court terme pour 2025 se sont également établies autour de 2 %, mais ont affiché de faibles variations en fonction de l'intégration des dernières données disponibles et des variations des prix des matières premières énergétiques. Les mesures extraites des instruments de marché pour la compensation de l'inflation à court terme, telles que mesurées par le taux des *swaps* indexés sur l'inflation à un an, ont récemment augmenté et ressortent à 1,8 % environ. À moyen et long termes, les mesures de la compensation de l'inflation extraites des instruments de marché ont également augmenté. En particulier, le taux des *swaps* indexés sur l'inflation à cinq ans dans cinq ans s'établit autour de 2,2 %, après avoir augmenté de 20 points de base environ depuis la réunion du Conseil des gouverneurs de décembre, reflétant en grande partie les évolutions consécutives aux plans d'expansion budgétaire récemment annoncés en Europe. Cette hausse est principalement attribuée à des primes de risque sur l'inflation plus élevées. Par conséquent, les estimations fondées sur des modèles des véritables anticipations d'inflation, à l'exclusion des primes de risque sur l'inflation, indiquent que les intervenants de marché continuent de s'attendre à ce que l'inflation s'établisse autour de 2 % à plus long terme. Du côté des consommateurs, les anticipations d'inflation ont principalement renoué avec leur tendance baissière. D'après l'enquête de la BCE sur les anticipations des consommateurs (*Consumer Expectations Survey*) pour janvier 2025, les

anticipations médianes pour l'inflation totale au cours des 12 prochains mois ont diminué pour s'établir à 2,6 %, contre 2,8 % en décembre 2024, tandis que les anticipations à trois ans sont restées inchangées à 2,4 %. La médiane des perceptions d'inflation sur les 12 derniers mois a légèrement diminué pour revenir à 3,4 % en janvier.

## Graphique 12

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

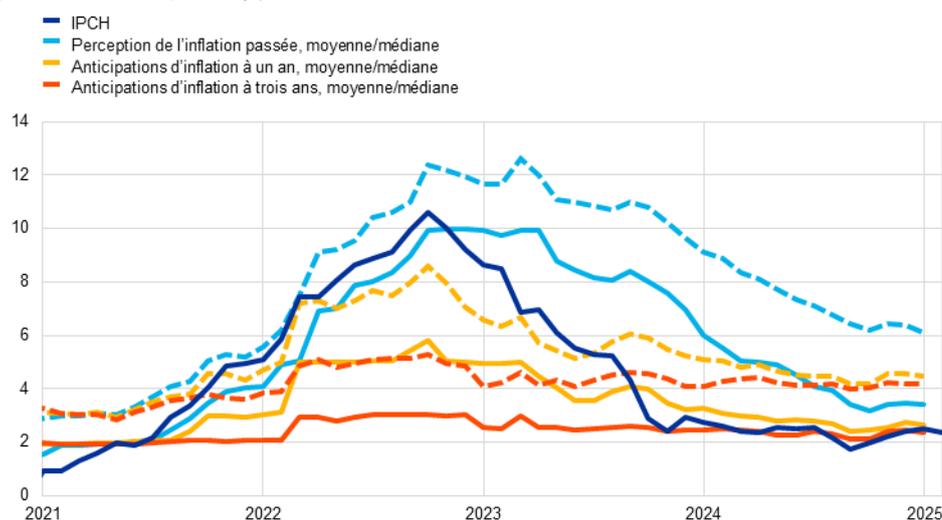
### a) Mesures de la compensation de l'inflation extraites des instruments de marché

(variations annuelles en pourcentage)



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

(variations annuelles en pourcentage)



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

Notes : La partie a) présente les taux à terme des *swaps* indexés sur l'inflation à différents horizons pour la zone euro. La ligne verticale grise indique le début de la période sous revue, le 12 décembre 2024. Dans la partie b), les lignes en pointillés montrent le taux moyen et les lignes continues, le taux médian. Les dernières observations se rapportent au 6 mars 2025 pour les taux à terme, à février 2025 (estimation rapide d'Eurostat) pour l'IPCH et à janvier 2025 pour toutes les autres mesures.

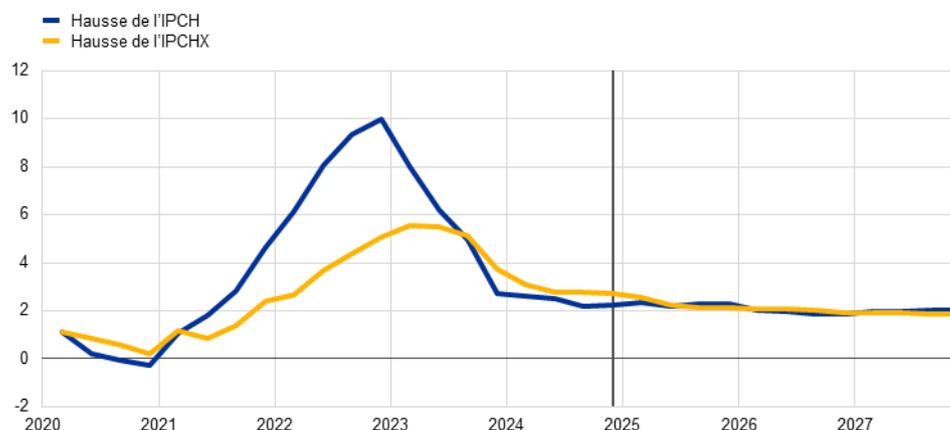
**Les projections macroéconomiques de mars 2025 établies par les services de la BCE prévoient que l'inflation totale devrait s'établir en moyenne à 2,3 % en 2025 et devrait diminuer pour revenir à 1,9 % en 2026 et 2,0 % en 2027**

**(graphique 13).** L'inflation totale devrait rester relativement stable en 2025, principalement en raison de la progression plus forte des prix des produits alimentaires et des effets de base relatifs aux prix de l'énergie, qui contrebalancent globalement le ralentissement de l'inflation sous-jacente (*core*). Elle devrait ensuite se ralentir progressivement début 2026, les effets de base relatifs à la composante énergie s'atténuant. L'augmentation projetée de l'inflation totale pour 2027 reflète principalement un effet haussier temporaire résultant de la hausse des prix de l'énergie en raison des mesures budgétaires liées à la transition en matière de changement climatique, en particulier l'introduction d'un nouveau système d'échange de quotas d'émission (SEQE-2). Par rapport aux projections de décembre 2024, les perspectives pour l'inflation totale ont été relevées de 0,2 point de pourcentage pour 2025, laissées inchangées pour 2026 et révisées à la baisse de 0,1 point de pourcentage pour 2027. La révision haussière pour 2025 est principalement due à des surprises à la hausse s'agissant des données relatives à la hausse des prix de l'énergie et à des hypothèses de prix du pétrole et de l'électricité plus élevés. L'inflation mesurée par l'IPCH devrait se ralentir, revenant de 2,8 % en 2024 à 2,2 % en 2025, 2,0 % en 2026 et 1,9 % en 2027, principalement en raison d'une décélération de la hausse des prix des services. Par rapport aux projections de décembre 2024, l'inflation mesurée par l'ICHPX a été révisée à la baisse de 0,1 point de pourcentage pour 2025 et à la hausse de 0,1 point de pourcentage pour 2026.

### Graphique 13

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

(variations annuelles en pourcentage)



Sources : Eurostat et [Projections macroéconomiques pour la zone euro établies par les services de la BCE, mars 2025](#).

Notes : La ligne verticale grise indique le dernier trimestre avant le début de l'horizon de projection. Les dernières observations se rapportent au quatrième trimestre 2024 pour les données et au quatrième trimestre 2027 pour les projections. Les projections macroéconomiques de mars 2025 établies par les services de la BCE pour la zone euro ont été finalisées le 19 février 2025 et la date d'arrêt des hypothèses techniques est le 6 février 2025. Les données historiques et projetées relatives à l'inflation mesurée par l'IPCH et l'IPCHX sont déclarées trimestriellement.

## 4 Évolutions sur les marchés financiers

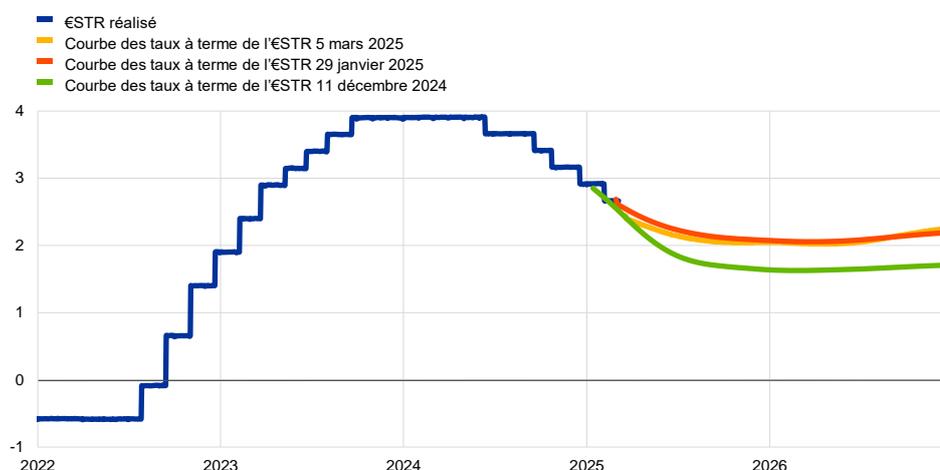
*Au cours de la période sous revue allant du 12 décembre 2024 au 5 mars 2025, la courbe à terme du taux sans risque à court terme de l'euro (€STR) a connu une réévaluation à la hausse, avec d'importantes fluctuations par intermittence. À la suite de la réunion de décembre du Conseil des gouverneurs, les taux d'intérêt à court terme ont augmenté dans les principales économies avancées, dans un contexte d'inquiétudes liées au fait que la désinflation aux États-Unis progresse plus lentement que prévu. Après avoir atteint un pic mi-janvier, la courbe de la zone euro s'est repliée, les marchés anticipant une poursuite de la désinflation et des perspectives de croissance plus faibles. Toutefois, elle a rebondi par la suite dans le contexte des plans de dépense consacrés à la défense et aux infrastructures dans les pays européens. À la fin de la période sous revue, la courbe à terme de la zone euro avait intégré environ 65 points de base de réductions cumulées des taux d'intérêt à fin 2025. Les évolutions sur les marchés des obligations souveraines de la zone euro ont globalement suivi celles des taux sans risque, les écarts de rendement par rapport aux taux des swaps au jour le jour (OIS) s'accroissant légèrement. Malgré des perspectives macroéconomiques atones et les annonces de droits de douane par l'administration américaine, les prix des actions de la zone euro ont été soutenus par une période de bénéfices solides, affichant de meilleures performances que les actions américaines. 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 apprécié en termes pondérés des échanges commerciaux et a progressé de façon plus prononcée vis-à-vis du dollar américain.*

**Depuis la réunion de décembre du Conseil des gouverneurs, la courbe à terme des OIS a connu une réévaluation à la hausse, avec d'importantes fluctuations par intermittence (graphique 14).** Le taux de référence €STR s'est établi en moyenne à 2,8 % sur la période sous revue, à la suite des décisions largement anticipées prises par le Conseil des gouverneurs lors de ses réunions de décembre et de janvier d'abaisser les taux directeurs de la BCE de 25 points de base. L'excédent de liquidité a diminué de 75 milliards d'euros environ pour s'établir à 2 826 milliards. Cette évolution reflète principalement les remboursements, en décembre, des fonds empruntés dans le cadre de la troisième série d'opérations de refinancement à plus long terme ciblées 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. La partie courte de la courbe à terme des taux OIS fondés sur l'€STR a connu une réévaluation à la hausse pendant la période sous revue, suggérant une trajectoire plus élevée pour les taux directeurs, avec d'importantes fluctuations par intermittence. À la suite de la réunion de décembre du Conseil des gouverneurs, les taux d'intérêt à court terme ont augmenté dans les principales économies avancées dans un contexte d'inquiétudes liées au fait que la désinflation aux États-Unis progresse plus lentement que prévu. Après avoir atteint un pic mi-janvier, la courbe de la zone euro s'est repliée, les intervenants de marché anticipant une poursuite de la désinflation intérieure et un affaiblissement des perspectives de croissance, ce dernier étant

attribuable en partie à l'accentuation de l'incertitude relative aux échanges commerciaux. Toutefois, à l'approche de la réunion de mars du Conseil des gouverneurs, la courbe de la zone euro a rebondi dans le contexte des plans de dépense consacrés à la défense et aux infrastructures dans les pays européens. À la fin de la période sous revue, la courbe à terme intégrait totalement une réduction des taux de 25 points de base lors de la réunion de mars du Conseil des gouverneurs et des baisses cumulées de 65 points de base environ à fin 2025.

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

(en pourcentage annuel)



Sources : Bloomberg et calculs de la BCE.

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

**Les taux sans risque à long terme de la zone euro ont fluctué au cours de la période sur revue et ont globalement augmenté (graphique 15).** À la fin de la période sous revue, le taux des OIS à dix ans dans la zone euro avait augmenté d'environ 45 points de base, ressortant à environ 2,5 %, malgré d'importantes fluctuations tout au long de la période. Ce taux a augmenté d'environ 40 points de base entre le début de la période sous revue et la mi-janvier, en raison de fortes tensions à la hausse en provenance des États-Unis. Toutefois, il s'est par la suite replié, les intervenants de marché ayant recentré leur attention sur les perspectives de la zone euro en matière d'inflation et d'économie réelle. Enfin, à la fin de la période sous revue, l'accroissement des plans de dépenses budgétaires en Europe a entraîné une hausse des taux sans risque à long terme d'environ 25 points de base. Aux États-Unis, les taux sans risque à long terme ont dans un premier temps augmenté d'environ 45 points de base pour atteindre leur pic mi-janvier, avant de s'inscrire en baisse à partir de mi-février. Ce repli, qui a récemment été confirmé par des signes de potentiel ralentissement de la croissance économique américaine, a ramené les taux américains à environ 4,3 %, légèrement au-dessous de leurs niveaux au début de la période sous revue. En conséquence, le différentiel entre les taux sans risque à dix ans dans la zone euro et aux États-Unis s'est réduit d'environ 49 points de base. Le rendement des obligations souveraines à dix ans au Royaume-Uni a augmenté de 31 points de base, pour s'établir à 4,7 % environ à la fin de la période sous revue.

## Graphique 15

### 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 : Les lignes verticales grises indiquent le début de la période sous revue (12 décembre 2024). Les dernières observations se rapportent au 5 mars 2025.

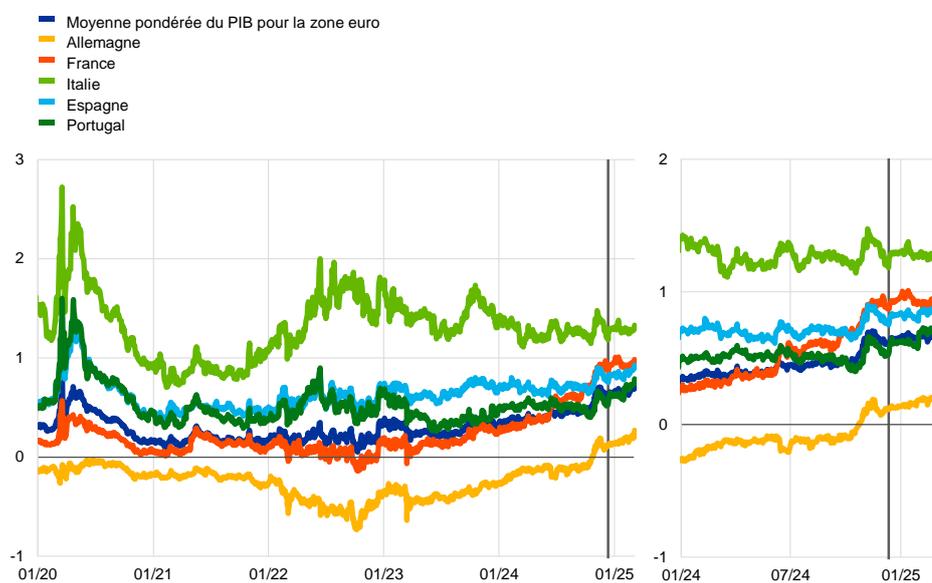
#### Les rendements des obligations souveraines à long terme de la zone euro ont généralement suivi les mouvements des taux sans risque, avec un élargissement de certains écarts de rendement (graphique 16).

Le rendement pondéré du PIB des obligations souveraines à dix ans de la zone euro s'est établi à environ 3,2 % à la fin de la période sous revue, soit environ 55 points de base au-dessus de son niveau au début de la période. Cette hausse a entraîné un accroissement d'environ 10 points de base de l'écart de rendement par rapport au taux OIS fondé sur l'€STR. Les rendements des obligations souveraines françaises ont enregistré des performances comparables au rendement pondéré du PIB des obligations souveraines de la zone euro, malgré une amélioration récemment perçue de la situation politique du pays après l'approbation par le parlement français du budget 2025. L'écart de rendement des obligations souveraines allemandes s'est élargi de 16 points de base, demeurant fermement en territoire positif. Les écarts de rendement des obligations souveraines se sont également accrus dans d'autres pays de la zone euro, ceux des obligations souveraines espagnoles et portugaises augmentant de 16 et 24 points de base, respectivement.

## Graphique 16

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

(en point de pourcentage)



Sources : LSEG et calculs de la BCE.

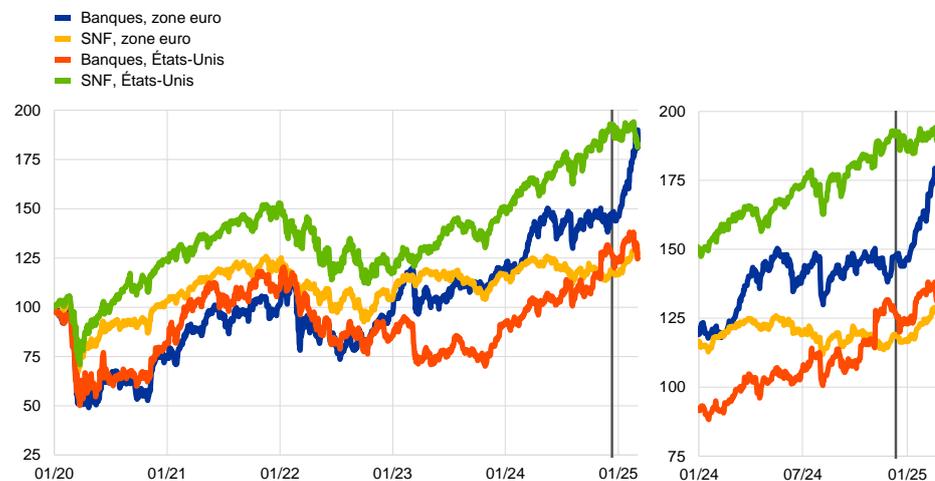
Notes : Les lignes verticales grises indiquent le début de la période sous revue (12 décembre 2024). Les dernières observations se rapportent au 5 mars 2025.

**Les prix des actions de la zone euro se sont renforcés, à la faveur d'une période de bénéfices solides, malgré des perspectives macroéconomiques faibles et une montée de l'incertitude relative aux échanges commerciaux (graphique 17).** Au cours de la période sous revue, les prix des actions dans la zone euro ont augmenté de 10,1 % au total. Les prix des actions bancaires ont enregistré des performances supérieures à ceux des actions des sociétés non financières (SNF), avec des hausses de 28,8 % et 7,5 %, respectivement. Les prix des actions de la zone euro ont été soutenus par une période de bénéfices solides et par les plans d'expansion budgétaire récemment annoncés en Europe. Les entreprises des secteurs financier et industriel ont fait état de bénéfices particulièrement élevés par rapport aux anticipations et ont, par conséquent, enregistré certaines des plus-values sur actions les plus élevées. Aux États-Unis, l'indice large des prix des actions a reculé de 3,8 % dans un contexte d'inquiétudes récentes entourant les perspectives économiques aux États-Unis et de baisse des valorisations boursières dans le secteur des technologies de l'information en raison d'avancées considérables perçues dans l'intelligence artificielle en Chine. Notamment, les prix des actions des SNF américaines ont baissé de 4,4 %, contre 1,2 % pour les banques.

## Graphique 17

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

(indice : 1<sup>er</sup> janvier 2020 = 100)



Sources : LSEG et calculs de la BCE.

Notes : Les lignes verticales grises indiquent le début de la période sous revue (12 décembre 2024). Les dernières observations se rapportent au 5 mars 2025.

### Les écarts de rendement des obligations du secteur des entreprises se sont resserrés pour les entreprises à rendement élevé (*high-yield*) et bien notées (*investment-grade*), suivant les mouvements des marchés boursiers.

La période de bénéfices solides s'est également reflétée dans les écarts de rendement des obligations d'entreprises, qui ont diminué pour le segment bien noté comme pour le segment à haut rendement, dans un contexte de volatilité. Les écarts de rendement des obligations d'entreprises bien notées se sont resserrés d'environ 15 points de base, les écarts de rendement des obligations émises par les sociétés financières se réduisant moins que ceux des obligations des sociétés non financières. Un resserrement plus prononcé, d'environ 30 points de base, a été observé sur le segment à haut rendement, reflétant des réductions des écarts de rendement des obligations des sociétés non financières et financières d'environ 35 et 20 points de base, respectivement.

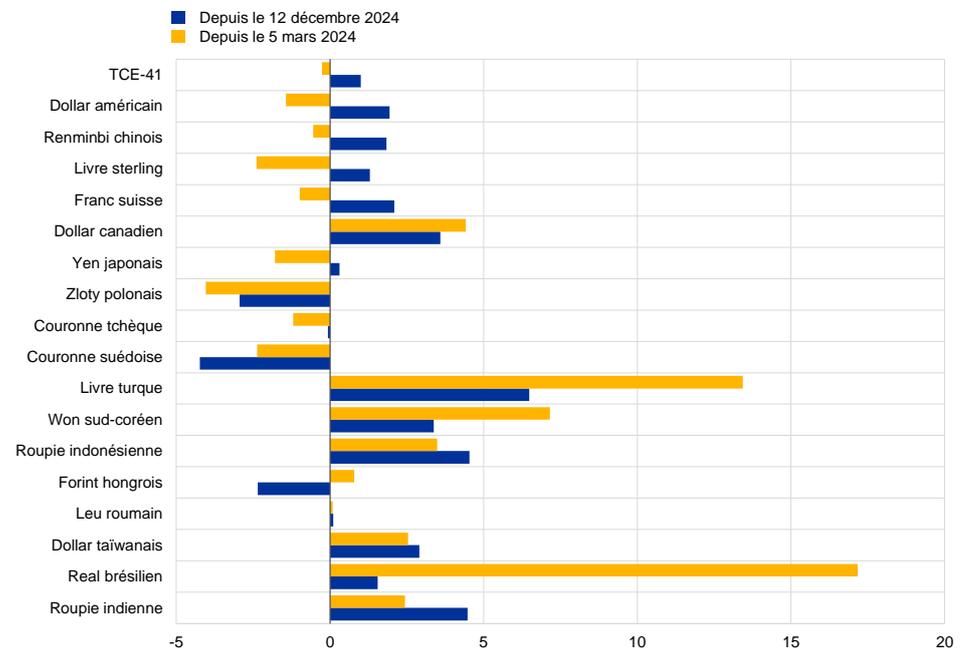
**Sur les marchés des changes, l'euro s'est apprécié en termes pondérés des échanges commerciaux et s'est renforcé dans une plus large mesure vis-à-vis du dollar américain (graphique 18).** Au cours de la période sous revue, le taux de change effectif nominal de l'euro, mesuré par rapport aux monnaies des 41 principaux partenaires commerciaux de la zone euro, s'est renforcé de 1 %. L'euro a enregistré une appréciation significative de 1,9 % par rapport au dollar américain, à la suite des actualisations de l'orientation budgétaire de l'Europe vers la fin de la période sous revue. L'euro a également été soutenu, quoique plus modestement, par une hausse globale de l'appétence pour le risque au niveau mondial malgré les annonces de droits de douane et des inquiétudes quant aux perspectives macroéconomiques américaines, qui se sont reflétées dans une baisse du différentiel de taux d'intérêt entre les États-Unis et la zone euro. L'appréciation de l'euro a été relativement généralisée à l'ensemble des monnaies, en dépit de fluctuations prononcées. Parmi les principaux partenaires commerciaux de la zone

euro, l'euro s'est apprécié vis-à-vis de la livre sterling, de la roupie indienne et de la livre turque (de 1,3 %, 4,5 % et 6,5 %, respectivement). Il s'est déprécié vis-à-vis du zloty polonais (de 2,9 %), reflétant les anticipations par les intervenants de marché d'une orientation de politique monétaire relativement plus stricte en Pologne, et vis-à-vis de la couronne suédoise (de 4,2 %), en partie en raison du resserrement des différentiels de taux d'intérêt attendus. L'euro est resté globalement stable vis-à-vis du yen japonais (+ 0,3 %), l'impact de l'orientation de politique monétaire plus stricte de la Banque du Japon au cours de la période sous revue ayant été compensé par la hausse des rendements obligataires dans la zone euro.

### Graphique 18

#### Variations du taux de change de l'euro vis-à-vis d'une sélection de monnaies

(variations en pourcentage)



Source : Calculs de la BCE.

Notes : Le TCE-41 est le taux de change effectif nominal de l'euro par rapport aux monnaies des 41 principaux partenaires commerciaux de la zone euro. Une variation positive (négative) correspond à une appréciation (dépréciation) de l'euro. Toutes les évolutions sont calculées en utilisant les taux de change enregistrés au 12 décembre 2024.

## 5 Conditions de financement et évolutions du crédit

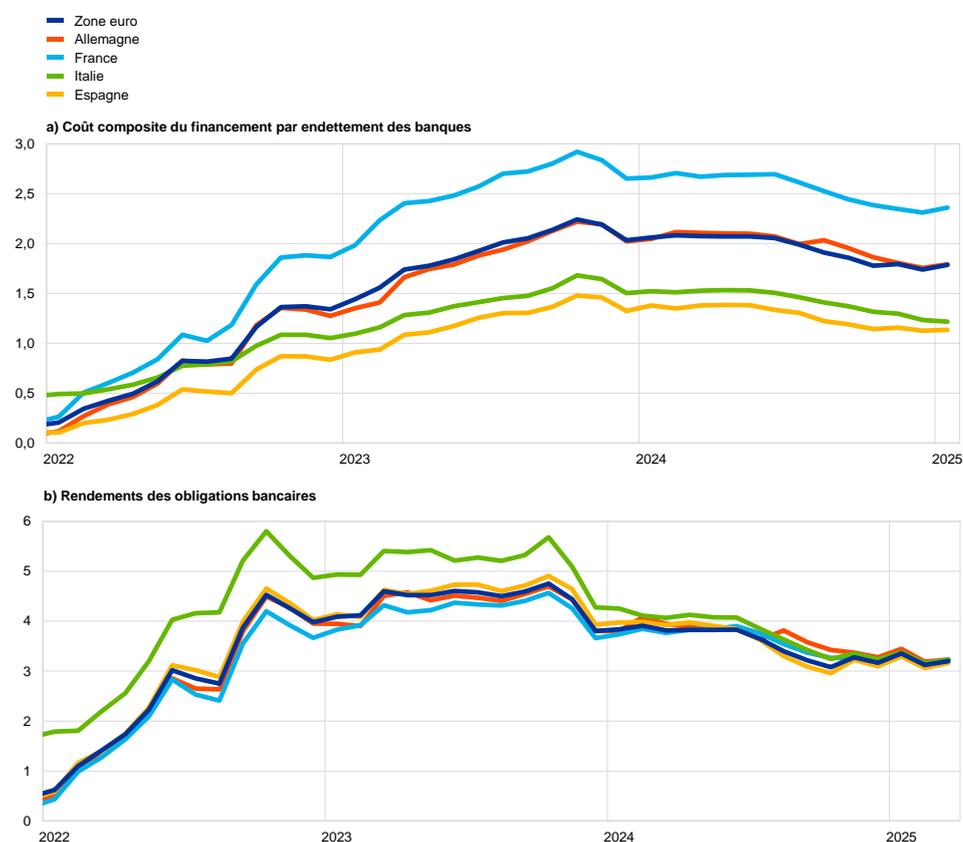
*Les baisses des taux d'intérêt directeurs de la BCE rendent les emprunts progressivement moins chers pour les entreprises et les ménages et la croissance des prêts se redresse. Cela étant, la poursuite de la transmission des hausses passées des taux directeurs à l'encours de crédits constitue un frein à l'assouplissement des conditions de financement, et l'activité de prêt demeure globalement modérée. En janvier 2025, les coûts de financement des banques sont restés globalement inchangés, à un niveau élevé, tandis que les taux débiteurs bancaires ont continué de diminuer progressivement par rapport à leurs plus hauts niveaux. Les taux d'intérêt moyens appliqués aux nouveaux crédits aux entreprises et aux nouveaux prêts hypothécaires ont baissé en janvier, à 4,2 % et 3,3 %, respectivement. La croissance des prêts aux entreprises et aux ménages s'est accélérée en janvier, mais est restée faible et largement inférieure à sa moyenne historique, reflétant une demande toujours atone et des critères d'octroi toujours restrictifs. Sur la période allant du 12 décembre 2024 au 5 mars 2025, le coût du financement par fonds propres et par endettement de marché a augmenté pour les entreprises, en raison de la hausse du taux d'intérêt sans risque à long terme. Le taux de croissance annuel de l'agrégat monétaire large (M3) s'est légèrement renforcé pour s'établir à 3,6 % en janvier.*

**Les coûts de financement des banques dans la zone euro sont restés globalement inchangés en janvier 2025, malgré les précédentes baisses des taux directeurs.** Le coût composite du financement par endettement des banques de la zone euro a peu évolué en janvier (graphique 19, partie a). Les tensions sur les coûts de financement des banques ont résulté principalement des rendements plus élevés des obligations bancaires (graphique 19, partie b), sous l'effet de variations du taux d'intérêt sans risque à long terme, comme l'indiquent les données disponibles jusqu'au 5 mars. Les taux moyens des dépôts sont demeurés relativement stables, le taux composite s'établissant à 1,2 % en janvier. Tandis que les taux sur les dépôts à terme pour les entreprises et les ménages ont encore baissé, les taux sur les dépôts à vue et les dépôts remboursables avec préavis sont restés inchangés dans l'ensemble.

## Graphique 19

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

(pourcentages annuels)



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

Notes : Les coûts de financement composites des banques correspondent à une moyenne pondérée du coût composite des dépôts et du financement de marché non sécurisé. Le coût composite des dépôts est calculé comme une moyenne des taux des nouveaux contrats de dépôt à vue, de dépôt à terme et de dépôt remboursable avec préavis, pondérés par les encours respectifs. Les rendements des obligations bancaires correspondent aux moyennes mensuelles des obligations de la tranche senior. Les dernières observations se rapportent à janvier 2025 pour le coût composite du financement par endettement des banques (partie a) et au 5 mars 2025 pour les rendements des obligations bancaires (partie b).

**Les taux débiteurs bancaires appliqués 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 20). En janvier 2025, les taux débiteurs appliqués aux nouveaux prêts consentis aux sociétés non financières (SNF) ont diminué de 12 points de base pour s'établir à 4,24 %, environ 1 point de pourcentage au-dessous de leur point haut d'octobre 2023 (graphique 20, partie a). Ce recul a été généralisé dans les cinq plus grandes économies de la zone euro et s'est concentré sur les prêts assortis d'échéances allant jusqu'à cinq ans. En revanche, les taux appliqués aux prêts d'échéance supérieure à cinq ans ont augmenté de 11 points de base, reflétant la hausse des taux d'intérêt sans risque à plus long terme. Pour les entreprises, le coût du financement par endettement de marché s'est inscrit en hausse à 3,7 % en janvier, soit 0,2 point de pourcentage de plus qu'en décembre. L'écart entre les taux d'intérêt appliqués aux prêts de faibles montants et aux prêts de montants élevés consentis aux entreprises s'est réduit en janvier pour s'établir à 0,31 point de

pourcentage, un niveau proche de son point bas historique, dans un contexte d'hétérogénéité entre les pays. Les taux débiteurs appliqués aux nouveaux prêts au logement consentis aux ménages ont légèrement fléchi, de 14 points de base, pour s'établir à 3,25 % en novembre, soit 80 points de base environ au-dessous de leur pic de novembre 2023 (graphique 20, partie b), avec des variations d'un pays à l'autre. Cette baisse a résulté uniquement des taux plus faibles sur les prêts renégociés, tandis que les taux appliqués aux nouveaux prêts hors renégociations sont restés globalement inchangés.

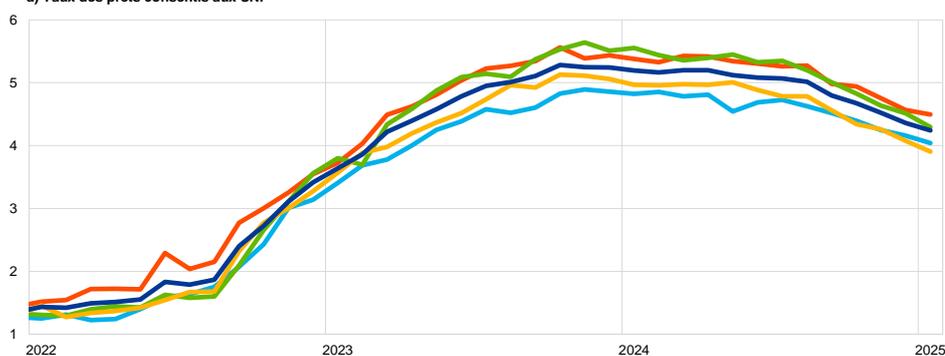
## Graphique 20

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

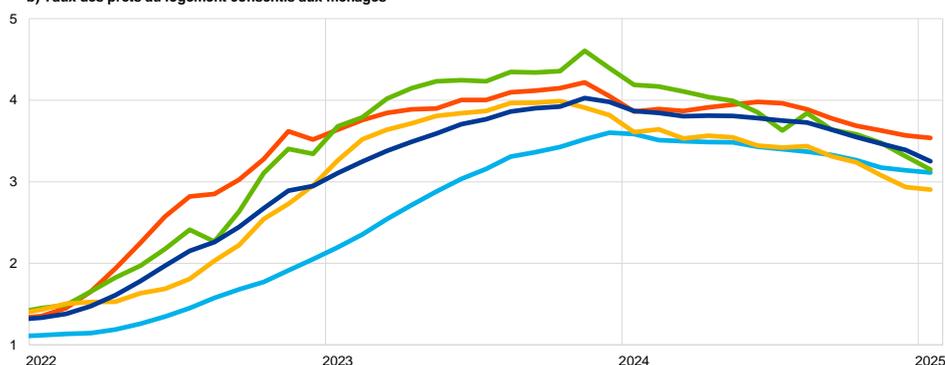
(pourcentages annuels)

- Zone euro
- Allemagne
- France
- Italie
- Espagne

a) Taux des prêts consentis aux SNF



b) Taux des prêts au logement consentis aux ménages



Sources : BCE et calculs de la BCE.

Notes : « SNF » signifie sociétés non financières. Les taux débiteurs bancaires composites sont calculés en 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 janvier 2025.

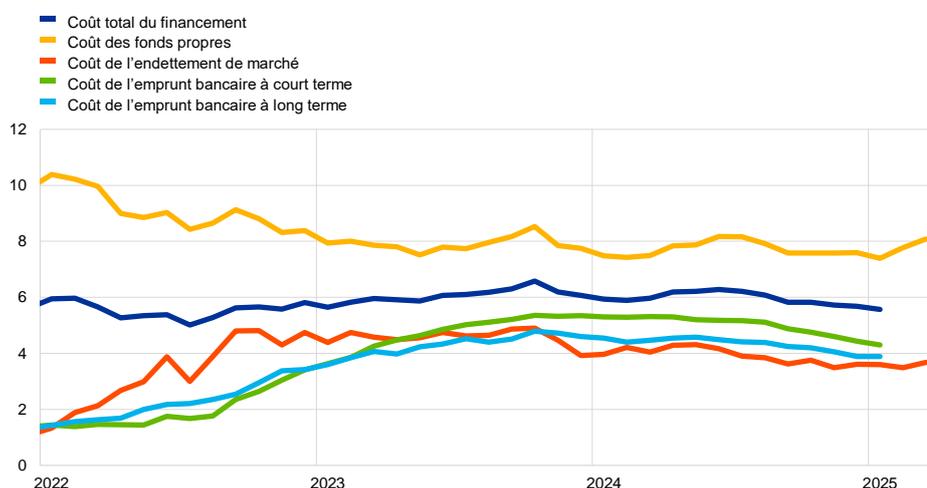
**Sur la période allant du 12 décembre 2024 au 5 mars 2025, le coût du financement par fonds propres et par endettement de marché a augmenté pour les entreprises.** Sur la base des données mensuelles disponibles jusqu'en janvier 2025, le coût total du financement pour les SNF – c'est-à-dire le coût composite de l'emprunt bancaire, de l'endettement de marché et des fonds propres – a diminué en janvier par rapport au mois précédent et s'est établi à 5,6 %, au-dessous du point haut sur plusieurs années atteint en octobre 2023

(graphique 21)<sup>13</sup>. Les données quotidiennes couvrant la période allant du 12 décembre 2024 au 5 mars 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) pour les échéances à moyen et long terme qui n'a été que partiellement compensé par une compression des *spreads* des obligations d'entreprise associée à une période bénéfiques solides (cf. section 4), en particulier dans le segment à haut rendement. Le coût du financement par fonds propres a augmenté sous l'effet du renforcement de la prime de risque sur actions et, de manière plus notable, de la hausse du taux d'intérêt sans risque à plus long terme, approximé par le taux OIS à dix ans.

### Graphique 21

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

(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 5 mars 2025 pour le coût de l'endettement de marché et le coût des fonds propres (données quotidiennes) et à janvier 2025 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 janvier, mais est restée faible et largement inférieure à sa moyenne historique, reflétant une demande toujours atone et des critères d'octroi toujours restrictifs.

Le taux de croissance annuel des prêts bancaires aux entreprises a atteint 2,0 % en janvier 2025, dans un contexte de volatilité des flux mensuels, après 1,7 % en décembre 2024, mais il est demeuré largement inférieur à sa moyenne historique de 4,8 % (graphique 22, partie a). Cette augmentation, survenue en dépit d'un flux mensuel relativement faible en janvier, est principalement due à des effets de base, le flux négatif de janvier 2024 n'étant plus inclus dans le chiffre annuel. Les émissions de titres de créance par les entreprises ont augmenté de 3,4 % en glissement annuel. Le taux de croissance annuel des prêts aux ménages s'est poursuivi sa trajectoire stable de reprise, pour s'inscrire en légère

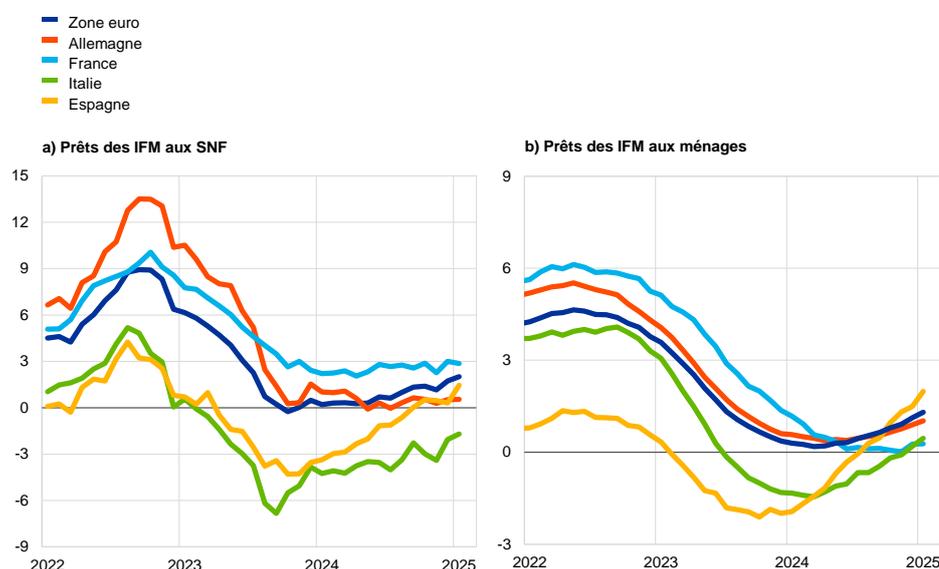
<sup>13</sup> En raison de décalages dans la disponibilité des données relatives au coût de l'emprunt auprès des banques, les données relatives au coût total du financement des SNF ne sont disponibles que jusqu'à janvier 2025.

hausse, à 1,3 % en janvier après 1,1 % en décembre, tout en demeurant bien au-dessous de sa moyenne historique de 4,1 % (graphique 22, partie b). Les prêts hypothécaires sont restés le principal déterminant de cette tendance haussière, même si le crédit à la consommation a continué de se renforcer, sa croissance annuelle atteignant 4,0 % en janvier. En revanche, les autres prêts aux ménages, y compris les prêts aux entrepreneurs individuels, ont de nouveau été faibles. L'enquête de la BCE sur les anticipations des consommateurs (*Consumer Expectations Survey*) de janvier 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 22

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

(variations annuelles en pourcentage)



Sources : BCE et calculs de la BCE.

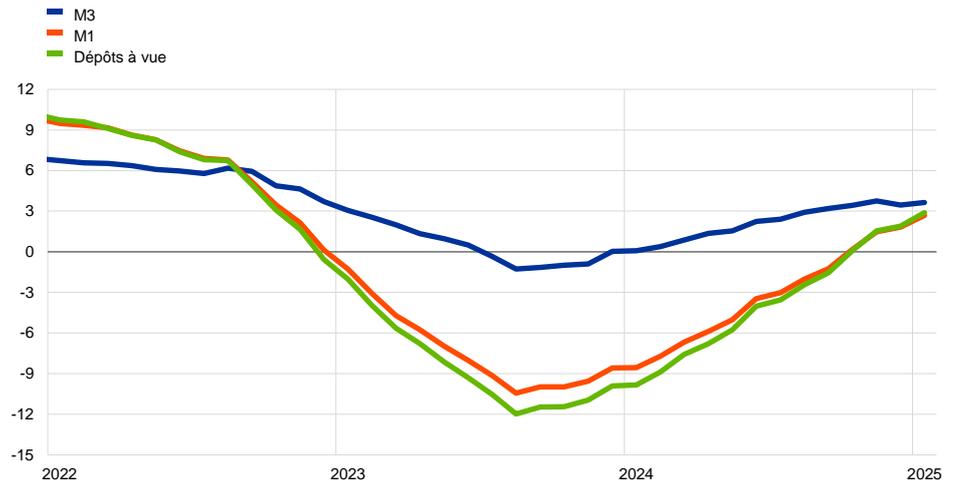
Notes : Les prêts des institutions financières monétaires (IFM) sont corrigés des cessions de prêts et de la titrisation ; dans le cas des sociétés non financières (SNF), les prêts sont également corrigés de la centralisation de trésorerie (*cash-pooling*) notionnelle. Les dernières observations se rapportent à janvier 2025.

**La croissance de l'agrégat monétaire large (M3) est demeurée relativement stable en janvier, soutenue par les achats d'obligations souveraines par les banques, tandis que la diminution des flux entrants nets étrangers s'est poursuivie.** La croissance annuelle de M3 s'est établie à 3,6 % en janvier 2025, en hausse après 3,4 % en décembre 2024 mais en baisse par rapport à 3,8 % en novembre (graphique 23). La croissance annuelle de l'agrégat monétaire étroit (M1), qui comprend les actifs les plus liquides de M3, a augmenté pour s'établir à 2,7 % en janvier après 1,8 % en décembre. Cette augmentation est due à la forte hausse du taux de croissance annuel des dépôts à vue, qui s'est inscrit à 2,9 % en janvier après 1,8 % en décembre, reflétant la préférence accrue des investisseurs pour la liquidité. La composition de la création de monnaie a continué à évoluer. Tandis que la contribution des flux entrants nets étrangers a continué à baisser, les achats nets d'obligations souveraines par les banques se sont redressés en janvier et la contribution des prêts aux entreprises et aux ménages s'est accentuée, bien que

restant modérée. Parallèlement, la contraction en cours du bilan de l'Eurosystème et l'augmentation des émissions d'obligations bancaires à long terme (qui ne sont pas comprises dans M3) a continué de contribuer négativement à la croissance de M3.

### Graphique 23 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 janvier 2025.

## 6 Évolutions budgétaires

*D'après les projections macroéconomiques de mars 2025 établies par les services de la BCE, le déficit budgétaire des administrations publiques de la zone euro serait retombé à 3,2 % du PIB en 2024 et demeurerait globalement inchangé jusqu'à la fin de l'horizon de projection, en 2027. Selon les estimations, l'orientation budgétaire de la zone euro s'est considérablement resserrée en 2024, tandis qu'un durcissement de moindre ampleur est attendu en 2025 également, principalement sous l'effet de hausses d'impôts. Si l'orientation budgétaire devrait être neutre en 2026, un resserrement assez important est prévu en 2027, à l'expiration du programme Next Generation EU (NGEU). Le ratio dette/PIB de la zone euro, dont le niveau est déjà élevé, progresserait lentement pour avoisiner les 90 % en 2027.*

*Les gouvernements devraient assurer la soutenabilité des finances publiques conformément au cadre de gouvernance économique de l'UE et accorder la priorité à la mise en place de réformes structurelles et d'investissements stratégiques essentiels afin de stimuler la croissance. Le 4 mars 2025, la Commission européenne a annoncé le plan « ReArm Europe », qui comporte une série de propositions visant à utiliser les leviers financiers disponibles pour aider les États membres de l'UE à augmenter rapidement et sensiblement leurs dépenses en matière de capacités de défense <sup>14</sup>. Le plan prévoit également d'exploiter la flexibilité du cadre de gouvernance économique révisé afin de permettre aux États membres d'agir promptement, ainsi que l'exige la situation actuelle <sup>15</sup>.*

**D'après les projections macroéconomiques de mars 2025 établies par les services de la BCE, le déficit budgétaire des administrations publiques de la zone euro demeurerait inchangé en 2025, à 3,2 % du PIB, niveau qu'il conserverait dans l'ensemble jusqu'en 2027 (graphique 24) <sup>16</sup>.**

Selon les estimations, le déficit budgétaire de la zone euro serait retombé de 3,6 % du PIB en 2023 à 3,2 % en 2024, sous l'effet conjugué de facteurs non discrétionnaires considérables et du retrait de la plupart des mesures de soutien à l'énergie et à l'inflation qui étaient auparavant en place. Le déficit resterait inchangé en 2025, à 3,2 %, et continuerait globalement d'afficher le même niveau durant les deux années suivantes, ressortant à 3,3 % en 2026 et en 2027. Ces perspectives relativement stables traduisent une lente amélioration des soldes primaires corrigés des variations conjoncturelles, laquelle est largement compensée par une élévation progressive des paiements d'intérêts. Cette dernière reflète la répercussion des hausses passées des taux d'intérêt, bien que le processus soit lent au vu des longues échéances résiduelles de l'encours de la dette souveraine. Par rapport aux projections macroéconomiques de décembre 2024 établies par les services de l'Eurosystème, le solde budgétaire a été réduit très légèrement pour 2025 et plus

<sup>14</sup> Cf. « [Déclaration de la Présidente von der Leyen sur le paquet défense](#) », Commission européenne, Bruxelles, 4 mars 2025.

<sup>15</sup> Après la réunion du Conseil des gouverneurs du 6 mars 2025, les législateurs allemands ont adopté, le 18 mars 2025, des modifications au frein à l'endettement constitutionnel, plus particulièrement pour permettre d'accroître les dépenses de défense. Ils ont également approuvé la création d'un fonds spécial destiné à financer des investissements supplémentaires pouvant atteindre 500 milliards d'euros dans des projets d'infrastructure et liés au climat.

<sup>16</sup> Cf. les « [Projections macroéconomiques pour la zone euro établies par les services de la BCE, mars 2025](#) » publiées le 6 mars 2025 sur le site internet de la BCE.

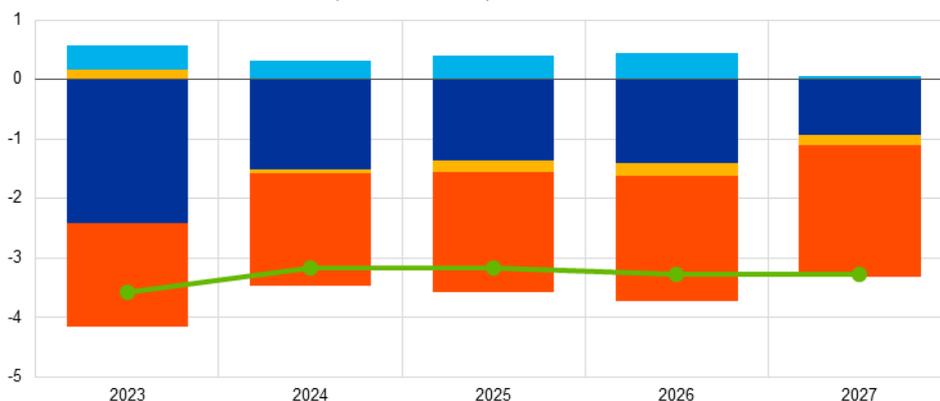
notamment pour la fin de l'horizon de projection (de 0,4 point de pourcentage en 2027). Ces révisions rendent compte principalement d'une détérioration des perspectives macroéconomiques, mais aussi d'un certain assouplissement des mesures budgétaires discrétionnaires.

## Graphique 24

### Solde budgétaire et ses composantes

(en pourcentage du PIB)

- Solde primaire corrigé du cycle (corrigé des subventions dans le cadre du NGEU du côté des recettes)
- Composante cyclique
- Paiements d'intérêts
- Solde budgétaire
- Subventions dans le cadre du NGEU (du côté des recettes)



Sources : Calculs de la BCE et projections macroéconomiques pour la zone euro établies par les services de la BCE, mars 2025. Note : Les données se rapportent au secteur agrégé des administrations publiques des 20 États membres de la zone euro.

### L'orientation budgétaire de la zone euro a enregistré un resserrement sensible en 2024, qui devrait être suivi d'un léger durcissement en 2025, puis à nouveau d'un resserrement significatif en 2027<sup>17</sup>.

La variation annuelle estimée du solde primaire corrigé du cycle, déduction faite des subventions accordées aux pays bénéficiaires du programme NGEU, montre un durcissement significatif (0,9 point de pourcentage du PIB) des politiques budgétaires dans la zone euro en 2024. Ce constat reflète principalement le retrait progressif d'une grande partie des mesures de soutien liées à l'énergie et à l'inflation mises en place par les gouvernements, ainsi que d'importants facteurs non discrétionnaires traduisant l'évolution très favorable des recettes dans certains pays. Un resserrement de 0,2 point de pourcentage est attendu en 2025, principalement sous l'effet d'une hausse d'impôts, compensée en partie par une contribution négative des facteurs non discrétionnaires. Tandis que l'orientation budgétaire devrait rester globalement neutre en 2026, elle se réduirait sensiblement – de 0,5 point de pourcentage du PIB – en 2027, à l'expiration du programme NGEU. En conséquence, le

<sup>17</sup> L'orientation budgétaire reflète la direction et l'ampleur de la relance économique induite par les politiques budgétaires, au-delà de la réaction automatique des finances publiques au cycle conjoncturel. Elle est mesurée ici comme la variation du ratio du solde primaire corrigé du cycle, déduction faite du soutien des pouvoirs publics au secteur financier. Étant donné que les recettes budgétaires plus élevées liées aux subventions du programme NGEU provenant du budget de l'UE n'ont pas pour effet de comprimer la demande, le solde primaire corrigé du cycle est ajusté afin d'exclure lesdites recettes. Pour plus de détails concernant l'orientation budgétaire de la zone euro, cf. l'article intitulé « L'orientation budgétaire de la zone euro », *Bulletin économique*, n° 4, BCE, 2016.

durcissement cumulé de l'orientation budgétaire sur l'horizon de projection 2024-2027 s'élèverait à 1,6 point de pourcentage du PIB.

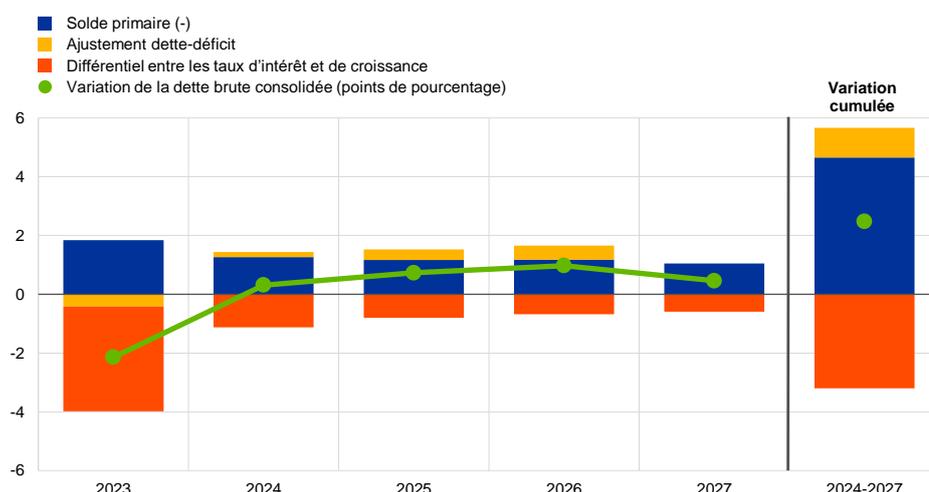
**Le ratio dette/PIB de la zone euro, dont le niveau est déjà élevé, devrait lentement grimper tout au long de la période de projection (graphique 25).**

Le taux d'endettement a significativement enflé pendant la pandémie, s'établissant à quelque 97 % en 2020, avant de refluer progressivement dès 2021. Selon les projections de mars 2025, cette amélioration s'est toutefois inversée et le ratio d'endettement devrait croître progressivement pour passer de 87 % du PIB environ en 2023 à quelque 90 % du PIB en 2027. L'augmentation prévue sur l'horizon de projection s'explique par la persistance des déficits primaires et par les ajustements dette-déficit positifs attendus, qui ne sont que partiellement contrebalancés par des différentiels favorables (négatifs) entre les taux d'intérêt et la croissance.

**Graphique 25**

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

(en pourcentage du PIB, sauf mention contraire)



Sources : Calculs de la BCE et projections macroéconomiques pour la zone euro établies par les services de la BCE, mars 2025. Note : Les données se rapportent au secteur agrégé des administrations publiques des 20 États membres de la zone euro.

**Le 21 janvier 2025, le Conseil « Affaires économiques et financières » de l'UE (Conseil ECOFIN) a approuvé les recommandations relatives à la première salve de plans structurels budgétaires nationaux à moyen terme.** Quatre pays de la zone euro (la Belgique, l'Allemagne, la Lituanie et l'Autriche) n'ont pas encore présenté les leurs. S'agissant des procédures de déficit excessif, le Conseil ECOFIN a adopté des recommandations au titre de l'article 126, paragraphe 7, du [traité sur le fonctionnement de l'Union européenne](#) (TFUE), qui précisent les trajectoires et les délais à respecter pour corriger les déficits excessifs<sup>18</sup>. L'Italie et la Hongrie ont été invitées à ramener leur déficit public sous la barre des 3 % du PIB d'ici 2026, tandis que la Belgique, Malte et la Slovaquie ont été appelées à faire de même d'ici 2027, la Pologne d'ici 2028, la France d'ici 2029 et la Roumanie à l'horizon 2030. Les recommandations fixent au 30 avril 2025 la date limite à laquelle chaque pays

<sup>18</sup> Traité sur le fonctionnement de l'Union européenne (JO, C 202, 7 juin 2016, p. 13).

doit engager une action suivie d'effets et présenter les mesures nécessaires afin de remédier aux situations de déficit excessif.

**Le 4 mars, la Commission européenne a annoncé le plan « ReArm Europe », comportant un corpus de cinq propositions sur la manière dont les leviers financiers disponibles peuvent être utilisés pour aider les États membres à augmenter rapidement et significativement les dépenses en matière de capacités de défense.** La première proposition consiste à débloquer des fonds publics pour la défense au niveau national en activant la clause de sauvegarde nationale du Pacte de stabilité et de croissance, pour autant que la soutenabilité budgétaire soit préservée. Cela permettrait aux États membres d'accroître leurs dépenses de défense, de 1,5 % du PIB par exemple, sans déclencher une procédure de déficit excessif, et dès lors d'agir promptement, ainsi que l'exige la situation actuelle. Selon l'évaluation de la Commission, cela équivaldrait à des dépenses supplémentaires pouvant atteindre 650 milliards d'euros sur la période 2025-2028. La deuxième proposition concerne un nouvel instrument qui permettrait d'accorder 150 milliards d'euros de prêts aux États membres pour qu'ils réalisent des investissements dans le domaine de la défense dans le but de renforcer les capacités de défense paneuropéennes. Le troisième volet consiste à utiliser le budget de l'UE pour orienter des fonds vers des investissements liés à la défense. Enfin, les deux derniers domaines d'action visent à mobiliser les capitaux privés en accélérant la mise en place de l'Union de l'épargne et des investissements et en recourant à la Banque européenne d'investissement.

# Encadrés

## 1 Investissement des entreprises : pourquoi la zone euro accuse-t-elle un retard vis-à-vis des États-Unis ?

Malin Andersson, Valerie Jarvis et Michel Soudan

**La croissance de l'investissement des entreprises dans la zone euro a été moins dynamique – et ses perspectives restent moins favorables – qu'aux États-Unis**<sup>1</sup>. Au cours de la période post-pandémie, entre le quatrième trimestre 2021 et le quatrième trimestre 2024, l'investissement des entreprises a augmenté de 15,4 % aux États-Unis, soit plus du double de l'augmentation cumulée de 6,8 % dans la zone euro au cours de cette période (graphique A)<sup>2</sup>. Parmi l'ensemble des composantes, l'investissement incorporel – c'est-à-dire les droits de propriété intellectuelle – a le plus contribué à l'écart, la croissance des actifs incorporels de la zone euro (hors droits de propriété intellectuelle volatils en Irlande) étant inférieure de moitié à celle des États-Unis. S'agissant des autres principales catégories d'actifs, la contribution du matériel de transport à l'investissement dans la zone euro a été légèrement inférieure à celle constatée aux États-Unis. Dans le même temps, l'investissement en machines et en équipements a diminué dans la zone euro, alors qu'il est resté légèrement positif aux États-Unis.

---

<sup>1</sup> Pour une analyse antérieure, cf. l'encadré intitulé « [La reprise post-pandémie : pourquoi la croissance est-elle plus lente en zone euro qu'aux États-Unis ?](#) », *Bulletin économique*, n° 4, BCE, 2024.

<sup>2</sup> Les données détaillées des comptes nationaux sont devenues disponibles peu de temps après la date d'arrêt du présent *Bulletin économique*. L'investissement des entreprises est approximé par l'investissement hors construction dans l'ensemble de l'économie pour la zone euro (hors droits de propriété intellectuelle volatils en Irlande) et par l'investissement privé fixe non résidentiel hors structures pour les États-Unis. Pour la zone euro, cf. « [Intangible assets of multinational enterprises in Ireland and their impact on euro area activity](#) », *Occasional Paper Series*, n° 350, BCE, 2024.

## Graphique A

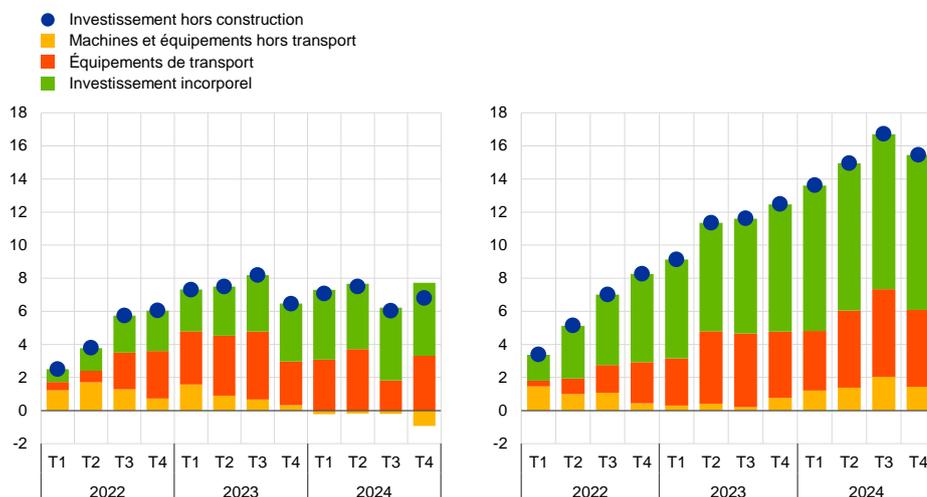
### Investissements des entreprises et ventilation par actif

#### a) Zone euro

#### b) États-Unis

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

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



Sources : Eurostat, Bureau de l'analyse économique des États-Unis (US Bureau of Economic Analysis) et calculs des services de la BCE.

Notes : L'investissement hors construction et les actifs incorporels de la zone euro excluent les droits de propriété intellectuelle en Irlande. L'investissement hors construction aux États-Unis se rapporte à l'investissement privé fixe non résidentiel hors structures. Les actifs incorporels se rapportent aux droits de propriété intellectuelle. Les dernières observations se rapportent au quatrième trimestre 2024.

### L'affaiblissement des investissements corporels dans la zone euro s'explique en partie par une baisse de la demande.

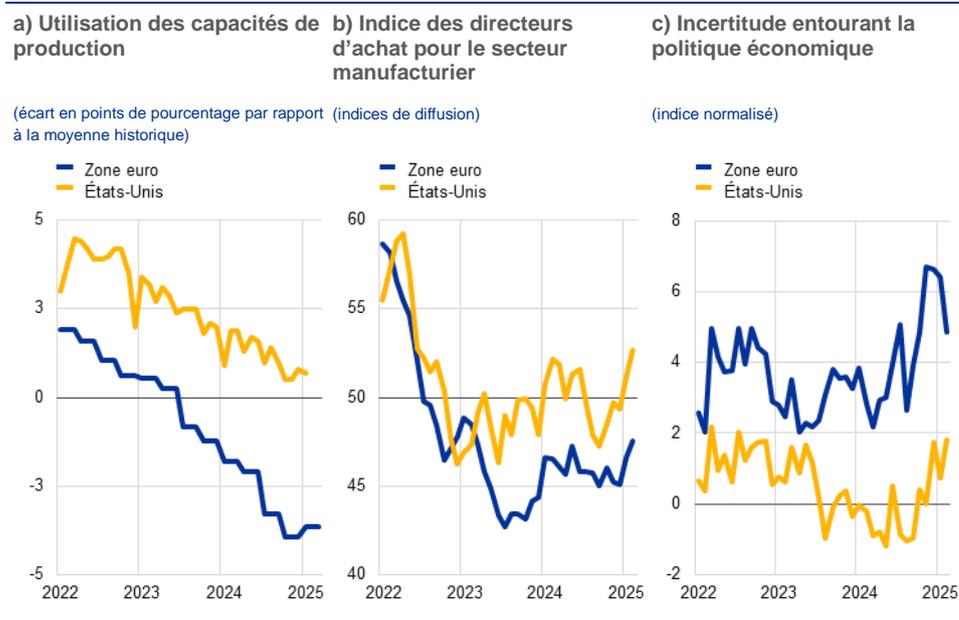
Depuis début 2022, la demande intérieure de biens, qui est un déterminant essentiel de l'investissement corporel dans les machines et les équipements, y compris les transports, a été nettement plus faible dans la zone euro. L'utilisation des capacités de production est ainsi revenue nettement au-dessous de sa moyenne historique depuis mi-2023 (graphique B, partie a). La demande agrégée plus forte aux États-Unis, soutenue par le déploiement rapide de mesures visant à stimuler l'investissement, a maintenu l'utilisation des capacités de production manufacturière au-dessus de sa moyenne d'avant la pandémie. En outre, les hausses plus marquées des prix de l'énergie dans la zone euro, conjuguées à l'incertitude géopolitique accrue à la suite de l'invasion de l'Ukraine par la Russie, ont probablement davantage freiné la demande d'investissement dans la zone euro qu'aux États-Unis, compte tenu de la plus grande dépendance de l'UE vis-à-vis du gaz russe comme source d'énergie et de la proximité de la zone de guerre. Elles auraient eu un impact à la fois direct, via une hausse des coûts de production ainsi qu'une détérioration de la confiance, et indirect, via des pertes de compétitivité sur les marchés à l'exportation<sup>3</sup>. La confiance dans la zone euro a affiché une baisse particulièrement marquée et prolongée depuis 2022 (graphique B, partie b). Le fait que l'incertitude entourant la politique économique était plus élevée dans la zone euro qu'aux États-Unis au cours

<sup>3</sup> Cf. l'article intitulé « Défis passés et futurs pour la compétitivité extérieure de la zone euro », *Bulletin économique*, n° 6, BCE, 2024.

de cette période a également constitué un frein plus important à la demande d'investissement dans la zone euro qu'aux États-Unis (graphique B, partie c) <sup>4</sup>.

### Graphique B

Utilisation des capacités de production, indice des directeurs d'achat pour le secteur manufacturier et incertitude entourant la politique économique



Sources : Direction générale des affaires économiques et financières de la Commission européenne ; S&P Global Market Intelligence ; Baker *et al.* « *Measuring Economic Policy Uncertainty* », *The Quarterly Journal of Economics*, vol. 131, n° 4, novembre 2016, p. 1593-1636 ; et calculs des services de la BCE.

Notes : L'utilisation des capacités de production est présentée comme l'écart par rapport à la moyenne 1999-2019 et l'incertitude entourant la politique économique de la zone euro se rapporte à la moyenne pondérée du PIB pour les quatre principales économies de la zone euro (normalisée sur la période 1999-2019). Les dernières observations se rapportent à janvier 2025 pour l'utilisation des capacités de production aux États-Unis, à février 2025 pour l'indice des directeurs d'achat (PMI) et pour l'incertitude entourant la politique économique, et au premier trimestre 2025 pour l'utilisation des capacités de production dans la zone euro.

**Un différentiel important apparaît également en matière d'investissement incorporel, lié aux dépenses dans l'innovation et en recherche et développement (R&D), contribuant à un écart de productivité grandissant entre l'Union européenne et les États-Unis.** Selon l'enquête de 2024 sur

l'investissement réalisée par la Banque européenne d'investissement, qui fournit des données de comparaison tirées d'une vaste enquête menée auprès d'entreprises aux États-Unis et dans l'UE, l'expansion des capacités de production a constitué un plus grand déterminant de l'investissement aux États-Unis que dans l'UE.

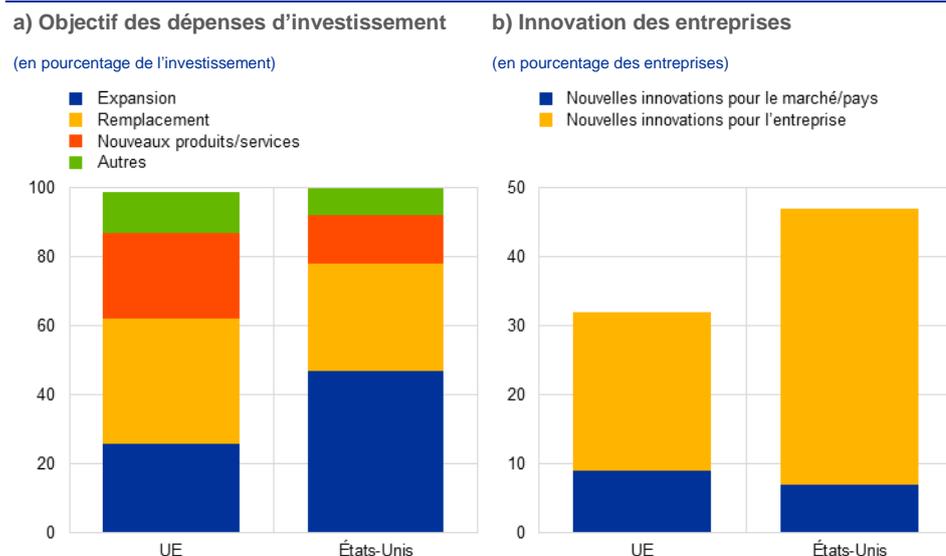
En revanche, dans l'UE, l'objectif principal de l'investissement a été le remplacement (graphique C, partie a) <sup>5</sup>. Les entreprises aux États-Unis ont également tendance à davantage concentrer leur investissement sur l'innovation que les entreprises de l'UE (graphique C, partie b). Le [tableau de bord de 2024 relatif à la R&D dans le secteur industriel de l'UE](#) montre que l'investissement en R&D dans la zone euro se concentre sur les secteurs matures tels que les voitures et les équipements, tandis

<sup>4</sup> Cf., par exemple, l'encadré intitulé « [Quels sont les signaux économiques tirés des mesures de l'incertitude ?](#) », *Bulletin économique*, n° 8, BCE, 2024 et Chen *et al.*, « *Economic policy uncertainty and firm investment: evidence from the U.S. market* », *Applied Economics*, vol. 51, n° 31, 2019, p. 3423-3435, pour une évaluation de l'impact négatif de l'incertitude entourant la politique économique sur l'investissement.

<sup>5</sup> La ventilation pour la zone euro n'est pas encore disponible.

qu'aux États-Unis, il porte de plus en plus sur les activités basées sur les technologies de l'information et de la communication, y compris les centres de données et les installations liées à l'intelligence artificielle. L'investissement incorporel est essentiel à la croissance à long terme et contribue probablement à l'écart de productivité grandissant entre les deux économies <sup>6</sup>.

### Graphique C Investissement et innovation



Source : Banque européenne d'investissement (BEI), enquête de 2024 sur l'investissement.  
Notes : Dans la partie a), la somme des chiffres peut être différente de 100 en raison des arrondis. Dans la partie b), les données sont basées sur les réponses à deux questions portant sur la proportion de l'investissement total consacrée au développement ou à l'introduction de nouveaux produits, processus ou services, avec une ventilation en innovations nouvelles pour l'entreprise, pour le pays ou pour le marché mondial. Les dernières observations se rapportent à 2024.

**Les entreprises font état d'obstacles à l'investissement plus importants dans l'UE qu'aux États-Unis.** Selon l'enquête de 2024 de la BEI sur l'investissement, dans l'UE, les principaux obstacles déclarés par les entreprises concernent le manque de personnel qualifié, les coûts élevés de l'énergie, la forte incertitude et les réglementations onéreuses (graphique D). Les coûts de l'énergie et l'incertitude semblent être légèrement plus importants dans l'UE qu'aux États-Unis, ce qui reflète en partie la plus grande exposition des entreprises de l'UE à l'impact de la guerre menée par la Russie en Ukraine. Si l'incertitude peut être considérée comme un facteur temporaire, des différences anciennes et marquées dans les coûts de l'énergie, les réglementations sur les marchés des biens et services et du travail et les aspects liés aux écarts de productivité sont probablement plus persistantes <sup>7</sup>. Une réglementation plus contraignante entraîne également un environnement moins dynamique pour les entreprises de la zone euro, avec moins d'entrées et de sorties

<sup>6</sup> Cf. McKinsey & Company, « *Getting tangible about intangibles : The future of growth and productivity?* », 2021 ; 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 ; et Herzog, Stein et Horn, « *The Productivity Puzzle : It's the Lack of Investment, Stupid!* », *Intereconomics*, n° 2, 2018.

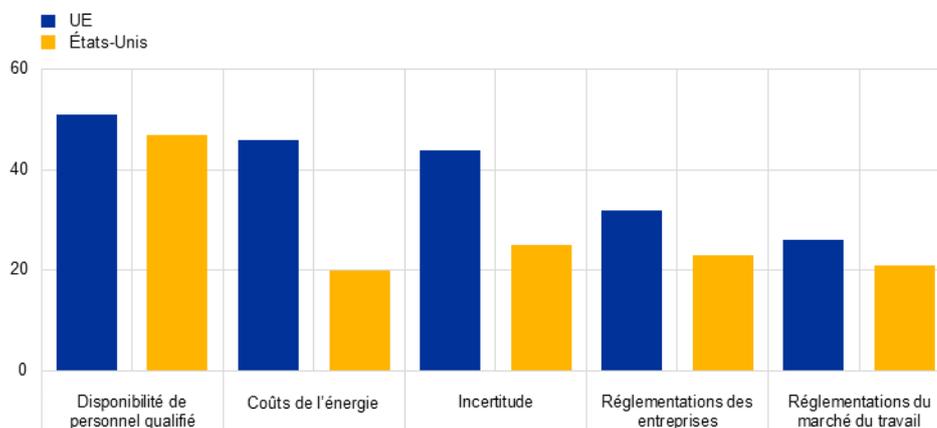
<sup>7</sup> Cf. l'article intitulé « *Compétitivité de l'Europe : le rôle des institutions et la nécessité de réformes structurelles* », *Bulletin économique*, n° 1, BCE, 2025.

d'entreprises, et une croissance généralement plus faible des entreprises. Cela freine probablement l'investissement, notamment dans les actifs incorporels <sup>8</sup>.

## Graphique D

### Principaux obstacles à l'investissement perçus

(contributions en points de pourcentage)



Source : Enquête de 2024 de la BEI sur l'investissement.  
Note : Les dernières observations se rapportent à 2024.

**Une mise en œuvre plus rapide des mesures visant à stimuler l'investissement a également contribué à la reprise plus rapide et plus forte de l'investissement aux États-Unis.** Si les fonds *Next Generation EU* (NGEU), d'un montant de 750 milliards d'euros, devraient stimuler les investissements des entreprises de l'UE dans la numérisation et la transition verte, leur déploiement a été très progressif et différé. L'ampleur des multiplicateurs budgétaires associés est également incertaine <sup>9</sup>. Aux États-Unis, l'*Inflation Reduction Act* (IRA), conjugué au CHIPS and Science Act, représente environ 835 milliards de dollars de dépenses dans les énergies propres et la fabrication de puces. Ce montant est légèrement supérieur à celui du programme NGEU de l'UE en termes absolus, mais représente une part plus faible du PIB. Ces programmes ont déjà fortement stimulé l'investissement privé non résidentiel dans les structures aux États-Unis, qui n'est pas inclus dans le graphique A. L'impact est particulièrement visible dans l'investissement dans le secteur manufacturier, notamment l'investissement dans les usines, qui a augmenté davantage que dans l'UE <sup>10</sup>. Le déploiement plus rapide des financements au titre de l'IRA par rapport au NGEU peut en partie refléter la plus grande maturité du marché unique aux États-Unis. En outre, l'IRA se concentre sur les crédits d'impôts fédéraux

<sup>8</sup> Cf. Thum-Thysen *et al.*, « *Investment dynamics in Europe : Distinct drivers and barriers for investing in intangible versus tangible assets?* », vol. 51, décembre 2019, p. 77-88.

<sup>9</sup> Cf. 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, sur l'impact économique et « *The real effects of Next Generation EU* », *Recovery Watch*, 2024, sur les multiplicateurs budgétaires.

<sup>10</sup> L'IRA a stimulé les investissements dans les usines et autres installations de production, notamment la construction de centres de données, une évolution qui a été beaucoup moins prononcée dans l'UE, à l'exception de l'Irlande. Le président Trump ayant mis fin à tous les remboursements liés à l'IRA à compter du 20 janvier 2025, les bénéfices potentiels à long terme de cette loi sont incertains. L'investissement non résidentiel dans les structures du secteur manufacturier aux États-Unis a augmenté de 112 % entre fin 2021 et le troisième trimestre 2024, bien qu'il n'ait représenté que 0,5 % du PIB et moins de 4 % de l'investissement privé fixe non résidentiel.

directs accordés aux entreprises et aux ménages, alors que dans l'UE, les politiques fiscales restent nationales <sup>11</sup>.

**Les récentes initiatives de l'UE visant à améliorer l'environnement de l'investissement dans la zone euro devraient permettre de combler l'écart avec les États-Unis.** La boussole pour la compétitivité récemment annoncée par la Commission européenne constitue une avancée encourageante. En particulier, elle vise à stimuler la compétitivité et l'innovation via les mesures suivantes : simplifier et réduire la charge réglementaire, supprimer les obstacles empêchant de bénéficier pleinement du marché unique, mieux coordonner les politiques au niveau national et de l'UE, et améliorer l'accès à un financement plus abordable. Il est donc essentiel de progresser sur le projet d'union des marchés de capitaux, en particulier car des marchés du capital-risque plus sophistiqués permettraient aux entreprises innovantes de l'UE d'accéder plus facilement au financement par capital-risque et de se développer. Il est primordial de mettre en œuvre rapidement ces mesures.

---

<sup>11</sup> Cf. Cahen *et al.*, « *Is Next Generation EU a game changer? A Comparison with IRA and ways to response* », Mise à jour réglementaire d'Eurofi, février 2024.

## 2 Les exportations de la zone euro ont-elles manqué le train de la tech ?

Mattia Banin, Virginia Di Nino, Laura Lebastard, Noémie Lecourt et Stefan Schaefer

### **Les parts de marché à l'exportation de la zone euro s'inscrivent en baisse depuis la pandémie.**

La part des entreprises de la zone euro dans les exportations mondiales de biens a baissé d'environ 2 points de pourcentage depuis 2019 <sup>1</sup>. La faiblesse de la croissance des exportations de la zone euro est un signe de fléchissement des gains de productivité des entreprises européennes par rapport aux autres grandes économies. Même s'il existe plusieurs facteurs à l'origine des défis auxquels la zone euro est confrontée en matière de compétitivité, le rapport Draghi souligne que le manque de compétitivité de l'Europe dans les secteurs de la haute technologie constitue un facteur-clé de la faible performance économique de la zone euro <sup>2</sup>. Cet encadré évalue la composition sectorielle de la récente performance de la zone euro sur les marchés mondiaux en classant les exportations en fonction de l'intensité de leur contenu technologique, telle que reflétée dans le niveau de dépenses de recherche et développement par rapport à la valeur ajoutée. Cela permet d'identifier les facteurs sectoriels à l'origine des pertes de parts de marché. Plus précisément, l'encadré examine si les pertes agrégées de parts de marché à l'exportation de la zone euro reflètent une présence limitée dans les secteurs de haute technologie à croissance rapide ou une détérioration de la performance dans des secteurs bien établis.

### **Comprendre le rôle de la composition sectorielle de la dynamique des exportations est important lorsque l'on analyse l'impact des outils de politique économique déployés pour doper la production dans certains secteurs ces dernières années.**

Depuis 2019, les États-Unis comme la Chine ont introduit de nouvelles politiques économiques, notamment en vue de renforcer leur dynamique d'exportation dans certains secteurs. Aux États-Unis, la loi de réduction de l'inflation (*Inflation Reduction Act*) et la loi sur les puces électroniques et la science (*CHIPS and Science Act*) visent à accroître l'investissement dans les secteurs de haute technologie et à relocaliser la production aux États-Unis. En Chine, les politiques gouvernementales qui ont pour objectif de développer des « champions » nationaux utilisent une stratégie établie de longue date consistant à doper les avancées technologiques via d'importantes subventions pour les secteurs de haute technologie <sup>3</sup>. Ces subventions ont entraîné des surcapacités, qui ont permis aux producteurs chinois d'adopter des stratégies agressives de fixation des prix sur les marchés étrangers. Cette stratégie est alignée sur le concept chinois de « nouvelles forces productives », qui donne la priorité à l'innovation et au développement

<sup>1</sup> Cf. l'article intitulé « Défis passés et futurs pour la compétitivité extérieure de la zone euro », *Bulletin économique*, n° 6, BCE, 2024.

<sup>2</sup> Cf. Draghi (M.), « *The future of European Competitiveness* », Commission européenne, septembre 2024.

<sup>3</sup> Pour plus d'informations, cf. *Institute for Security & Development Policy*, « *Made in China 2025* », *Backgrounder*, juin 2018.

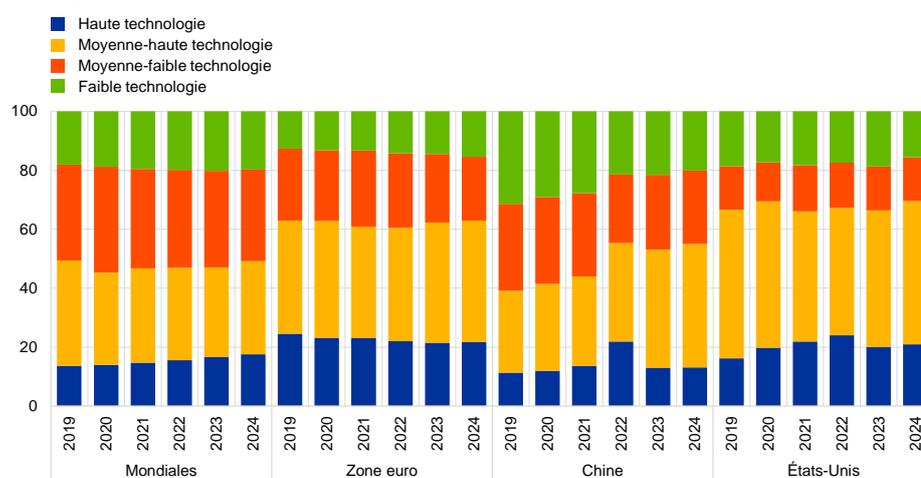
technologique comme facteurs-clés de la croissance économique, en mettant l'accent sur des secteurs tels que les véhicules électriques, la technologie des puces électroniques, l'intelligence artificielle et les nouveaux matériaux <sup>4</sup>. Dans la mesure où les autorités d'autres grandes économies utilisent ces outils pour stimuler l'investissement et la production dans certains secteurs, il est important de comprendre comment la dynamique sectorielle façonne la performance globale de la zone euro à l'exportation.

**Eurostat divise les secteurs manufacturiers en quatre catégories selon le contenu technologique des biens produits.** Les secteurs à haute technologie incluent les produits pharmaceutiques, les équipements de télécommunication et l'aéronautique, tandis que les secteurs de la moyenne-haute technologie recouvrent les véhicules à moteur, les produits chimiques et les équipements électriques <sup>5</sup>. La moyenne-haute technologie représente le plus grand marché à l'exportation au niveau mondial (32 % en 2024), bien plus que la haute technologie (18 % en 2024) (graphique A). Toutefois, alors que les secteurs à moyenne-haute technologie diminuent depuis 2019, les secteurs à haute technologie ont augmenté de 6 points de pourcentage.

### Graphique A

#### Exportations manufacturières par intensité technologique

(pourcentages)



Sources : Trade Data Monitor (TDM), Eurostat et calculs des services de la BCE.

Notes : Exportations en valeur nominale. Les données pour 2024 sont incomplètes. Les dernières observations se rapportent à novembre 2024.

**La composition technologique des exportations de la zone euro, de la Chine et des États-Unis a convergé ces dernières années.** La composition sectorielle des exportations de la zone euro est relativement stable depuis 2019, les secteurs de moyenne-haute technologie représentant 41 % du total des exportations manufacturières en 2024 (graphique A). Au cours de la même période, les

<sup>4</sup> Cf. l'article intitulé « L'évolution du modèle de croissance de la Chine : défis et perspectives de croissance à long terme », *Bulletin économique*, n° 5, BCE, 2024.

<sup>5</sup> Pour une description détaillée des secteurs au sein des catégories « haute technologie », « moyenne-haute technologie », « moyenne-faible technologie » et « faible technologie », cf. « *High-tech classification of manufacturing industries* » sur le site internet d'Eurostat.

exportations chinoises de moyenne-haute technologie ont fortement augmenté, passant de 28 % à 42 %. Cette évolution indique que les exportations de la Chine se sont déplacées en amont de la chaîne de valeur, la structure des exportations du pays se rapprochant ainsi de plus en plus de celle des exportations de la zone euro <sup>6</sup>. Dans le même temps, les États-Unis ont enregistré la plus forte croissance des exportations de haute technologie.

**Une analyse structurelle résiduelle montre que la zone euro a perdu du terrain dans tous les secteurs d'exportation de produits manufacturés, même si les pertes de parts de marché dans les secteurs de moyenne-haute technologie ont été particulièrement significatives.** Le graphique B décompose les évolutions des parts de marché à l'exportation agrégées par secteur. Pour chaque économie, le graphique distingue deux aspects des contributions sectorielles : a) une composante « performance », qui mesure les variations de part de marché de l'économie pour chaque secteur (le ratio croissance des exportations de l'économie/croissance des importations mondiales dans chaque secteur) ; et b) une composante « évolution mondiale » qui mesure la croissance mondiale de chaque secteur (par le ratio importations mondiales dans le secteur/importations mondiales totales). En d'autres termes, cette analyse identifie si les variations de la part agrégée d'une économie dans les marchés mondiaux à l'exportation reflètent des gains de parts de marché dans certains secteurs ou la croissance mondiale globale de ces secteurs. Même si la zone euro a perdu des parts de marché à l'exportation dans tous les segments, les secteurs de moyenne-haute technologie ont été les principaux déterminants de cette tendance, à l'origine de 55 % des pertes cumulées depuis 2019 (graphique B, partie a). La performance des secteurs de haute technologie s'est également révélée relativement faible. Bien qu'elle ait bénéficié d'une forte demande mondiale dans les secteurs de haute technologie, la zone euro a perdu du terrain par rapport aux autres grandes économies.

---

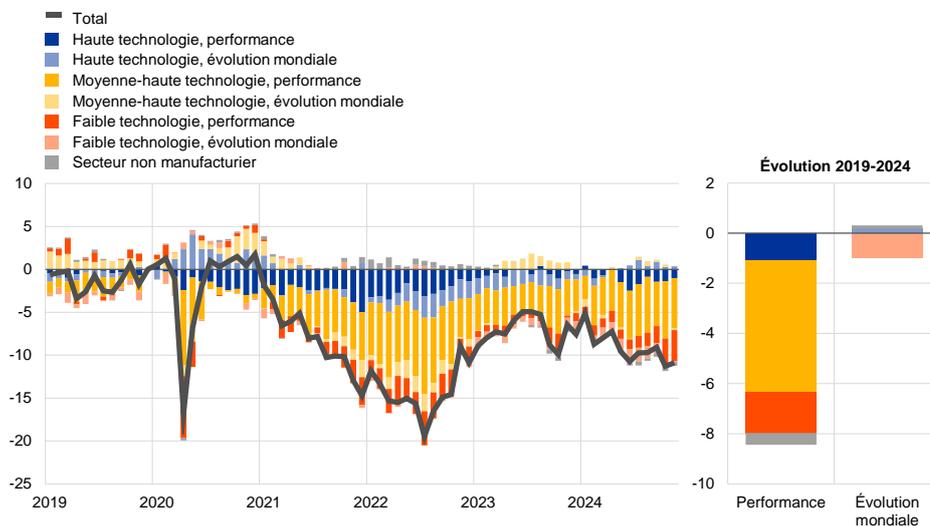
<sup>6</sup> Cf. Al-Haschimi (A.), Emter (L.), Gunnella (V.), Ordoñez Martínez (I.), Schuler (T.) et Spital (T.), « *Why competition with China is getting tougher than ever* », *The ECB Blog*, BCE, 3 septembre 2024.

## Graphique B

### Contributions sectorielles aux évolutions des parts de marché à l'exportation

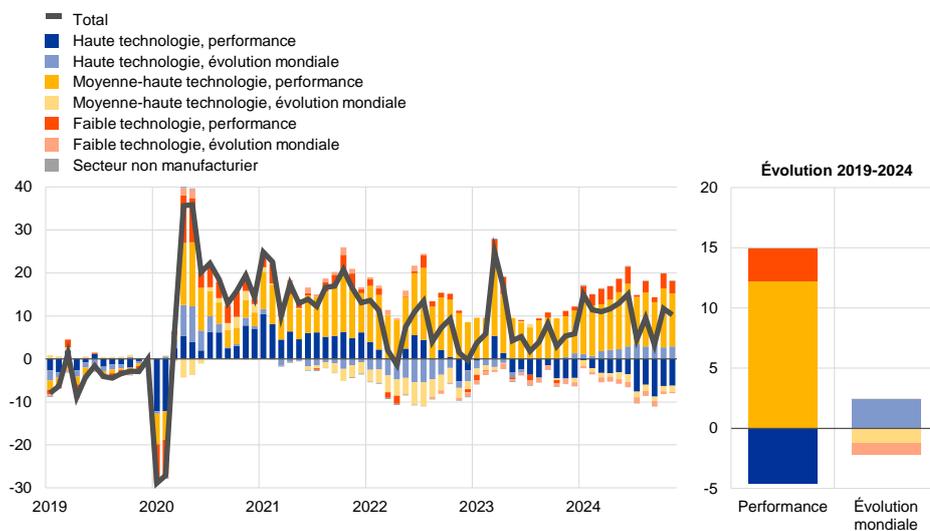
#### a) Zone euro

(indice : décembre 2019 = 0)



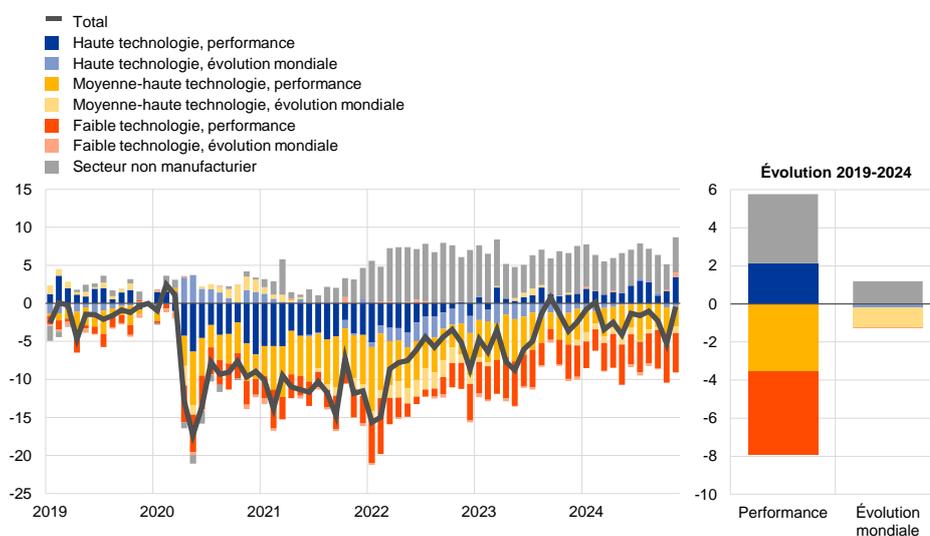
#### b) Chine

(indice : décembre 2019 = 0)



### c) États-Unis

(indice : décembre 2019 = 0)



Sources : TDM, Bureau néerlandais d'analyse de la politique économique (CPB), Eurostat et calculs des services de la BCE.  
Notes : Données corrigées des variations saisonnières. Les parts de marché à l'exportation sont exprimées en valeur et pour les biens seulement. Les données du CPB sont utilisées pour calculer des parts de marché agrégées. Les données du TDM sont utilisées pour calculer les pondérations sectorielles. Les dernières observations se rapportent à novembre 2024.

**La Chine a gagné d'importantes parts de marché à l'exportation dans les secteurs de moyenne-haute technologie, tandis que les États-Unis ont accru leur part dans les secteurs de haute technologie.** La performance à l'exportation de la Chine semble être presque l'inverse de celle de la zone euro, avec d'importants gains de parts de marché dans les secteurs de moyenne-haute technologie principalement (graphique B, partie b). Dans le même temps, les États-Unis ont presque complètement redressé leurs parts de marché à l'exportation en 2024 par rapport à 2019, affichant des performances supérieures aux autres dans les secteurs de haute technologie et les secteurs non manufacturiers – principalement l'extraction de pétrole et de gaz (graphique B, partie c).

**La performance à l'exportation de la zone euro dans les secteurs de haute technologie est mitigée, avec des forces notables dans les produits pharmaceutiques mais des faiblesses importantes dans l'électronique et les ordinateurs.** En données agrégées, les secteurs de haute technologie ont enregistré la plus forte croissance de la valeur ajoutée mondiale depuis 2019 (graphique C). La zone euro est un chef de file mondial dans le secteur pharmaceutique, avec 36 % des exportations mondiales, et a continué de gagner des parts de marché <sup>7</sup>. Les « instruments de navigation et d'optique » constituent un autre secteur de haute technologie dans lequel la zone euro affiche de bonnes performances. Toutefois, les exportations dans d'autres secteurs de haute technologie se sont révélées atones, leurs parts de marché s'inscrivant en baisse régulière. Dans les secteurs à croissance rapide, la zone euro a perdu du terrain par

<sup>7</sup> Les entreprises américaines représentent 42 % de la valeur ajoutée dans les exportations pharmaceutiques irlandaises (soit 17 % des exportations pharmaceutiques de la zone euro en 2024). La moitié de cette valeur ajoutée est réexportée aux États-Unis.

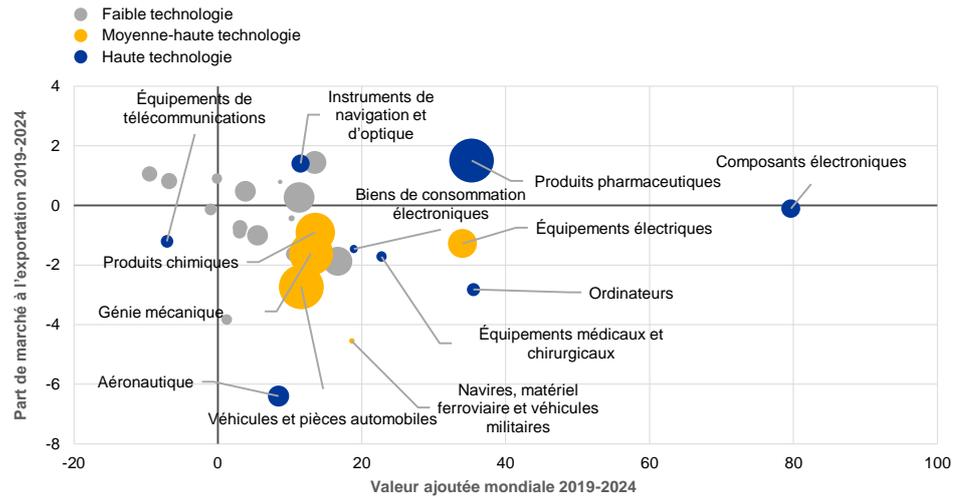
rapport à d'autres grandes économies, comme la Chine dans l'électronique et les États-Unis dans les ordinateurs.

### Graphique C

Croissance des parts de marché et croissance de la valeur ajoutée mondiale par secteur

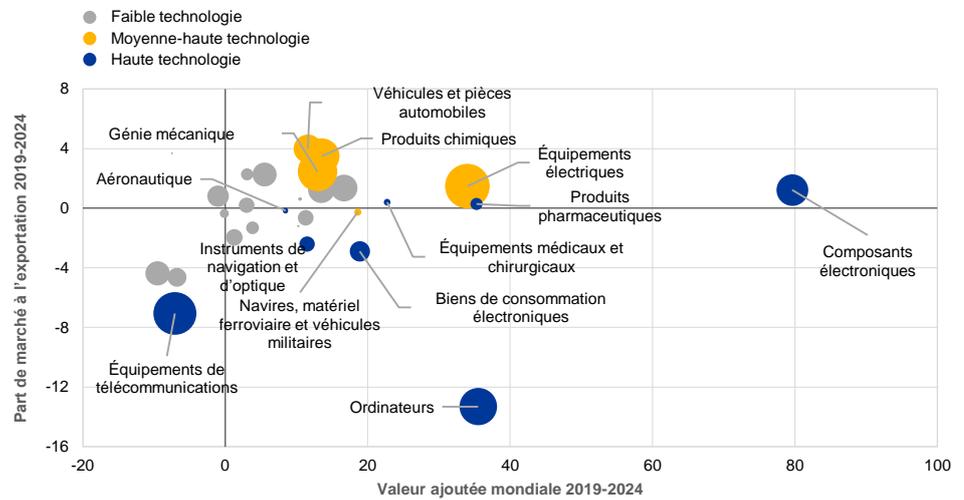
#### a) Zone euro

(axe des abscisses : variations en pourcentages ; axe des ordonnées : variations en points de pourcentage)



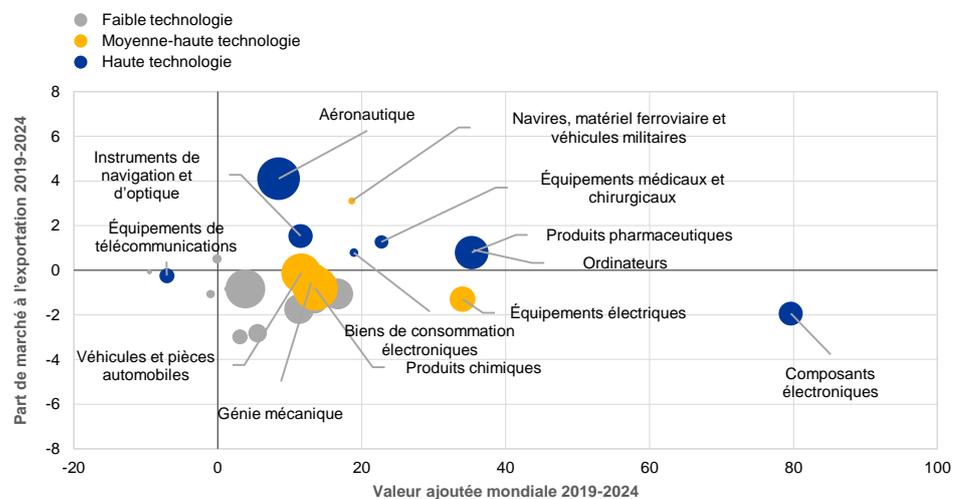
#### b) Chine

(axe des abscisses : variations en pourcentages ; axe des ordonnées : variations en points de pourcentage)



### c) États-Unis

(axe des abscisses : variations en pourcentages ; axe des ordonnées : variations en points de pourcentage)



Sources : TDM, Oxford Economics, Eurostat et calculs des services de la BCE.

Notes : La classification des secteurs est établie selon la nomenclature NACE Rév. 2. Sont inclus les secteurs de haute technologie et de moyenne-haute technologie suivants (les divisions/groupes de la NACE Rév. 2 figurent entre parenthèses) : produits chimiques (20), produits pharmaceutiques (21), composants électroniques (26.1), ordinateurs (26.2), équipements de télécommunications (26.3), biens de consommation électroniques (26.4), équipements médicaux et chirurgicaux (26.6), instruments de navigation et d'optique (26.5, 26.7, 26.8), équipements électriques (27), génie mécanique (28), véhicules et pièces automobiles (29), aéronautique (30.3), navires, matériel ferroviaire et véhicules militaires (30 moins 30.3). L'intensité technologique des secteurs est établie selon la classification haute technologie des secteurs manufacturiers (« *High-tech classification of manufacturing industries* ») d'Eurostat. La taille des bulles reflète la part dans le total des exportations nominales de l'économie en 2024. La croissance de la valeur ajoutée mondiale pour le quatrième trimestre 2024 est une prévision. Les données pour 2024 sont incomplètes pour les exportations et les parts de marché à l'exportation. Les dernières observations se rapportent à novembre 2024.

### C'est dans les secteurs de moyenne-haute technologie que la zone euro a perdu le plus de terrain par rapport à la Chine.

Pour la zone euro, les exportations de moyenne-haute technologie constituent une grande partie des exportations totales, dépassant largement les exportations de haute technologie. Les États-Unis ont également perdu des parts de marché sur ce segment, quoique dans une moindre mesure. La Chine gagne des parts de marché aux dépens de chefs de file tels que la zone euro, en particulier dans le domaine des véhicules électriques, qui bénéficie nettement des politiques industrielles de la Chine.

### 3 La demande croissante en énergie de l'intelligence artificielle et son impact sur les prix des matières premières

Vlad Burian et Arthur Stalla-Bourdillon

#### **L'adoption de modèles d'intelligence artificielle (IA) a fortement augmenté à l'échelle mondiale, nécessitant une importante puissance de calcul.**

La consommation d'énergie liée à l'IA dans les centres de données est actuellement limitée, estimée à environ 20 térawattheures (TWh), soit 0,02 % de la consommation mondiale d'énergie <sup>1</sup>. Toutefois, les modèles d'IA sont de plus en plus utilisés pour développer des applications intelligentes, allant des assistants IA aux véhicules autonomes. Les modèles d'IA générative, en particulier ceux utilisés pour créer du contenu à partir de textes et d'images, nécessitent une grande puissance en termes d'entraînement et de fonctionnement. Par exemple, une requête unique sur ChatGPT3 utilise environ dix fois plus d'énergie qu'une recherche classique sur Google <sup>2</sup>. Avec le développement de nouveaux grands modèles de langage (large language models ou LLM) à plus forte intensité de calcul, la demande d'énergie devrait continuer de croître <sup>3</sup>.

#### **Il existe déjà un lien clair entre l'utilisation accrue de l'IA et la consommation d'énergie.**

La consommation d'énergie des « Sept Magnifiques » – les sept plus grandes entreprises technologiques américaines, dont Alphabet et Microsoft – et des entreprises de centres de données a augmenté beaucoup plus rapidement que celle des sociétés du S&P 500, évolution potentiellement liée à l'utilisation croissante de l'IA. Les évolutions de la consommation annuelle d'énergie en 2023 révèlent que, si la consommation d'énergie médiane des sociétés du S&P 500 est demeurée stable, elle a significativement augmenté pour les Sept Magnifiques et les centres de données, de 19 % et 7 %, respectivement.

#### **À plus long terme, la forte hausse de la demande d'énergie liée à l'IA devrait persister, avec une répartition inégale entre les pays.**

Bien qu'il existe une grande incertitude quant à l'adoption future de l'IA, l'Agence internationale de l'énergie (AIE) prévoit que les centres de données, qu'ils reposent ou non sur l'IA, pourraient utiliser 80 % d'énergie en plus en 2026 qu'en 2022, même en tenant compte des gains d'efficacité (graphique A) <sup>4</sup>. Plus précisément, la consommation d'électricité des centres de données reposant sur l'IA devrait augmenter de 90 TWh, contribuant à hauteur de 20 points de pourcentage à la croissance globale de la consommation d'énergie des centres de données. Cela équivaut à environ 4 % de la

<sup>1</sup> Cf. « *World Energy Outlook 2023* », Agence internationale de l'énergie, octobre 2023.

<sup>2</sup> De Vries (A.), « *The growing energy footprint of artificial intelligence* », *Joule*, vol. 7, n° 10, octobre 2023, p. 2191-2194.

<sup>3</sup> La demande d'énergie liée à l'IA devrait augmenter même si les droits de licence de certains grands modèles de langage sont facturés par requête, ce qui pourrait entraîner une moindre utilisation par rapport aux modèles gratuits.

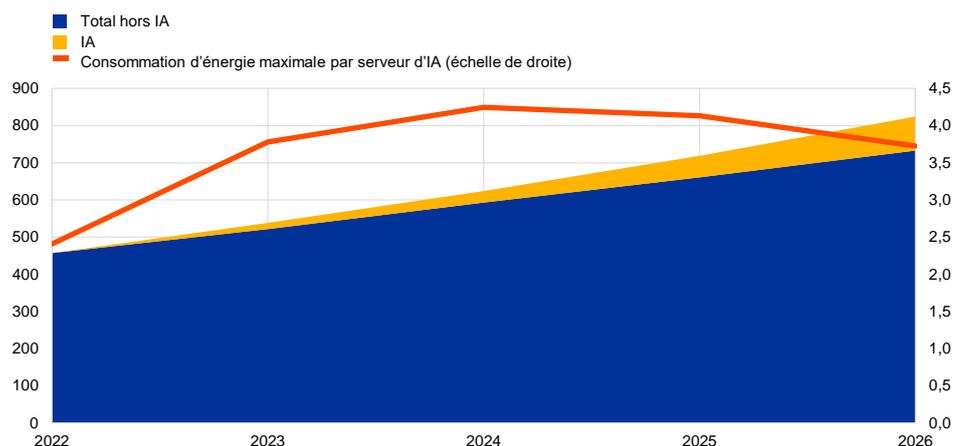
<sup>4</sup> Cf. « *Electricity 2024* », Agence internationale de l'énergie, janvier 2024. Selon l'AIE, l'IA, mais aussi l'informatique en nuage et les cryptomonnaies devraient être les principaux déterminants de la consommation d'électricité des centres de données.

consommation actuelle d'électricité de l'UE. Selon l'AIE, la consommation d'énergie des centres de données, couvrant à la fois les applications d'IA et celles ne reposant pas sur l'IA, devrait augmenter le plus rapidement en Chine et aux États-Unis, de 70 TWh et 60 TWh, respectivement.

## Graphique A

### Croissance projetée de la demande d'électricité des centres de données

(échelle de gauche : térawattheures ; échelle de droite : kilowatts)



Sources : AIE, Goldman Sachs et calculs des services de la BCE.

Notes : La demande d'électricité liée à l'IA entre 2022 et 2026 est interpolée linéairement avec les valeurs pour 2026 tirées des prévisions de l'AIE. La ligne orange montre la consommation d'énergie maximale prévue d'un serveur d'IA, mettant en évidence les gains d'efficacité attendus.

### La hausse de la demande d'énergie liée à l'IA devrait être satisfaite par les centrales au gaz naturel ou les énergies renouvelables.

Les efforts réglementaires visant à réduire l'empreinte carbone incitent les entreprises à donner la priorité aux options énergétiques neutres en carbone, en particulier les énergies renouvelables. Les géants de la tech explorent également des alternatives telles que de nouvelles centrales nucléaires, mais ni les solutions impliquant des partenariats avec de nouvelles grandes installations, ni celles impliquant l'acquisition de petits réacteurs modulaires dédiés ne sont susceptibles d'être opérationnelles avant 2026. En cas de pénurie d'électricité, le gaz naturel devrait venir en complément des énergies renouvelables, car il est moins polluant que le charbon. Deux scénarios opposés et extrêmes peuvent donc être envisagés : l'un dans lequel l'ensemble de la demande d'énergie est satisfaite par du gaz naturel, et l'autre dans lequel elle est entièrement couverte par des énergies renouvelables.

### Même dans le cadre du premier scénario, qui suppose que la demande d'électricité des centres de données reposant sur l'IA est pleinement satisfaite avec du gaz naturel, l'impact sur les prix du gaz est limité.

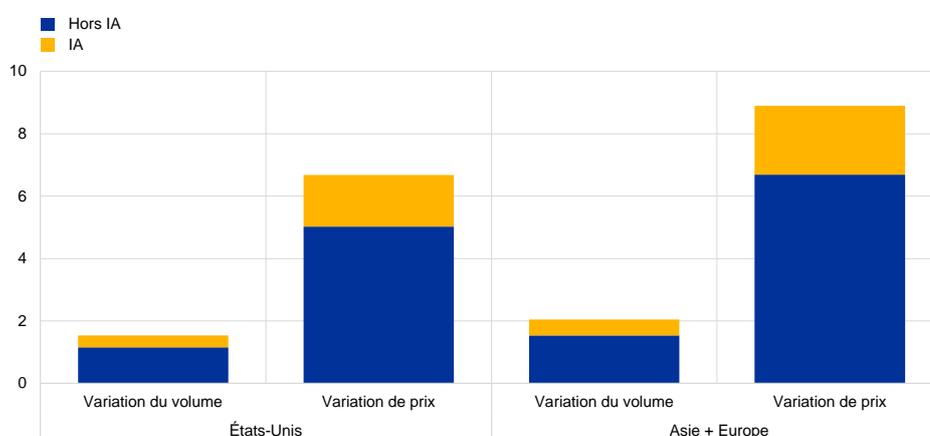
En adaptant la demande d'énergie des centres de données estimée par l'AIE à la taille du marché du gaz américain et à la taille des marchés du gaz asiatique et européen combinés, puis en appliquant les élasticités tirées de la littérature, on constate que les prix du gaz pourraient augmenter de 9 % environ en Asie et en Europe et de 7 % aux

États-Unis (graphique B) <sup>5</sup>. En outre, les centres de données reposant sur l'IA représenteraient environ 2 points de pourcentage de la hausse sur les marchés asiatique-européen et américain. L'adoption de l'IA ne devrait donc exercer qu'une pression à la hausse limitée sur les prix du gaz. Cela est dû au fait que le choc de demande en énergie liée à l'IA – même dans ce scénario extrême – est minime par rapport à la taille globale des marchés du gaz américain et asiatique-européen, bien qu'il soit important en termes absolus.

### Graphique B

Estimation de la demande de gaz et de la variation des prix du gaz lorsque la demande d'énergie de tous les centres de données sera satisfaite avec du gaz naturel d'ici 2026

(en pourcentages)



Sources : AIE et calculs des services de la BCE.

Notes : Les chiffres sont fondés sur les projections de l'AIE relatives à la demande future d'énergie des centres de données, en supposant que tous les besoins énergétiques supplémentaires au cours de la période allant de 2022 à 2026 sont satisfaits par les centrales à gaz. La demande d'énergie des centres de données est convertie en demande de gaz à l'aide d'un taux de conversion de 45 % (cf. « *More than 60% of energy used for electricity generation is lost in conversion* », *Today in Energy*, U.S. Energy Information Administration, 21 juillet 2020). La demande d'énergie liée à l'IA pour chaque région est estimée en faisant l'hypothèse d'une part constante de la consommation d'électricité liée à l'IA dans la consommation totale d'électricité des centres de données dans les deux régions.

**Dans le second scénario, dans lequel la demande d'énergie supplémentaire est couverte par des énergies renouvelables, la demande de minéraux critiques augmente, mais il est peu probable que leurs prix en soient affectés de manière significative.** Les matériaux critiques, tels que le lithium et le nickel, sont essentiels pour les parcs éoliens et les panneaux solaires. Ils sont déjà très demandés en raison de la transition énergétique et leur extraction est fortement concentrée dans des pays spécifiques, ce qui les rend particulièrement vulnérables aux perturbations des chaînes d'approvisionnement et aux tensions géopolitiques <sup>6</sup>. Toutefois, comme le gaz naturel et contrairement à l'électricité, ces minéraux sont relativement faciles à transporter entre les régions. Par conséquent, la croissance de la demande liée à l'IA devrait être modeste par rapport à la taille globale du marché, de sorte que les tensions à la hausse sur les prix spécifiquement imputables à l'IA seront contenues.

<sup>5</sup> Les élasticités utilisées sont tirées de Albrizio (S.) et al., « *Sectoral Shocks and the Role of Market Integration: The Case of Natural Gas* », *AEA Papers and Proceedings*, vol. 113, mai 2023, p. 43-46.

<sup>6</sup> Adolfsen (J.F.), Kedan (D.) et Lappe (M-S.), « *The geopolitics of green minerals* », *The ECB Blog*, BCE, 10 juillet 2024.

**La forte hausse de la demande d'électricité liée à l'IA pourrait toutefois créer des tensions sur les prix sur les marchés nationaux de l'électricité.** En raison de capacités d'interconnexion limitées et des pertes d'énergie au cours du transport, les marchés de l'électricité se composent de multiples sous-marchés qui sont relativement isolés. Par conséquent, des pays comme l'Irlande, qui sont des acteurs majeurs dans le secteur des centres de données, pourraient rencontrer des difficultés particulières à répondre à la demande croissante liée à l'IA au niveau local. L'impact potentiel global sur les marchés nationaux de l'électricité est toutefois plus difficile à estimer car il dépendra de la concentration de centres de données reposant sur l'IA dans chaque pays, des caractéristiques spécifiques de leurs marchés et des exigences réglementaires imposant aux centres de données de contribuer à l'approvisionnement en électricité.

## 4 Utiliser les téléconférences sur les résultats (*earnings calls*) des entreprises pour prévoir la demande de main-d'œuvre dans la zone euro

Claudia Foroni et Christofer Schroeder

**Des éléments extraits des téléconférences sur les résultats (*earnings calls*) des entreprises de la zone euro suggèrent que la demande de main-d'œuvre continue de baisser.** Une « *earnings call* » est une téléconférence organisée entre les dirigeants d'une entreprise cotée et ses investisseurs, ses analystes financiers et la presse. Les téléconférences sur les résultats offrent une source abondante de données économiques à haute fréquence rapidement disponibles <sup>1</sup>.

**Dans cet encadré, nous appliquons une analyse textuelle à une importante base de données contenant les transcriptions des téléconférences sur les résultats d'entreprises afin de construire un indicateur de la demande de main-d'œuvre de la zone euro.** Nous utilisons ensuite notre indicateur pour produire des prévisions immédiates (*nowcasts*) et des prévisions (*forecasts*) du taux de vacance d'emploi de la zone euro, une mesure traditionnelle de la demande de main-d'œuvre et un indicateur-clef du marché du travail <sup>2</sup>. La base de données relative aux téléconférences à laquelle nous avons accès contient des informations sur la date et l'heure exactes de chaque téléconférence et est mise à jour toutes les deux semaines. Cela nous permet d'extraire des informations des téléconférences bien avant les publications officielles des données, notamment les informations relatives au taux de vacance d'emploi, qui ne sont disponibles qu'avec un décalage important <sup>3</sup>.

**Notre mesure de la demande de main-d'œuvre extraite des téléconférences sur les résultats suit de près le taux de vacance d'emploi (graphique A).**

Pour construire notre indicateur, nous commençons par limiter notre échantillon de téléconférences aux entreprises qui ont leur siège dans la zone euro au moment où la téléconférence a lieu. Il en résulte un échantillon d'environ 600 téléconférences par trimestre. Ensuite, nous faisons la somme du nombre de phrases prononcées au cours de ces téléconférences qui contiennent au moins un mot d'une liste de mots-clés faisant référence aux tensions auxquelles les entreprises sont confrontées en raison de la demande de main-d'œuvre non satisfaite, d'après Dueholm, Kalyani et Ozkan <sup>4</sup>. Même s'il est un peu plus volatil, notre indicateur suit de près le taux de vacance d'emploi de la zone euro, avec un coefficient de corrélation d'environ 0,9.

<sup>1</sup> Pour une autre utilisation des conférences sur les résultats en vue de façonner des indicateurs macroéconomiques, cf. l'encadré intitulé « *Earnings calls : de nouvelles données sur les bénéfices, l'investissement et les conditions de financement des entreprises* », *Bulletin économique*, n° 4, BCE, 2023.

<sup>2</sup> Le taux de vacance d'emploi est défini comme le nombre d'emplois vacants divisé par la somme du nombre d'emplois occupés et du nombre d'emplois vacants.

<sup>3</sup> L'estimation rapide du taux de vacance d'emploi dans la zone euro est généralement publiée un mois et demi environ après la fin du trimestre de référence, tandis que la première publication intervient trois mois environ après la fin du trimestre.

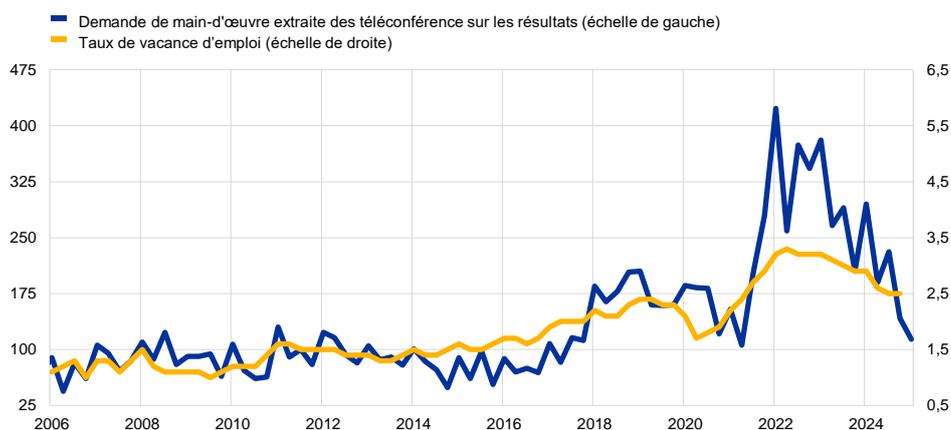
<sup>4</sup> Cf. Dueholm (M.), Kalyani (A.) et Ozkan (S.), « *Can Earnings Calls Be Used to Gauge Labor Market Tightness?* », *On the Economy Blog*, Banque fédérale de réserve de Saint Louis, 18 juin 2024.

En particulier, il capture l'augmentation régulière du taux de vacance d'emploi observée entre 2016 et 2020 et sa forte hausse en 2021. Notre indicateur de la demande de main-d'œuvre tout comme le taux de vacance d'emploi ont atteint un pic au premier semestre 2022 et sont orientés à la baisse depuis lors, suggérant que la demande de main-d'œuvre se ralentit.

### Graphique A

#### Indicateur de la demande de main-d'œuvre extrait des téléconférences sur les résultats et taux de vacance d'emploi de la zone euro

(échelle de gauche : nombre de phrases ; échelle de droite : en pourcentages)



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

Notes : La ligne bleue représente l'indicateur de la demande de main-d'œuvre extrait des téléconférences sur les résultats tel que décrit dans le corps du texte. La ligne jaune représente le taux de vacance d'emploi pour la zone euro. Les dernières observations se rapportent au premier trimestre 2025 pour l'indicateur relatif à la demande de main-d'œuvre extrait des conférences sur les résultats et au quatrième trimestre 2024 pour le taux de vacance d'emploi.

#### Les données obtenues à partir des récentes téléconférences suggèrent que le taux de vacance d'emploi continuera à s'inscrire en légère baisse (graphique B).

Pour produire une mesure précoce du taux de vacance d'emploi avant les publications officielles des données, nous utilisons un modèle de régression MIDAS (*mixed data sampling model*) pour générer des prévisions immédiates ainsi que des prévisions pour des horizons jusqu'à deux trimestres<sup>5</sup>. Le principal avantage des régressions MIDAS est qu'elles nous permettent de prédire une variable à basse fréquence (le taux de vacance d'emploi) à l'aide de données à haute fréquence (notre indicateur de la demande de main-d'œuvre extrait des téléconférences sur les résultats). Afin de réduire le potentiel de mauvaise spécification du modèle, nous estimons une série de régressions MIDAS pour plusieurs spécifications, notamment différentes structures de retard polynomial et de

<sup>5</sup> Les régressions MIDAS sont souvent utilisées pour produire des prévisions à court terme, dans la mesure où plus l'horizon de projection s'éloigne dans le futur, plus les avantages informationnels extraits de données à haute fréquence rapidement disponibles s'atténuent (cf. Foroni (F.) et Marcellino (M.), « *A survey of econometric methods for mixed-frequency data* », *Working Papers*, Norges Bank Research, n° 06, 2013).

restrictions sur les paramètres du modèle <sup>6</sup>. Nous considérons ensuite la fourchette et la moyenne des prévisions pour les différentes spécifications. Celles-ci font état d'un ralentissement durable de la demande de main-d'œuvre pour les trimestres en cours et à venir. D'après les projections, le taux de vacance d'emploi a oscillé autour de 2,5 % au premier trimestre 2025 et devrait rester inchangé au deuxième trimestre, soit 0,8 point de pourcentage de moins que son pic du deuxième trimestre 2022, mais toujours supérieure à sa moyenne pré-pandémique de 1,9 %. Pour le troisième trimestre 2025, nos prévisions suggèrent une légère baisse, vers 2,4 %, avec des risques globalement équilibrés, la fourchette des résultats prédits se révélant assez également distribuée autour de la moyenne. Le profil de nos prévisions est globalement conforme aux projections de l'activité économique tirées des projections macroéconomiques de mars 2025 établies par les services de la BCE pour la zone euro, suggérant une dynamique de croissance plus faible au premier semestre 2025.

## Graphique B

### Prévoir le taux de vacance d'emploi de la zone euro

(en pourcentages)



Sources : Eurostat, NL Analytics, Indeed et calculs de la BCE.

Notes : La ligne bleue continue représente le taux de vacance d'emploi de la zone euro jusqu'au quatrième trimestre 2024. La zone grise indique la fourchette de valeurs minimales et maximales des prévisions obtenues avec plusieurs spécifications MIDAS et MIDAS sans restrictions et différentes variantes de l'indicateur relatif à la demande de main-d'œuvre extrait des téléconférences sur les résultats. La ligne en pointillés rouge correspond à la prévision moyenne. La ligne en pointillés verte représente la prévision moyenne du taux de vacance d'emploi établie à l'aide des offres d'emploi Indeed dans notre cadre de prévision fondé sur des régressions MIDAS. Les dernières observations se rapportent à janvier 2025 pour les indicateurs sous-jacents de la demande de main-d'œuvre extraite des téléconférences sur les résultats et des offres d'emploi Indeed. Les prévisions couvrent la période jusqu'au troisième trimestre 2025.

**Les prévisions à court terme relatives au taux de vacance d'emploi établies à l'aide des téléconférences sur les résultats sont globalement conformes à celles tirées d'autres indicateurs de la demande de main-d'œuvre.** Les données sur les emplois vacants tirées du portail d'emploi en ligne Indeed constituent une

<sup>6</sup> En particulier, nous estimons deux spécifications polynomiales différentes. Premièrement, nous incluons un retard d'Almon polynomial exponentiel (cf. Ghysels (E.), Sinko (A.) et Valkanov (R.), « *MIDAS Regressions: Further Results and New Directions* », *Econometric Review*, vol. 26, Issue 1, 2007, p. 53-90). Deuxièmement, nous estimons un MIDAS sans restrictions tel qu'énoncé dans Foroni (C.), Marcellino (M.) et Schumacher (C.), « *Unrestricted mixed data sampling (MIDAS): MIDAS regressions with unrestricted lag polynomials* », *Journal of the Royal Statistical Society Series A*, vol. 178, n° 1, p. 57-82, janvier 2015. De plus, pour chaque spécification du modèle, nous prenons en considération différentes fenêtres pour lisser l'indicateur relatif à la demande de main-d'œuvre extrait des téléconférences sur les résultats à l'aide d'une moyenne mobile.

autre source d'informations novatrice et utile concernant le marché du travail de la zone euro. Le nombre d'emplois vacants figurant sur le site et le nombre de nouveaux emplois vacants qui y sont ajoutés peuvent aider à évaluer la demande de main-d'œuvre. Comme avec notre indicateur de la demande de main-d'œuvre extrait des téléconférences, les données tirées d'Indeed sont disponibles rapidement et à haute fréquence, quoiqu'à un horizon beaucoup plus court <sup>7</sup>. Le stock d'emplois vacants répertoriés sur Indeed s'est inscrit en diminution régulière depuis fin 2023. Fin 2024, il était inférieur d'environ 10 % à son niveau du début de l'année. Dans le même temps, le flux de nouveaux emplois vacants, considéré comme une mesure plus réactive de la demande de main-d'œuvre, a également suivi une tendance baissière, indiquant aussi une modération de la demande de main-d'œuvre. Intégrer ces données dans notre modèle de régression MIDAS produit des prévisions du taux de vacance d'emploi de la zone euro globalement conformes à celles obtenues à partir des informations extraites des téléconférences, en particulier à court terme (graphique B). Les prévisions tablent sur un taux de vacance d'emploi relativement stable, à environ 2,5 % jusque mi-2025, avec une légère hausse attendue vers la fin de la période considérée <sup>8</sup>.

**Pour résumer, les transcriptions des téléconférences sur les résultats des entreprises fournissent des informations utiles et disponibles rapidement sur le marché du travail de la zone euro.** Nos résultats suggèrent que la demande de main-d'œuvre se modérera très progressivement dans la zone euro au cours des prochains trimestres à mesure que le marché du travail continuera de se ralentir globalement.

---

<sup>7</sup> La base de données sur les téléconférences sur les résultats à laquelle nous avons accès remonte à début 2002, tandis que la série temporelle des données relatives aux offres d'emploi Indeed ne commence que début 2018.

<sup>8</sup> Les prévisions fondées sur Indeed font état d'une légère hausse au troisième trimestre 2025, mais toujours à l'intérieur de la fourchette des prévisions extraites des téléconférences mi-2025. Cela peut s'expliquer par la plus forte saisonnalité de la série de données Indeed ou par l'échantillon disponible plus étroit, qui contribue à pousser la prévision vers ses récents points hauts historiques.

## 5 Évolutions des loyers dans la zone euro : informations tirées de l'enquête CES

Colm Bates, Christian Höynck, Omiros Kouvavas, Desislava Rusinova et Larissa Zimmermann

**Cet encadré analyse les évolutions récentes sur le marché locatif de la zone euro en s'appuyant sur des données tirées de l'enquête de la BCE sur les anticipations des consommateurs (Consumer Expectations Survey, CES).**

Les loyers représentent une composante importante des dépenses des ménages, mais leur analyse est quelque peu délicate dans la mesure où les données harmonisées relatives aux dépenses de loyer des ménages ne sont pas aisément disponibles dans l'ensemble de la zone euro. L'enquête CES peut contribuer à combler cette lacune en matière de données dans la mesure où elle collecte des informations récentes sur les dépenses des ménages<sup>1</sup>. Elle permet également d'analyser l'hétérogénéité entre les pays qu'elle couvre, ainsi qu'entre les différents ménages<sup>2</sup>.

**La part des ménages locataires et le niveau des loyers nominaux varient considérablement d'un pays à l'autre.** Dans la zone euro, la part moyenne de locataires se situe autour de 28 % et les dépenses de loyer nominales représentent un tiers environ des revenus mensuels des ménages. Toutefois, la part des locataires varie considérablement entre les pays, s'échelonnant actuellement de 15 % en Italie à près de 50 % en Allemagne et en Autriche (graphique A, partie a, partie gauche)<sup>3</sup>. Le groupe au revenu le plus faible compte la part de locataires la plus élevée (graphique A, partie a, partie droite). Un examen plus attentif du niveau des loyers nominaux fait également apparaître une forte dispersion entre les pays et au sein des pays (graphique A, partie b)<sup>4</sup>. La dispersion des loyers est très élevée en Irlande, où il existe d'importantes différences en fonction de la localisation (c'est-à-dire entre les zones urbaines et rurales ; comme le montre également la différence marquée entre la moyenne et la médiane), tandis qu'elle est beaucoup plus faible en Grèce et aux Pays-Bas. Globalement, les loyers nominaux les plus élevés sont observés en Irlande, en Autriche et en Belgique. Lorsque l'on examine les dépenses de loyer par rapport aux revenus des ménages (graphique A, partie c), le classement des pays est modifié : l'Irlande affiche toujours le ratio moyen loyer/revenu le plus élevé, suivie de la Grèce et de la Finlande, tandis que l'Allemagne présente le ratio

<sup>1</sup> Les dépenses liées au logement, notamment le loyer, l'entretien et les assurances (hors paiements relatifs aux prêts hypothécaires) sont collectées trimestriellement dans le cadre d'une question plus large portant sur la consommation des ménages dans 12 catégories de dépenses.

<sup>2</sup> À compter de 2022, les pays couverts par l'enquête CES sont la Belgique, l'Allemagne, l'Irlande, la Grèce, l'Espagne, la France, l'Italie, les Pays-Bas, l'Autriche, le Portugal et la Finlande.

<sup>3</sup> Ce constat est globalement conforme aux conclusions tirées des statistiques de l'UE sur le revenu et les conditions de vie et de l'enquête de l'Eurosystème sur les finances et la consommation des ménages en ce qui concerne tant le classement des pays que les pourcentages.

<sup>4</sup> Le principal indicateur relatif à la croissance des loyers présenté dans cet encadré ne tient pas compte des différences systématiques en matière de qualité et d'ancienneté des logements entre les pays. Toutefois, celles-ci sont utilisées comme variables de contrôle dans la série relative aux personnes n'ayant pas déménagé, qui ne prend en compte que les personnes se trouvant dans cette situation présentées dans la partie a) du graphique C, où les taux de croissance sont calculés pour le loyer des mêmes personnes habitant dans le même logement, à 12 mois d'intervalle.

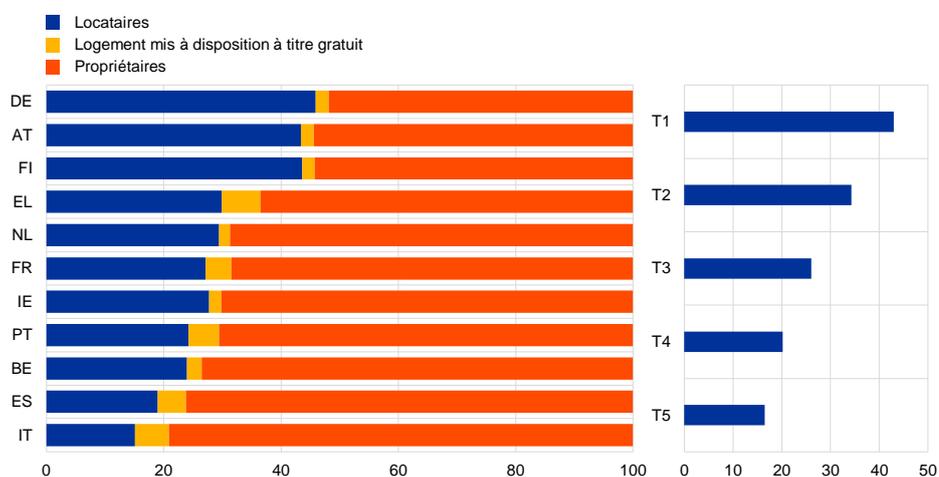
le plus faible. Les pays où les locataires représentent une part plus importante de la population ont également tendance à compter davantage de ménages à haut revenu vivant en location, ce qui fait baisser le ratio moyen loyer/revenu.

## Graphique A

### Part des locataires et niveaux des loyers par pays

#### a) Part des locataires par pays et quintile de revenus

(pourcentages de participants)



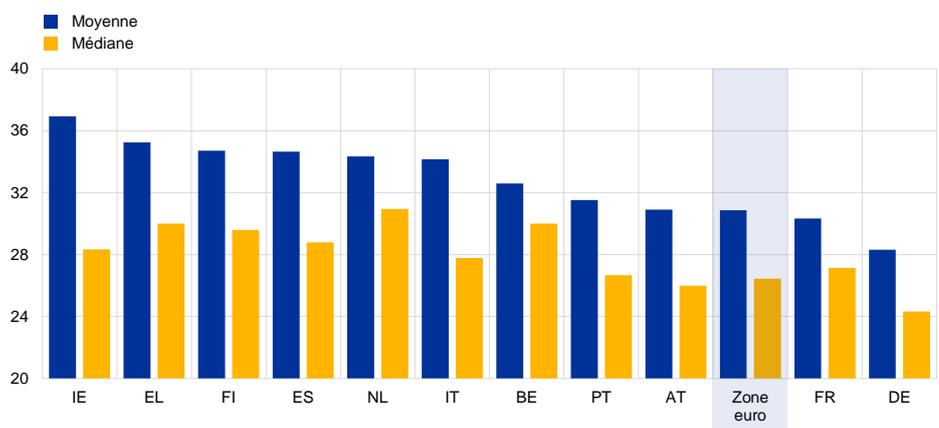
#### b) Niveaux des loyers et dispersion

(en euros par mois)



#### c) Niveaux des loyers par rapport aux revenus mensuels des ménages

(en pourcentage des revenus)



---

Sources : Enquête sur les anticipations des consommateurs (enquête CES) et calculs de la BCE.

Notes : Les calculs sont fondés sur des estimations pondérées. La partie a) comprend un échantillon complet de participants pour l'année 2024 et janvier 2025. Les pourcentages relatifs aux types de logements sont présentés par pays et par quintile de revenus (Q). Les quintiles de revenus sont calculés pour un échantillon complet de participants pour toutes les vagues d'enquêtes réalisées en 2024 et en janvier 2025. La partie b) comprend un échantillon complet de locataires pour janvier 2025 et la partie c) un échantillon complet de locataires pour la période allant de janvier 2024 à janvier 2025. L'analyse des loyers ne tient pas compte de la taille du logement. Les valeurs sont winsorisées au niveau du pays (au deuxième et au 98<sup>e</sup> percentile).

**L'indicateur relatif à la croissance des dépenses de loyer fondé sur l'enquête CES suggère que la croissance des loyers s'est ralentie après avoir atteint un pic au troisième trimestre 2023, mais est restée supérieure à 3 % au troisième trimestre 2024.**

L'indicateur est construit comme la moyenne pondérée des taux de croissance des différents ménages, une fois les données nettoyées pour s'assurer qu'elles ne sont pas influencées par des valeurs fortement aberrantes ou par des effets de composition liés aux participants qui rejoignent le panel ou qui en sortent <sup>5</sup>. Le taux de croissance annuel moyen des loyers dans la zone euro s'est inscrit en hausse à partir de début 2022, atteignant un pic supérieur à 5 % en 2023 (graphique B, partie a) et a diminué progressivement par la suite, demeurant proche de 3 % sur la majeure partie de 2024. L'indicateur relatif aux loyers fondé sur l'enquête CES utilise une approche plus harmonisée que l'indice des prix à la consommation harmonisé (IPCH), qui suit les évolutions des loyers au fil du temps pour les mêmes ménages, que ceux-ci restent dans le même logement ou déménagent. L'indicateur qui en résulte réagit davantage à l'inflation et au cycle d'activité que les loyers dans l'IPCH, en particulier pour certains pays (par exemple l'Allemagne). Cette situation peut être liée à des pratiques différentes, le règlement relatif à l'IPCH permettant aux pays de choisir la méthodologie qu'ils appliquent, comme indiqué dans le manuel méthodologique relatif à l'IPCH <sup>6</sup>.

**La croissance des loyers déclarée dans les enquêtes varie considérablement d'un pays à l'autre.**

La croissance annuelle moyenne des loyers déclarée dans l'enquête CES au cours des 12 derniers mois a été supérieure à 7 % en Irlande et au Portugal, mais inférieure à 3 % aux Pays-Bas, en Allemagne et en Italie (graphique B, partie b). Au troisième trimestre 2024 (valeurs les plus récentes), les ménages portugais ont déclaré la plus forte croissance des loyers (qui a également été nettement supérieure aux moyennes antérieures), tandis que les valeurs pour l'Italie et la Finlande ont été inférieures à leurs moyennes enregistrées précédemment. En Irlande et en Autriche, la croissance des loyers est restée constamment élevée.

---

<sup>5</sup> La moyenne des différents taux de croissance est fortement tronquée afin d'éviter les effets des valeurs aberrantes résultant d'erreurs de déclaration. Pour ce faire, les variations annuelles d'ampleur irréaliste (croissance négative inférieure à 50 % ou croissance positive supérieure à 200 % en un an) sont tronquées (retirées de l'échantillon). De plus, les hausses et les baisses de loyers supérieures à 50 % sont winsorisées (les observations dépassant les limites sont remplacées par la valeur de la limite). Afin de contenir l'impact des modifications de la composition, susceptibles d'entraîner des effets mécaniques non liés à la croissance effective des loyers, le loyer d'un ménage entre dans l'indicateur relatif à la croissance uniquement si le ménage est locataire à la fois au début et à la fin de la période de 12 mois.

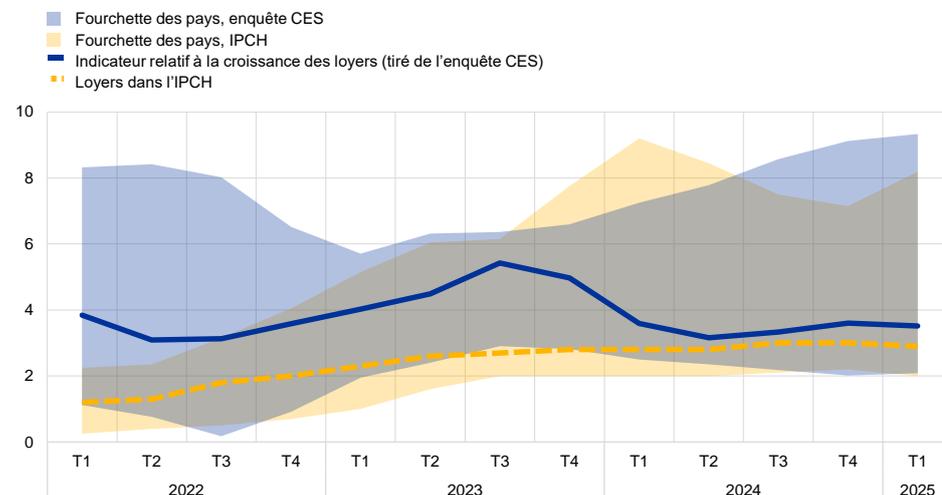
<sup>6</sup> Dans l'IPCH, les loyers peuvent être calculés en suivant les ménages, les logements ou les propriétaires. Cette flexibilité pourrait potentiellement conduire à des pratiques différentes d'un office statistique national à l'autre, qui pourraient à leur tour exercer un effet différentiel sur les résultats observés. Pour plus de détails, cf. la section 12.4.4 du [guide méthodologique relatif à l'IPCH](#).

## Graphique B

### Croissance des loyers dans la zone euro et par pays

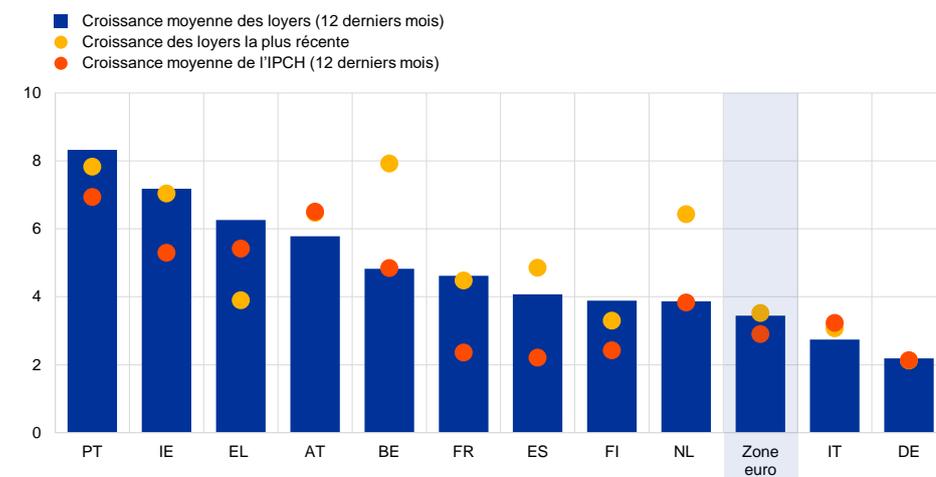
#### a) Croissance des loyers dans la zone euro

(variations annuelles en pourcentage)



#### b) Croissance des loyers par pays

(variations annuelles en pourcentage)



Sources : Enquête sur les anticipations des consommateurs (enquête CES) et calculs de la BCE.

Notes : La partie b) comprend un échantillon complet de locataires. Les calculs sont fondés sur des estimations pondérées.

La dernière moyenne mobile sur deux trimestres pour le taux de croissance en glissement annuel (points jaunes) se rapporte à janvier 2025. Les colonnes bleues représentent la croissance moyenne des loyers pour la période d'échantillonnage (janvier 2024 à janvier 2025). Les points rouges correspondent à la croissance moyenne des loyers dans l'IPCH sur les 12 derniers mois.

**La croissance récente des loyers au mètre carré issue de l'enquête CES a été déterminée plus que proportionnellement par les nouveaux contrats de location.** Le taux de croissance moyen des loyers au mètre carré pour les ménages qui ont déménagé au cours de l'année précédente a été systématiquement plus élevé que la croissance des loyers pour les ménages n'ayant pas déménagé ; et ce taux a augmenté régulièrement au cours des trois dernières années (graphique C, partie a, partie gauche). Les augmentations générales des loyers dans l'économie débutent généralement par une hausse des loyers pour les nouveaux baux, car les dispositions protégeant les locataires dans les contrats existants encouragent les propriétaires à augmenter les loyers lors d'un changement de locataire. Au fil du

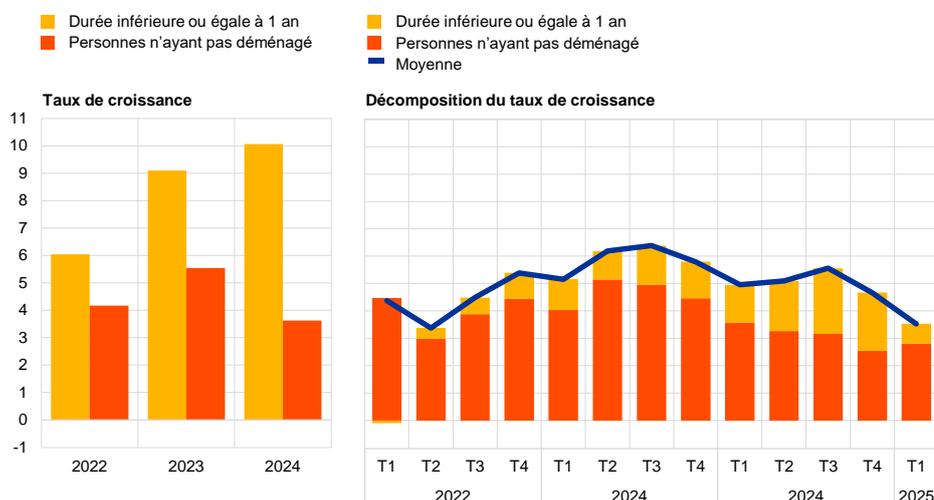
temps, les loyers augmentent également progressivement pour les contrats existants. L'accélération de la croissance des loyers pour les nouveaux contrats peut également avoir été déterminée en partie par le fait que les ménages ont déménagé dans des logements de meilleure qualité ou situés dans de meilleures zones. En effet, la principale raison indiquée par les ménages pour changer de logement était le désir d'améliorer leurs conditions de vie. La décomposition du taux de croissance global des loyers entre les contributions des personnes ayant déménagé récemment (c'est-à-dire celles qui ont déménagé au cours de l'année écoulée) et celles des personnes n'ayant pas déménagé montre que ces dernières jouent un plus grand rôle dans le taux de croissance global, car elles représentent une part plus importante. Toutefois, compte tenu de la croissance plus élevée des loyers sur ce segment, les personnes ayant déménagé – qui représentent environ 15 % des locataires – apportent une contribution plus que proportionnelle, représentant environ un tiers du taux de croissance global (graphique C, partie a, partie droite).

## Graphique C

### Ventilation de la croissance des loyers

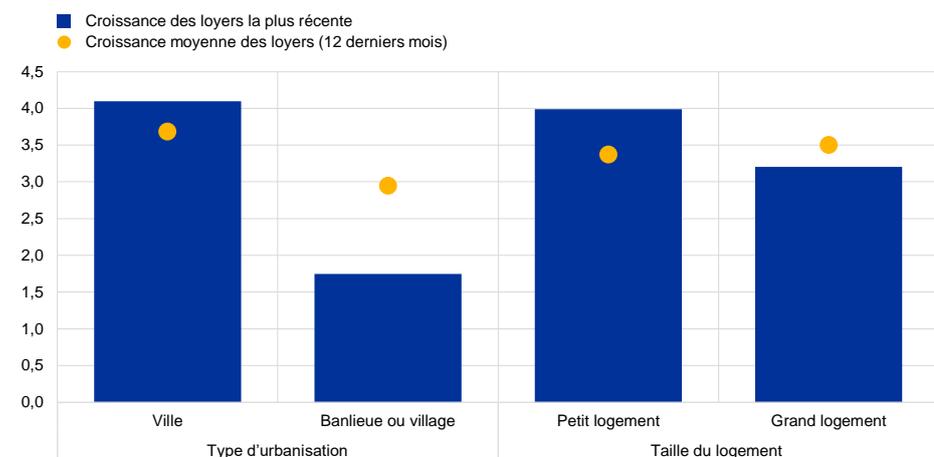
#### a) Croissance des loyers au mètre carré – contributions par durée de résidence

(variations annuelles en pourcentage, contributions des variations en pourcentage)



#### b) Croissance des loyers par type d'urbanisation et taille du logement

(variations annuelles en pourcentage)



Sources : Enquête sur les anticipations des consommateurs (enquête CES) et calculs de la BCE.

Notes : Les calculs sont fondés sur des estimations pondérées. La partie a) comprend un sous-échantillon de locataires pour lesquels la durée de résidence est connue. La ligne bleue représente la moyenne mobile combinée sur deux trimestres du taux de croissance annuel des loyers divisés par les mètres carrés. La rubrique « Durée inférieure ou égale à un an » se rapporte à la contribution des personnes interrogées qui vivent dans leur résidence actuelle depuis un an ou moins. La partie b) comprend un échantillon complet de locataires. La dernière moyenne mobile sur deux trimestres du taux de croissance en glissement annuel se rapporte à janvier 2025. La « croissance moyenne des loyers » correspond à la moyenne des taux de croissance annuels au cours de la période d'échantillonnage (janvier 2024 à janvier 2025).

**La croissance récente des loyers rapportée dans l'enquête CES a été plus forte dans les villes et pour les logements plus petits.** Le graphique C, partie b) montre que la croissance des loyers dans les villes est restée plus élevée que celle des loyers dans les banlieues et les zones rurales et que l'écart semble s'être élargi récemment. Les données de l'enquête CES font également état d'une croissance légèrement plus élevée des loyers pour les logements de plus petite taille par rapport aux logements plus grands, alors que les taux de croissance étaient globalement équivalents par le passé.

**L’outil de suivi des loyers fondé sur l’enquête CES permet un suivi approfondi et rapide du marché de la location.** Ces données individuelles tirées de l’enquête CES peuvent élargir les possibilités de suivi des évolutions des loyers également en ce qui concerne l’hétérogénéité entre les différents ménages. Les travaux futurs viseront à valider plus avant cet indicateur – notamment via une validation croisée des données de l’enquête CES avec des sources externes. En outre, le rôle des ajustements liés à la qualité dans la croissance des loyers pourrait être étudié de manière plus approfondie en tenant compte de facteurs tels que l’ancienneté du logement, l’emplacement et la rénovation, afin d’évaluer dans quelle mesure le taux de croissance reflète des évolutions de la qualité des logements.

## 6 Comprendre l'évolution relative de l'inflation dans le secteur des biens industriels non énergétiques et dans le secteur des services

Catalina Martínez Hernández, Mario Porqueddu, Blanca Prat I Bayarri et Lourdes Maria Zulli Gandur

**L'écart entre la hausse des prix des services et celle des biens industriels non énergétiques varie au fil du temps, mais était resté positif pendant une longue période jusqu'à la poussée de l'inflation observée après la pandémie (graphique A)**<sup>1</sup>. Par le passé, les prix des services ont augmenté plus rapidement que ceux des biens industriels non énergétiques, entraînant un écart positif persistant entre les deux taux d'inflation. L'écart entre les taux d'inflation annuels est passé d'une moyenne de 1,5 point de pourcentage dans la période allant de 1999 à 2008 à 1,0 point de pourcentage en moyenne entre 2008 et 2019. Ce resserrement a principalement résulté d'une baisse de l'inflation dans le secteur des services, reflétant probablement une demande atone et une faible croissance des revenus après la crise financière et la crise de la dette souveraine<sup>2</sup>. Pendant la pandémie de COVID-19, les restrictions telles que la distanciation sociale et les mesures de confinement généralisées ont affecté la consommation relative de biens et services et les tensions sur les prix qui y sont associées. En 2022, la hausse forte et rapide de l'inflation dans le secteur des biens industriels non énergétiques, qui s'est révélée plus rapide que celle de l'inflation dans les services, a entraîné un écart négatif de plus de 1 point de pourcentage, qui n'est revenu en territoire positif que lorsque la hausse des prix des biens s'est normalisée en 2023 et 2024 d'une manière presque symétrique à la poussée inflationniste précédente. Toutefois, si l'inflation dans le secteur des biens industriels non énergétiques a diminué, l'inflation dans le secteur des services est restée élevée, oscillant depuis lors autour de 4 %. L'écart positif s'est donc élargi, ressortant à 2,5 points de pourcentage en moyenne au cours des derniers trimestres.

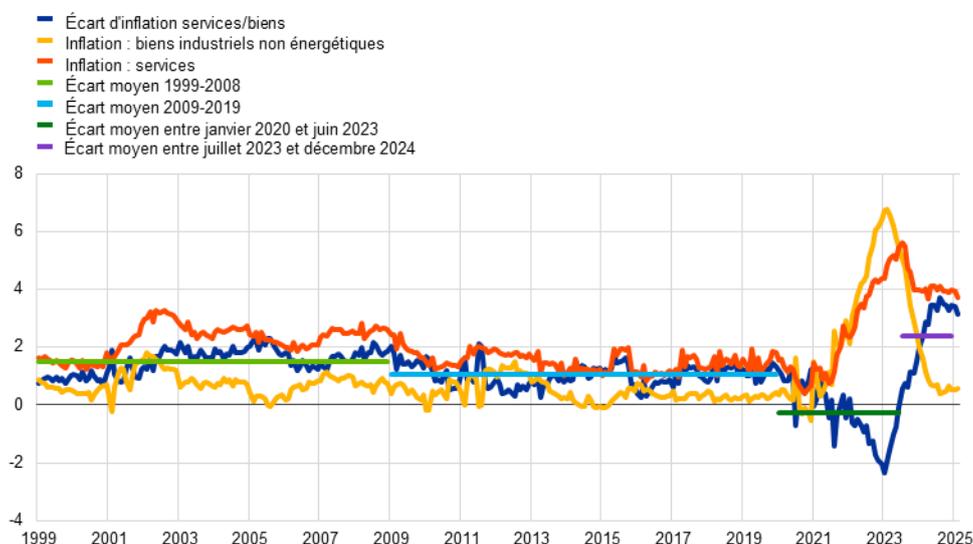
<sup>1</sup> Pour une analyse des évolutions des prix relatifs et de leur fondement théorique par l'hypothèse de la maladie des coûts formulée par Baumol et l'hypothèse Balassa-Samuelson, cf. Lane (P.), « *Inflation Diagnostics* », *The ECB Blog*, 25 novembre 2022.

<sup>2</sup> Cf. l'encadré intitulé « *Quels sont les facteurs à l'origine de l'évolution de l'écart entre la hausse des prix des services et celle des prix des biens ?* », *Bulletin économique*, n° 5 BCE, 2019.

## Graphique A

### Hausse des prix des services et des prix des biens, et écart entre les deux

(variations annuelles en pourcentage et points de pourcentage)



Sources : Eurostat et calculs de la BCE.

Notes : L'écart d'inflation entre les services et les biens correspond à la différence entre le taux de variation annuel de la composante services et celui de la composante biens industriels non énergétiques de l'IPCH. Les dernières observations se rapportent à février 2025.

### Les mouvements importants de l'écart d'inflation ces dernières années reflètent largement l'impact plus fort des coûts de l'énergie et des chaînes d'approvisionnement mondiales sur la hausse des prix des biens et la dynamique des salaires et des coûts de main-d'œuvre.

Les résultats d'un modèle structurel vectoriel autorégressif bayésien (BVAR) indiquent que les chocs du côté de l'offre, en particulier ceux qui sont liés à l'énergie et aux chaînes d'approvisionnement mondiales, exercent un effet plus important et plus rapide mais moins persistant sur la hausse des prix des biens industriels non énergétiques que sur celle des prix des services (graphique B)<sup>3</sup>. Il ressort des dernières données que les effets de ces chocs se sont pour l'essentiel dissipés s'agissant de l'inflation dans le secteur des biens industriels non énergétiques, qui est actuellement limitée par la faiblesse de la demande extérieure principalement. En revanche, en ce qui concerne l'inflation dans le secteur des services, l'impact des chocs d'offre s'est révélé plus persistant et des tensions à la hausse continues proviennent de chocs sur le marché du travail associés à des tensions toujours fortes sur les salaires. Pour l'avenir, la modération des prix de l'énergie, la dissipation progressive des chocs d'offre et une

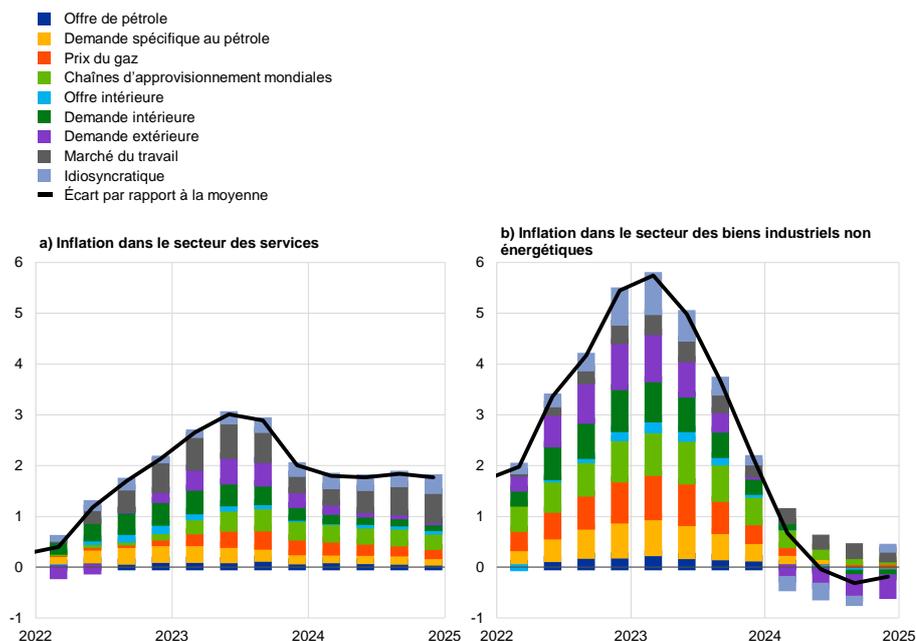
<sup>3</sup> Nous estimons une version trimestrielle du BVAR structurel dans Bańbura (M.), Bobeica (E.) et Martínez Hernández (C.), « *What drives core inflation? The role of supply shocks* », *Working Paper Series*, n° 2875, BCE, 2023. Le modèle inclut l'IPCH, l'IPCHX, la composante services de l'IPCH, le PIB en volume, le PIB mondial, l'indice des directeurs d'achat pour la production, les délais de livraison des fournisseurs ressortant de l'indice des directeurs d'achat et le *Global Supply Chain Pressure Index* (GSCPI) tiré de Benigno (G.), di Giovanni (J.), Groen (J.J.J.) et Noble (A.I.), « *The GSCPI: A New Barometer of Global Supply Chain Pressures* », *Staff Reports*, n° 1017, *Federal Reserve Bank of New York*, mai 2022, ainsi que les prix du pétrole, la production de pétrole, les prix du gaz, les prix au départ de l'exploitation, les prix à la production globaux, les prix à la production dans le secteur de l'énergie et dans celui des biens intermédiaires, le taux de change EUR/USD et la rémunération par tête. La décomposition historique de l'inflation dans le secteur des biens industriels non énergétiques est construite à partir des décompositions de l'inflation mesurée par l'IPCHX et de l'inflation dans le secteur des services, ainsi que des pondérations correspondantes de l'IPCH.

plus faible croissance des salaires devraient contribuer à un ralentissement de l'inflation dans le secteur des services.

## Graphique B

### Décomposition historique de l'inflation dans le secteur des services et dans le secteur des biens industriels non énergétiques

(points de pourcentage et contributions en points de pourcentage aux écarts par rapport à la moyenne tirée du modèle et aux conditions initiales)



Sources : Eurostat, Haver et calculs de la BCE.

Notes : Les parties du graphique présentent la contribution moyenne ponctuelle des chocs structurels s'exerçant sur la hausse des prix des services et des biens industriels non énergétiques à l'écart par rapport à l'impact des conditions initiales et par rapport à la moyenne. Le modèle est fondé sur une version trimestrielle du BVAR structurel in Bańbura (M.), Bobeica (E.) et Martínez Hernández (C.), « *What drives core inflation? The role of supply shocks* », Working Paper Series, n° 2875, BCE, 2023. L'échantillon d'estimation va du quatrième trimestre 1996 au quatrième trimestre 2024.

### Le récent écart d'inflation nettement positif implique que le niveau des prix relatifs des services par rapport aux biens converge vers la tendance pré-pandémique (graphique C).

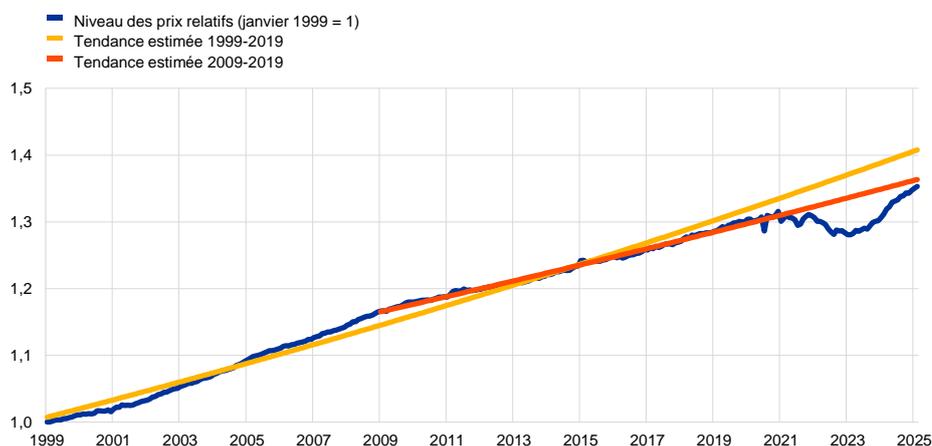
Entre 2021 et mi-2023, le niveau des prix relatifs des services par rapport aux biens industriels non énergétiques s'est déplacé bien en deçà des tendances de long terme. En février 2025, cet écart est ressorti à environ 3,9 % au-dessous de la tendance estimée pour la période 1999-2019. Les prix relatifs vis-à-vis de la tendance fournissent une perspective supplémentaire pour évaluer les taux d'inflation par rapport aux moyennes de l'inflation à long terme, ces dernières ne constituant pas nécessairement une référence fiable pour les évolutions futures. Par exemple, la période d'« inflation faible » inférieure à la cible a conduit à une moyenne de long terme pré-pandémie pour l'inflation core de seulement 1,6 %, tandis que les projections actuellement disponibles prévoient une inflation core d'environ 2,0 % pour les années à venir. Examiner la convergence du niveau des prix relatifs vers la tendance comporte, en principe, l'avantage de ne pas dépendre d'une hypothèse spécifique pour le taux d'inflation core. À moins que les chocs des années passées n'aient entraîné un changement permanent des préférences et de la productivité, le niveau des prix relatifs devrait converger vers sa

tendance pré-pandémique, au moins à moyen terme. La récente évolution de l'écart dénote une atténuation presque symétrique de sa hausse jusque mi-2023 <sup>4</sup>.

### Graphique C

#### Prix relatif des services par rapport aux biens industriels non énergétiques

(ratio des indices de niveau des prix : janvier 1999 = 1)



Sources : Eurostat et calculs de la BCE.

Notes : Le graphique présente les évolutions des prix des services par rapport à celles des prix des biens industriels non énergétiques. Les données sont corrigées des variations saisonnières. La dernière observation se rapporte à février 2025. Les tendances sont estimées en régressant le logarithme du niveau des prix relatifs sur une constante et une tendance linéaire.

**Les tendances futures des prix relatifs sont entourées d'un degré élevé d'incertitude dans la mesure où elles dépendent de facteurs structurels liés aux tendances mondiales, à la numérisation, à la démographie et au changement climatique.** Par exemple, la démondialisation due à la fragmentation géopolitique et commerciale pourrait tirer vers le haut les prix des biens échangeables <sup>5</sup>. La numérisation et les avancées de l'intelligence artificielle (IA) pourraient affecter de façon différente les prix des biens et des services <sup>6</sup>. L'ampleur de l'effet global demeure incertaine et dépend de la rapidité à laquelle ces technologies seront adoptées dans le processus de production. Les tendances démographiques, telles que le vieillissement de la population, pourraient entraîner une augmentation de la demande de services et tirer les prix vers le haut en affectant les coûts salariaux dans le secteur des services qui nécessitent en comparaison une forte intensité de main-d'œuvre. Le changement climatique et les mesures d'atténuation qui y sont liées pourraient affecter les prix des biens et les prix des services dans des proportions différentes, par le biais de l'exposition tant aux conséquences sectorielles du changement climatique qu'aux politiques

<sup>4</sup> Amatyakul (P.), Igan (D.) et Lombardi (M.J.), « *Sectoral price dynamics in the last mile of post-Covid-19 disinflation* », *BIS Quarterly Review*, Banque des règlements internationaux, mars 2024, fournissent des estimations économétriques de « correction d'erreur » pour les économies avancées (zone euro, États-Unis et Royaume-Uni), qui suggèrent une convergence à la tendance avant deux ans environ.

<sup>5</sup> Pour une vue d'ensemble, cf. Attinasi (M.G.) et al., « *Navigating a fragmenting global trading system: insights for central banks* », *Occasional Paper Series*, n° 365, BCE, 2024.

<sup>6</sup> Pour les États-Unis, Gazzani (A.G.) et Natoli (F.), « *The Macroeconomic Effects of AI-based Innovation* », SSRN, décembre 2024, constatent un effet négatif de l'innovation en matière d'IA sur les prix des biens et un effet positif mais non significatif sur les prix des services. L'effet baissier sur les prix des biens résulte d'une diminution des prix des biens durables et des biens de haute technologie.

d'atténuation spécifiques à chaque secteur, telles que la hausse des taxes carbone dans le cadre de la transition énergétique <sup>7</sup>.

---

<sup>7</sup> Pour une analyse des risques physiques qui pèsent sur les taux d'inflation de la zone euro, cf. Ciccarelli (M.), Kuik (F.) et Martínez Hernández (C.), « *The asymmetric effects of temperature shocks on inflation in the largest euro area countries* », *European Economic Review*, vol. 168, septembre 2024.

## Informations tirées des banques et des entreprises sur les conditions de crédit dans la zone euro : une comparaison fondée sur les enquêtes de la BCE

Maria Dimou, Annalisa Ferrando, Petra Köhler-Ulbrich et Judit Rariga

**Cet encadré fournit une évaluation complète des données tirées des enquêtes sur la distribution de crédits bancaires aux entreprises de la zone euro, du point de vue des banques et des entreprises.** L'enquête sur la distribution du crédit bancaire (*euro area bank lending survey*, BLS) dans la zone euro et l'enquête sur l'accès au financement des entreprises (*survey on the access to finance of enterprises*, SAFE) sont des enquêtes de longue date qui fournissent des informations qualitatives sur l'offre et la demande de crédit et sur leur interaction <sup>1</sup>. Les deux enquêtes offrent d'importantes indications précoces sur les tendances futures des volumes de prêts et fournissent des informations sur les facteurs déterminant l'offre et la demande de prêts. L'enquête BLS se concentre sur les conditions d'octroi des prêts bancaires, y compris leurs interactions avec d'autres sources de financement, telles qu'évaluées par les banques. L'enquête SAFE fournit des informations plus détaillées, fondées sur les réponses des entreprises, concernant la structure du capital des entreprises au sens large. Combiner les résultats de ces deux enquêtes permet de compléter les données quantitatives relatives aux volumes de prêts et aux taux d'intérêt et d'améliorer l'interprétation des conditions financières et économiques au sein de la zone euro <sup>2</sup>.

**Les critères d'octroi de crédit de l'enquête BLS et la disponibilité des prêts bancaires de l'enquête SAFE sont étroitement liés sur le plan conceptuel et évoluent de manière comparable (graphique A).** L'évaluation par les banques de leurs critères d'octroi de crédit (c'est-à-dire leurs critères d'approbation des prêts) dans l'enquête BLS a largement évolué en corrélation avec la perception qu'ont les entreprises de la disponibilité des prêts bancaires dans l'enquête SAFE dans

<sup>1</sup> Pour l'enquête BLS, cf. l'article intitulé « Joyeux anniversaire, BLS – 20 ans d'enquête sur la distribution du crédit bancaire dans la zone euro », *Bulletin économique*, n° 7, BCE, 2023. Pour l'enquête SAFE, cf. l'article intitulé « Enquête sur l'accès des entreprises au financement : politique monétaire, conditions économiques et de financement et anticipations d'inflation », *Bulletin économique*, n° 7, BCE, 2024. L'enquête BLS couvre les prêts bancaires aux entreprises et aux ménages de la zone euro, tandis que l'enquête SAFE couvre l'ensemble de la population des entreprises de la zone euro. L'enquête BLS a été menée à une fréquence trimestrielle depuis sa création en 2003. L'enquête SAFE, lancée en 2009 avec un calendrier semestriel, est passée à une fréquence trimestrielle au premier trimestre 2024. Cela permet de la comparer efficacement avec l'enquête BLS. Les deux enquêtes sont qualitatives et interrogent les banques/entreprises sur les évolutions de l'offre et de la demande de crédit. L'analyse se concentre sur les « pourcentages nets », définis comme la différence entre la part des banques ou des entreprises faisant état d'un durcissement/d'une augmentation et la part de celles faisant état d'un assouplissement/d'une diminution. Par conséquent, les pourcentages nets ne doivent pas être interprétés comme étant équivalents à des taux de croissance, mais plutôt comme des indications de la direction des évolutions.

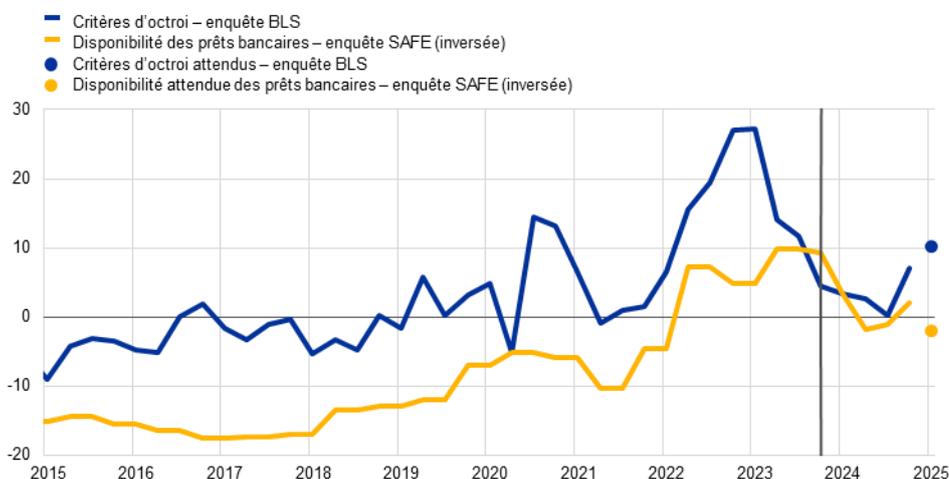
<sup>2</sup> Pour l'enquête BLS, cf. l'encadré intitulé « Quelles informations l'enquête sur la distribution du crédit bancaire dans la zone euro fournit-elle sur les évolutions futures en matière de prêts ? », *Bulletin économique*, n° 8, BCE, 2022, et Altavilla (C.), Darracq Paries (M.) et Nicoletti (G.), « Loan supply, credit markets and the euro area financial crisis », *Journal of Banking & Finance*, vol. 109, 2019. Pour l'enquête SAFE, cf. l'encadré intitulé « Accès des entreprises au financement et cycle d'activité : analyse des données tirées de l'enquête SAFE », *Bulletin économique*, n° 8, BCE, 2022, et l'encadré intitulé « Vulnérabilités déclarées par les entreprises participant à l'enquête SAFE », *Bulletin économique*, n° 1, BCE, 2024.

l'histoire des deux enquêtes. Toutefois, sur la période 2015-2022, les entreprises ont fait état d'une amélioration nette de la disponibilité des prêts bancaires, tandis que les évaluations des banques ont montré un assouplissement net plus limité des critères d'octroi, avec des pourcentages nets fluctuant autour de zéro. Ces différences de pourcentages nets entre les critères d'octroi de crédit de l'enquête BLS et la disponibilité des prêts bancaires de l'enquête SAFE signalent des différences entre les évaluations du risque par les banques et les entreprises, indiquant que les banques portent une plus grande attention au risque de crédit. Les différences peuvent également résulter de modifications dans la composition de l'exposition des banques à des entreprises présentant des profils de risque spécifiques. Plus récemment, pendant le cycle de resserrement de la politique monétaire en 2022-2023, les deux enquêtes ont montré un resserrement significatif de l'offre de crédit, suivi d'un resserrement plus modéré au cours des trois premiers trimestres de 2024. Au quatrième trimestre 2024, les banques de la zone euro ont fait état d'un nouveau durcissement net de leurs critères d'octroi pour les prêts aux entreprises dans l'enquête BLS, cette évolution étant corroborée par les entreprises déclarant une nouvelle détérioration de la disponibilité des prêts bancaires dans l'enquête SAFE.

### Graphique A

#### Évolution des critères d'octroi de crédit et de la disponibilité des prêts bancaires pour les entreprises

(en pourcentages nets des banques déclarant un durcissement et en pourcentages nets des entreprises faisant état d'une détérioration)



Sources : BCE (enquête BLS), BCE et Commission européenne (enquête SAFE) et calculs de la BCE.

Notes : Pour l'enquête BLS, une valeur positive indique un durcissement net des critères d'octroi de crédit ; pour l'enquête SAFE, une valeur positive indique une diminution nette de la disponibilité des prêts bancaires. Les chiffres tirés de l'enquête SAFE sont inversés. Les points se rapportent aux anticipations pour les trois prochains mois (BLS et SAFE). La ligne verticale marque le quatrième trimestre 2023, période à compter de laquelle les résultats sont directement comparables entre les enquêtes sur une base trimestrielle.

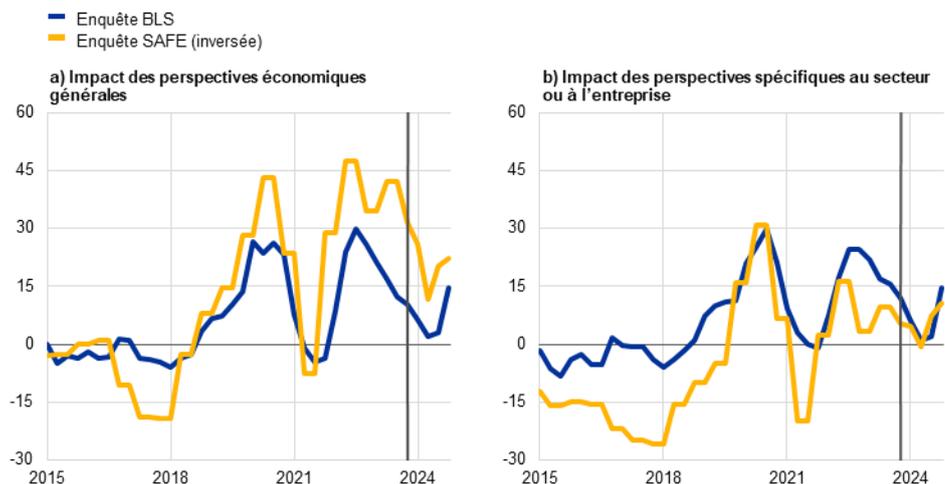
**Dans les deux enquêtes, les perspectives économiques générales et celles propres aux entreprises sont des déterminants essentiels des critères d'octroi de crédit et de la disponibilité des prêts bancaires (graphique B).** Les banques et les entreprises évaluent l'impact des perspectives économiques générales sur l'offre de crédit d'une manière très similaire, étroitement liée aux fluctuations conjoncturelles de l'économie de la zone euro (graphique B, partie a). L'évaluation

par les banques et les entreprises de l'impact des perspectives spécifiques au secteur ou à l'entreprise sur l'offre de crédit suit également une dynamique comparable, mais les entreprises déclarent que leur propre situation tend à avoir une incidence plus positive sur l'offre de prêts bancaires que ne l'indiquent les banques (graphique B, partie b). Cela pourrait être dû au fait que les entreprises se concentrent potentiellement davantage sur leur solvabilité à long terme, tandis que les banques mettent davantage l'accent sur l'évaluation prospective des risques de crédit pour le secteur et les bilans des entreprises. Au quatrième trimestre 2024, les banques comme les entreprises ont indiqué que les perspectives économiques générales et celles propres à l'entreprise étaient des facteurs importants réduisant la disponibilité des prêts bancaires.

## Graphique B

### Impact d'une sélection de facteurs sur les critères d'octroi de crédit et la disponibilité des prêts bancaires

(en pourcentages nets des banques indiquant un durcissement et en pourcentages nets des entreprises faisant état d'un impact négatif)



Sources : BCE (enquête BLS), BCE et Commission européenne (enquête SAFE) et calculs de la BCE.

Notes : Cf. les notes du graphique A. Dans la partie b), l'indicateur de l'enquête BLS se rapporte aux perspectives propres au secteur et à l'entreprise, tandis que l'indicateur de l'enquête SAFE se rapporte aux ventes et à la rentabilité des entreprises ou à leurs plans d'activité.

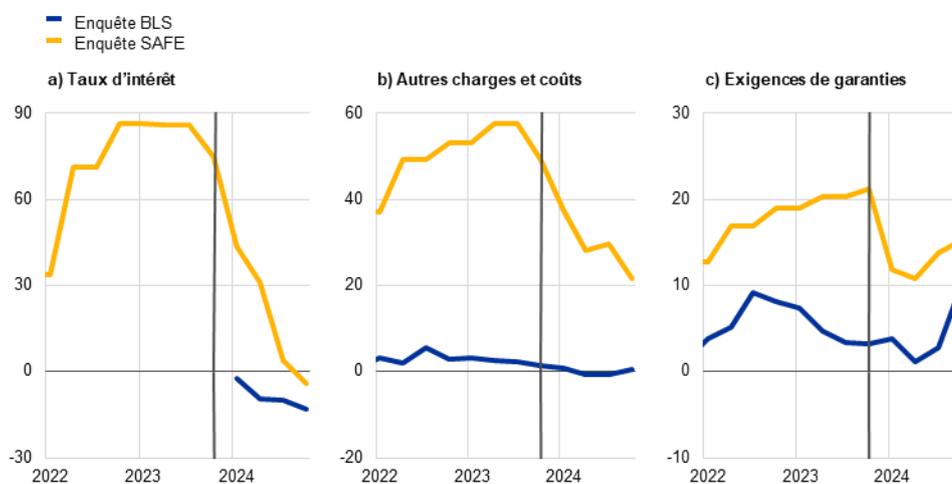
### Les modalités et conditions tarifaires et non tarifaires des contrats de prêt contribuent à la compréhension de la dynamique du crédit, reflétant l'interaction entre l'offre et la demande de prêts (graphique C).

Les modalités et conditions peuvent évoluer en raison des variations des taux d'intérêt et des autres coûts de financement – tels que les charges, les frais et les commissions – ou en raison d'autres modalités et conditions non tarifaires, telles que les exigences de garanties. Au quatrième trimestre 2024, les banques comme les entreprises ont indiqué que la baisse des taux d'intérêt s'est accompagnée d'un durcissement des exigences en matière de garanties. En outre, les entreprises ont indiqué que les coûts de financement autres que les taux d'intérêt continuaient d'avoir un effet de durcissement net, tandis que les banques ont évalué leurs charges hors intérêts comme étant globalement inchangées.

## Graphique C

### Évolution des modalités et conditions des prêts aux entreprises

(en pourcentages nets de banques et d'entreprises ayant respectivement déclaré une augmentation ou un durcissement)



Sources : BCE (enquête BLS), BCE et Commission européenne (enquête SAFE) et calculs de la BCE.

Notes : Pour les deux enquêtes, une valeur positive correspond à une augmentation nette des taux d'intérêt ou des autres charges et coûts, ou à un durcissement net des exigences de garanties. Les taux d'intérêt dans l'enquête BLS se rapportent aux taux débiteurs, qui sont inclus depuis le premier trimestre 2024. Les autres charges et coûts correspondent aux charges hors taux d'intérêt déclarées dans l'enquête BLS et aux autres coûts de financement déclarés dans l'enquête SAFE. Cf. le graphique A pour les détails concernant la ligne verticale.

**Dans l'enquête BLS, la demande de prêts bancaires des entreprises rend compte des évolutions de la demande observées par les banques, qui sont très conjoncturelles, tandis que l'enquête SAFE fait état des évolutions globales des besoins des entreprises en prêts bancaires pour la conduite de leurs activités, qui sont moins conjoncturelles (graphique D).** Dans l'enquête

BLS, la demande de prêts bancaires se rapporte aux besoins de financement des entreprises en matière de prêts bancaires tels qu'observés par les banques, que ces besoins aboutissent ou non à l'octroi d'un prêt<sup>3</sup>. Dans l'enquête SAFE, les besoins de financement des entreprises en matière de prêts bancaires reflètent leur propre perception et évaluation de leurs besoins de financement externe, ce qui ne les amène pas toujours à solliciter un prêt auprès d'une banque. Par conséquent, l'indicateur de l'enquête SAFE rend compte à la fois des besoins de financement observés par les banques et de ceux qui pourraient autrement passer inaperçus, tels que les besoins des entreprises n'ayant aucun contact avec les banques ou ceux des emprunteurs découragés. Un autre indicateur de l'enquête SAFE fournit des informations sur la part des entreprises dans les demandes de prêts bancaires. Historiquement, l'indicateur de la demande tiré de l'enquête BLS est plus conjoncturel que les mesures de la demande issues de l'enquête SAFE, ce qui pourrait s'expliquer par les différences dans la manière dont les banques et les entreprises évaluent la demande. Les banques pourraient se concentrer davantage sur l'évaluation de la demande de prêts des entreprises dans le contexte de la situation économique générale et des perspectives d'activité, tandis que les

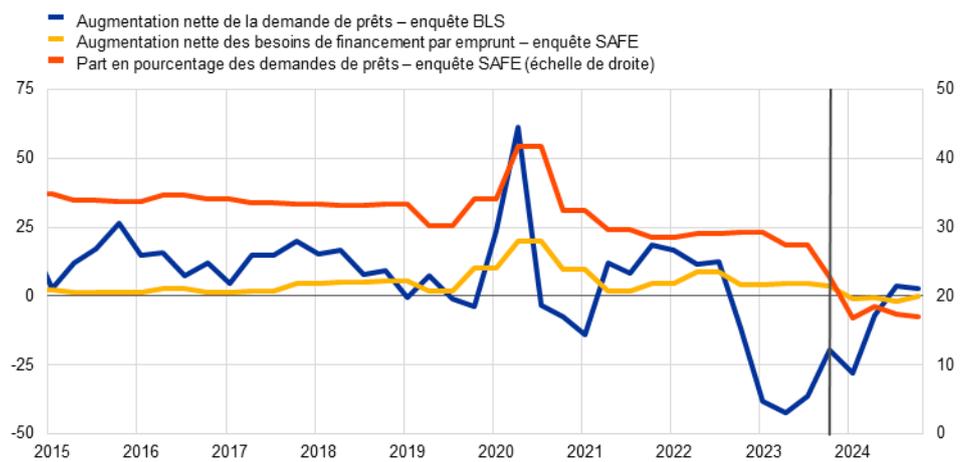
<sup>3</sup> Sur la base des contacts réguliers qu'elles entretiennent avec leurs entreprises clientes, les banques participant à l'enquête BLS évaluent l'évolution des besoins de financement des entreprises, même lorsque ces dernières ne les sollicitent pas. Cela se reflète également dans les réponses des banques concernant, par exemple, l'impact de sources alternatives de financement sur la demande de prêts des entreprises. En outre, les banques peuvent recevoir d'autres signaux de la part de nouveaux clients potentiels, si ces entreprises s'adressent à elles.

entreprises se concentrent davantage sur leurs opérations et leurs opportunités commerciales. Néanmoins, les indicateurs des deux enquêtes ont fait état d'une faiblesse persistante de la demande de prêts entre fin 2022 et le quatrième trimestre 2024, malgré une baisse des taux d'intérêt.

### Graphique D

Évolution de la demande de prêts ressortant de l'enquête BLS et des besoins de financement et demandes de prêts ressortant de l'enquête SAFE

(axe de gauche : en pourcentages nets, axe de droite : en pourcentages)



Sources : BCE (enquête BLS), BCE et Commission européenne (enquête SAFE) et calculs de la BCE.

Notes : Sur l'axe de gauche, pour l'enquête BLS, une valeur positive correspond à une augmentation nette de la demande de prêts auprès de la banque ; pour l'enquête SAFE, une valeur positive correspond à une augmentation nette des besoins des entreprises en prêts bancaires. Sur l'axe de droite, les pourcentages montrent la proportion d'entreprises ayant demandé un prêt bancaire par rapport à l'ensemble des entreprises pour lesquelles les prêts bancaires constituent une source de financement importante. Cf. les notes du graphique A pour les détails concernant la ligne verticale.

**Dans l'ensemble, les résultats de l'enquête BLS et de l'enquête SAFE enrichissent l'analyse des dynamiques en matière de prêts en apportant des informations supplémentaires du point de vue des banques et des entreprises.**

Par conséquent, les enquêtes améliorent également l'interprétation des conditions financières et économiques au sein de la zone euro. En ce qui concerne les évolutions les plus récentes, au quatrième trimestre 2024, l'enquête BLS et l'enquête SAFE ont systématiquement indiqué un nouveau resserrement de l'offre de crédit bancaire aux entreprises de la zone euro, qui semble résulter d'un accroissement des risques de crédit. En outre, les banques et les entreprises ont fait état d'évolutions encore modérées de la demande.

## 8 Conditions de la liquidité et opérations de politique monétaire du 23 octobre 2024 au 4 février 2025

Samuel Bieber et Vladimir Tsonchev

**Le présent encadré décrit les conditions de la liquidité et les opérations de politique monétaire de l'Eurosystème durant les septième et huitième périodes de constitution de réserves de 2024.** Au total, ces deux périodes de constitution se sont déroulées du 23 octobre 2024 au 4 février 2025 (la « période sous revue »).

**L'excédent de liquidité moyen dans le système bancaire de la zone euro a continué de diminuer au cours de la période sous revue.** La fourniture de liquidité a baissé, en raison d'une diminution des avoirs de l'Eurosystème au titre du programme d'achats d'actifs (*asset purchase programmes*, APP) et du programme d'achats d'urgence face à la pandémie (*pandemic emergency purchasing programme*, PEPP) résultant de l'arrêt des réinvestissements dans le cadre de l'APP début juillet 2023 et des réinvestissements seulement partiels dans le cadre du PEPP à partir de début juillet 2024. Les réinvestissements dans le cadre du PEPP ont été totalement interrompus fin décembre 2024. La diminution de la fourniture de liquidité a également reflété l'arrivée à échéance de la dernière opération de la troisième série d'opérations de refinancement à long terme ciblées (TLTRO III) le 18 décembre 2024. Cette évolution a été en partie contrebalancée par la réduction continue de l'absorption de liquidité via le solde des facteurs autonomes.

### Besoins de liquidité

**Au cours de la période sous revue, le besoin moyen de refinancement quotidien du système bancaire, qui correspond à la somme du solde des facteurs autonomes et des réserves obligatoires, a diminué de 39 milliards d'euros pour s'établir à 1 423 milliards.** Cette évolution reflète le fait que les facteurs autonomes de retrait de liquidité ont moins augmenté que les facteurs autonomes d'apport de liquidité (tableau A). Les réserves obligatoires ont augmenté d'un milliard d'euros, pour s'établir à 164 milliards, n'exerçant qu'un effet marginal sur la variation du besoin global de financement.

**Les facteurs autonomes de retrait de liquidité ont augmenté de 54 milliards d'euros au cours de la période sous revue, principalement en raison d'une hausse des autres facteurs autonomes.** En moyenne, les autres facteurs autonomes nets ont augmenté de 54 milliards d'euros. Cette évolution a principalement résulté d'une augmentation des comptes de réévaluation, en raison de la hausse des prix de l'or, qui a été plus que compensée par l'augmentation correspondante des avoirs extérieurs nets (cf. le paragraphe consacré aux facteurs autonomes d'apport de liquidité ci-après). Les dépôts des administrations publiques ont diminué de 7 milliards d'euros, pour s'établir à 111 milliards. La diminution globale de ce poste depuis 2022 reflète la normalisation des coussins de liquidité détenus par les trésors publics nationaux, ainsi que les variations de la rémunération

des dépôts des administrations publiques auprès de l'Eurosystème qui ont rendu plus attrayant financièrement le placement de fonds sur le marché. La valeur moyenne des billets en circulation a augmenté de 7 milliards d'euros au cours de la période sous revue pour s'établir à 1 569 milliards. La demande de billets demeure globalement stable après avoir atteint un pic en juillet 2022.

**Les facteurs autonomes d'apport de liquidité ont augmenté de 93 milliards d'euros, principalement en raison d'une augmentation de 71 milliards des avoirs extérieurs nets.** Cette hausse des avoirs extérieurs nets s'explique principalement par une augmentation des prix de l'or et des créances en devises sur les non-résidents de la zone euro. Les actifs nets libellés en euros ont augmenté de 22 milliards d'euros au cours de la période sous revue.

**Tableau A**  
Conditions de la liquidité dans l'Eurosystème

**Engagements**

(moyennes ; en milliards d'euros)

	Période sous revue actuelle : 23 octobre 2024 – 4 février 2025						Précédente période sous revue : 24 juillet – 22 octobre 2024	
	Septième et huitième périodes de constitution		Septième période de constitution : 23 octobre – 17 décembre 2024		Huitième période de constitution : 18 décembre 2024 – 4 février 2025		Cinquième et sixième périodes de constitution	
<b>Facteurs autonomes de retrait de liquidité</b>	2 739	(+54)	2 725	(+23)	2 756	(+31)	2 686	(+45)
Billets en circulation	1 569	(+7)	1 563	(+3)	1 577	(+13)	1 563	(+8)
Dépôts des administrations publiques	111	(-7)	114	(-3)	107	(-7)	118	(+1)
Autres facteurs autonomes (nets) <sup>1)</sup>	1 059	(+54)	1 047	(+23)	1 072	(+25)	1 005	(+37)
<b>Excédent des avoirs en compte courant par rapport aux réserves obligatoires</b>	6	(-1)	5	(-1)	7	(+2)	7	(+1)
<b>Réserves obligatoires <sup>2)</sup></b>	164	(+1)	163	(+0)	164	(+1)	162	(+1)
<b>Facilité de dépôt</b>	2 917	(-115)	2 928	(-61)	2 904	(-24)	3 032	(-139)
<b>Opérations de réglage fin de retrait de liquidité</b>	0	(+0)	0	(+0)	0	(+0)	0	(+0)

Source : BCE.

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

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

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

## Avoirs

(moyennes ; en milliards d'euros)

	Période sous revue actuelle : 23 octobre 2024 – 4 février 2025						Précédente période sous revue : 24 juillet – 22 octobre 2024	
	Septième et huitième périodes de constitution		Septième période de constitution : 23 octobre – 17 décembre 2024		Huitième période de constitution : 18 décembre 2024 – 4 février 2025		Cinquième et sixième périodes de constitution	
<b>Facteurs autonomes d'apport de liquidité</b>	1 480	(+93)	1 437	(+30)	1 528	(+91)	1 386	(+68)
Avoirs extérieurs nets	1 170	(+71)	1 146	(+22)	1 198	(+53)	1 099	(+54)
Avoirs nets libellés en euros	309	(+22)	292	(+8)	330	(+38)	287	(+14)
<b>Instruments de politique monétaire</b>	4 346	(-154)	4 384	(-69)	4 303	(-81)	4 501	(-160)
<i>Opérations d'open market</i>	4 346	(-154)	4 384	(-69)	4 303	(-81)	4 501	(-160)
Opérations de crédit	40	(-37)	50	(-7)	28	(-22)	76	(-58)
- Opérations principales de refinancement	10	(+5)	9	(+1)	11	(+2)	5	(+1)
- Opérations de refinancement à plus long terme d'une durée de trois mois	14	(+5)	12	(+1)	17	(+6)	10	(+2)
- TLTRO III	16	(-46)	29	(-9)	0	(-29)	62	(-61)
Portefeuilles d'achats fermes de titres <sup>1)</sup>	4 306	(-118)	4 334	(-62)	4 275	(-59)	4 424	(-102)
Facilité de prêt marginal	0	(+0)	0	(+0)	0	(+0)	0	(+0)

Source : BCE.

Notes : Tous les chiffres du tableau sont arrondis au milliard d'euros le plus proche. Les chiffres entre parenthèses indiquent la variation par rapport à la précédente période sous revue ou de constitution. « TLTRO III » correspond à la troisième série d'opérations de refinancement à plus long terme ciblées.

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

## Autres informations fondées sur la liquidité

(moyennes ; en milliards d'euros)

	Période sous revue actuelle : 23 octobre 2024 – 4 février 2025						Précédente période sous revue : 24 juillet – 22 octobre 2024	
	Septième et huitième périodes de constitution		Septième période de constitution : 23 octobre – 17 décembre 2024		Huitième période de constitution : 18 décembre 2024 – 4 février 2025		Cinquième et sixième périodes de constitution	
<b>Besoin global de financement <sup>1)</sup></b>	1 423	(-39)	1 451	(-7)	1 392	(-59)	1 462	(-22)
<b>Solde des facteurs autonomes <sup>2)</sup></b>	1 260	(-40)	1 288	(-7)	1 228	(-60)	1 300	(-23)
<b>Excédent de liquidité <sup>3)</sup></b>	2 923	(-116)	2 933	(-62)	2 911	(-22)	3 039	(-138)

Source : BCE.

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

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

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

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

## Évolutions des taux d'intérêt

(moyennes ; pourcentages et points de pourcentage)

	Période sous revue actuelle : 23 octobre 2024 – 4 février 2025				Précédente période sous revue : 24 juillet – 22 octobre 2024			
	Septième période de constitution : 23 octobre – 17 décembre 2024		Huitième période de constitution : 18 décembre 2024 – 4 février 2025		Cinquième période de constitution : 24 juillet – 17 septembre 2024		Sixième période de constitution : 18 septembre – 22 octobre 2024	
Opérations principales de refinancement	3,40	(-0,25)	3,15	(-0,25)	4,25	(+0,00)	3,65	(-0,60)
Facilité de prêt marginal	3,65	(-0,25)	3,40	(-0,25)	4,50	(+0,00)	3,90	(-0,60)
Facilité de dépôt	3,25	(-0,25)	3,00	(-0,25)	3,75	(+0,00)	3,50	(-0,25)
€STR	3,16	(-0,25)	2,92	(-0,25)	3,66	(+0,00)	3,41	(-0,25)
RepoFunds Rate Euro	3,23	(-0,26)	2,97	(-0,26)	3,73	(+0,01)	3,49	(-0,24)

Sources : BCE, CME Group et Bloomberg.

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

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

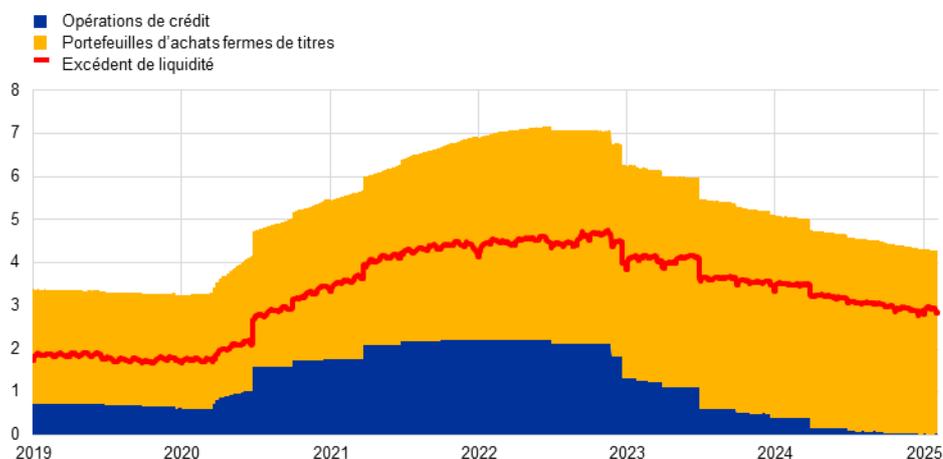
**Le montant moyen de la liquidité fournie par le biais des instruments de politique monétaire a diminué de 154 milliards d'euros, pour s'établir à 4 346 milliards au cours de la période sous revue (graphique A).**

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

### Graphique A

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

(en milliards d'euros)



Source : BCE.

Note : Les dernières observations se rapportent au 4 février 2025.

**Au cours de la période sous revue, le montant moyen de la liquidité fournie par le biais des encours des portefeuilles d'achats fermes de titres a diminué de 118 milliards d'euros, pour s'établir à 4 306 milliards d'euros.** Cette baisse s'explique par l'arrivée à échéance des avoirs détenus au titre de l'APP et par les réinvestissements partiels au titre du PEPP entre le 1<sup>er</sup> juillet et le 31 décembre 2024, date d'arrêt de tous les réinvestissements <sup>1</sup>.

**Le montant moyen de liquidité fournie par le biais d'opérations de crédit a diminué de 37 milliards d'euros, pour s'établir à 40 milliards au cours de la période sous revue.** Cette diminution reflète largement la baisse des encours des TLTRO III à la suite de l'arrivée à échéance de la dernière opération TLTRO III le 18 décembre 2024 (29 milliards d'euros). Les encours moyens des opérations de refinancement à plus long terme d'une durée de trois mois (LTRO) et ceux des opérations principales de refinancement (MRO) ont tous deux augmenté de 5 milliards d'euros. La participation relativement limitée des banques à ces opérations régulières, malgré les remboursements importants au titre des TLTRO, reflète leur situation de liquidité globalement confortable et la disponibilité d'autres sources de financement à des taux de marché et des échéances attractifs.

## Excédent de liquidité

**L'excédent moyen de liquidité a diminué de 116 milliards d'euros au cours de la période sous revue pour s'établir à 2 923 milliards (graphique A).**

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

## Évolutions des taux d'intérêt

**Au cours de la période sous revue, le Conseil des gouverneurs a réduit à deux reprises de 25 points de base les trois taux d'intérêt directeurs de la BCE, en particulier le taux de la facilité de dépôt, qu'il utilise pour piloter l'orientation de la politique monétaire.** Les taux de la facilité de dépôt, des MRO et de la facilité de prêt marginal se sont ainsi établis à 2,75 %, 2,90 % et 3,15 %, respectivement, immédiatement après la fin de la période sous revue.

**Le taux moyen à court terme de l'euro (€STR) au cours de la période sous revue a reflété les baisses des taux de la BCE, tout en maintenant un écart négatif avec le taux de la facilité de dépôt.** En moyenne, l'€STR était inférieur

<sup>1</sup> Les titres détenus dans les portefeuilles d'achats fermes de titres sont comptabilisés au coût amorti et ajustés à la fin de chaque trimestre, ce qui a un impact marginal sur les variations de ces portefeuilles.

de 8,4 points de base au taux de la facilité de dépôt au cours de la période sous revue, contre 8,7 points de base en moyenne aux cinquième et sixième périodes de constitution de 2024. La transmission des modifications des taux directeurs aux taux du marché monétaire des opérations en blanc a été complète et immédiate.

**Le taux repo moyen dans la zone euro, mesuré par l'indice RepoFunds Rate Euro, est resté plus proche du taux de la facilité de dépôt que de l'€STR.**

En moyenne, le taux repo s'est établi 2,6 points de base au-dessous du taux de la facilité de dépôt au cours de la période sous revue, contre 1,6 point de base lors des cinquième et sixième périodes de constitution de 2024. L'écart relativement serré entre les taux repo et le taux de la facilité de dépôt reflète la disponibilité croissante de garanties en raison de l'augmentation des émissions nettes, de la libération des garanties fournies à la suite de l'arrivée à échéance ou du remboursement des TLTRO et de la diminution des avoirs de l'Eurosysteme au titre de l'APP et du PEPP. Un autre facteur exerçant une pression à la hausse sur les taux repo a été la demande accrue de la part des investisseurs à effet de levier pour financer les positions longues sur obligations. La transmission des relèvements des taux directeurs aux taux repo a également été immédiate et sans heurts.

# Article

## 1 Évolutions du cycle récent des prix des logements dans la zone euro

Christian Höynck, Moreno Roma et Kathinka Schlieker

### 1 Introduction

**Les évolutions des prix des logements jouent un rôle important dans les analyses économiques et monétaires réalisées par les banques centrales.**

En particulier, elles fournissent des indications sur la force de la transmission de la politique monétaire et sur la situation bilancielle des ménages. Les prix de l'immobilier résidentiel, conjugués aux conditions de financement, affectent l'accessibilité financière des logements et cela peut avoir des répercussions, entre autres, sur l'activité dans la construction et sur le marché de la location. Cet article examine les évolutions du cycle récent des prix des logements dans la zone euro afin de mieux comprendre leurs implications possibles pour l'économie.

**Les cycles des prix des logements présentent généralement un profil d'expansion suivie de repli, mais ils peuvent présenter des différences marquées s'agissant de leurs déclencheurs et déterminants sous-jacents.**

L'évaluation des cycles des prix des logements par rapport aux cycles d'activité n'offre qu'une perspective partielle. S'il existe une relativement bonne cohérence entre les cycles des prix des logements et les cycles du PIB en volume (graphique 1), les premiers ont tendance à être plus longs et à avoir une plus grande amplitude. La plus forte volatilité associée aux profils d'expansion suivie de repli suggère que les anticipations (y compris la spéculation) jouent un rôle plus important dans les cycles des prix des logements, en plus des fondamentaux tels que le revenu et la demande qui déterminent à la fois les cycles des prix des logements et les cycles du PIB en volume <sup>1</sup>. En outre, le degré de synchronisation entre les pays est plus faible pour les cycles des prix des logements que pour les cycles du PIB en volume, ce qui suggère qu'un cycle des prix des logements dans la zone euro peut refléter de nombreuses influences spécifiques aux pays <sup>2</sup>. Par conséquent, cet article se concentre sur les faits stylisés et les grands déterminants des cycles des prix des logements qui sont visibles à l'échelle de la zone euro.

---

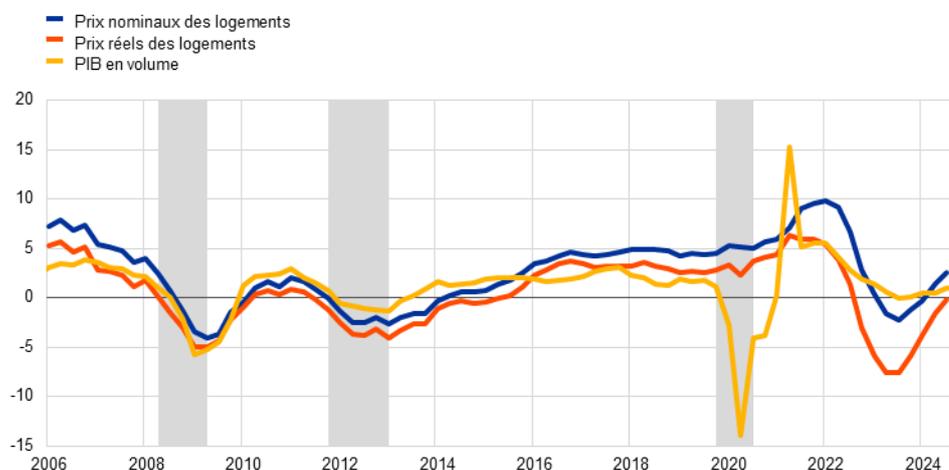
<sup>1</sup> L'enquête de la BCE sur les anticipations des consommateurs (*Consumer Expectations Survey, CES*) montre une augmentation des anticipations relatives aux prix des logements avant le pic le plus récent des prix. Le rôle des anticipations et d'une éventuelle exubérance est en ligne avec la théorie selon laquelle les logements sont détenus comme un actif dont la valeur devrait s'apprécier au fil du temps. La théorie de la valorisation des actifs est un concept couramment utilisé pour évaluer l'évolution des prix des logements. Cf., par exemple, l'encadré intitulé « [L'impact de la hausse des taux hypothécaires sur le marché de l'immobilier résidentiel de la zone euro](#) », *Bulletin économique*, n° 6, BCE, 2022.

<sup>2</sup> Cf. « *Real and financial cycles in EU countries: stylised facts and modelling implications* », *Occasional Paper Series*, n° 205, BCE, janvier 2018.

## Graphique 1

### PIB en volume, prix nominaux et réels des logements dans la zone euro

(variations annuelles en pourcentage)



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

Notes : Les zones grises délimitent les récessions, telles qu'identifiées par le Comité de datation du cycle conjoncturel de la zone euro du Centre de recherche sur la politique économique (Centre for Economic Policy Research's Euro Area Business Cycle Dating Committee). Les prix réels des logements correspondent aux prix nominaux des logements déflatés par le déflateur du PIB. Les dernières observations se rapportent au troisième trimestre 2024 pour les prix nominaux et réels des logements et au quatrième trimestre 2024 pour le PIB en volume.

## 2 Dynamique récente des prix des logements par rapport aux cycles précédents

**La récente baisse des prix des logements dans la zone euro a été relativement modérée et de courte durée.** Les données du troisième trimestre 2024 suggèrent que le cycle des prix des logements a largement dépassé son point bas et que le niveau des prix des logements est déjà revenu à celui du point haut précédent observé au troisième trimestre 2022. Cette remontée a été beaucoup plus rapide que celles qui ont suivi la crise financière mondiale et la crise de la dette souveraine (graphique 2, partie a). Rétrospectivement, la partie du cycle comprise entre le point haut et le point bas a enregistré une baisse cumulée de 3 % sur un an et demi, ce qui est moins prononcé et plus court que la baisse cumulée de près de 5 % enregistrée sur deux ans pendant la crise financière mondiale et la crise de la dette souveraine<sup>3</sup>. Le « repli » relativement limité des prix des logements se distingue des cycles précédents, la période précédant le point haut de 2022 s'étant accompagnée de valorisations estimées des prix de l'immobilier résidentiel vis-à-vis des fondamentaux supérieures à celles observées lors des points hauts atteints pendant

<sup>3</sup> En termes réels, la baisse cumulée au cours du cycle le plus récent des prix des logements était de 10 % environ lorsque les prix des logements sont corrigés des évolutions du déflateur du PIB (contre 6 % lors de la crise financière mondiale et 8 % lors de la crise de la dette souveraine) ou des évolutions de l'inflation mesurée par l'IPCH (contre 7 % lors de la crise financière mondiale et 9 % lors de la crise de la dette souveraine). Les prix réels des logements peuvent être considérés comme tenant compte des variations du pouvoir d'achat et peuvent donc approximer les évolutions de l'accessibilité financière, ce qui est utile dans l'analyse des tendances à long terme des prix des logements. Cela étant, la forte accélération du cycle général d'inflation s'est dans un premier temps accompagnée de pertes de pouvoir d'achat, car il a fallu du temps pour que ces pertes soient compensées par une croissance plus forte des salaires nominaux.

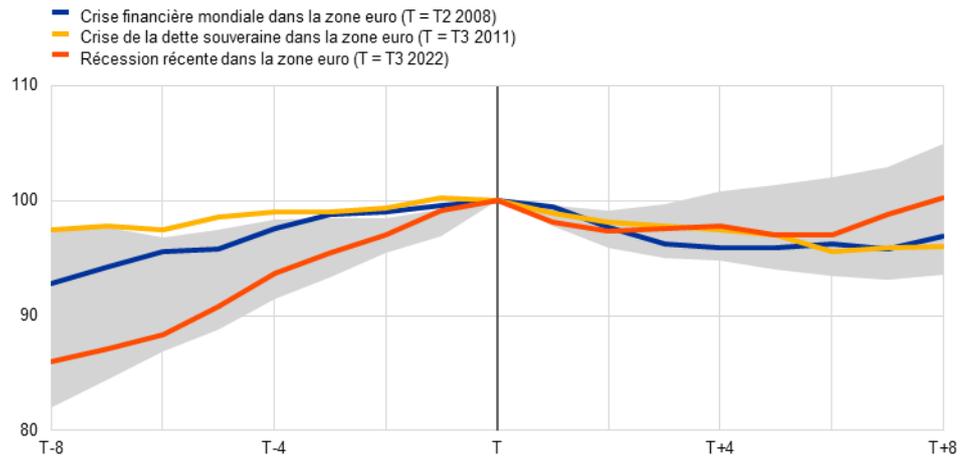
la crise financière mondiale et la crise de la dette souveraine (graphique 2, partie b) <sup>4</sup>.

## Graphique 2

Comparaison de l'évolution des prix nominaux des logements et des valorisations autour des points hauts

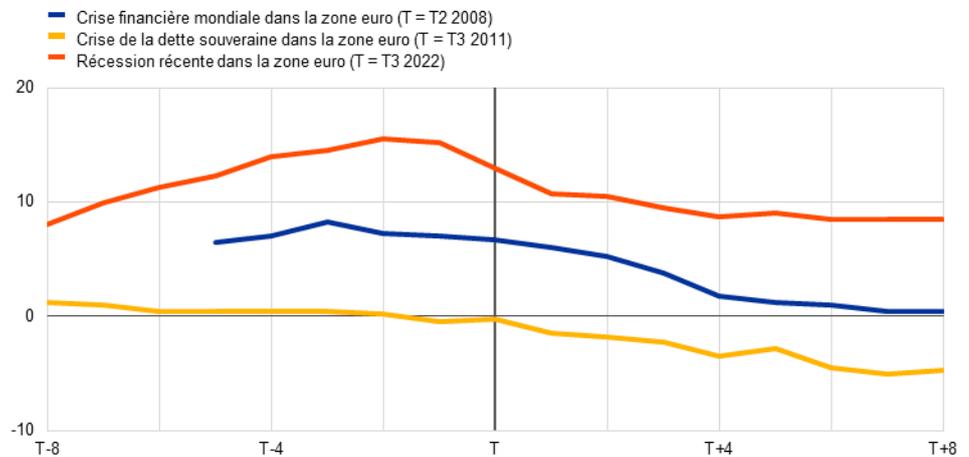
### a) Évolution des prix nominaux des logements

(indice, point haut (T) = 100)



### b) Valorisations autour des points hauts

(en pourcentages de surévaluation et de sous-évaluation)



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

Notes : La zone grisée représente l'intervalle interquartile de l'évolution des prix des logements autour des points hauts pour chaque pays de la zone euro et pour l'agrégat. L'identification des cycles des prix des logements est basée sur l'algorithme de Bry et Boschan avec une durée minimale de cinq trimestres par cycle et de deux trimestres pour les phases de hausse et de baisse. Il convient de noter que la phase d'accumulation précédant le point haut de la crise de la dette souveraine correspond également à la phase suivant le point haut de la crise financière mondiale. Pour la partie b), les lignes correspondent à la moyenne des estimations basées sur quatre méthodes de valorisation différentes, comme présenté régulièrement dans le graphique 3.12 du [tableau de bord des risques du CERS](#). Les dernières observations se rapportent au troisième trimestre 2024.

**La désagrégation de la croissance des prix des logements dans la zone euro en différentes caractéristiques peut apporter un éclairage supplémentaire sur les éléments marquants du cycle récent des prix des logements.**

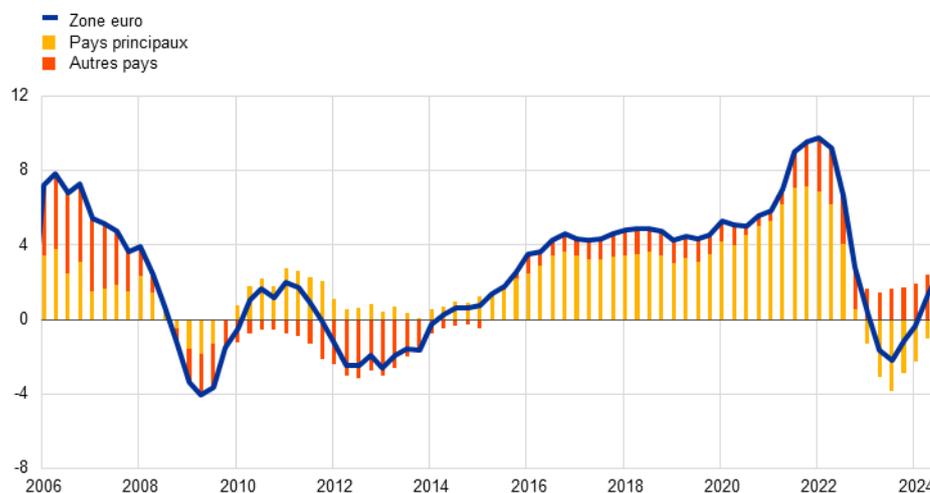
<sup>4</sup> Les estimations de la sur/sous-évaluation des prix des logements sont entourées d'incertitude et il peut y avoir de grandes différences entre les mesures en termes de niveaux et d'évolutions. Par exemple, la mesure de la surévaluation fondée sur les prix réels des logements suggère que la correction a déjà eu lieu.

Si la dynamique des prix des logements à l'échelle de la zone euro au cours de la crise financière mondiale et de la crise de la dette souveraine s'expliquait en grande partie par ce que l'on appelait à l'époque les pays « périphériques », la dynamique récente a résulté bien plus fortement des pays « principaux » (graphique 3), et en particulier de l'Allemagne, dont le poids dans l'agrégat des prix des logements est très élevé. Avec seulement 12 pays de la zone euro ayant enregistré une baisse des prix, le dernier cycle a été moins généralisé que pendant la crise financière mondiale, où, tous les pays à l'exception d'un, ont enregistré un ralentissement. Le changement dans la composition par pays de la dynamique à l'échelle de la zone euro pourrait indiquer une rotation des profils d'expansion suivie de repli, conjuguée à une tendance générale à la hausse des prix des logements. Pour certains pays, le passage à un environnement de taux d'intérêt plus favorable après l'introduction de l'euro a entraîné un cycle d'expansion suivie de repli dont ils ont mis un certain temps à sortir avant de se rétablir (comme dans le cas de l'Espagne). Pendant la période de taux d'intérêt bas qui a suivi la crise financière mondiale et la crise de la dette souveraine, ce sont principalement les marchés de l'immobilier résidentiel d'autres pays, auparavant moins touchés, qui ont réagi aux conditions de financement favorables, et qui ont *in fine* corrigé la dynamique exubérante des prix (comme dans le cas de l'Allemagne).

### Graphique 3

#### Contributions à la croissance des prix des logements dans la zone euro par sous-groupes de pays

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



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

Notes : Les séries d'Eurostat pour chaque pays ont des dates de début différentes. Avant cette date de début, les séries sont réétalonnées sur la base des taux de croissance tirés d'une série de la BCE. Les barres représentent les contributions en points de pourcentage au taux de croissance de la zone euro sur la base des pondérations du PIB. L'Allemagne, la France, les Pays-Bas, l'Autriche, la Belgique, le Luxembourg et la Finlande sont classés comme appartenant au groupe des pays « principaux ». Les pays classés dans la catégorie « autres pays » au sens large ont connu un cycle des prix des logements plus prononcé pendant la crise financière mondiale et la crise de la dette souveraine. Les dernières observations se rapportent au troisième trimestre 2024.

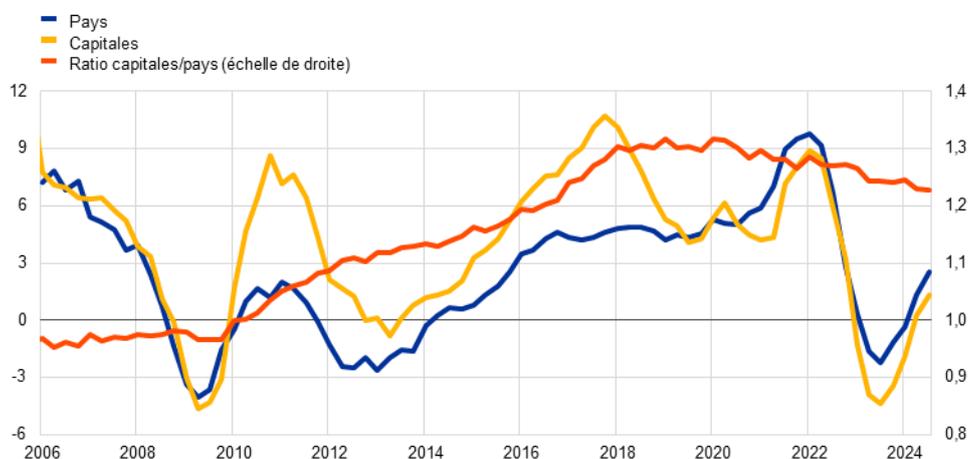
**Le cycle récent des prix des logements a enregistré des évolutions plus équilibrées entre les prix des logements dans les capitales et le prix moyen des logements dans leurs pays respectifs.** Avant la pandémie, la croissance des prix des logements des différents pays était habituellement plus forte dans les capitales que dans chaque pays considéré dans son ensemble. Dans le même

temps, la dynamique des prix des logements dans les capitales présentait davantage d'accélération et de décélération (graphique 4). Ces différences sont cohérentes avec la notion selon laquelle la « localisation » constitue un élément clé des prix des logements et que la dynamique est plus soutenue sur les marchés où l'offre est contrainte. Une part plus importante d'acheteurs aisés et la perception de valeurs de revente fiables dans de bonnes localisations telles que les capitales peuvent amplifier les mouvements de prix déterminés par les fondamentaux, les anticipations ou la spéculation par rapport à d'autres localisations. Fin 2019, les prix des logements dans les capitales étaient 71 % plus élevés que pendant la période précédant la crise financière mondiale, début 2006, contre 28 % pour l'agrégat de la zone euro. Le cycle le plus récent des prix des logements a légèrement réaligné ces dynamiques relatives, les prix des logements dans les capitales de la zone euro affichant une dynamique des prix plus lente que la moyenne des pays de la zone euro. Cela pourrait refléter les niveaux de prix déjà élevés et peut-être moins abordables dans les capitales mais, plus probablement, également l'impact spécifique et d'accentuation de la pandémie ainsi que ses implications pour le travail à distance qui ont permis aux travailleurs de vivre plus éloignés de leur bureau et dans des endroits moins onéreux <sup>5</sup>.

#### Graphique 4

#### Prix nominaux de l'immobilier résidentiel dans la zone euro et dans un agrégat synthétique de capitales de la zone euro

(variations annuelles en pourcentage, ratio 2010 T1 = 1)



Sources : BCE, Eurostat, Banque des règlements internationaux et sources nationales, calculs des services de la BCE.

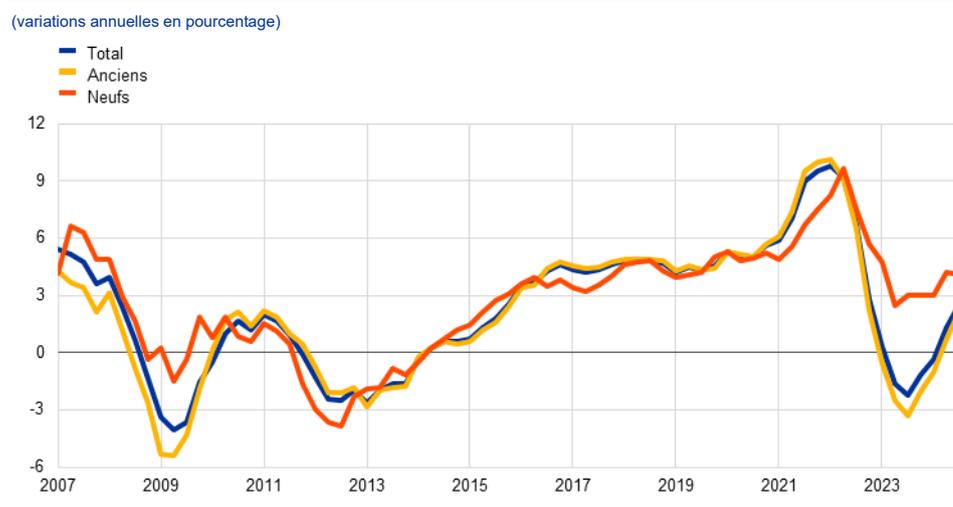
Notes : La moyenne par pays se rapporte aux séries d'Eurostat pour la zone euro. La série agrégée synthétique de la zone euro pour les capitales est une moyenne pondérée calculée à partir des pondérations du PIB. L'agrégat inclut la Belgique, l'Allemagne, l'Estonie, l'Irlande, l'Espagne, la France, l'Italie, les Pays-Bas, l'Autriche, la Slovaquie et la Finlande. Les dernières observations se rapportent au troisième trimestre 2024.

#### La dynamique des prix des logements au cours du cycle récent a reflété l'évolution particulièrement soutenue des prix des logements anciens.

<sup>5</sup> Cela est confirmé par les données de l'OCDE relatives à la relocalisation disponibles jusqu'au quatrième trimestre 2022 (la plupart des pays ne présentent que des données allant jusqu'au quatrième trimestre 2021), qui illustrent un déplacement de la demande des centres métropolitains vers les banlieues proches de ces centres (réduction du gradient prix-distance) ou vers les petites villes (mais pas nécessairement vers les zones rurales en tant que telles). Cf. [Expanding the doughnut? How the geography of housing demand has changed since the rise of remote work with COVID-19](#), *OECD Regional Development Papers*, OCDE, 11 octobre 2023.

Ces logements constituent l'essentiel des transactions immobilières et leurs prix définissent donc généralement le profil du cycle global des prix des logements. Au point haut du cycle, le taux de croissance annuel des prix des logements anciens était supérieur d'un demi-point de pourcentage à celui des logements neufs et, au point bas, il était inférieur de 6 points de pourcentage environ, une différence plus importante que celle observée pendant les cycles de la crise financière mondiale et, en particulier, de la crise de la dette souveraine (graphique 5). Cela reflète probablement la période prolongée de redressement du marché des logements qui, vers la fin, a peut-être été davantage confronté à des contraintes d'offre pour les logements neufs, conduisant les acheteurs à se tourner de plus en plus vers les biens anciens. Cette tendance s'est ensuite renforcée pendant la pandémie, lorsque l'activité dans la construction s'est effondrée et que, dans le même temps, les acheteurs cherchaient des logements d'une plus grande superficie et pouvant être situés dans des endroits où le niveau des prix était jusqu'alors plus bas<sup>6</sup>. Une fois que l'exubérance dans l'achat de logements anciens s'est estompée et que les coûts de l'énergie sont devenus un élément plus déterminant du type de logement privilégié, les prix des logements anciens ont diminué beaucoup plus rapidement que ceux des logements neufs. Pour les logements neufs, cette évolution a également été plus contrainte, car il y avait des limites à la baisse des prix compte tenu des coûts élevés de construction de nouveaux logements au cours des dernières années.

**Graphique 5**  
Prix de l'immobilier résidentiel dans la zone euro par type de logement



Sources : BCE, Eurostat et calculs des services de la BCE.  
Notes : Les séries d'Eurostat relatives aux logements neufs et anciens dans la zone euro ne débutent qu'au quatrième trimestre 2009. Les données pour la période précédente sont basées sur des rétroprojections avec des taux de croissance provenant d'une agrégation de pays pondérée du PIB, comprenant l'Allemagne, la France, l'Espagne, les Pays-Bas, la Belgique, l'Estonie, la Grèce, la Croatie, la Lettonie et la Lituanie. Les dernières observations se rapportent au troisième trimestre 2024.

<sup>6</sup> Cf. l'encadré intitulé « L'impact de la hausse des taux hypothécaires sur le marché de l'immobilier résidentiel de la zone euro », *Bulletin économique*, n° 6, BCE, 2022. Les données d'Eurostat relatives aux logements et aux conditions de vie suggèrent que le taux de surcoût du logement était plus important dans les villes que dans les zones rurales ces dernières années, et qu'il y a eu une augmentation temporaire de la proportion de personnes vivant dans des habitations surpeuplées pendant la pandémie.

**Les faits stylisés indiquent que le cycle récent des prix des logements a été différent de ceux observés pendant la crise financière mondiale et la crise de la dette souveraine.** L'envolée des prix semble avoir été plus généralisée à l'ensemble des catégories et peut refléter le fait que les hausses se sont également étendues à des localisations moins centrales ou à des logements moins modernes, en particulier en lien avec les modifications des préférences liées à la pandémie. Cela implique que la hausse des prix a pu coïncider, pour les acheteurs, avec des tensions et des expositions financières moindres que lors d'autres périodes, ce qui a contribué à contenir le repli qui a suivi (section 3). *In fine*, la correction des prix a annulé la hausse additionnelle des prix au lendemain de la pandémie, mais a conservé dans ces niveaux de prix les fortes augmentations enregistrées au cours des années précédant la pandémie. Les replis survenus au cours des cycles de la crise financière mondiale et de la crise de la dette souveraine ont entraîné une érosion relativement plus importante des hausses de prix précédentes qui s'étaient étalées sur plusieurs années.

### 3 Les facteurs clés du cycle récent des prix des logements

**Une analyse fondée sur des modèles suggère que, de manière générale, la demande est le principal déterminant des cycles d'expansion suivi de repli des prix des logements.** Le modèle utilisé dans l'encadré 1 identifie les chocs de demande spécifiques au logement comme étant les principaux déterminants des replis des prix des logements pendant les cycles de la crise financière mondiale et de la crise de la dette souveraine, mais pas lors de la dernière phase de baisse. En revanche, les chocs d'offre agrégés liés aux chocs sur les prix de l'énergie et aux perturbations de l'approvisionnement liées à la pandémie ont eu un impact relativement plus important. Contrairement à ce qui a été observé lors des cycles passés, le modèle montre également que la politique monétaire a contribué de manière plus significative au repli récent qu'aux baisses antérieures des prix des logements. Cela est cohérent avec le profond changement qu'a constitué le passage d'une période prolongée de bas niveau des taux d'intérêt appliqués aux prêts hypothécaires à une période de fort durcissement des conditions de financement, ainsi qu'avec les possibles effets non linéaires résultant de ce changement <sup>7</sup>. La décomposition de l'évolution des prix des logements en chocs d'origine peut constituer un point de départ pour l'évaluation des facteurs déterminants, mais elle est par nature spécifique au modèle, en fonction de la sélection des variables et des chocs, ainsi que de la manière dont ces chocs sont identifiés. L'évaluation des cycles des prix des logements tire donc également profit d'une analyse sans modèle des groupes de facteurs et d'indicateurs pertinents <sup>8</sup>.

**Les facteurs de demande expliquent en partie le cycle récent des prix des logements.** Au-delà des contraintes de courte durée qui ont pesé sur l'activité

<sup>7</sup> Cf., par exemple, « *House prices and ultra-low interest rates: exploring the non-linear nexus* », *Empirical Economics*, septembre 2024 ou « *Drivers of rising house prices and the risk of reversal* », *Financial Stability Review*, BCE, mai 2022.

<sup>8</sup> Pour un exemple de différents facteurs de demande et d'offre sur le marché de l'immobilier résidentiel, cf. l'article intitulé « *L'état du marché de l'immobilier résidentiel de la zone euro* », *Bulletin économique*, n° 7, BCE, 2018.

pendant le confinement lié à la pandémie, la croissance de l'investissement dans l'immobilier résidentiel et des transactions indique qu'une période prolongée de forte demande a précédé la récente envolée des prix des logements (graphique 6, partie a). Cela se reflète également dans l'augmentation continue des intentions d'achat ou de construction d'un logement, qui ont atteint des niveaux qui n'avaient pas été observés depuis l'introduction de l'euro. En effet, la période de la pandémie semble avoir *in fine* coïncidé avec une impulsion supplémentaire donnée à la demande, probablement liée à des déménagements en période de préférence accrue pour le travail à distance<sup>9</sup>. Cela est en ligne avec un choc important relatif aux préférences identifié par certains modèles pour la période de pandémie par rapport à ce qui avait été observé lors des cycles précédents des prix des logements<sup>10</sup>. La baisse de la demande de logements qui a suivi a effectivement annulé la hausse exceptionnelle de la demande liée à la pandémie et a été relativement limitée. Les investissements et les transactions dans l'immobilier résidentiel ont diminué mais semblent avoir atteint un point bas, et les intentions d'achat d'un logement n'affichent qu'une diminution temporaire, se situant à des niveaux toujours élevés (graphique 6, partie a). Cela permet d'expliquer la remontée relativement rapide des prix des logements qui a été observée.

---

<sup>9</sup> Cf. Richard (M.), « [Working from home: Effects on housing demand and inequality](#) », *The ECB Blog*, 8 janvier 2025. Les confinements liés à la COVID-19 ont entraîné un changement structurel dans l'organisation du travail (c'est-à-dire le travail à domicile), modifiant ce que les résidents recherchaient dans une habitation, augmentant la demande globale de logements, mais en particulier pour des biens plus grands situés plus loin des centres-villes.

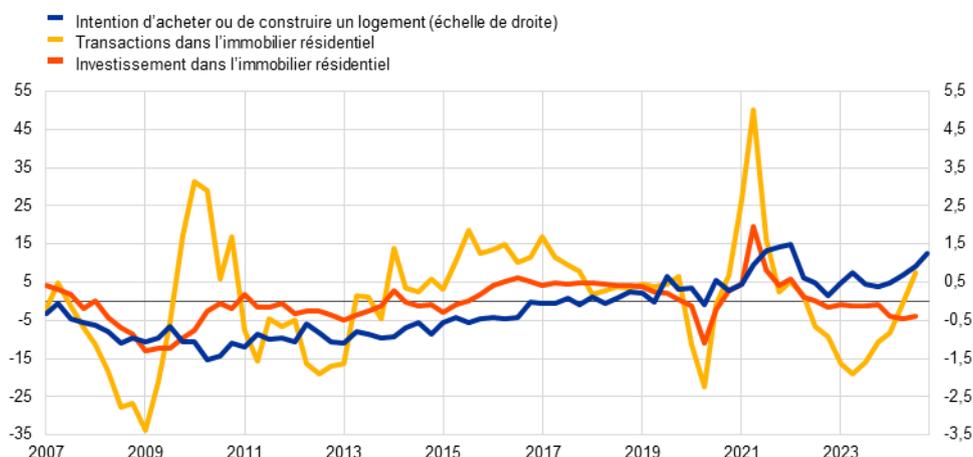
<sup>10</sup> Cf. « [Analysing drivers of residential real estate \(RRE\) prices and the effects of monetary policy tightening on RRE vulnerabilities](#) », *Macroprudential Bulletin*, n° 10, BCE, 2022.

## Graphique 6

### Indicateurs de la zone euro relatifs à la demande de logement

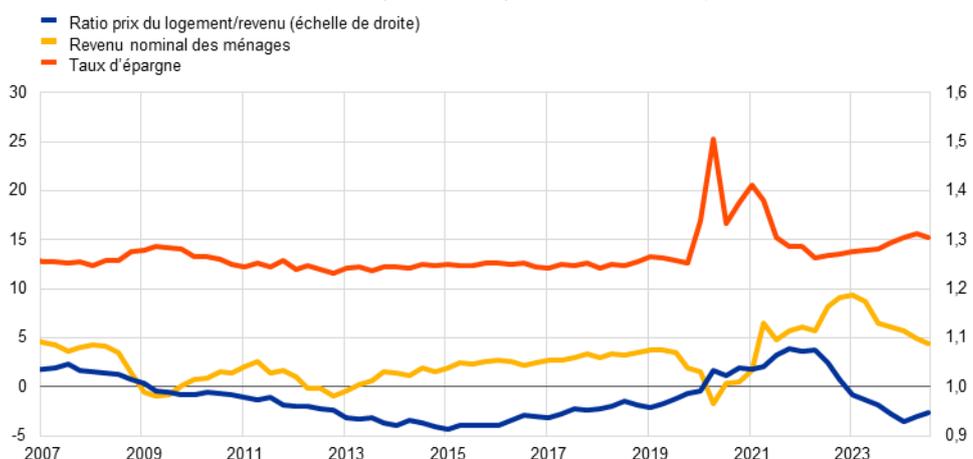
#### a) Indicateurs spécifiques au logement

(soldes en pourcentage normalisés, variations annuelles en pourcentage)



#### b) Indicateurs de la demande agrégée

(indice 2005 T1 = 1, variations annuelles en pourcentage, en pourcentage du revenu disponible brut)



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

Notes : La normalisation des intentions d'achat implique une moyenne nulle et un écart-type unitaire du premier trimestre 1999 à 2019. Les transactions dans l'immobilier résidentiel correspondent à une agrégation des données disponibles d'Eurostat et des informations provenant de sources nationales pour les pays de la zone euro qui, ensemble, représentent environ 70% du PIB de la zone euro. Cette couverture diminue pour les années antérieures à 2015. Les dernières observations se rapportent au troisième trimestre 2024, à l'exception des intentions d'achat d'un logement pour lesquelles elles se rapportent au quatrième trimestre 2024.

**La croissance robuste du revenu disponible a soutenu la demande de logements et la capacité des ménages de la zone euro à rembourser leurs dettes.** Contrairement à ce qui a pu être observé lors des ralentissements liés à la crise financière mondiale et à la crise de la dette souveraine, la situation sur le marché du travail est généralement restée favorable au cours du récent cycle des prix des logements. Conjuguées aux mesures de soutien au revenu prises par les gouvernements durant la crise liée à la pandémie et la crise énergétique, cette situation a permis aux revenus des ménages d'augmenter davantage que les coûts des prêts hypothécaires et de contenir la hausse du ratio prix du logement/revenu pendant l'envolée des prix des logements (graphique 6, partie b). Les ménages ont ainsi pu se permettre d'effectuer des paiements hypothécaires plus élevés et

l'épargne accumulée pendant la pandémie leur a également permis d'accroître leurs apports. La charge financière des propriétaires ayant souscrit des prêts hypothécaires est restée relativement faible dans l'ensemble par rapport à celle des propriétaires n'ayant pas souscrit de prêts hypothécaires ou à celle des locataires payant des loyers, ainsi que par rapport à la charge relative constatée lors des cycles précédents des prix des logements <sup>11</sup>. Contrairement aux cycles observés pendant la crise financière mondiale et la crise de la dette souveraine, le récent repli des prix des logements a coïncidé avec une évolution robuste des revenus et la diminution du ratio prix du logement/revenu s'est traduite par une amélioration de l'accessibilité financière qui a soutenu la remontée actuelle des prix malgré des conditions de financement moins favorables qu'au début du cycle des prix des logements.

**Le rôle du durcissement des conditions de financement dans l'ajustement des prix des logements a été atténué par des situations bilancielle relativement saines.** La forte hausse des taux d'intérêt en réponse à la poussée de l'inflation en 2022 a coïncidé avec des prix de l'immobilier encore largement surévalués <sup>12</sup>. Cette situation aurait pu entraîner une baisse des prix beaucoup plus prononcée que celle observée *in fine*. L'une des raisons expliquant les différences avec les ajustements correspondants dans les cycles de la crise financière mondiale et de la crise de la dette souveraine est que ces surévaluations ont coïncidé avec une situation bilancière des ménages et des banques plus saine que lors des deux cycles précédents. Une croissance des prêts hypothécaires nettement plus faible et un ratio du service de la dette moins élevé qu'avant la crise financière mondiale, en partie en raison du recours plus généralisé à la politique macroprudentielle, ont également entraîné une plus grande résilience des bilans des ménages et un risque moindre de résorption désordonnée de l'envolée des prix des logements et, par conséquent, une volatilité moins élevée du cycle des prix des logements (graphique 7) <sup>13</sup>. En outre, de nombreux pays de la zone euro ont évolué vers une plus forte prévalence des prêts hypothécaires à taux fixe, qui protègent temporairement les propriétaires de taux d'emprunt plus élevés et impliquent que les taux de défaut pouvant exacerber le repli des prix des logements sont plus faibles. De même, cela suggère que, pour de nombreux ménages, les paiements hypothécaires nominaux pourraient augmenter une fois leurs contrats à taux fixe actuels arrivés à échéance et remplacés par des contrats assortis de taux d'intérêt désormais plus élevés <sup>14</sup>. La récente normalisation des taux d'intérêt limite ce risque, car elle a limité la période durant laquelle les ménages ont dû renégocier leurs contrats à des taux plus élevés. Elle met également fin à une courte période au

---

<sup>11</sup> Cf. les données d'Eurostat relatives au surcoût du logement par régime d'occupation. Les dernières données disponibles pour la zone euro se rapportent à 2023.

<sup>12</sup> Selon les différents indicateurs pertinents, la surévaluation moyenne des prix des logements mi-2022 est restée supérieure à 10 % (graphique 2, partie b). Toutefois, les mesures qui calculent les valorisations sur la base des prix réels des logements, et tenant donc compte de la poussée de l'inflation, suggèrent que la surévaluation s'était déjà résorbée à ce stade.

<sup>13</sup> Cf., par exemple, « *Assessing the strength of the recent residential real estate expansion* », *Financial Stability Review*, BCE, novembre 2021.

<sup>14</sup> Selon la *Financial Stability Review* de novembre 2023 de la BCE, les estimations fondées sur des données de prévision en temps réel tirées d'enquêtes montrent que plus de 30 % de l'encours des prêts hypothécaires à taux fixe de la zone euro devraient arriver à échéance au cours des dix prochaines années.

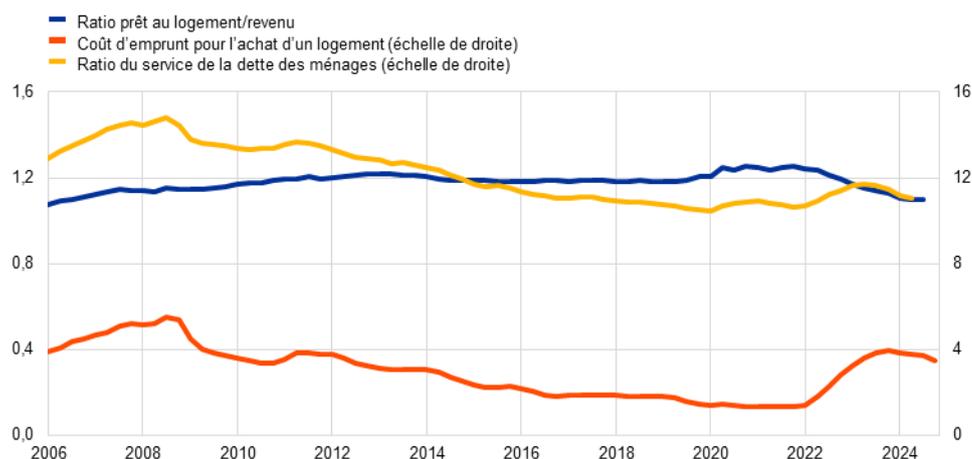
cours de laquelle le rendement de l'immobilier résidentiel en tant qu'actif est devenu moins intéressant que le rendement des investissements à revenu fixe, freinant par conséquent la demande de logements <sup>15</sup>.

## Graphique 7

### Conditions d'emprunt et de service de la dette des ménages dans la zone euro

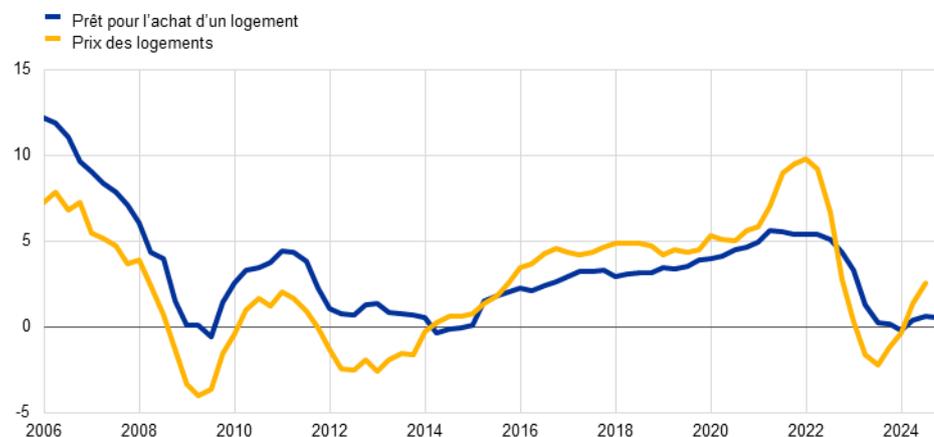
#### a) Conditions d'emprunt des ménages

(indice 2005 T1 = 1, variations annuelles en pourcentage)



#### b) Prêts au logement et prix des logements

(variations annuelles en pourcentage)



Sources : Eurostat, BCE (MIR) et calculs des services de la BCE.

Notes : Le ratio prêt au logement/revenu correspond au prêt au logement divisé par le revenu disponible des ménages sur la base des séries macroéconomiques agrégées. Ce ratio est différent de celui des critères d'octroi des prêts, qui est calculé au niveau du prêt au moment de l'octroi. Le ratio du service de la dette est défini comme le ratio des coûts fixes du service de la dette (c'est-à-dire les paiements d'intérêts plus les amortissements) sur le revenu disponible, comme indiqué dans la *Financial Stability Review* de mai 2024 de la BCE. Les dernières observations se rapportent au troisième trimestre 2024 à l'exception du coût d'emprunt et des prêts au logement, pour lesquels elles se rapportent au quatrième trimestre 2024.

**L'impact du resserrement de la politique monétaire sur les prix des logements dépend également du lien entre le marché de l'immobilier résidentiel et le marché de la location.** Si des taux d'intérêt plus élevés réduisent dans l'immédiat l'accessibilité financière et donc les achats de logements, les ménages devraient se

<sup>15</sup> Pour une analyse, cf. l'encadré intitulé « Pourquoi l'immobilier résidentiel a-t-il perdu de son attrait ? Éléments tirés de l'enquête de la BCE sur les anticipations des consommateurs », *Bulletin économique*, n° 5, BCE, 2023.

tourner davantage vers le marché de la location pour satisfaire leur demande de logement <sup>16</sup>. Cela devrait exercer une tension à la baisse sur les prix des logements et une tension à la hausse sur les prix des loyers (l'encadré 2 examine la relation entre les prix des logements et les prix des loyers). Toutefois, l'élasticité, pour les ménages, du passage de la propriété à la location dépend à la fois du niveau général des prix des loyers et de la disponibilité des biens à louer. À cet égard, le durcissement des conditions de financement a également affecté l'attrait pour les investissements dans l'immobilier locatif et, *in fine*, l'offre sur le marché de la location. Cela est d'autant plus vrai si les prix sur le marché de la location sont soumis à une réglementation ou si la disponibilité sur le marché de la location subit des chocs tels que l'immigration.

**L'impact de la demande de logement et des facteurs liés à la politique monétaire sur les prix des logements dépend également de l'état de l'offre de logements.** À cet égard, le modèle présenté dans l'encadré 1 indique que les chocs d'offre ont joué un rôle relativement important dans la récente baisse des prix des logements. Cela concerne à la fois les facteurs d'offre spécifiques au logement et les facteurs d'offre agrégés. Les permis de construire, qui constituent une approximation de l'offre de nouveaux logements, ont augmenté depuis le cycle de la crise de la dette souveraine, mais sont restés à des niveaux nettement inférieurs à ceux enregistrés durant le cycle de la crise financière mondiale. Lors du récent repli des prix de l'immobilier, leur nombre a fortement diminué, pour s'établir à des niveaux historiquement bas (graphique 8, partie a). Cela indique qu'il existe des pénuries du côté de l'offre, et cela contribue à expliquer la baisse de relativement courte durée des prix des logements et la remontée récente constatée dès que l'amélioration des conditions de financement a commencé à soutenir la demande. Des facteurs économiques liés aux chocs sur les chaînes d'approvisionnement et les prix de l'énergie ont également affecté le secteur de la construction et l'offre de logements. Les coûts de construction ont fortement augmenté durant les périodes de la pandémie et post-pandémie en raison de pénuries de matériaux et de main-d'œuvre (graphique 8, partie b). Cela a exercé une tension sur les prix des logements, principalement via les prix des habitations neuves, mais aussi via les prix des habitations anciennes lorsque la transaction était subordonnée à des travaux de rénovation et d'entretien préalables. C'est le cas, par exemple, des mesures visant à améliorer l'efficacité énergétique des habitations anciennes. Le coût de ces mesures, qui font hésiter les acheteurs potentiels, expliquent également la baisse beaucoup plus importante des prix pour les logements anciens que pour les logements neufs.

---

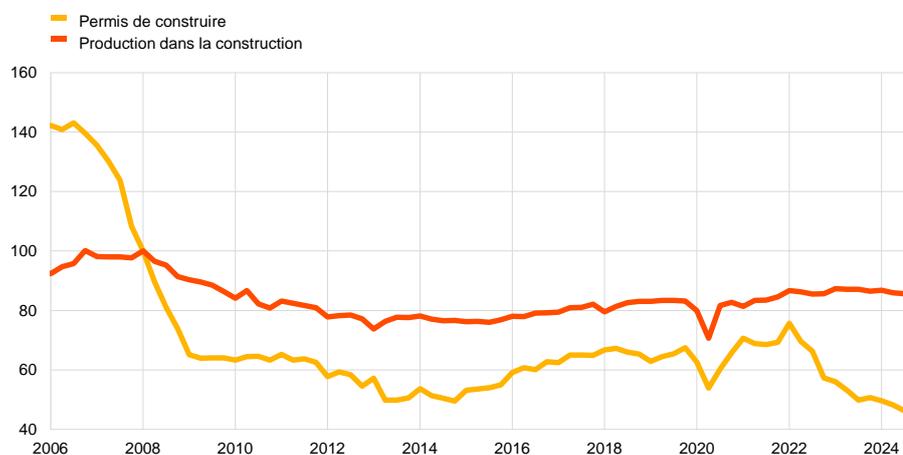
<sup>16</sup> Cf. par exemple Castellanos *et al.*, « *The aggregate and distributional implications of credit shocks on housing and rental markets* », *Working Paper Series*, n° 2977, BCE, 2024.

## Graphique 8

### Indicateurs de la zone euro relatifs à l'offre de logements

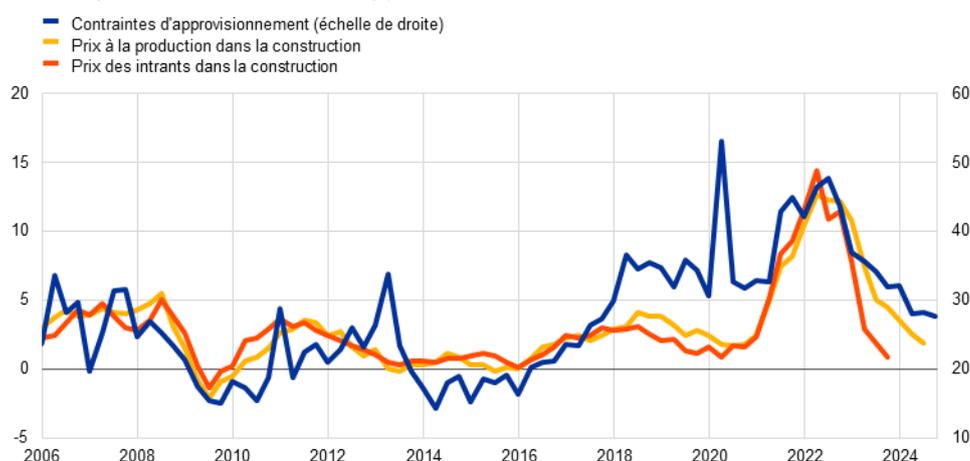
#### a) Indicateurs spécifiques au logement

(indice, 2008 T1 = 100)



#### b) Indicateurs relatifs à l'offre agrégée

(en pourcentages, variations annuelles en pourcentage)



Sources : Eurostat et calculs des services de la BCE.

Notes : Pour la partie b), la série relative aux prix des intrants dans la construction n'est disponible que jusqu'au quatrième trimestre 2023. Les dernières observations se rapportent au troisième trimestre 2024 pour les prix à la production dans la construction et au quatrième trimestre 2024 pour les permis de construire, la production dans la construction et les contraintes d'approvisionnement compilés sur la base de l'enquête de la Commission européenne auprès des chefs d'entreprise pour le secteur de la construction.

#### Les éléments tirés des modèles et des indicateurs pertinents corroborent l'idée que le cycle récent des prix des logements présentait certaines caractéristiques particulières.

Cela concerne en particulier les chocs importants de demande à la hausse et leur recoupement éventuel avec un choc de préférence marqué au cours de l'envolée des prix des logements. La pure dissipation de ces chocs peut expliquer en grande partie la baisse des prix des logements qui a suivi. Le durcissement de la politique monétaire et des critères d'octroi des prêts bancaires a contribué au retournement du cycle, malgré la résilience des fondamentaux en matière de revenus et les contraintes liées à l'offre de logements.

## Encadré 1

### Les déterminants fondamentaux des prix des logements dans la zone euro

Niccolò Battistini et Johannes Gareis

Le présent encadré fournit une évaluation empirique des déterminants fondamentaux des évolutions des prix des logements dans la zone euro. À cette fin, il utilise un modèle vectoriel autorégressif bayésien structurel (SBVAR) qui inclut la consommation privée réelle, le déflateur de la consommation privée, l'investissement réel dans l'immobilier résidentiel, les prix nominaux des logements, le taux d'intérêt sans risque à court terme et l'écart de taux d'intérêt à long terme<sup>17</sup>. Le modèle impose des restrictions de signes et des restrictions de zéros sur les réactions des variables du modèle à divers chocs<sup>18</sup>. Outre les chocs de demande et d'offre agrégées, le modèle prend en compte les chocs de demande et d'offre spécifiques aux logements, ainsi qu'un choc de taux sans risque et un choc d'écart de taux (*term spread*). Ces deux derniers chocs font référence à des variations inattendues du taux sans risque et de l'écart de taux au-delà de leur réaction systématique aux fluctuations économiques. Par conséquent, les chocs de taux sans risque et les chocs d'écart de taux capturent des chocs de politique monétaire conventionnelle et non conventionnelle, généralement interprétés comme des chocs affectant les taux sans risque à court terme et la pente de la courbe des rendements, respectivement<sup>19</sup>. Dans le contexte du resserrement récent de la politique monétaire, ces chocs reflètent globalement l'inversion de l'orientation accommodante de la politique monétaire de la BCE au-delà des régularités historiques, à travers une pentification de la courbe des rendements et une séquence de hausses des taux à court terme visant à lutter contre l'augmentation exceptionnelle de l'inflation. Le modèle est estimé à partir de données allant du premier trimestre 1995 au troisième trimestre 2024<sup>20</sup>.

Afin de mieux comprendre la situation d'un point de vue historique, l'impact fondé sur des modèles des déterminants fondamentaux des prix des logements dans la zone euro est comparé entre les reprises et les ralentissements observés à différentes périodes dans le passé, à savoir la crise financière mondiale et la crise de la dette souveraine, ainsi que sur la période allant du récent resserrement de la politique monétaire jusqu'au dernier trimestre disponible (graphique A). Si l'on considère ces périodes passées, les chocs de demande de logements ont toujours été prédominants dans les baisses des prix des logements. En effet, ce sont principalement ces chocs qui ont fait baisser les prix des logements pendant la crise financière mondiale et la crise de la dette souveraine, après avoir joué un rôle critique dans l'accumulation de ces prix avant la crise financière mondiale. Parmi les autres chocs, les chocs de contraction d'offre de logements ont entraîné une hausse des prix des logements durant les phases de reprise de ces deux périodes, tandis que les chocs de contraction d'offre agrégée ont pesé sur les prix des logements durant les

<sup>17</sup> Toutes les variables sont incluses en niveaux logarithmiques, à l'exception du taux d'intérêt sans risque à court terme et de l'écart de taux d'intérêt à long terme, qui sont mesurés en niveaux. Le taux d'intérêt sans risque à court terme se rapporte au taux Euribor trois mois et l'écart de taux d'intérêt à long terme est la différence entre le rendement des obligations d'État à dix ans de la zone euro et le taux d'intérêt sans risque à court terme.

<sup>18</sup> Cf. notamment Smets (F.) et Jaročiński (M.), « *House prices and the stance of monetary policy* », *Working Paper Series*, n° 891, BCE, avril 2008 ; et Nocera (A.) et Roma (M.), « *House prices and monetary policy in the euro area: evidence from structural VARs* », *Working Paper Series*, n° 2073, BCE, juin 2017.

<sup>19</sup> Cf., par exemple, Baumeister (C.) et Benati (L.), « *Unconventional Monetary Policy and the Great Recession: Estimating the Macroeconomic Effects of a Spread Compression at the Zero Lower Bound* », *International Journal of Central Banking*, vol. 9, n° 2, juin 2013, p. 165-212.

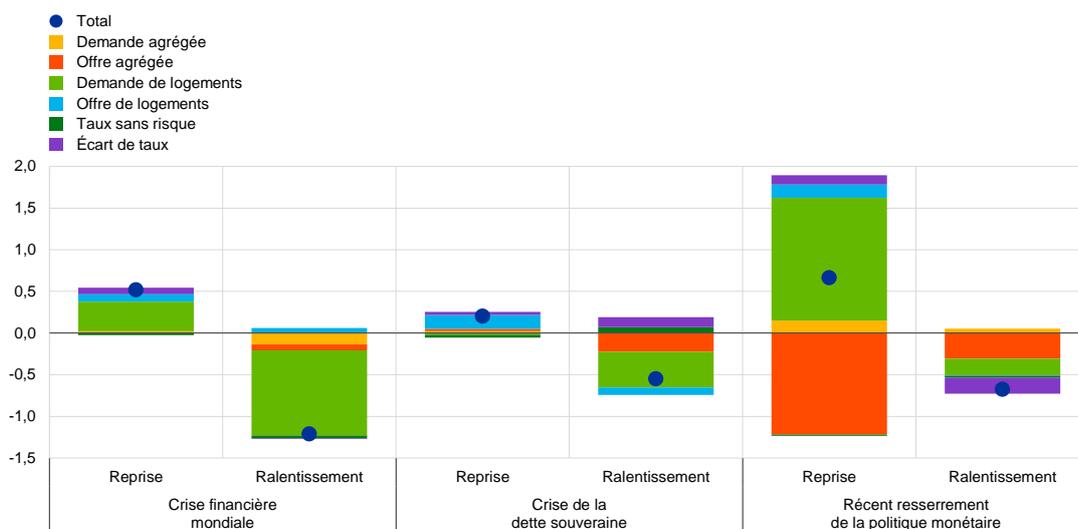
<sup>20</sup> Le modèle tient compte de la volatilité marquée des données macroéconomiques en 2020 en utilisant un ajustement de l'hétéroscédasticité de la pandémie. Cf. Lenza (M.) et Primiceri (G.), « *How to estimate a vector autoregression after March 2020* », *Journal of Applied Econometrics*, vol. 37, n° 4, juin/juillet 2022, p. 688-699.

phases de repli de ces deux périodes, mettant en évidence les effets de richesse défavorables exercés par l'inflation par les coûts sur les ménages. De plus, les chocs d'écart de taux ont modérément soutenu les prix des logements au cours des différentes phases des dernières périodes. En revanche, les chocs de taux sans risque ont exercé un impact limité sur les fluctuations des prix des logements au cours des dernières périodes sous revue.

## Graphique A

### Impact des déterminants fondamentaux sur les prix des logements dans la zone euro à différentes périodes

(variations trimestrielles moyennes au cours des périodes considérées, pourcentages et points de pourcentage, écarts par rapport à la tendance)



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

Notes : Le graphique montre l'impact trimestriel moyen des chocs identifiés à l'aide d'un modèle SBVAR avec des restrictions de signes et des restrictions de zéros sur les prix des logements au cours des périodes sous revue. La crise financière mondiale couvre la période comprise entre le premier trimestre 2004 et le deuxième trimestre 2008 pour la reprise et entre le deuxième trimestre 2008 et le deuxième trimestre 2009 pour le ralentissement, la crise de la dette souveraine entre le deuxième trimestre 2009 et le troisième trimestre 2011 pour la reprise et entre le troisième trimestre 2011 et le premier trimestre 2013 pour le ralentissement et le récent resserrement de la politique monétaire entre le premier trimestre 2020 et le quatrième trimestre 2021 pour la reprise et entre le quatrième trimestre 2021 et le troisième trimestre 2024 pour le ralentissement.

S'agissant du récent resserrement de la politique monétaire, les résultats du modèle indiquent que la baisse des prix des logements a été globalement en ligne avec les ralentissements précédents lors de la crise financière mondiale et de la crise de la dette souveraine en termes de taille trimestrielle moyenne. Toutefois, cette baisse a été de nature sensiblement différente, reflétant une combinaison différente de déterminants fondamentaux. Premièrement, par rapport aux deux crises précédentes, les chocs d'offre agrégée ont joué un rôle plus important. Cela reflète probablement les effets durables du choc sur les prix de l'énergie résultant de la guerre menée par la Russie contre l'Ukraine, qui a prolongé et exacerbé les perturbations de l'offre liées à la pandémie et poussé l'inflation à des niveaux exceptionnellement élevés, freinant l'activité générale de l'économie et du marché de l'immobilier résidentiel. De plus, les chocs de demande de logements ont également exercé un impact négatif, mais leur effet a été plus faible par rapport aux deux périodes de crise précédentes, reflétant probablement l'impact prolongé du changement important des préférences des ménages pour l'immobilier résidentiel (plutôt que pour d'autres types d'immobilier) durant la pandémie de COVID-19, induit par les restrictions obligatoires et volontaires

à la mobilité, la diffusion du travail à distance et l'accumulation d'épargne excédentaire <sup>21</sup>.

Enfin, alors que les chocs de taux sans risque ont joué un rôle limité dans la récente baisse des prix des logements, comme c'était également le cas au cours des périodes précédentes, les chocs d'écart de taux ont nettement freiné la croissance des prix des logements par rapport aux périodes précédentes. Ces résultats sont cohérents avec le calendrier du récent resserrement de la politique monétaire de la BCE, qui a d'abord annoncé la sortie de la politique monétaire non conventionnelle fin 2021, avant de relever les taux directeurs à compter de mi-2022 <sup>22</sup>. En résumé, les résultats du modèle montrent que si la baisse des prix des logements lors des deux ralentissements précédents résultait principalement de chocs de demande spécifiques au secteur de l'immobilier résidentiel, la dernière phase de repli des prix des logements a été caractérisée par différents facteurs, l'accent étant mis sur les effets durables de la pandémie et sur d'autres chocs macroéconomiques négatifs ultérieurs.

## Encadré 2

La relation entre les prix des loyers et ceux des logements : quelle est l'importance des indications qu'elle fournit pour la zone euro ?

---

Moreno Roma

Le modèle de valorisation des actifs et le modèle du coût d'utilisation du capital fournissent des cadres conceptuels pour la valorisation des logements. Le premier modèle utilise le flux actualisé des revenus locatifs futurs, le second le coût annuel d'une unité de services de logement occupé par le propriétaire. Dans la mesure où les coûts des logements occupés par leur propriétaire peuvent être approximés par les prix des loyers, les deux cadres peuvent faire apparaître une relation théorique de long terme entre les prix des logements et ceux des loyers <sup>23</sup>. Les prix des logements devraient donc être élevés comparativement aux prix des loyers lorsque, entre autres, les taux d'intérêt sont bas, que l'appréciation attendue des prix des logements est élevée, que la prime de risque pour la détention d'un actif immobilier résidentiel est faible ou que les coûts d'entretien sont faibles. Au cours des 25 dernières années, les prix des logements dans la zone euro ont plus que doublé et ont, en moyenne, dépassé les prix des loyers. Le ratio prix des logements/prix des loyers s'est inscrit en hausse par rapport à sa moyenne de long terme pendant des périodes prolongées et il est resté supérieur à celle-ci, même après la récente correction subie par les prix des logements (graphique A) <sup>24</sup>. Une telle situation suggérerait normalement un risque à

---

<sup>21</sup> Cf. l'article intitulé « [Le marché de l'immobilier résidentiel de la zone euro durant la pandémie de COVID-19](#) », *Bulletin économique*, BCE, n° 7, 2021 et Gamber (W.), Graham (J.) et Yadav (A.), « *Stuck at home: Housing demand during the COVID-19 pandemic* », *Journal of Housing Economics*, vol. 59, partie B, mars 2023.

<sup>22</sup> Ce résultat est également dû au rôle plus important des chocs d'écart de taux par rapport aux chocs de taux sans risque pour expliquer les fluctuations des prix des logements en moyenne (l'inverse s'appliquant à l'investissement immobilier résidentiel). Cela est cohérent avec la plus grande importance des chocs de politique monétaire non conventionnelle par rapport aux chocs de politique monétaire conventionnelle sur les prix des logements (l'inverse s'appliquant à la valeur ajoutée dans la construction), comme documenté par Battistini (N.), Falagiarda (M.), Hackmann (A.) et Roma (M.), « *Navigating the housing channel of monetary policy across euro area regions* », *European Economic Review*, vol. 171, janvier 2025, 104897.

<sup>23</sup> Pour une analyse, cf. par exemple, Dieckelmann *et al.*, « [House prices and ultra-low interest rates: exploring the non-linear nexus](#) », *Working Paper Series*, n° 2789, BCE, février 2023.

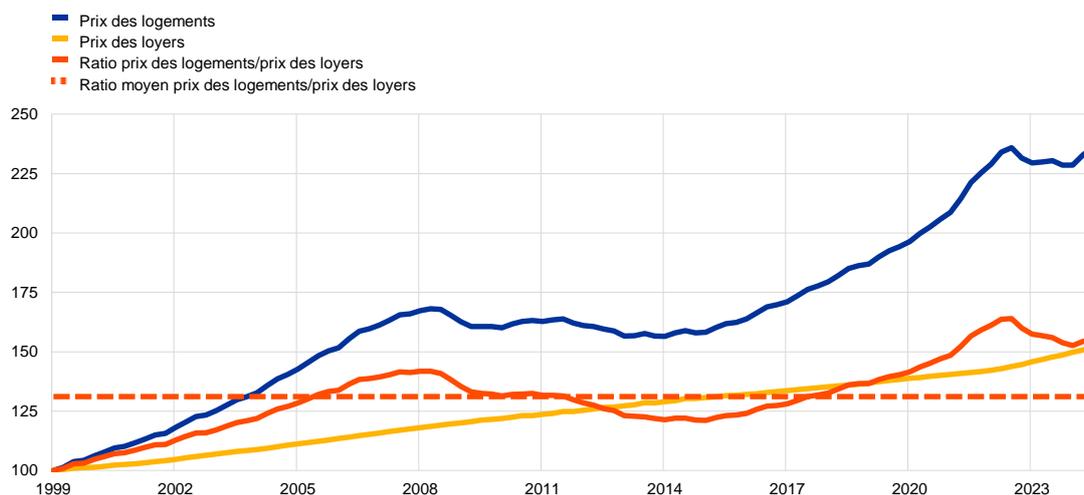
<sup>24</sup> Cf. l'encadré intitulé « [La hausse des loyers dans la zone euro depuis la crise](#) », *Bulletin économique* n° 4, BCE, 2019. Il convient de noter que la composante « loyers effectifs » de l'IPCH reflète principalement les contrats existants et seulement en partie les nouvelles locations, qui sont davantage soumises aux forces du marché et plus réactives aux conditions sur le marché de l'immobilier résidentiel.

la baisse pour la croissance des prix des logements et un risque à la hausse pour la croissance des prix des loyers, dans la mesure où elle suggère que l'achat est relativement coûteux par rapport à la location, les ménages ajustant leur demande relative.

## Graphique A

### Prix des logements, prix des loyers et ratio prix des logements/prix des loyers dans la zone euro

(indice 1999 = 100)



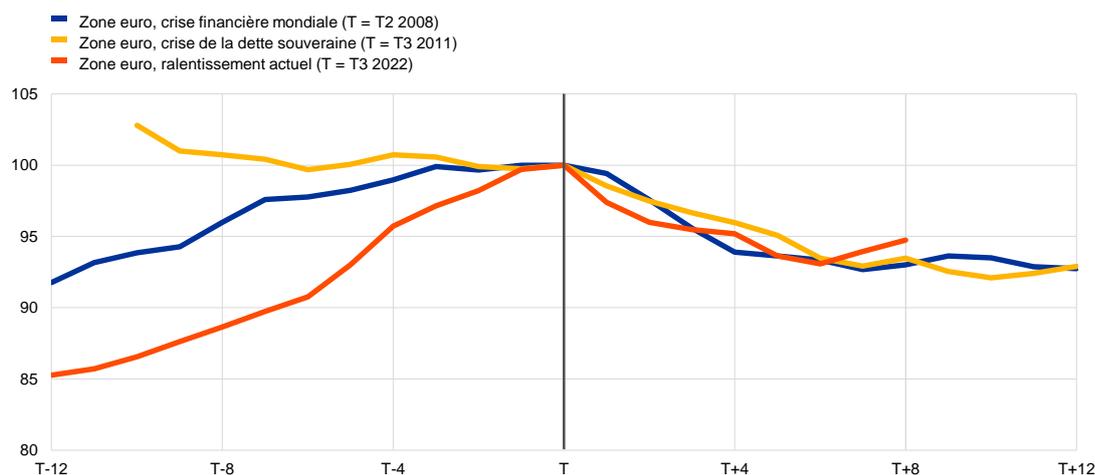
Sources : Eurostat et calculs des services de la BCE.

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

## Graphique B

### Ratio prix des logements/prix des loyers dans la zone euro au cours des différents cycles d'expansion et de repli

(indice, pic (T) = 100)



Sources : Eurostat et calculs des services de la BCE.

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

L'ampleur de la baisse du ratio prix des logements/prix des loyers après un pic des prix des logements est globalement comparable entre les différents cycles d'expansion et de repli des prix des logements. Ce constat se vérifie même pour le récent cycle des prix des logements, même si l'augmentation de ce ratio au cours de la période qui a précédé le pic a été beaucoup plus forte que

lors des cycles correspondant à la crise financière mondiale et à la crise de la dette souveraine en raison de la hausse importante et durable des prix des logements jusqu'à mi-2022 (graphique B). Cette évolution est cohérente avec la période prolongée de taux d'intérêt exceptionnellement bas, l'anticipation d'une appréciation des prix des logements probablement déclenchée par des hausses soutenues et prolongées des prix des logements, ou avec une prime de risque plus faible liée à la détention d'un actif immobilier résidentiel lors des périodes où les transactions ont été élevées et où le fait de travailler à domicile a réduit la réticence à s'attacher à un logement plutôt que de conserver de la flexibilité en louant.

Au-delà des considérations économiques et financières, le choix entre location et achat est également lié aux préférences. Selon l'enquête de la BCE sur les anticipations des consommateurs (*Consumer Expectations Survey*, CES), le « désir d'être propriétaire plutôt que locataire » a été la troisième raison par ordre d'importance des déménagements sur la période allant de février 2023 à février 2024<sup>25</sup>. La part totale des ménages de la zone euro louant un bien immobilier a augmenté de 1 point de pourcentage environ depuis 2020 pour s'établir à un niveau proche de 35 % en 2023. De nombreuses raisons peuvent expliquer ces évolutions (notamment des raisons spécifiques à chaque pays). Par exemple, une offre de logements limitée, des conditions de financement plus strictes ou un accès réduit au crédit peuvent rendre l'achat d'un bien immobilier plus difficile et inciter les ménages à louer. En outre, la réglementation et la protection des consommateurs sur le marché locatif peuvent conduire à privilégier la location<sup>26</sup>. La rigidité des loyers due à la réglementation et le fait que les prix des loyers figurant dans l'IPCH couvrent principalement les contrats existants invitent à la prudence quant à l'utilisation du ratio prix des logements/prix des loyers comme mesure d'évaluation claire et comme indication de la nécessité ou non d'un ajustement des prix des logements. Ce constat est étayé par les données tirées d'un nouvel indicateur des prix des loyers fondé sur l'enquête CES de la BCE, qui montrent que les dynamiques des prix des loyers ont été dernièrement de plus en plus déterminées par les déménagements récents vers des logements locatifs (cf. l'encadré 5 du présent Bulletin économique).

À cette fin, les coûts réels supportés pour l'acquisition et l'entretien d'un bien immobilier, tels que synthétisés dans l'indice des prix des logements occupés par leur propriétaire (IPLOP) d'Eurostat, constituent une mesure supplémentaire utile pour évaluer les prix des logements. Même si le ratio prix des logements/prix des loyers reste bien supérieur à sa moyenne de long terme, le ratio prix des logements/IPLOP n'a pas augmenté autant dans un premier temps, diminuant toutefois fortement durant le récent ralentissement des prix des logements, l'IPLOP continuant d'afficher des taux de croissance en baisse, mais positifs (graphique C). L'écart important observé récemment entre les deux ratios peut s'expliquer en examinant la ventilation de l'IPLOP entre ses composantes « acquisition » et « entretien ». Celles-ci montrent que les coûts pour les grosses réparations et l'entretien des biens possédés (indépendamment des coûts d'acquisition) ont évolué de manière plus dynamique que les prix des loyers. Cela conforte la notion selon laquelle une part élevée de contrats de location existants (éventuellement fixés pour des périodes prolongées) dans l'indice des

<sup>25</sup> Environ un quart des ménages qui ont déménagé ont mentionné le « désir d'être propriétaire plutôt que locataire ». La première raison est « la volonté d'améliorer les conditions de vie » et la seconde « la volonté de moins dépenser pour le logement ». Pour plus de détails, cf. l'encadré 5 du présent *Bulletin économique*.

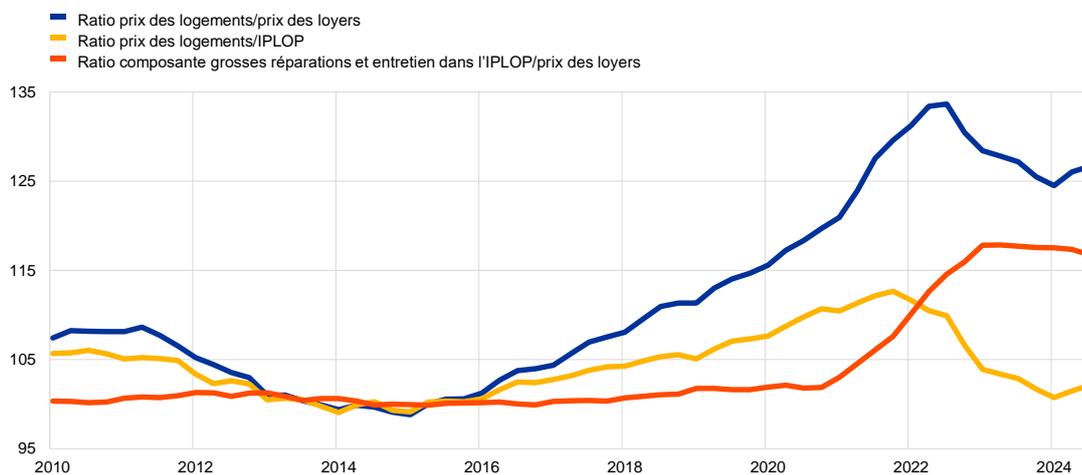
<sup>26</sup> Cf., par exemple, Castellanos (J.), Hannon (A.) et Paz-Pardo (G.), « *The aggregate and distributional implications of credit shocks on housing and rent markets* », qui montre qu'un choc qui réduit l'accès au crédit pour les propriétaires accédants potentiels augmente les loyers, réduit les prix des logements et fait baisser les taux de propriétaires occupants, *Working Paper Series*, n° 2977, BCE, 2024.

prix des loyers ne fait pas nécessairement de celui-ci une bonne référence pour évaluer si les prix des logements correspondent aux conditions fondamentales en temps réel.

## Graphique C

### Ratios prix des logements/prix des loyers et coûts des logements dans la zone euro

(indice 2015 = 100)



Sources : Eurostat et calculs des services de la BCE.

Notes : Les données relatives à l'indice des prix des logements occupés par leur propriétaire sont disponibles de 2010 au troisième trimestre 2024. Les dernières observations se rapportent au troisième trimestre 2024.

## 4 Conclusion

**Les dernières données confirment que la contraction récente des prix des logements a été relativement modérée par rapport aux périodes de repli précédentes.** Au troisième trimestre 2024, le niveau des prix des logements dans la zone euro était revenu au-dessus du point haut atteint en 2022. Si les estimations relatives aux valorisations des logements sont entourées d'incertitude, les chiffres actuels indiquent que la baisse relativement modérée et de courte durée des prix des logements a entraîné un ajustement moins important des surévaluations que ce qui avait été observé au cours des cycles de la crise financière mondiale et de la crise de la dette souveraine (même si cet ajustement a été plus important dans les mesures basées sur les prix réels des logements). L'une des raisons expliquant cette correction limitée est que la baisse des prix des logements est survenue dans un nombre limité de pays et qu'elle n'a donc pas présenté les caractéristiques d'une véritable récession comme au cours des périodes précédentes, les fondamentaux en matière de revenus étant restés solides lors du cycle des prix des logements le plus récent. À cet égard, cet ajustement ressemble à une résorption ordonnée de l'impulsion supplémentaire donnée aux prix des logements au cours de la période de pandémie.

**Si un repli relativement peu marqué des prix des logements permet d'éviter les conséquences négatives sur les bilans des ménages et des banques, le niveau des prix des logements est demeuré élevé.** Cela a eu un impact négatif sur l'accessibilité financière au logement, en dépit d'une politique monétaire moins

restrictive. Les coûts de construction et les prix d'achat élevés des logements font actuellement obstacle à la création d'une offre supplémentaire sur le marché du logement, entraînant également une pénurie sur le marché de la location. Compte tenu de la combinaison des limites du côté de l'offre et des fondamentaux toujours solides du côté de la demande, les prix des logements pourraient bien continuer de s'inscrire sur une trajectoire haussière, même si ce n'est pas une perspective totalement saine pour l'économie dans son ensemble.

# Statistiques

(disponible en anglais uniquement)

# Statistics

## Contents

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

## Further information

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

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

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

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

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

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

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

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

## Conventions used in the tables

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

# 1 External environment

## 1.1 Main trading partners, GDP and CPI

	GDP <sup>1)</sup> (period-on-period percentage changes)						CPI (annual percentage changes)						
	G20	United States	United Kingdom	Japan	China	Memo item: euro area	OECD countries		United States	United Kingdom (HICP)	Japan	China	Memo item: euro area <sup>2)</sup> (HICP)
							Total	excluding food and energy					
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
2022	3,3	2,5	4,8	0,9	3,0	3,5	9,5	6,8	8,0	9,1	2,5	2,0	8,4
2023	3,3	2,9	0,4	1,5	5,2	0,4	6,8	7,0	4,1	7,4	3,2	0,2	5,4
2024	.	2,9	0,9	0,1	5,0	.	5,2	5,7	2,9	2,5	2,7	0,2	2,4
2024 Q1	0,8	0,4	0,8	-0,5	1,5	0,3	5,7	6,5	3,2	3,5	2,6	0,0	2,6
Q2	0,7	0,7	0,4	0,7	0,9	0,2	5,8	6,1	3,2	2,1	2,7	0,3	2,5
Q3	0,8	0,8	0,0	0,4	1,3	0,4	4,9	5,3	2,6	2,0	2,8	0,5	2,2
Q4	.	0,6	0,1	0,7	1,6	0,1	4,6	5,0	2,7	2,5	2,9	0,2	2,2
2024 Sep.	-	-	-	-	-	-	4,5	5,2	2,4	1,7	2,5	0,4	1,7
Oct.	-	-	-	-	-	-	4,6	5,1	2,6	2,3	2,3	0,3	2,0
Nov.	-	-	-	-	-	-	4,7	5,0	2,7	2,6	2,9	0,2	2,2
Dec.	-	-	-	-	-	-	4,7	4,9	2,9	2,5	3,6	0,1	2,4
2025 Jan.	-	-	-	-	-	-	4,7	.	3,0	3,0	4,0	0,5	2,5
Feb.	-	-	-	-	-	-	.	.	.	.	.	.	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 <sup>1)</sup>		
	Composite Purchasing Managers' Index						Global Purchasing Managers' Index <sup>2)</sup>			Global	Advanced economies	Emerging market economies
	Global <sup>2)</sup>	United States	United Kingdom	Japan	China	Memo item: euro area	Manufacturing	Services	New export orders			
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
2022	-	-	-	-	-	-	-	-	-	3,1	4,6	1,8
2023	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-0,6	-3,9	2,6
2024	52,9	53,7	52,5	51,3	52,1	50,1	50,7	53,1	49,0	2,6	3,5	1,8
2024 Q1	52,6	52,2	52,9	51,3	52,6	49,2	51,1	52,4	49,2	0,0	0,7	-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	53,4	48,4	1,2	1,9	0,6
Q4	53,0	54,8	50,9	50,1	51,8	49,3	49,9	53,3	48,4	1,0	0,5	1,4
2024 Sep.	52,4	54,0	52,6	52,0	50,3	49,6	49,1	52,9	47,5	1,2	1,9	0,6
Oct.	52,8	54,1	51,8	49,6	51,9	50,0	50,1	53,1	48,3	1,4	1,2	1,6
Nov.	53,2	54,9	50,5	50,1	52,2	48,3	50,4	53,1	48,6	0,7	0,6	0,8
Dec.	53,2	55,4	50,4	50,5	51,4	49,6	49,2	53,8	48,2	1,0	0,5	1,4
2025 Jan.	52,0	52,7	50,6	51,1	51,1	50,2	50,7	52,2	49,4	.	.	.
Feb.	.	50,4	50,5	.	.	50,2	51,5	.	49,6	.	.	.

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

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

2) Excluding the euro area.

## 2 Economic activity

### 2.1 GDP and expenditure components

(quarterly data seasonally adjusted; annual data unadjusted)

	GDP											
	Total	Domestic demand								External balance <sup>1)</sup>		
		Total	Private consumption	Government consumption	Gross fixed capital formation				Changes in inventories <sup>2)</sup>	Total	Exports <sup>1)</sup>	Imports <sup>1)</sup>
					Total	Total construction	Total machinery	Intellectual property products				
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
<b>Current prices (EUR billions)</b>												
2021	12 612,9	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
<i>as percentage of GDP</i>												
2023	100,0	96,5	53,0	21,2	21,9	11,3	6,3	4,3	0,4	-3,5	-	-
<b>Chain-linked volumes (prices for the previous year)</b>												
<i>quarter-on-quarter percentage changes</i>												
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
Q4	0,1	.	.	.	.	.	.	.	-	-	.	.
<i>annual percentage changes</i>												
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
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
Q4	0,9	.	.	.	.	.	.	.	-	-	.	.
<i>contributions to quarter-on-quarter percentage changes in GDP; percentage points</i>												
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	-	-
Q4	0,1	.	.	.	.	.	.	.	.	.	-	-
<i>contributions to annual percentage changes in GDP; percentage points</i>												
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	-	-
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	-	-
Q4	0,9	.	.	.	.	.	.	.	.	.	-	-

Sources: Eurostat and ECB calculations.

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

2) Including acquisitions less disposals of valuables.

## 2 Economic activity

### 2.2 Value added by economic activity

(quarterly data seasonally adjusted; annual data unadjusted)

	Gross value added (basic prices)											Taxes less subsidies on products
	Total	Agriculture, forestry and fishing	Manufacturing energy and utilities	Construction	Trade, transport, accommodation and food services	Information and communication	Finance and insurance	Real estate	Professional, business and support services	Public administration, education, health and social work	Arts, entertainment and other services	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
<b>Current prices (EUR billions)</b>												
2021	11 253,2	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
<i>as percentage of value added</i>												
2023	100,0	1,7	19,6	5,5	18,5	5,1	4,6	11,2	12,1	18,6	3,1	-
<b>Chain-linked volumes (prices for the previous year)</b>												
<i>quarter-on-quarter percentage changes</i>												
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
<i>annual percentage changes</i>												
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
<i>contributions to quarter-on-quarter percentage changes in value added; percentage points</i>												
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	-
<i>contributions to annual percentage changes in value added; percentage points</i>												
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 <sup>1)</sup>

(quarterly data seasonally adjusted; annual data unadjusted)

	Total	By employment status		By economic activity									
		Employees	Self-employed	Agriculture, forestry and fishing	Manufacturing, energy and utilities	Construction	Trade, transport, accommodation and food services	Information and communication	Finance and insurance	Real estate	Professional business and support services	Public administration, education, health and social work	Arts, entertainment and other services
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
<b>Persons employed</b>													
<i>as a percentage of total persons employed</i>													
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
2024	100,0	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
<i>annual percentage changes</i>													
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
2024	0,9	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
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
Q4	0,7	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
<b>Hours worked</b>													
<i>as a percentage of total hours worked</i>													
2021	100,0	81,7	18,3	4,0	15,0	7,3	24,2	3,5	2,5	1,1	14,0	22,6	5,8
2022	100,0	81,7	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
<i>annual percentage changes</i>													
2021	6,1	5,9	7,3	1,6	5,0	9,2	7,2	7,5	2,6	6,2	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
<b>Hours worked per person employed</b>													
<i>annual percentage changes</i>													
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 <sup>1)</sup>											Job vacancy rate <sup>2)</sup>
			Total		Long-term unemployment, % of labour force <sup>2)</sup>	By age				By gender				
			Millions	% of labour force		Adult		Youth		Male		Female		
						Millions	% of labour force	Millions	% of labour force	Millions	% of labour force	Millions	% of labour force	
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
% of total in 2020			100,0			80,1		19,9		51,3		48,7		
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
2024	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	2,6
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
Q4	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	2,5
2024 Aug.	.	.	10,855	6,3	.	8,496	5,4	2,359	14,8	5,632	6,1	5,223	6,5	.
Sep.	.	.	10,839	6,3	.	8,486	5,4	2,352	14,7	5,610	6,1	5,229	6,5	.
Oct.	.	.	10,733	6,2	.	8,424	5,4	2,309	14,5	5,530	6,0	5,203	6,5	.
Nov.	.	.	10,637	6,2	.	8,352	5,3	2,285	14,4	5,487	6,0	5,150	6,4	.
Dec.	.	.	10,697	6,2	.	8,437	5,4	2,260	14,2	5,511	6,0	5,186	6,4	.
2025 Jan.	.	.	10,655	6,2	.	8,392	5,3	2,263	14,1	5,500	6,0	5,155	6,4	.

Sources: Eurostat and ECB calculations.

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

2) Not seasonally adjusted.

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

### 2.5 Short-term business statistics

	Industrial production						Construction production	Retail sales				Services production <sup>1)</sup>	New passenger car registrations
	Total (excluding construction)		Main Industrial Groupings					Total	Food, beverages, tobacco	Non-food	Fuel		
	Total	Manufacturing	Intermediate goods	Capital goods	Consumer goods	Energy							
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	
% of total in 2021	100,0	88,7	32,4	33,2	22,5	11,9	100,0	100,0	38,1	54,4	7,5	100,0	100,0
annual percentage changes													
2022	1,7	2,5	-1,4	3,6	5,8	-3,0	3,3	1,1	-2,7	3,4	4,5	9,9	-4,3
2023	-1,7	-1,2	-6,0	3,1	-1,0	-5,3	1,5	-1,9	-2,6	-1,0	-1,7	2,3	14,6
2024	-2,9	-3,2	-4,0	-4,9	0,1	-0,1	-0,9	1,0	0,2	1,6	1,0	.	-0,1
2024 Q1	-4,6	-4,8	-4,0	-5,3	-5,6	-1,7	-0,3	0,0	-0,4	0,3	-0,6	2,1	5,3
Q2	-3,8	-4,1	-5,5	-6,2	0,7	-0,2	-1,6	0,2	0,0	0,4	0,7	1,3	2,3
Q3	-1,6	-1,9	-3,7	-3,6	2,5	1,7	-1,9	2,0	0,5	2,8	2,6	0,9	-8,7
Q4	-1,6	-1,7	-2,6	-4,3	3,0	0,1	0,0	1,8	0,6	2,7	1,2	.	-1,6
2024 Aug.	-0,4	-0,7	-2,5	-0,5	1,1	2,2	-2,2	2,5	1,4	2,5	5,2	1,0	-11,5
Sep.	-2,1	-2,4	-4,0	-5,8	4,6	2,1	-1,9	3,2	0,1	5,6	2,4	1,0	-6,3
Oct.	-1,0	-1,0	-3,1	-2,0	2,7	-0,3	-0,5	2,1	0,8	3,1	1,3	1,5	-4,0
Nov.	-1,8	-2,0	-2,4	-3,0	0,0	0,0	0,3	1,6	0,8	2,0	1,1	2,0	0,3
Dec.	-2,0	-2,4	-2,4	-8,1	7,0	0,5	-0,1	1,9	0,2	3,1	1,2	.	-1,1
2025 Jan.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	-3,4
month-on-month percentage changes (s.a.)													
2024 Aug.	1,2	1,0	0,0	3,0	-0,2	0,3	0,3	1,0	0,9	1,3	1,4	0,3	-0,1
Sep.	-1,5	-1,4	-1,5	-3,9	1,9	-1,0	-0,4	0,6	-0,5	1,3	-0,7	-0,1	4,0
Oct.	0,2	0,1	0,3	1,7	-2,0	-1,2	0,4	-0,3	0,1	-0,6	-0,2	0,3	-0,4
Nov.	0,4	0,6	0,5	0,2	0,0	2,1	0,6	0,0	-0,1	-0,4	0,7	0,3	3,9
Dec.	-1,1	-1,8	-1,9	-2,6	4,5	0,5	0,0	-0,2	-0,7	0,3	0,2	.	-1,9
2025 Jan.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	-1,2

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

1) Excluding trade and financial services.

## 2 Economic activity

### 2.6 Opinion surveys (seasonally adjusted)

	European Commission Business and Consumer Surveys (percentage balances, unless otherwise indicated)							Purchasing Managers' Surveys (diffusion indices)				
	Economic sentiment indicator (long-term average = 100)	Manufacturing industry		Consumer confidence indicator	Construction confidence indicator	Retail trade confidence indicator	Service industries		Purchasing Managers' Index (PMI) for manufacturing	Manufacturing output	Business activity for services	Composite output
		Industrial confidence indicator	Capacity utilisation (%)				Services confidence indicator	Capacity utilisation (%)				
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
1999-20	99,5	-4,3	80,6	-11,1	-12,7	-6,7	6,0	.	-	-	-	-
2022	102,3	5,0	82,4	-21,9	5,2	-3,6	9,3	89,9	-	-	-	-
2023	96,4	-5,8	80,9	-17,4	-1,2	-4,1	6,8	90,4	-	-	-	-
2024	95,9	-10,8	78,5	-14,1	-4,5	-6,9	6,5	90,2	45,9	46,2	51,5	50,1
2024 Q2	96,0	-10,3	79,0	-14,3	-5,2	-7,2	6,5	90,0	46,2	47,6	53,1	51,6
Q3	96,3	-10,7	78,3	-13,1	-5,0	-8,5	6,2	90,3	45,5	45,4	52,1	50,3
Q4	95,1	-12,8	77,4	-13,6	-3,8	-5,6	6,1	90,4	45,4	45,1	50,9	49,3
2025 Q1	.	.	77,2	.	.	.	.	90,3	.	.	.	.
2024 Sep.	96,4	-11,1	.	-13,0	-4,5	-8,4	7,0	.	45,0	44,9	51,4	49,6
Oct.	95,7	-12,9	77,4	-12,5	-3,8	-7,3	6,9	90,4	46,0	45,8	51,6	50,0
Nov.	95,8	-11,4	.	-13,8	-3,7	-4,7	5,4	.	45,2	45,1	49,5	48,3
Dec.	93,8	-14,0	.	-14,5	-3,9	-4,8	5,9	.	45,1	44,3	51,6	49,6
2025 Jan.	95,3	-12,7	77,2	-14,2	-3,0	-5,3	6,7	90,3	46,6	47,1	51,3	50,2
Feb.	96,3	-11,4	.	-13,6	-3,5	-5,3	6,2	.	47,6	48,9	50,6	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 <sup>2)</sup>	Housing wealth	Profit rate <sup>3)</sup>	Saving rate (gross)	Debt ratio <sup>4)</sup>	Financial investment	Non-financial investment (gross)	Financing
	Percentage of gross disposable income (adjusted) <sup>1)</sup>		Annual percentage changes				Percentage of gross value added	Percentage of GDP	Annual percentage changes				
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
2021	17,3	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 <sup>1)</sup>	
	Total			Goods		Services		Primary income		Secondary income		Credit	Debit
	Credit	Debit	Balance	Credit	Debit	Credit	Debit	Credit	Debit	Credit	Debit		
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	
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
Q4	1 455,1	1 362,3	92,7	722,8	623,1	366,8	323,1	320,6	324,5	44,8	91,7	31,5	20,9
2024 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.	480,2	450,9	29,3	235,7	204,2	120,0	105,5	108,8	110,8	15,6	30,4	6,6	4,1
Nov.	486,3	461,2	25,1	244,0	209,1	120,8	109,6	106,2	112,4	15,3	30,1	5,8	4,6
Dec.	488,7	450,3	38,4	243,1	209,7	126,1	108,0	105,6	101,3	13,9	31,3	19,1	12,2
<i>12-month cumulated transactions</i>													
2024 Dec.	5 852,6	5 433,6	419,1	2 849,4	2 459,5	1 492,8	1 330,5	1 323,1	1 291,2	187,3	352,4	96,2	90,4
<i>12-month cumulated transactions as a percentage of GDP</i>													
2024 Dec.	39,0	36,2	2,8	19,0	16,4	9,9	8,9	8,8	8,6	1,2	2,3	0,6	0,6

1) The capital account is not seasonally adjusted.

### 2.9 Euro area external trade in goods <sup>1)</sup>, values and volumes by product group <sup>2)</sup>

(seasonally adjusted, unless otherwise indicated)

	Total (n.s.a.)		Exports (f.o.b.)					Imports (c.i.f.)					
	Exports	Imports	Total				Memo item:	Total				Memo items:	
			Total	Intermediate goods	Capital goods	Consumption goods		Manu- facturing	Total	Intermediate goods	Capital goods	Consumption goods	Manu- facturing
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	
<i>Values (EUR billions; annual percentage changes for columns 1 and 2)</i>													
2024 Q1	-2,8	-12,0	713,0	336,9	143,3	219,1	589,1	655,1	372,0	105,9	158,9	467,6	75,7
Q2	1,7	-4,4	716,9	338,5	137,2	224,2	592,4	672,6	384,6	109,5	162,7	481,1	78,9
Q3	2,2	0,4	710,8	338,3	136,6	218,7	589,8	675,1	380,4	111,9	164,8	490,3	75,0
Q4	1,3	2,0	715,7	.	.	.	592,5	680,8	.	.	.	488,2	.
2024 July	9,1	3,7	236,9	112,8	45,2	73,4	195,4	224,0	127,4	37,5	54,3	161,8	26,7
Aug.	-2,7	-1,7	237,3	113,2	45,2	73,7	197,1	227,9	128,0	37,4	55,7	164,8	26,0
Sep.	0,2	-1,0	236,6	112,3	46,1	71,5	197,3	223,2	125,1	37,0	54,8	163,8	22,3
Oct.	2,4	3,1	233,5	110,4	44,1	73,2	195,1	226,5	126,9	35,9	56,8	164,3	24,1
Nov.	-1,4	-0,7	241,4	112,1	47,6	75,3	199,7	228,1	127,4	37,3	56,7	164,0	23,5
Dec.	3,1	3,8	240,8	.	.	.	197,7	226,2	.	.	.	160,0	.
<i>Volume indices (2000 = 100; annual percentage changes for columns 1 and 2)</i>													
2023 Q4	-3,6	-8,3	94,5	92,0	93,8	101,2	93,4	102,9	100,7	101,9	108,0	104,0	164,9
2024 Q1	-3,6	-6,8	95,1	92,9	91,6	103,1	93,7	101,4	99,6	98,7	106,6	101,2	164,4
Q2	-1,0	-4,2	93,9	92,0	87,0	103,6	92,4	102,6	100,7	102,1	107,6	102,9	169,0
Q3	-0,5	-0,9	92,7	91,2	85,5	101,6	91,5	102,9	100,5	104,1	108,3	104,5	164,8
2024 June	-8,9	-9,3	93,0	90,8	86,0	102,8	91,6	101,9	99,2	102,4	106,9	102,4	162,1
July	5,4	1,0	92,0	91,4	84,4	100,7	90,5	101,9	99,8	103,4	106,3	103,1	161,8
Aug.	-5,0	-3,4	93,8	91,5	85,4	104,6	93,0	103,9	101,4	105,2	110,2	105,6	168,6
Sep.	-2,1	-0,2	92,2	90,6	86,7	99,4	91,2	102,9	100,5	103,8	108,4	104,9	164,0
Oct.	-0,5	4,0	90,8	88,9	83,1	100,0	90,2	104,0	101,6	98,7	111,7	105,2	169,3
Nov.	-4,2	-0,9	93,8	89,7	87,6	105,0	92,7	104,3	101,5	101,3	111,2	104,2	171,9

Sources: ECB and Eurostat.

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

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

## 3 Prices and costs

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

	Total					Total (s.a.; percentage change vis-à-vis previous period) <sup>2)</sup>						Administered prices	
	Index: 2015 = 100	Total		Goods	Services	Total	Processed food	Unpro- cessed food	Non- energy indus- trial goods	Energy (n.s.a.)	Services	Total HICP excluding adminis- tered prices	Adminis- tered prices
		Total	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	0,8	0,0	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	-0,4	0,0	-0,5	1,1	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	0,7	2,0	4,3
2024 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	0,1	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
2025 Jan.	126,7	2,5	2,7	1,4	3,9	0,5	0,2	0,1	0,1	3,0	0,3	2,3	4,3
Feb. <sup>3)</sup>	127,3	2,4	2,6	.	3,7	0,2	0,2	0,6	0,1	-0,3	0,3	.	.

	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 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	
2025 Jan.	2,3	2,6	1,4	0,9	0,5	1,9	3,3	2,9	4,4	-1,9	4,6	4,1	
Feb. <sup>3)</sup>	2,7	2,6	3,1	.	0,6	0,2	.	.	.	.	.	.	

Sources: Eurostat and ECB calculations.

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

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

3) Flash estimate.

## 3 Prices and costs

### 3.2 Industry, construction and property prices

(annual percentage changes, unless otherwise indicated)

	Industrial producer prices excluding construction <sup>1)</sup>									Energy	Construction <sup>2)</sup>	Residential property prices	Experimental indicator of commercial property prices <sup>3)</sup>	
	Total (index: 2021 = 100)	Total		Industry excluding construction and energy					Total					
		Total	Manufacturing	Total	Intermediate goods	Capital goods	Consumer goods							
							Total	Food, beverages and tobacco						Non-food
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13		
% of total in 2021	100,0	100,0	77,8	72,3	30,9	19,3	22,2	15,7	6,5	27,7				
2022	132,7	32,7	17,0	13,8	19,8	7,1	12,2	16,6	6,8	81,1	11,9	7,1	0,6	
2023	130,0	-2,1	1,9	3,7	-0,2	4,8	8,3	8,4	5,6	-13,3	6,9	-1,2	-8,1	
2024	124,6	-4,2	-0,6	-0,1	-2,4	1,6	1,6	0,3	1,2	-12,2	2,3	.	.	
2024 Q1	124,9	-7,9	-1,6	-1,3	-5,3	2,1	1,6	-0,2	1,5	-20,5	3,6	-0,3	-8,0	
Q2	122,8	-4,4	-0,2	-0,4	-3,1	1,6	1,1	-0,4	1,1	-12,2	2,5	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	1,8	2,6	.	
Q4	126,2	-1,5	-0,2	0,9	-0,3	1,4	2,0	1,5	1,2	-6,0	1,2	.	.	
2024 Aug.	124,8	-2,3	-0,7	0,3	-0,9	1,3	1,5	0,4	1,0	-7,8	-	-	-	
Sep.	124,1	-3,5	-1,5	0,6	-0,8	1,3	1,7	0,9	1,1	-11,6	-	-	-	
Oct.	124,6	-3,3	-0,9	0,8	-0,5	1,3	2,1	1,3	1,3	-11,2	-	-	-	
Nov.	126,7	-1,2	-0,1	0,9	-0,3	1,4	2,0	1,6	1,1	-5,0	-	-	-	
Dec.	127,3	0,1	0,4	1,0	0,0	1,4	2,1	1,5	1,2	-1,6	-	-	-	
2025 Jan.	128,3	1,8	1,0	1,3	0,5	1,6	2,2	1,4	1,6	3,5	-	-	-	

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

1) Domestic sales only.

2) Output prices for residential buildings.

3) Experimental data based on non-harmonised sources (see [https://www.ecb.europa.eu/stats/ecb\\_statistics/governance\\_and\\_quality\\_framework/html/experimental-data.en.html](https://www.ecb.europa.eu/stats/ecb_statistics/governance_and_quality_framework/html/experimental-data.en.html) for further details).

### 3.3 Commodity prices and GDP deflators

(annual percentage changes, unless otherwise indicated)

	GDP deflators								Oil prices (EUR per barrel)	Non-energy commodity prices (EUR)					
	Total (s.a.; index: 2020 = 100)	Total	Domestic demand				Exports <sup>1)</sup>	Imports <sup>1)</sup>		Import-weighted <sup>2)</sup>			Use-weighted <sup>2)</sup>		
			Total	Private consumption	Government consumption	Gross fixed capital formation				Total	Food	Non-food	Total	Food	Non-food
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	
% of total									100,0	45,5	54,6	100,0	50,4	49,6	
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	19,3	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	13,5	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	.	.	.	.	.	.	.	.	.	17,4	22,9	11,8	17,7	21,7	12,8
2024 Aug.	-	-	-	-	-	-	-	-	.	10,3	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.	-	-	-	-	-	-	-	-	.	17,6	23,0	12,0	17,9	21,7	13,2
Dec.	-	-	-	-	-	-	-	-	.	21,2	31,1	11,2	22,2	30,4	12,3
2025 Jan.	-	-	-	-	-	-	-	-	.	22,8	34,7	10,7	23,6	33,7	11,6

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

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

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

## 3 Prices and costs

### 3.4 Price-related opinion surveys

(seasonally adjusted)

	European Commission Business and Consumer Surveys (percentage balance)					Purchasing Managers' Surveys (diffusion indices)			
	Selling price expectations (for next three months)				Consumer price trends over past 12 months <sup>5</sup>	Input prices		Prices charged	
	Manu- facturing 1	Retail trade 2	Services 3	Construction 4		Manu- facturing 6	Services 7	Manu- facturing 8	Services 9
1999-20	4,7	5,8	4,0	-3,3	29,0	-	-	-	-
2022	48,5	53,1	27,4	42,1	71,6	-	-	-	-
2023	9,5	28,6	19,3	14,7	74,5	-	-	-	-
2024	6,0	14,2	14,5	4,3	54,9	49,0	59,7	48,8	54,2
2024 Q1	4,5	16,5	16,7	5,9	64,4	44,9	62,3	48,2	56,0
Q2	5,9	13,9	14,5	4,1	56,6	49,9	60,5	48,6	54,6
Q3	6,4	13,1	13,2	2,5	50,1	52,0	57,9	50,1	53,0
Q4	7,2	13,4	13,6	4,7	48,5	49,1	58,0	48,2	53,3
2024 Sep.	6,3	11,6	13,0	2,9	46,8	49,1	56,0	49,2	52,4
Oct.	6,7	12,2	14,0	2,8	46,4	48,2	56,5	48,2	52,8
Nov.	7,2	13,9	12,4	5,0	49,1	49,3	57,9	47,9	53,3
Dec.	7,6	14,2	14,5	6,3	50,1	50,0	59,6	48,6	53,9
2025 Jan.	8,8	16,8	15,7	6,4	51,3	52,0	60,8	50,0	53,9
Feb.	9,8	15,9	12,7	3,9	49,6	52,2	60,8	49,8	54,7

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

### 3.5 Labour cost indices

(annual percentage changes, unless otherwise indicated)

	Total (index: 2020=100) 1	Total 2	By component		For selected economic activities		Memo item: Indicator of negotiated wages <sup>1)</sup> 7
			Wages and salaries 3	Employers' social contributions 4	Business economy 5	Mainly non-business economy 6	
% of total in 2020	100,0	100,0	75,3	24,7	69,0	31,0	
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
2024	115,8	4,7	4,7	4,6	4,7	5,0	4,5
2024 Q1	108,5	5,4	5,5	5,1	5,1	6,0	4,8
Q2	120,0	5,2	5,0	5,8	5,0	5,7	3,6
Q3	112,1	4,6	4,4	5,2	4,6	4,6	5,4
Q4	122,8	3,7	4,1	2,6	4,1	4,0	4,1

Sources: Eurostat and ECB calculations.

1) Experimental data based on non-harmonised sources (see [https://www.ecb.europa.eu/stats/ecb\\_statistics/governance\\_and\\_quality\\_framework/html/experimental-data.en.html](https://www.ecb.europa.eu/stats/ecb_statistics/governance_and_quality_framework/html/experimental-data.en.html) for further details).

## 3 Prices and costs

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

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

	Total (index: 2020 =100)	By economic activity										
		Total	Agriculture, forestry and fishing	Manu- facturing, energy and utilities	Con- struction	Trade, transport, accom- modation and food services	Information and commu- nication	Finance and insurance	Real estate	Professional business and support services	Public ad- ministration, education, health and social work	Arts, entert- ainment 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
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
Q4	104,8	0,2	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
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 <sup>1)</sup>					United States	Japan
	Euro short-term rate (€STR)	1-month deposits (EURIBOR)	3-month deposits (EURIBOR)	6-month deposits (EURIBOR)	12-month 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 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
2025 Jan.	2,92	2,80	2,70	2,61	2,52	4,32	0,29
Feb.	2,69	2,61	2,52	2,46	2,41	4,34	0,48

Source: LSEG and ECB calculations.

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

### 4.2 Yield curves

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

	Spot rates					Spreads			Instantaneous forward rates			
	Euro area <sup>1)2)</sup>					Euro area <sup>1)2)</sup>	United States	United Kingdom	Euro area <sup>1)2)</sup>			
	3 months	1 year	2 years	5 years	10 years	10 years - 1 year	10 years - 1 year	10 years - 1 year	1 year	2 years	5 years	10 years
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
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 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
2025 Jan.	2,45	2,17	2,06	2,21	2,53	0,37	0,38	0,11	1,94	2,00	2,59	3,01
Feb.	2,24	2,06	1,97	2,11	2,47	0,41	0,11	0,53	1,90	1,91	2,50	3,03

Source: ECB calculations.

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

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

### 4.3 Stock market indices

(index levels in points; period averages)

	Dow Jones EURO STOXX Indices												United States	Japan
	Benchmark		Main industry indices										Standard & Poor's 500	Nikkei 225
	Broad index	50	Basic materials	Consumer services	Consumer goods	Oil and gas	Financials	Industrials	Technology	Utilities	Telecoms	Health care		
	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 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
2025 Jan.	523,1	5 098,1	939,9	292,0	149,6	123,8	258,2	1 024,4	1 103,1	380,9	334,7	859,5	5 979,5	39 298,0
Feb.	553,7	5 420,0	1 008,0	305,6	155,4	128,1	282,1	1 084,2	1 154,8	387,0	364,1	901,7	6 038,7	38 735,3

Source: LSEG.

## 4 Financial market developments

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

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

	Deposits				Revolving loans and overdrafts	Extended credit card credit	Loans for consumption			Loans to sole proprietors and unincorporated partnerships	Loans for house purchase				Composite cost-of-borrowing indicator	
	Over-night	Redeemable at notice of up to 3 months	With an agreed maturity of:				By initial period of rate fixation		APRC <sup>3)</sup>		By initial period of rate fixation					
			Up to 2 years	Over 2 years			Floating rate and up to 1 year	Over 1 year			Floating rate and up to 1 year	Over 1 and up to 5 years	Over 5 and up to 10 years	Over 10 years		
																3
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	
2024 Feb.	0,38	1,71	3,18	3,07	8,19	16,85	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	16,95	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	16,98	8,03	7,85	8,57	5,20	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	3,95	3,63	3,39	4,03	3,78
July	0,38	1,74	3,01	2,77	8,15	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	5,03	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	8,06	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	4,58	4,27	3,62	3,43	3,16	3,72	3,47
Dec.	0,35	1,74	2,45	2,51	7,91	16,84	6,77	7,48	8,26	4,36	4,16	3,57	3,36	3,09	3,65	3,39
2025 Jan.	0,34	1,72	2,33	2,42	7,80	16,76	7,16	7,69	8,50	4,40	4,06	3,49	2,88	2,97	3,41	3,25

Source: ECB.

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

2) Including non-profit institutions serving households.

3) Annual percentage rate of charge (APRC).

### 4.5 MFI interest rates on loans to and deposits from non-financial corporations (new business) <sup>1), 2)</sup>

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

	Deposits			Revolving loans and overdrafts	Other loans by size and initial period of rate fixation									Composite cost-of-borrowing indicator
	Over-night	With an agreed maturity of:			Up to EUR 0.25 million			over EUR 0.25 and up to 1 million			over EUR 1 million			
		Up to 2 years	Over 2 years		Floating rate and up to 3 months	Over 3 months and up to 1 year	Over 1 year	Floating rate and up to 3 months	Over 3 months and up to 1 year	Over 1 year	Floating rate and up to 3 months	Over 3 months and up to 1 year	Over 1 year	
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
2024 Feb.	0,90	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	5,07
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	2,92	2,65	4,80	4,80	4,99	5,29	4,62	4,26	3,85	4,42	4,20	3,70	4,52
Dec.	0,77	2,80	2,80	4,64	4,63	4,79	5,08	4,48	4,14	3,76	4,31	4,06	3,62	4,36
2025 Jan.	0,76	2,66	2,61	4,48	4,33	4,60	4,82	4,34	4,02	3,73	4,18	3,88	3,62	4,24

Source: ECB.

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

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

## 4 Financial market developments

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

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

	Outstanding amounts							Gross issues <sup>1)</sup>						
	Total	MFIs	Non-MFI corporations		General government		Total	MFIs	Non-MFI corporations		General government			
			Financial corporations other than MFIs		Non-financial corporations	Total			of which central government	Financial corporations other than MFIs		Non-financial corporations	Total	of which central government
			Total	FVCs						Total	FVCs			
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
<b>Short-term</b>														
2022	1 385,9	482,3	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	1 570,5	619,5	162,6	69,3	86,6	701,8	659,1	501,4	210,8	114,1	39,8	49,1	127,5	103,8
2024	1 565,3	565,7	187,7	69,1	70,8	741,1	674,6	468,9	179,6	115,3	44,8	39,2	134,7	108,2
2024 Aug.	1 587,7	575,0	194,5	68,8	94,1	724,1	659,5	448,3	189,7	104,4	42,9	30,4	123,8	101,3
Sep.	1 589,0	603,9	196,0	71,8	83,4	705,7	642,4	486,3	201,7	102,5	46,8	37,8	144,3	113,4
Oct.	1 564,4	577,0	184,8	66,4	84,7	717,9	656,0	472,5	157,1	128,9	44,7	39,6	146,9	126,5
Nov.	1 568,5	575,3	189,0	68,6	79,9	724,4	665,7	478,8	187,3	119,9	48,5	31,9	139,7	125,8
Dec.	1 565,3	565,7	187,7	69,1	70,8	741,1	674,6	432,9	161,8	122,5	51,4	28,9	119,6	91,5
2025 Jan.	1 539,8	580,4	178,5	64,7	78,4	702,5	637,1	585,3	262,4	141,4	52,3	40,8	140,8	118,1
<b>Long-term</b>														
2022	17 698,1	3 896,7	3 098,9	1 323,2	1 429,7	9 272,9	8 560,9	291,8	76,5	67,7	28,2	17,1	130,4	121,0
2023	19 326,3	4 437,6	3 238,7	1 318,6	1 543,8	10 106,1	9 366,3	319,9	93,1	67,1	25,6	21,4	138,4	129,9
2024	20 477,7	4 769,9	3 554,9	1 354,7	1 643,0	10 509,9	9 738,2	349,8	89,6	87,3	25,0	27,0	145,8	135,2
2024 Aug.	20 122,7	4 675,0	3 419,5	1 315,6	1 597,8	10 430,4	9 662,6	210,3	42,4	55,7	17,3	10,5	101,7	97,1
Sep.	20 415,1	4 731,0	3 454,7	1 318,7	1 626,4	10 603,0	9 824,2	378,6	86,4	99,3	33,3	39,8	153,1	143,2
Oct.	20 343,7	4 746,6	3 471,3	1 326,1	1 626,2	10 499,7	9 722,4	364,6	88,5	95,4	27,4	25,0	155,8	145,6
Nov.	20 679,1	4 792,8	3 534,3	1 340,7	1 656,1	10 695,9	9 915,1	317,3	68,3	94,9	32,6	27,9	126,3	119,6
Dec.	20 477,7	4 769,9	3 554,9	1 354,7	1 643,0	10 509,9	9 738,2	255,0	69,7	96,0	35,7	18,6	70,8	64,7
2025 Jan.	20 695,9	4 840,2	3 565,2	1 340,0	1 659,2	10 631,3	9 848,9	483,9	164,5	77,7	16,6	29,7	212,0	188,4

Source: ECB.

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

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

(EUR billions and percentage changes; market values)

	Debt securities							Listed shares			
	Total	MFIs	Non-MFI corporations		General government		Total	MFIs	Financial corporations other than MFIs	Non-financial corporations	
			Financial corporations other than MFIs		Non-financial corporations	Total					of which central government
			Total	FVCs							
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	
<b>Outstanding amount</b>											
2022	19 084,0	4 379,0	3 240,4	1 374,4	1 524,7	9 939,9	9 182,6	8 704,0	525,2	1 289,8	6 888,4
2023	20 896,8	5 057,1	3 401,4	1 387,9	1 630,4	10 807,9	10 025,4	9 675,7	619,8	1 418,8	7 636,6
2024	22 043,0	5 335,5	3 742,6	1 423,7	1 713,8	11 251,0	10 412,8	10 169,2	751,2	1 591,3	7 826,3
2024 Aug.	21 710,4	5 249,9	3 614,1	1 384,4	1 691,9	11 154,5	10 322,1	10 246,1	724,0	1 563,9	7 957,8
Sep.	22 004,1	5 334,9	3 650,7	1 390,5	1 709,7	11 308,8	10 466,6	10 410,0	746,7	1 570,1	8 092,7
Oct.	21 908,2	5 323,6	3 656,1	1 392,5	1 710,8	11 217,6	10 378,4	10 096,3	751,1	1 556,1	7 788,7
Nov.	22 247,6	5 368,1	3 723,3	1 409,3	1 735,9	11 420,3	10 580,8	10 176,1	723,0	1 589,3	7 863,5
Dec.	22 043,0	5 335,5	3 742,6	1 423,7	1 713,8	11 251,0	10 412,8	10 169,2	751,2	1 591,3	7 826,3
2025 Jan.	22 235,7	5 420,6	3 743,6	1 404,8	1 737,6	11 333,8	10 486,1	10 855,5	829,9	1 685,0	8 340,2
<b>Growth rate<sup>1)</sup></b>											
2024 June	4,9	7,6	3,7	-2,1	3,9	4,3	4,2	-0,6	-3,3	-1,1	-0,3
July	4,5	5,7	4,0	-2,3	3,1	4,2	4,2	-0,4	-3,5	-0,7	0,0
Aug.	4,6	5,3	4,5	-1,6	3,6	4,5	4,4	-0,3	-3,4	-0,7	0,0
Sep.	4,7	6,2	4,6	-1,3	3,7	4,2	4,0	-0,2	-2,1	-0,6	0,1
Oct.	4,7	5,7	4,1	-1,7	3,8	4,7	4,5	0,2	-2,2	-0,6	0,6
Nov.	4,5	4,5	5,4	0,0	3,6	4,5	4,4	0,2	-1,9	-0,7	0,6
Dec.	4,4	3,9	6,1	0,7	3,0	4,2	4,1	0,1	-2,5	-0,7	0,5
2025 Jan.	4,3	3,4	4,5	-1,3	3,5	4,7	4,6	0,1	-2,3	-0,7	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 <sup>1)</sup>

(period averages; index: 1999 Q1=100)

	EER-19						EER-42	
	Nominal	Real CPI	Real PPI	Real GDP deflator	Real ULCM	Real ULCT	Nominal	Real CPI
	1	2	3	4	5	6	7	8
2022	95,3	90,8	93,6	84,4	64,4	82,8	116,1	90,9
2023	98,1	94,0	98,1	88,9	66,7	86,6	121,8	94,7
2024	98,4	94,4	98,2	.	.	.	124,1	95,1
2024 Q1	98,4	94,4	98,4	89,6	68,1	87,7	123,7	95,2
Q2	98,7	94,6	98,5	89,6	67,7	87,9	124,1	95,2
Q3	99,0	95,0	98,8	90,0	67,1	88,1	125,1	95,6
Q4	97,6	93,7	97,3	.	.	.	123,6	94,2
2024 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	97,2	-	-	-	123,5	94,2
Dec.	96,9	93,0	96,7	-	-	-	122,7	93,5
2025 Jan.	96,7	93,0	96,4	-	-	-	122,3	93,4
Feb.	96,3	92,8	96,1	-	-	-	121,8	93,0
<i>Percentage change versus previous month</i>								
2025 Feb.	-0,4	-0,3	-0,3	-	-	-	-0,4	-0,4
<i>Percentage change versus previous year</i>								
2025 Feb.	-1,9	-1,5	-2,0	-	-	-	-1,2	-2,0

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 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
2025 Jan.	7,556	.	25,163	7,461	411,725	161,921	4,247	0,839	4,9752	11,480	0,941	1,035
Feb.	7,575	.	25,077	7,459	403,128	158,087	4,172	0,831	4,9770	11,247	0,941	1,041
<i>Percentage change versus previous month</i>												
2025 Feb.	0,3	.	-0,3	0,0	-2,1	-2,4	-1,8	-1,0	0,0	-2,0	0,0	0,6
<i>Percentage change versus previous year</i>												
2025 Feb.	-2,4	.	-0,6	0,1	3,9	-2,0	-3,5	-2,8	0,0	0,0	-0,5	-3,5

Source: ECB.

## 4 Financial market developments

### 4.10 Euro area balance of payments, financial account

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

	Total <sup>1)</sup>			Direct investment		Portfolio investment		Net financial derivatives	Other investment		Reserve assets	Memo: Gross external debt
	Assets	Liabilities	Net	Assets	Liabilities	Assets	Liabilities		Assets	Liabilities		
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
<i>Outstanding amounts (international investment position)</i>												
2023 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
<i>Outstanding amounts as percentage of GDP</i>												
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
<i>Transactions</i>												
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	-
Q4	-13,1	-112,9	99,8	-28,0	-16,7	152,0	141,2	20,6	-161,5	-237,4	3,9	-
2024 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	49,7	36,6	11,9	7,7	69,5	41,7	20,2	-15,1	0,3	-0,2	-
Nov.	165,8	152,3	13,5	6,8	1,5	38,6	61,7	-1,8	120,9	89,2	1,3	-
Dec.	-265,2	-315,0	49,8	-46,7	-25,9	43,9	37,9	2,2	-267,3	-326,9	2,7	-
<i>12-month cumulated transactions</i>												
2024 Dec.	1 147,7	666,5	481,2	74,0	-101,9	663,7	811,2	42,6	362,6	-42,9	4,8	-
<i>12-month cumulated transactions as percentage of GDP</i>												
2024 Dec.	7,6	4,4	3,2	0,5	-0,7	4,4	5,4	0,3	2,4	-0,3	0,0	-

Source: ECB.

1) Net financial derivatives are included in total assets.

## 5 Financing conditions and credit developments

### 5.1 Monetary aggregates <sup>1)</sup>

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

	M3											
	M2						M3-M2				Total	
	M1			M2-M1			Total	Repos	Money market fund shares	Debt securities with a maturity of up to 2 years		Total
	Currency in circulation	Overnight deposits	Total	Deposits with an agreed maturity of up to 2 years	Deposits redeemable at notice of up to 3 months	Total					8	
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
<b>Outstanding amounts</b>												
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	49,7	819,0	16 048,2
2023	1 536,2	8 809,4	10 345,6	2 294,1	2 460,4	4 754,6	15 100,2	184,9	739,7	70,8	995,3	16 095,5
2024	1 556,9	9 021,5	10 578,4	2 528,2	2 469,1	4 997,3	15 575,7	253,4	869,4	27,8	1 150,5	16 726,2
2024 Q1	1 526,2	8 740,0	10 266,3	2 440,0	2 427,5	4 867,6	15 133,8	193,9	787,0	72,9	1 053,8	16 187,6
Q2	1 533,9	8 796,3	10 330,3	2 536,0	2 422,7	4 958,7	15 288,9	211,2	815,9	59,2	1 086,3	16 375,2
Q3	1 541,7	8 842,5	10 384,2	2 590,7	2 424,8	5 015,5	15 399,8	238,1	858,7	47,4	1 144,2	16 543,9
Q4 <sup>(a)</sup>	1 556,9	9 021,5	10 578,4	2 528,2	2 469,1	4 997,3	15 575,7	253,4	869,4	27,8	1 150,5	16 726,2
2024 Aug.	1 538,8	8 794,5	10 333,2	2 558,5	2 423,8	4 982,3	15 315,5	243,1	839,9	52,2	1 135,2	16 450,7
Sep.	1 541,7	8 842,5	10 384,2	2 590,7	2 424,8	5 015,5	15 399,8	238,1	858,7	47,4	1 144,2	16 543,9
Oct.	1 545,6	8 892,8	10 438,3	2 555,8	2 427,7	4 983,5	15 421,8	249,7	854,5	50,5	1 154,7	16 576,6
Nov.	1 550,9	8 996,8	10 547,7	2 560,0	2 433,8	4 993,7	15 541,4	245,6	858,1	39,3	1 143,0	16 684,4
Dec.	1 556,9	9 021,5	10 578,4	2 528,2	2 469,1	4 997,3	15 575,7	253,4	869,4	27,8	1 150,5	16 726,2
2025 Jan. <sup>(a)</sup>	1 555,8	9 043,3	10 599,1	2 511,8	2 471,9	4 983,8	15 582,9	267,7	856,9	47,4	1 172,0	16 754,9
<b>Transactions</b>												
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	920,6	-99,5	821,2	-152,1	40,3	93,8	23,5	157,6	5,5
2024	21,3	167,9	189,2	201,1	9,0	210,1	399,2	75,7	119,2	-38,6	156,4	555,6
2024 Q1	-9,3	-75,0	-84,3	144,2	-32,4	111,8	27,4	11,0	47,1	7,2	65,3	92,8
Q2	7,7	55,5	63,2	71,5	-4,8	66,8	130,0	16,9	25,9	-13,3	29,4	159,3
Q3	7,8	24,5	32,3	59,4	2,1	61,5	93,8	28,2	38,8	-10,9	56,1	149,9
Q4 <sup>(a)</sup>	15,2	162,8	178,0	-74,0	44,0	-29,9	148,1	19,7	7,4	-21,6	5,5	153,6
2024 Aug.	2,3	18,7	20,9	20,5	1,9	22,4	43,3	17,2	11,4	-5,8	22,8	66,2
Sep.	3,0	50,7	53,7	33,3	1,0	34,3	88,0	-4,7	17,4	-3,4	9,3	97,3
Oct.	3,9	44,4	48,3	-38,5	2,8	-35,7	12,6	10,6	-5,2	3,3	8,7	21,3
Nov.	5,3	97,6	102,9	-1,6	6,0	4,3	107,2	-5,4	2,8	-14,1	-16,7	90,5
Dec.	6,0	20,8	26,8	-33,9	35,3	1,4	28,2	14,5	9,9	-10,8	13,6	41,8
2025 Jan. <sup>(a)</sup>	-1,1	22,2	21,1	-16,1	1,8	-14,3	6,8	18,8	-13,7	19,8	24,9	31,7
<b>Growth rates</b>												
2022	4,8	-0,6	0,1	45,9	2,2	14,0	3,4	2,9	0,4	458,3	11,1	3,7
2023	-0,3	-9,9	-8,6	67,0	-3,9	20,9	-1,0	32,7	14,5	44,4	19,3	0,0
2024	1,4	1,9	1,8	8,8	0,4	4,4	2,6	41,3	16,1	-58,8	15,8	3,4
2024 Q1	-1,1	-7,6	-6,7	49,9	-4,7	16,6	-0,3	69,6	18,1	-16,8	20,8	0,9
Q2	-0,1	-4,0	-3,4	34,8	-3,6	12,7	1,2	62,8	17,0	-29,5	18,9	2,3
Q3	0,5	-1,6	-1,3	22,9	-1,7	9,6	2,0	61,6	19,3	-34,2	21,8	3,2
Q4 <sup>(a)</sup>	1,4	1,9	1,8	8,8	0,4	4,4	2,6	41,3	16,1	-58,8	15,8	3,4
2024 Aug.	0,3	-2,4	-2,0	26,2	-2,3	10,4	1,7	79,1	19,2	-37,4	22,8	2,9
Sep.	0,5	-1,6	-1,3	22,9	-1,7	9,6	2,0	61,6	19,3	-34,2	21,8	3,2
Oct.	0,7	0,1	0,2	16,8	-1,1	7,3	2,4	55,6	18,7	-37,2	20,1	3,4
Nov.	1,1	1,5	1,5	13,3	-0,6	6,1	2,9	39,3	17,7	-48,3	17,0	3,8
Dec.	1,4	1,9	1,8	8,8	0,4	4,4	2,6	41,3	16,1	-58,8	15,8	3,4
2025 Jan. <sup>(a)</sup>	1,5	2,9	2,7	5,7	1,1	3,3	2,9	51,3	12,3	-43,7	14,7	3,6

Sources: ECB.

<sup>1)</sup> Data refer to the changing composition of the euro area.

## 5 Financing conditions and credit developments

### 5.2 Deposits in M3 <sup>1)</sup>

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

	Non-financial corporations <sup>2)</sup>					Households <sup>3)</sup>					Financial corporations other than MFIs and ICPFs <sup>3)</sup>	Insurance corporations and pension funds <sup>4)</sup>	Other general government <sup>4)</sup>
	Total	Overnight	With an agreed maturity of up to 2 years	Redeemable at notice of up to 3 months	Repos	Total	Overnight	With an agreed maturity of up to 2 years	Redeemable at notice of up to 3 months	Repos			
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
<b>Outstanding amounts</b>													
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	3 334,1	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	3 430,7	2 500,8	791,9	133,7	4,3	8 756,4	5 199,1	1 254,3	2 301,5	1,5	1 304,8	232,1	548,2
2024 Q1	3 337,5	2 381,4	817,7	127,5	10,9	8 455,8	5 056,9	1 133,0	2 264,9	1,0	1 244,8	223,0	540,4
Q2	3 381,9	2 410,2	833,8	127,1	10,8	8 529,1	5 062,8	1 203,4	2 261,6	1,3	1 299,7	221,8	533,8
Q3	3 364,9	2 404,7	823,6	125,6	11,0	8 618,7	5 091,3	1 260,2	2 266,2	1,0	1 331,7	230,1	550,8
Q4 <sup>4)</sup>	3 430,7	2 500,8	791,9	133,7	4,3	8 756,4	5 199,1	1 254,3	2 301,5	1,5	1 304,8	232,1	548,2
2024 Aug.	3 363,8	2 396,1	831,9	126,0	9,7	8 589,5	5 091,2	1 232,9	2 264,4	1,0	1 305,1	218,0	543,5
Sep.	3 364,9	2 404,7	823,6	125,6	11,0	8 618,7	5 091,3	1 260,2	2 266,2	1,0	1 331,7	230,1	550,8
Oct.	3 378,3	2 422,2	815,9	127,5	12,7	8 658,5	5 122,5	1 267,6	2 267,3	0,9	1 319,9	220,5	548,7
Nov.	3 408,8	2 453,8	812,1	129,8	13,2	8 699,3	5 165,8	1 261,5	2 271,2	0,8	1 335,1	229,4	563,5
Dec.	3 430,7	2 500,8	791,9	133,7	4,3	8 756,4	5 199,1	1 254,3	2 301,5	1,5	1 304,8	232,1	548,2
2025 Jan. <sup>4)</sup>	3 431,5	2 473,3	809,4	136,0	12,8	8 751,6	5 203,1	1 245,4	2 301,8	1,3	1 330,6	229,9	551,2
<b>Transactions</b>													
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	-31,6	-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	94,5	75,9	15,6	2,9	0,1	297,5	55,7	233,6	8,2	0,1	54,5	4,0	3,2
2024 Q1	2,1	-40,1	45,1	-3,2	0,3	31,5	-54,8	115,1	-28,4	-0,4	20,6	-4,6	-1,9
Q2	42,0	28,9	13,6	-0,3	-0,2	72,6	5,6	70,0	-3,3	0,2	34,0	-1,5	-8,0
Q3	-11,0	-1,7	-8,1	-1,7	0,4	60,5	-1,9	57,9	4,7	-0,3	38,9	9,3	16,5
Q4 <sup>4)</sup>	61,4	88,9	-35,1	8,1	-0,5	132,9	106,7	-9,6	35,2	0,5	-39,0	0,7	-3,4
2024 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	9,0	-8,0	-0,5	1,3	30,5	1,0	27,7	1,8	0,0	28,5	12,6	6,8
Oct.	9,5	15,0	-9,0	1,9	1,6	37,5	29,7	6,8	1,1	0,0	-14,9	-10,0	-2,6
Nov.	26,3	29,0	-5,2	2,3	0,3	38,7	43,7	-8,7	3,8	-0,2	8,7	8,3	14,5
Dec.	25,6	44,9	-20,9	3,9	-2,3	56,8	33,4	-7,7	30,3	0,8	-32,7	2,3	-15,3
2025 Jan. <sup>4)</sup>	0,8	-27,5	17,5	2,3	8,5	-5,7	4,1	-8,9	-0,7	-0,2	30,8	-2,2	3,1
<b>Growth rates</b>													
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	2,8	3,1	2,0	2,2	1,8	3,5	1,1	23,0	0,4	6,1	4,4	1,8	0,6
2024 Q1	0,1	-8,3	36,4	-3,4	38,9	0,8	-7,1	101,7	-4,7	11,9	1,3	-2,2	-6,0
Q2	1,8	-3,3	21,4	-3,0	-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	47,9	-1,4	21,7	6,9	10,0	-1,6
Q4 <sup>4)</sup>	2,8	3,1	2,0	2,2	1,8	3,5	1,1	23,0	0,4	6,1	4,4	1,8	0,6
2024 Aug.	1,8	-1,9	15,5	-4,0	10,4	2,3	-3,3	51,9	-2,2	16,3	10,3	-1,3	-3,0
Sep.	1,6	-1,0	11,5	-4,2	-15,0	2,8	-2,7	47,9	-1,4	21,7	6,9	10,0	-1,6
Oct.	1,7	0,5	5,9	-2,5	17,5	3,3	-1,2	39,1	-0,9	25,2	7,9	3,6	0,2
Nov.	2,3	1,8	4,5	-1,0	-4,1	3,5	0,2	30,1	-0,4	-3,1	7,8	1,6	4,6
Dec.	2,8	3,1	2,0	2,2	1,8	3,5	1,1	23,0	0,4	6,1	4,4	1,8	0,6
2025 Jan. <sup>4)</sup>	3,1	3,5	0,4	6,2	188,4	3,3	1,7	16,4	0,8	19,1	8,1	2,9	3,5

Sources: ECB.

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

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

3) Including non-profit institutions serving households.

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

## 5 Financing conditions and credit developments

### 5.3 Credit to euro area residents <sup>1)</sup>

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

	Credit to general government			Credit to other euro area residents								
	Total	Loans	Debt securities	Total	Loans					Debt securities	Equity and non-money market fund investment fund shares	
					Total	To non-financial corporations <sup>2)</sup>	To households <sup>2)</sup>	To financial corporations other than MFIs and ICPFs <sup>3)</sup>	To insurance corporations and pension funds			
												Total
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
<b>Outstanding amounts</b>												
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	15 492,9	13 033,8	13 253,1	5 123,2	6 648,1	1 124,5	138,0	1 560,7	898,4
2024	6 259,1	988,5	5 244,7	15 762,4	13 246,4	13 501,8	5 183,1	6 677,1	1 246,2	140,0	1 578,5	937,5
2024 Q1	6 219,2	976,6	5 217,1	15 546,1	13 046,8	13 278,2	5 116,5	6 641,9	1 151,2	137,2	1 569,2	930,1
Q2	6 195,6	978,6	5 191,2	15 572,4	13 101,2	13 339,7	5 130,7	6 644,8	1 194,9	130,9	1 553,8	917,3
Q3	6 255,2	975,4	5 254,1	15 633,3	13 143,6	13 377,8	5 140,2	6 661,4	1 209,2	132,8	1 561,0	928,7
Q4	6 259,1	988,5	5 244,7	15 762,4	13 246,4	13 501,8	5 183,1	6 677,1	1 246,2	140,0	1 578,5	937,5
2024 Aug.	6 234,3	976,8	5 231,8	15 614,7	13 133,2	13 366,9	5 137,1	6 655,4	1 207,4	133,3	1 556,2	925,3
Sep.	6 255,2	975,4	5 254,1	15 633,3	13 143,6	13 377,8	5 140,2	6 661,4	1 209,2	132,8	1 561,0	928,7
Oct.	6 246,0	986,6	5 233,6	15 668,5	13 166,0	13 415,8	5 144,3	6 660,6	1 225,4	135,7	1 573,0	929,6
Nov.	6 276,4	990,4	5 260,2	15 686,4	13 179,3	13 419,7	5 149,8	6 673,8	1 221,2	134,5	1 576,0	931,1
Dec.	6 259,1	988,5	5 244,7	15 762,4	13 246,4	13 501,8	5 183,1	6 677,1	1 246,2	140,0	1 578,5	937,5
2025 Jan.	6 306,9	996,4	5 284,6	15 808,8	13 281,6	13 527,7	5 194,6	6 696,4	1 253,9	136,8	1 577,0	950,1
<b>Transactions</b>												
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	-161,1	-17,4	-144,0	65,2	24,5	72,3	-5,7	7,7	30,7	-8,2	-4,6	45,4
2024	-63,1	-1,4	-62,2	269,6	228,7	271,0	76,6	44,7	105,6	1,8	9,1	31,7
2024 Q1	-61,8	-11,6	-50,4	61,6	31,1	44,6	-2,2	-2,7	36,8	-0,8	8,6	22,0
Q2	-2,8	2,4	-5,4	18,2	37,6	47,8	16,3	5,2	22,5	-6,5	-15,1	-4,3
Q3	-4,4	-3,2	-1,2	68,3	59,8	53,5	18,7	20,0	19,0	2,1	3,7	4,8
Q4	5,9	11,0	-5,2	121,5	100,3	125,2	43,9	22,3	27,2	6,9	12,0	9,2
2024 Aug.	9,3	2,8	6,5	23,5	15,2	15,9	12,8	10,7	-9,5	1,2	9,6	-1,3
Sep.	-5,1	-1,6	-3,6	21,3	15,5	14,6	5,4	7,7	2,8	-0,4	3,7	2,0
Oct.	6,9	8,6	-1,7	36,5	22,2	41,1	5,9	-0,1	13,6	2,8	11,5	2,8
Nov.	-6,5	4,8	-11,3	5,7	6,3	-3,1	3,5	14,0	-9,9	-1,2	-1,5	0,9
Dec.	5,6	-2,4	7,9	79,3	71,9	87,2	34,5	8,4	23,6	5,4	2,0	5,5
2025 Jan.	51,4	7,9	43,5	42,5	40,7	31,1	14,9	21,0	7,8	-3,1	-2,0	3,9
<b>Growth rates</b>												
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	-0,3	5,3
2024	-1,0	-0,1	-1,2	1,7	1,8	2,0	1,5	0,7	9,4	1,3	0,6	3,5
2024 Q1	-2,6	-1,6	-2,8	0,8	0,4	0,8	-0,2	-0,2	6,6	-1,3	1,1	7,0
Q2	-1,4	-0,4	-1,6	0,9	0,9	1,1	0,3	0,3	8,4	-8,5	-1,1	4,6
Q3	-1,2	-0,9	-1,2	1,2	1,3	1,6	0,8	0,6	8,5	-3,7	-1,5	4,2
Q4	-1,0	-0,1	-1,2	1,7	1,8	2,0	1,5	0,7	9,4	1,3	0,6	3,5
2024 Aug.	-1,1	-0,6	-1,2	1,2	1,3	1,6	0,6	0,5	9,6	1,5	-1,6	4,0
Sep.	-1,2	-0,9	-1,2	1,2	1,3	1,6	0,8	0,6	8,5	-3,7	-1,5	4,2
Oct.	-0,8	-0,1	-1,0	1,2	1,2	1,7	0,8	0,5	7,9	0,2	-0,1	3,7
Nov.	-0,7	0,6	-1,0	1,3	1,2	1,5	1,0	0,5	6,3	0,0	0,2	4,8
Dec.	-1,0	-0,1	-1,2	1,7	1,8	2,0	1,5	0,7	9,4	1,3	0,6	3,5
2025 Jan.	0,3	1,2	0,2	2,0	2,2	2,3	2,0	1,2	9,5	1,8	-0,9	3,1

Source: ECB.

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

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

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

4) Including non-profit institutions serving households.

## 5 Financing conditions and credit developments

### 5.4 MFI loans to euro area non-financial corporations and households <sup>1)</sup>

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

	Non-financial corporations <sup>2)</sup>					Households <sup>3)</sup>				
	Total		Up to 1 year	Over 1 and up to 5 years	Over 5 years	Total		Loans for consumption	Loans for house purchase	Other loans
	Total	Adjusted loans <sup>4)</sup>				Total	Adjusted loans <sup>4)</sup>			
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
<b>Outstanding amounts</b>										
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	5 138,3	907,2	1 090,3	3 125,8	6 648,1	6 866,2	731,3	5 228,8	688,0
2024	5 183,1	5 204,0	921,7	1 099,1	3 162,3	6 677,1	6 928,6	745,0	5 255,2	676,9
2024 Q1	5 116,5	5 132,7	885,4	1 089,6	3 141,5	6 641,9	6 873,4	738,9	5 221,4	681,6
Q2	5 130,7	5 148,1	902,5	1 088,0	3 140,2	6 644,8	6 880,6	737,5	5 227,1	680,1
Q3	5 140,2	5 162,3	912,5	1 090,1	3 137,7	6 661,4	6 899,1	742,3	5 245,1	674,0
Q4	5 183,1	5 204,0	921,7	1 099,1	3 162,3	6 677,1	6 928,6	745,0	5 255,2	676,9
2024 Aug.	5 137,1	5 145,1	906,9	1 086,7	3 143,6	6 655,4	6 890,7	741,5	5 239,5	674,3
Sep.	5 140,2	5 162,3	912,5	1 090,1	3 137,7	6 661,4	6 899,1	742,3	5 245,1	674,0
Oct.	5 144,3	5 162,7	920,8	1 088,3	3 135,3	6 660,6	6 907,1	741,8	5 240,6	678,2
Nov.	5 149,8	5 166,2	919,2	1 087,4	3 143,3	6 673,8	6 918,6	741,3	5 250,4	682,1
Dec.	5 183,1	5 204,0	921,7	1 099,1	3 162,3	6 677,1	6 928,6	745,0	5 255,2	676,9
2025 Jan.	5 194,6	5 208,5	924,8	1 102,7	3 167,0	6 696,4	6 941,7	747,5	5 271,7	677,3
<b>Transactions</b>										
2022	269,0	308,3	78,0	77,3	113,7	241,8	250,0	23,2	217,7	0,9
2023	-5,7	24,2	-44,0	10,3	27,9	7,7	26,5	18,9	10,1	-21,3
2024	76,6	87,8	21,1	14,3	41,2	44,7	77,0	26,6	28,3	-10,1
2024 Q1	-2,2	0,9	-16,6	-0,6	14,9	-2,7	9,2	8,4	-6,1	-5,0
Q2	16,3	19,0	17,1	-0,6	-0,2	5,2	10,9	0,4	5,9	-1,1
Q3	18,7	22,7	13,6	4,5	0,6	20,0	20,7	7,1	17,9	-5,1
Q4	43,9	45,2	7,0	11,0	25,8	22,3	36,3	10,7	10,6	1,0
2024 Aug.	12,8	4,4	6,8	0,6	5,4	10,7	7,5	2,5	9,0	-0,8
Sep.	5,4	19,1	6,5	4,5	-5,6	7,7	9,1	1,8	5,9	0,0
Oct.	5,9	4,8	6,5	-1,2	0,7	-0,1	9,3	3,4	-3,1	-0,4
Nov.	3,5	1,0	-2,7	-1,0	7,1	14,0	12,2	1,9	9,1	3,0
Dec.	34,5	39,3	3,2	13,2	18,0	8,4	14,7	5,4	4,6	-1,6
2025 Jan.	14,9	7,4	3,0	5,3	6,6	21,0	15,1	3,0	17,4	0,6
<b>Growth rates</b>										
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	1,5	1,7	2,4	1,3	1,3	0,7	1,1	3,7	0,5	-1,5
2024 Q1	-0,2	0,3	-4,1	-0,2	1,0	-0,2	0,2	3,3	-0,2	-3,1
Q2	0,3	0,7	-0,8	0,0	0,7	0,3	0,3	2,7	0,4	-2,5
Q3	0,8	1,3	2,0	0,7	0,4	0,6	0,6	2,7	0,6	-2,2
Q4	1,5	1,7	2,4	1,3	1,3	0,7	1,1	3,7	0,5	-1,5
2024 Aug.	0,6	1,0	0,9	0,2	0,6	0,5	0,5	2,9	0,6	-2,5
Sep.	0,8	1,3	2,0	0,7	0,4	0,6	0,6	2,7	0,6	-2,2
Oct.	0,8	1,4	2,7	0,3	0,4	0,5	0,8	3,1	0,4	-1,9
Nov.	1,0	1,2	2,4	0,4	0,7	0,5	0,9	3,2	0,4	-1,5
Dec.	1,5	1,7	2,4	1,3	1,3	0,7	1,1	3,7	0,5	-1,5
2025 Jan.	2,0	2,0	4,3	1,7	1,4	1,2	1,3	3,9	1,1	-1,1

Source: ECB.

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

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

3) Including non-profit institutions serving households.

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

## 5 Financing conditions and credit developments

### 5.5 Counterparts to M3 other than credit to euro area residents <sup>1)</sup>

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

	MFI liabilities					MFI assets				
	Central government holdings <sup>2)</sup>	Longer-term financial liabilities vis-à-vis other euro area residents				Net external assets	Other			
		Total	Deposits with an agreed maturity of over 2 years	Deposits redeemable at notice of over 3 months	Debt securities with a maturity of over 2 years		Capital and reserves	Total	Repos with central counterparties <sup>3)</sup>	Reverse repos to central counterparties <sup>3)</sup>
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	
Outstanding amounts										
2022	639,4	6 731,2	1 783,0	45,7	2 109,0	2 793,4	1 332,5	344,5	137,2	147,2
2023	447,4	7 327,2	1 827,5	90,2	2 413,8	2 995,6	1 858,1	213,8	152,1	152,6
2024	377,9	7 833,7	1 843,9	116,5	2 588,3	3 285,0	2 688,6	227,7	140,4	135,9
2024 Q1	395,4	7 457,0	1 829,0	103,9	2 488,6	3 035,6	2 051,2	223,5	178,0	174,2
Q2	410,5	7 526,1	1 828,2	109,9	2 526,1	3 061,9	2 243,8	300,1	182,6	176,5
Q3	402,8	7 679,4	1 833,1	114,3	2 541,1	3 190,9	2 490,4	247,2	184,9	188,5
Q4 <sup>3)</sup>	377,9	7 833,7	1 843,9	116,5	2 588,3	3 285,0	2 688,6	227,7	140,4	135,9
2024 Aug.	419,2	7 609,0	1 822,6	112,7	2 534,0	3 139,7	2 397,7	232,2	193,2	170,7
Sep.	402,8	7 679,4	1 833,1	114,3	2 541,1	3 190,9	2 490,4	247,2	184,9	188,5
Oct.	445,4	7 753,3	1 832,3	115,7	2 561,1	3 244,3	2 599,6	261,2	169,6	172,2
Nov.	424,2	7 805,9	1 839,8	115,9	2 575,6	3 274,6	2 641,7	310,1	176,8	164,0
Dec.	377,9	7 833,7	1 843,9	116,5	2 588,3	3 285,0	2 688,6	227,7	140,4	135,9
2025 Jan. <sup>3)</sup>	404,4	7 921,5	1 840,1	117,4	2 591,5	3 372,5	2 757,3	207,8	163,2	146,6
Transactions										
2022	-93,4	51,9	-88,8	-4,6	13,2	132,2	-69,0	-206,2	10,4	18,0
2023	-198,2	324,3	25,2	40,0	227,0	32,1	457,2	-229,7	17,1	9,0
2024	-69,1	283,8	16,3	26,2	164,1	77,2	564,7	-0,8	-11,7	-16,7
2024 Q1	-51,7	109,9	4,1	13,6	88,4	3,7	137,2	13,9	25,9	21,5
Q2	15,7	42,8	-0,8	6,0	31,8	5,8	149,4	53,0	4,6	2,3
Q3	-7,7	64,1	7,5	4,4	38,2	14,0	173,8	-31,3	2,4	12,0
Q4 <sup>3)</sup>	-25,4	67,1	5,5	2,2	5,7	53,7	104,2	-36,4	-44,5	-52,6
2024 Aug.	14,4	26,5	2,4	1,1	20,1	2,9	46,4	27,9	26,4	15,8
Sep.	-16,4	31,9	11,1	1,6	12,8	6,4	61,6	35,0	-8,3	17,8
Oct.	42,5	11,2	-3,0	1,4	5,2	7,6	42,1	-10,4	-15,3	-16,3
Nov.	-21,5	5,4	5,5	0,2	-0,5	0,2	10,5	64,8	7,2	-8,2
Dec.	-46,5	50,5	3,0	0,6	1,0	45,9	51,6	-90,7	-36,3	-28,1
2025 Jan. <sup>3)</sup>	26,5	22,1	-3,8	1,8	5,2	18,9	0,0	-13,6	22,8	10,6
Growth rates										
2022	-12,7	0,8	-4,8	-13,0	0,5	4,6	-	-	7,8	12,7
2023	-30,8	4,7	1,4	80,3	10,7	1,1	-	-	12,4	6,0
2024	-15,5	3,8	0,9	29,1	6,8	2,4	-	-	-7,7	-10,9
2024 Q1	-31,8	5,0	1,4	89,7	11,7	0,6	-	-	18,6	7,1
Q2	-16,1	4,4	0,7	78,5	9,8	0,9	-	-	9,6	4,3
Q3	-11,2	3,8	0,0	54,7	9,2	0,6	-	-	20,5	15,4
Q4 <sup>3)</sup>	-15,5	3,8	0,9	29,1	6,8	2,4	-	-	-7,7	-10,9
2024 Aug.	-4,6	3,9	0,2	63,4	9,2	0,6	-	-	17,9	7,6
Sep.	-11,2	3,8	0,0	54,7	9,2	0,6	-	-	20,5	15,4
Oct.	0,6	3,6	0,1	47,0	8,3	0,8	-	-	5,5	13,7
Nov.	0,2	3,4	0,7	37,4	7,6	0,8	-	-	5,7	1,2
Dec.	-15,5	3,8	0,9	29,1	6,8	2,4	-	-	-7,7	-10,9
2025 Jan. <sup>3)</sup>	-10,1	3,2	0,6	23,5	5,4	2,2	-	-	0,0	-8,2

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 <sup>1)</sup>

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

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

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

	Debt service due within 1 year <sup>2)</sup>					Average residual maturity in years <sup>3)</sup>	Average nominal yields <sup>4)</sup>						
	Total	Principal		Interest			Outstanding amounts					Transactions	
		Total	Maturities of up to 3 months	Total	Maturities of up to 3 months		Total	Floating rate	Zero coupon	Fixed rate		Issuance	Redemption
										Total	Maturities of up to 1 year		
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	
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	11,5	4,3	1,4	0,4	8,2	2,1	1,3	1,9	2,2	1,9	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	11,5	4,3	1,4	0,4	8,2	2,1	1,3	1,9	2,2	1,9	3,5	2,9
2024 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	11,5	4,3	1,4	0,4	8,2	2,1	1,3	1,9	2,2	1,9	3,5	2,9
2025 Jan.	12,9	11,4	4,1	1,5	0,4	8,2	2,1	1,3	2,0	2,2	1,9	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
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](http://www.ecb.europa.eu)

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

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

La date d'arrêt des statistiques figurant dans cette publication est le 5 mars 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-BP-25-072-FR-N (PDF)

Directeur de la publication : Claude Piot

Secrétaire général