



BANQUE CENTRALE EUROPÉENNE
EUROSYSTEME

Bulletin économique

Numéro 3 / 2025



Sommaire

Évolutions économiques, financières et monétaires	3
Synthèse	3
1 Environnement extérieur	8
2 Activité économique	13
3 Prix et coûts	21
4 Évolutions sur les marchés financiers	28
5 Conditions de financement et évolutions du crédit	32
Encadrés	42
1 Les défis pour la résilience des <i>spreads</i> des obligations d'entreprises aux États-Unis	42
2 Les implications pour la zone euro des tensions commerciales entre les États-Unis et la Chine – enseignements tirés des droits de douane imposés par la première administration Trump	49
3 Qui veut travailler davantage ? Retour sur la baisse du nombre moyen d'heures travaillées	56
4 Principales conclusions tirées des contacts récents de la BCE avec les sociétés non financières	62
5 Anticipations d'inflation à long terme des consommateurs : une vue d'ensemble	68
6 La poussée inflationniste de 2021-2024 interprétée à l'aide du modèle ECB-BASE	74
7 Introduction des systèmes statistiques internes d'évaluation du crédit (S-ICAS) comme source supplémentaire d'évaluation du crédit dans le dispositif de garanties général	80
8 Impact macroéconomique des mesures budgétaires discrétionnaires dans la zone euro depuis le début de la pandémie	83
Article	88
1 Les plans budgétaires et structurels à moyen terme dans le cadre du Pacte de stabilité et de croissance révisé	88

Encadré 1 La flexibilité dans le cadre de gouvernance réformé de l'UE : implications pour la dette publique	99
---	----

Statistiques	110
---------------------	------------

Évolutions économiques, financières et monétaires

Synthèse

Lors de sa réunion du 17 avril 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 est restée conforme aux anticipations des services, et tant l'inflation totale que l'inflation sous-jacente se sont ralenties en mars. La hausse des prix des services s'est aussi nettement atténuée ces derniers mois. 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. La progression des salaires s'atténue, et les bénéfices compensent en partie les effets sur l'inflation de leur croissance toujours forte. L'économie de la zone euro a développé une certaine résilience face aux chocs mondiaux, même si les perspectives de croissance se sont détériorées du fait de l'intensification des tensions commerciales. L'incertitude accrue devrait affaiblir la confiance des ménages et des entreprises, tandis que les réactions négatives et volatiles des marchés aux tensions commerciales devraient entraîner un durcissement des conditions de financement. Ces facteurs pourraient par ailleurs peser sur les perspectives économiques de la zone euro.

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, singulièrement, du contexte actuel d'incertitudes exceptionnelles, 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 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

Les perspectives économiques sont obscurcies par des incertitudes exceptionnelles. Les exportateurs de la zone euro font face à de nouvelles barrières commerciales, dont l'ampleur reste cependant indéterminée. Les perturbations des échanges internationaux, les tensions sur les marchés financiers et l'incertitude géopolitique

pèsent sur l'investissement des entreprises. De plus en plus prudents quant à l'avenir, les consommateurs pourraient quant à eux limiter leurs dépenses.

Cela étant, l'économie de la zone euro a développé une certaine résilience face aux chocs mondiaux. Elle devrait avoir crû au premier trimestre 2025, alors que l'activité dans le secteur manufacturier montre des signes de stabilisation. Le taux de chômage, qui a diminué à 6,1 % en février, n'a jamais été aussi bas depuis la création de l'euro. Les dépenses de consommation devraient bénéficier de la vigueur du marché du travail, de la hausse des revenus réels et des effets de la politique monétaire. Les importantes initiatives politiques lancées dans les différents pays et au niveau de l'Union européenne (UE) en vue d'augmenter les dépenses de défense et les investissements dans les infrastructures devraient stimuler l'activité manufacturière, comme le montrent aussi des enquêtes récentes.

Dans l'environnement géopolitique actuel, il est encore plus urgent que les politiques budgétaires et structurelles contribuent à renforcer la productivité, la compétitivité et la résilience de l'économie de la zone euro. La boussole pour la compétitivité présentée par la Commission européenne constitue un plan d'action concret dont les propositions, axées notamment sur la simplification, devraient être adoptées sans délai. Il s'agit entre autres d'achever l'union pour l'épargne et l'investissement selon un calendrier clair et ambitieux, ce qui devrait permettre d'offrir aux épargnants davantage de possibilités de placement et d'améliorer l'accès des entreprises au financement, par capital-risque en particulier. Il importe également de mettre rapidement en place le cadre législatif posant les jalons de l'introduction éventuelle d'un euro numérique. 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.

Inflation

L'inflation annuelle s'est légèrement ralentie, à 2,2 %, en mars 2025. Les prix de l'énergie ont diminué de 1,0 %, après une faible hausse en février, tandis que les prix des produits alimentaires ont augmenté de 2,9 % en mars, après 2,7 % en février. La hausse des prix des biens est restée stable, à 0,6 %. Le renchérissement des services s'est quant à lui de nouveau ralenti en mars, à 3,5 %, et est aujourd'hui un demi-point de pourcentage inférieur au niveau enregistré fin 2024.

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 recule depuis fin 2024. La croissance des salaires se tasse progressivement. La hausse annuelle de la rémunération par tête est revenue à 4,1 % au dernier trimestre 2024, contre 4,5 % au trimestre précédent. Le renforcement de la productivité signifie en outre que les coûts unitaires de main-d'œuvre ont progressé plus lentement. L'outil de suivi des salaires de la BCE et les informations tirées de ses contacts avec les entreprises signalent un fléchissement de la croissance des salaires en 2025, qui ressort également des projections

macroéconomiques de mars 2025 établies par les services de la BCE pour la zone euro. Les bénéfices unitaires ont reculé à un rythme annuel de 1,1 % fin 2024, et contribué ainsi au ralentissement de l'inflation intérieure.

La plupart des mesures des anticipations d'inflation à plus long terme continuent de s'établir autour de 2 %, ce qui va dans le sens d'un retour durable de l'inflation au niveau de la cible du Conseil des gouverneurs.

Évaluation des risques

Les risques de ralentissement de la croissance économique se sont accentués. L'intensification considérable des tensions commerciales dans le monde et les incertitudes qui en découlent devraient affaiblir la croissance dans la zone euro en limitant les exportations, et pourraient également freiner l'investissement et la consommation. La détérioration de la confiance sur les marchés financiers pourrait entraîner un durcissement des conditions de financement, accroître l'aversion au risque et décourager les entreprises et les ménages d'investir et de consommer. Les tensions géopolitiques, notamment liées 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. Cela étant, une augmentation des dépenses consacrées à la défense et aux infrastructures stimulerait la croissance.

Les perturbations croissantes des échanges commerciaux mondiaux accentuent les incertitudes entourant les perspectives d'inflation de la zone euro. La baisse des prix mondiaux de l'énergie et l'appréciation de l'euro pourraient exercer de nouvelles pressions à la baisse sur l'inflation. Cette tendance pourrait être renforcée par un fléchissement de la demande d'exportations adressée à la zone euro, dû à l'augmentation des droits de douane, et par un réacheminement d'exportations depuis des pays en surcapacité vers la zone euro. Des réactions défavorables des marchés financiers aux tensions commerciales pourraient peser sur la demande intérieure et par conséquent se traduire par un affaiblissement de l'inflation. En revanche, une fragmentation des chaînes d'approvisionnement mondiales pourrait exacerber l'inflation en poussant les prix à l'importation à la hausse. Un accroissement des dépenses consacrées à la défense et aux infrastructures pourrait également avoir un effet haussier sur l'inflation à moyen terme. 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.

Conditions financières et monétaires

Les taux d'intérêt sans risque ont diminué du fait de l'intensification des tensions commerciales. Les prix des actions ont baissé dans un contexte de forte volatilité et les écarts de rendement des obligations d'entreprises ont augmenté partout dans le monde. L'euro s'est apprécié ces dernières semaines sous l'effet du maintien d'une

plus grande confiance des investisseurs vis-à-vis de la zone euro que des autres économies.

Les dernières statistiques officielles relatives aux emprunts des entreprises, qui sont antérieures aux tensions actuelles sur les marchés, continuent d'indiquer que les réductions des taux d'intérêt directeurs de la BCE ont abaissé le coût de ces emprunts. Le taux d'intérêt moyen appliqué aux nouveaux prêts aux entreprises est revenu à 4,1 % en février 2025, contre 4,3 % le mois précédent. Le coût du financement par endettement de marché pour les entreprises a diminué, à 3,5 % en février, mais subit depuis peu des pressions à la hausse. En outre, la croissance des prêts aux entreprises s'est de nouveau redressée en février, à 2,2 %, tandis que l'émission de titres de créance par les entreprises a progressé à un rythme inchangé de 3,2 %.

Dans le même temps, selon l'enquête d'avril 2025 sur la distribution du crédit bancaire dans la zone euro, les critères d'octroi de prêts aux entreprises se sont encore légèrement durcis au premier trimestre 2025. Comme au trimestre précédent, cette évolution résulte principalement des inquiétudes croissantes des banques face aux risques économiques auxquels leurs clients sont confrontés. La demande de prêts émanant des entreprises a un peu fléchi au premier trimestre, après s'être modérément redressée au cours des trimestres précédents.

Le taux d'intérêt moyen appliqué aux nouveaux prêts hypothécaires a augmenté, à 3,3 % en février, en raison des hausses passées des taux de marché à long terme. L'activité de prêts hypothécaires a continué de se renforcer en février, quoiqu'à un rythme annuel toujours atone de 1,5 %, les banques ayant assoupli leurs critères d'octroi tandis que la demande de prêts des ménages a encore fortement augmenté.

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 ramenés à respectivement 2,25 %, 2,40 % et 2,65 % à compter du 23 avril 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 17 avril 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, singulièrement, du contexte actuel d'incertitudes exceptionnelles, 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 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.

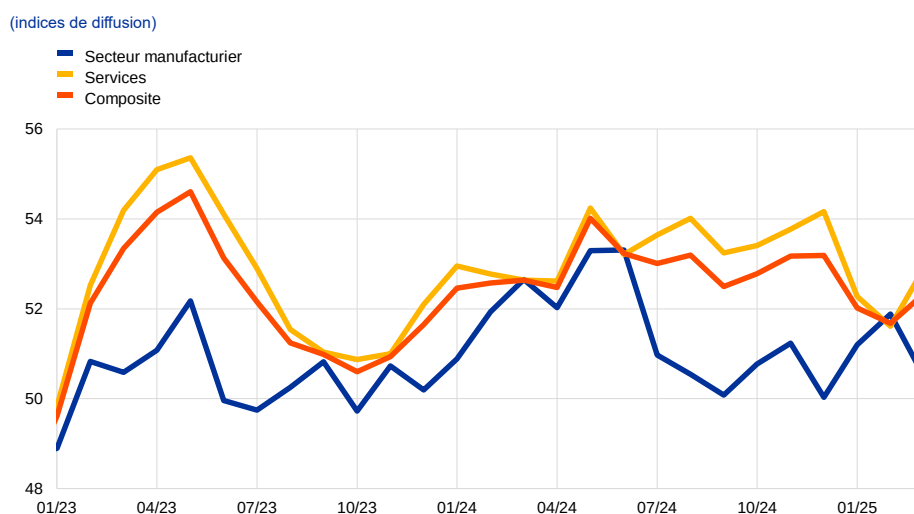
En toute hypothèse, le Conseil des gouverneurs se tient prêt à ajuster l'ensemble de ses instruments, dans le cadre de son mandat, pour assurer une stabilisation durable de l'inflation au niveau de sa cible à moyen terme et pour préserver la bonne transmission de la politique monétaire.

L'activité économique mondiale est restée stable en début d'année, mais l'incertitude entourant les droits de douane américains entraîne des risques baissiers majeurs. Le commerce mondial a rebondi au premier trimestre 2025, les entreprises américaines ayant anticipé leurs importations en prévision d'un changement de la politique commerciale. L'inflation totale dans les économies de l'OCDE a baissé en février, en raison de prix de l'énergie plus bas, tandis que l'inflation core est restée inchangée. Les perspectives relatives à l'inflation sont très incertaines : même si l'imposition des droits de douane et les mesures de rétorsion qui ont suivi pourraient exercer une pression à la hausse sur l'inflation dans les économies affectées, un affaiblissement de la demande pourrait compenser les effets inflationnistes directs des droits de douane.

Malgré les chocs commerciaux récents, l'activité économique mondiale est restée stable au premier trimestre 2025. En mars, l'indice composite des directeurs d'achat (PMI) relatif à la production mondiale hors zone euro s'est élevé à 52,3 après 51,7 en février (graphique 1), l'activité des services enregistrant une expansion modérée, à 52,9 après 51,6 en février. En revanche, l'indice PMI relatif à la production manufacturière est revenu à 50,5 après 51,9 en février. L'amélioration de l'indice composite relatif à la production a concerné l'ensemble des principales économies. Aux États-Unis, l'indice composite a fortement rebondi en mars, l'activité des services enregistrant une forte hausse pour se rapprocher de sa moyenne de long terme et compensant une brusque décélération de la dynamique de la production manufacturière. En Chine, la production a augmenté à la fois dans le secteur manufacturier et dans celui des services, ce dernier atteignant son résultat le plus haut en trois mois. Dans l'ensemble, les modèles de prévision en temps réel de la BCE font état d'une croissance trimestrielle régulière de 1,1 % environ au premier trimestre 2025.

Graphique 1

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



Sources: S&P Global Market Intelligence et calculs des services de la BCE.
Note: Les dernières observations se rapportent à mars 2025.

Le commerce mondial a rebondi début 2025, mais l'augmentation des droits de douane et l'incertitude exceptionnellement élevée autour de la politique commerciale sont susceptibles d'entraîner un ralentissement marqué.

Pour le premier trimestre 2025, les prévisions en temps réel des services de la BCE tablent sur une croissance du commerce mondial de 1,5 % en glissement trimestriel. Cela est dû en partie aux importantes importations effectuées par anticipation par les entreprises américaines en janvier et février en prévision de l'application de droits de douane généralisés, que l'on a pu observer sur un large éventail de produits. Des données à haute fréquence sur les mouvements des navires, qui ne sont pas incluses dans les prévisions en temps réel de la BCE, montrent une activité commerciale accrue début 2025, bien qu'une diminution notable en mars suggère des risques baissiers. Dans la situation actuelle, les prévisions en temps réel de la BCE n'indiquent pas de ralentissement marqué de la croissance des échanges commerciaux pour le deuxième trimestre 2025, les effets des annonces tarifaires ne se reflétant pas encore dans les indicateurs mensuels utilisés par les modèles de prévision en temps réel. Dans le même temps, des risques haussiers pourraient résulter de nouvelles anticipations des importations en raison de l'évolution des politiques commerciales américaines.

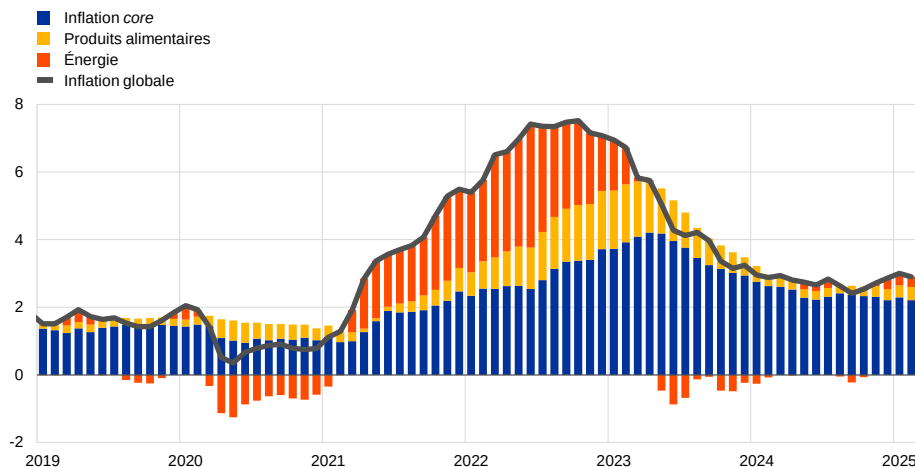
L'inflation totale dans les pays membres de l'Organisation de coopération et de développement économiques (OCDE) a baissé, mais l'inflation core est inchangée.

En février 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) est revenu à 2,9 %, après 3,0 % le mois précédent (graphique 2). Cette légère décélération de l'inflation totale s'explique par la baisse des prix de l'énergie, la contribution des prix des produits alimentaires étant demeurée stable. L'inflation core (hors prix de l'énergie et des produits alimentaires) est inchangée à 3,1 %. Pour la période à venir, l'évolution de la politique commerciale américaine vers des droits de douane plus élevés fait peser des risques sur les perspectives d'inflation mondiale. D'une part, les droits de douane, les mesures de rétorsion prises en retour par d'autres pays et les perturbations des chaînes d'approvisionnement pourraient pousser l'inflation à la hausse si les coûts supplémentaires ne sont pas absorbés par les marges bénéficiaires. D'autre part, l'affaiblissement de la demande dû à la baisse du revenu réel et l'incertitude élevée pourraient compenser les effets inflationnistes directs des droits de douane.

Graphique 2

Hausse de l'IPC dans la zone 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 février 2025.

Au cours de la période sous revue allant du 6 mars au 16 avril 2025, les prix du Brent ont diminué de 3,7 % pour s'établir à 69 dollars par baril et de 8,4 % par baril en euros, tandis que les prix du gaz en Europe ont diminué de 5,7 % en euros/MWh. Les prix du pétrole ont fortement baissé après l'annonce de droits de douane américains « réciproques », les inquiétudes relatives à l'incidence potentielle de ces droits de douane sur la demande mondiale de pétrole et à leur effet négatif sur le sentiment à l'égard du risque sur les marchés financiers l'emportant sur les inquiétudes antérieures liées à l'offre. Les pressions à la baisse sur les prix du pétrole ont été amplifiées par la décision de l'OPEP+, publiée le même jour que l'annonce de droits de douane américains « réciproques », d'accélérer le retrait des réductions de production antérieures. Les membres de l'OPEP+ ont annoncé qu'ils augmenteraient la production de 411 000 barils par jour en mai, en hausse par rapport à la précédente augmentation ciblée de 135 000 barils par jour. Les prix du gaz en Europe ont chuté, en raison de craintes liées à la demande après l'annonce des droits de douane européens. En outre, les progrès récents annoncés concernant un accord de l'UE sur des objectifs de remplissage des réservoirs de gaz naturel, qui offriraient davantage de flexibilité aux pays de l'UE pour s'écarter de l'objectif de 90 % pour l'hiver prochain, ont contribué à une baisse des prix du gaz. Les prix des métaux ont baissé de 6,8 % en raison des inquiétudes concernant la croissance après les annonces faites par les États-Unis sur les droits de douane, bien que ces derniers ne visent pas directement les importations de métaux. Avant ces annonces, les anticipations relatives aux droits de douane spécifiques sur le cuivre avaient incité les traders à anticiper les importations de cuivre, ce qui a creusé l'écart entre les prix à Londres et à New York et a rempli les entrepôts à des niveaux record. En revanche, les prix des produits alimentaires n'ont baissé que de 1,5 % à la suite des annonces sur les droits de douane, les inquiétudes au sujet de l'offre de maïs aux États-Unis ayant soutenu les prix dans une certaine mesure.

Aux États-Unis, les annonces sur les droits de douane depuis le début d'année ont entraîné une baisse notable de la confiance des consommateurs, contribuant potentiellement à un ralentissement de la croissance américaine.

La confiance des consommateurs a considérablement fléchi entre novembre et avril, en particulier en ce qui concerne les anticipations des consommateurs. L'ampleur de la chute actuelle de la confiance peut être comparée aux baisses observées en amont ou au début des différentes récessions survenues depuis les années 1990. Les indicateurs de confiance des entreprises et les intentions d'investissement ont enregistré jusqu'ici des baisses plus modérées. Parallèlement au fléchissement de la confiance des consommateurs, les dépenses réelles de consommation personnelle (*personal consumption expenditure*, PCE) ont diminué en janvier et février par rapport à décembre. La situation n'a pas cessé de se détendre sur le marché du travail américain depuis le pic de croissance des salaires atteint à la mi-2022, bien que des tensions persistent. De nouvelles restrictions de la politique d'immigration américaine pourrait provoquer de nouvelles tensions sur le marché du travail.

L'inflation totale mesurée par l'IPC ainsi que l'inflation core ont diminué en mars aux États-Unis, revenant à un niveau inférieur aux anticipations du marché, mais elles devraient augmenter sous l'effet des nouveaux droits de douane. L'inflation totale mesurée par l'IPC aux États-Unis est revenue à 2,4 % en mars (une baisse de 0,4 point de pourcentage par rapport à février), tandis que l'inflation core mesurée par l'IPC est revenue de 3,1 % à 2,8 %. S'agissant des composantes core, la variation des prix des biens est restée inchangée à – 0,1 % en glissement annuel, tandis que la hausse des prix des services, bien que se situant toujours à un niveau élevé, a continué de se ralentir. L'inflation totale et l'inflation core mesurées par l'indice PCE fondé sur le marché – mesures que la Réserve fédérale suit attentivement car elles excluent les prix imputés – évoluent en ligne avec les indices PCE globaux, mais sont restées plus faibles en février, à 2,2 % et 2,4 % respectivement. Pour la période à venir, l'inflation devrait augmenter avec l'introduction des droits de douane, mais une forte incertitude entoure l'impact inflationniste des politiques mises en œuvre. Les anticipations des consommateurs relatives à l'inflation à un an et à cinq ans mesurées par l'Université du Michigan en avril ont enregistré leur plus forte hausse sur trois mois depuis le début des données mensuelles, selon des données préliminaires.

En Chine, les indicateurs de l'activité économique à court terme étaient plus élevés qu'attendu au tournant de l'année, mais la demande intérieure devrait continuer à se modérer. Les données d'activité pour janvier et février ont légèrement dépassé les anticipations des marchés, montrant une dynamique positive de l'investissement en actifs fixes, des indices PMI et des ventes au détail. Toutefois, l'impulsion donnée par les programmes actuels de relance de la consommation devrait prendre fin et se traduire par un ralentissement des ventes au détail dans les mois à venir, à moins que ces programmes ne soient étendus comme le proposent certains décideurs. D'autres indicateurs à haute fréquence de la consommation ne montrent pas de reprise de la dynamique et restent nettement inférieurs aux moyennes historiques. La faiblesse persistante de la confiance des consommateurs continue également d'empêcher une reprise plus importante des dépenses, tandis que les principaux indicateurs relatifs au marché de l'immobilier

restent atones, la construction de logements affichant un retard par rapport aux ventes. La croissance des exportations s'affaiblit à mesure que les effets de l'anticipation des commandes se dissipent, l'impact de la hausse des droits de douane américains commençant à se faire sentir. Les exportations chinoises vers les États-Unis ont fortement diminué au début de l'année, après avoir enregistré une envolée disproportionnée à la suite des élections américaines de novembre. Ce schéma a également été observé pour les exportations de la Chine vers la zone euro et d'autres régions. La diminution des exportations se traduit également par une baisse des prix du transport maritime depuis les principaux ports de Chine, qui a été la plus marquée pour les exportations vers les États-Unis et l'Europe. De plus, l'incidence des droits de douane américains devrait s'intensifier, alors que plusieurs séries de droits de douane « réciproques » et de rétorsion devraient porter les droits de douane effectifs américains sur les importations chinoises à près de 140 %, tandis que la Chine a relevé ses droits de douane effectifs sur les importations américaines à 125 % à compter du 12 avril. La Chine a également introduit de nouvelles mesures non tarifaires, telles que l'interdiction d'exporter des terres rares supplémentaires et l'inclusion de nouvelles entreprises sur sa liste « d'entités peu fiables ».

L'économie britannique s'est probablement renforcée au premier trimestre 2025 et devrait s'accélérer légèrement au deuxième trimestre.

Le PIB en volume du Royaume-Uni a baissé de 0,1 % (en glissement mensuel) en janvier 2025, reflétant principalement la faiblesse de la production manufacturière. Néanmoins, les indicateurs de la confiance des consommateurs et des entreprises ainsi que les ventes au détail signalent une reprise de l'activité en février, et l'indice PMI composite est passé de 50,5 en janvier à 51,5 en mars, son niveau le plus élevé depuis octobre dernier. Pour le deuxième trimestre, la croissance du PIB en volume devrait légèrement augmenter, à 0,3 %. Elle devrait être soutenue par la poursuite de l'assouplissement monétaire et la hausse des revenus réels, malgré l'annonce par le gouvernement britannique, le 26 mars, d'une série de réductions des dépenses visant à préserver la crédibilité de ses objectifs budgétaires.

L'activité économique dans la zone euro s'est ralentie au quatrième trimestre 2024, faisant ressortir la croissance annuelle du PIB en volume à 0,9 % sur l'année. Les données tirées d'enquêtes font état d'une croissance modérée au premier trimestre 2025. L'activité est restée faible dans le secteur manufacturier, mais la confiance a montré des signes d'amélioration. Dans le même temps, l'activité dans les services a continué de croître, mais à un rythme plus lent. La hausse des revenus des ménages et la résilience du marché du travail favorisent un rebond progressif de la consommation, en dépit d'une confiance des consommateurs fragile et d'un taux d'épargne élevé. Les perspectives économiques de la zone euro sont obscurcies par une incertitude exceptionnelle. Les exportateurs de la zone euro font face à de nouvelles barrières commerciales, dont l'ampleur reste cependant indéterminée. Les perturbations des échanges internationaux, les tensions sur les marchés financiers et l'incertitude géopolitique pèsent sur l'investissement des entreprises. De plus en plus prudents quant à l'avenir, les consommateurs pourraient quant à eux limiter leurs dépenses. Cela étant, l'économie de la zone euro a développé une certaine résilience face aux chocs mondiaux. La croissance devrait être soutenue par la solidité du marché du travail, l'augmentation des revenus réels et le crédit progressivement plus abordable, qui devraient favoriser la consommation. De plus, les importantes initiatives politiques lancées dans les différents pays et au niveau de l'UE en vue d'augmenter les dépenses de défense et les investissements dans les infrastructures devraient soutenir l'activité manufacturière en particulier.

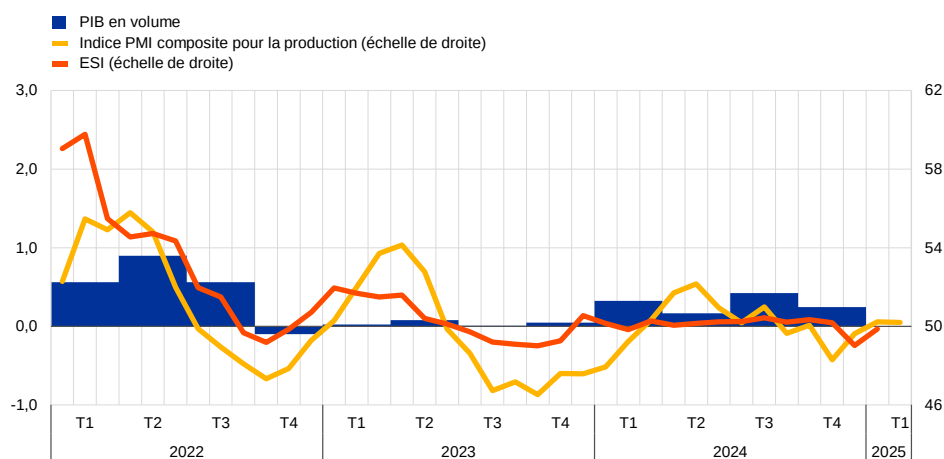
L'activité dans la zone euro devrait avoir continué de croître modérément au premier trimestre 2025 (graphique 3). Selon Eurostat, le PIB en volume de la zone euro a augmenté de 0,2 %, en glissement trimestriel, au quatrième trimestre 2024. L'activité devrait avoir continué d'afficher une croissance modérée au premier trimestre 2025, comme le suggèrent les données d'enquêtes disponibles, qui sont restées en grande partie peu affectées par l'incertitude entourant la politique commerciale des États-Unis au cours des premiers mois de l'année. L'indice composite des directeurs d'achat (PMI) pour la production, publié le 3 avril 2025, a dépassé le seuil de 50 au premier trimestre 2025, montrant une légère expansion de l'activité. Dans le même temps, l'indicateur du climat économique (*Economic Sentiment Indicator*, ESI) de la Commission européenne, publié le 28 mars 2025, a également dépassé sa moyenne pour le trimestre précédent. Toutefois, il a fléchi en mars, après deux mois de hausse. Cette baisse a concerné l'ensemble des secteurs, à l'exception de l'industrie, où la confiance s'est renforcée. Les données d'enquêtes font également état d'un rééquilibrage des différences sectorielles antérieures début 2025, l'activité manufacturière ayant montré des signes d'amélioration, tandis que l'activité dans les services a continué de croître à un rythme modéré (graphique 4). En mars, l'indice des directeurs d'achat relatif à la production manufacturière a dépassé, pour la première fois en deux ans, le seuil de 50 indiquant une croissance. Ce résultat porte la moyenne pour le premier trimestre à 48,8, ce qui indique toujours une faiblesse persistante, mais également une amélioration substantielle par rapport au trimestre précédent (moyenne de 45,1). Selon l'ESI, la confiance dans le secteur manufacturier a également

montré des signes d'amélioration au premier trimestre 2025. Dans le même temps, l'activité dans le secteur des services, qui a été le moteur de la lente reprise dans la zone euro au cours des derniers trimestres, a continué de s'accélérer à un rythme régulier au début de l'année. L'indice des directeurs d'achat relatif à la production dans les services s'est établi à 51 en moyenne au premier trimestre, restant globalement inchangé par rapport au trimestre précédent et continuant d'indiquer une croissance modeste. Toutefois, le climat économique s'est détérioré en mars dans le secteur des services.

Graphique 3

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

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



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

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

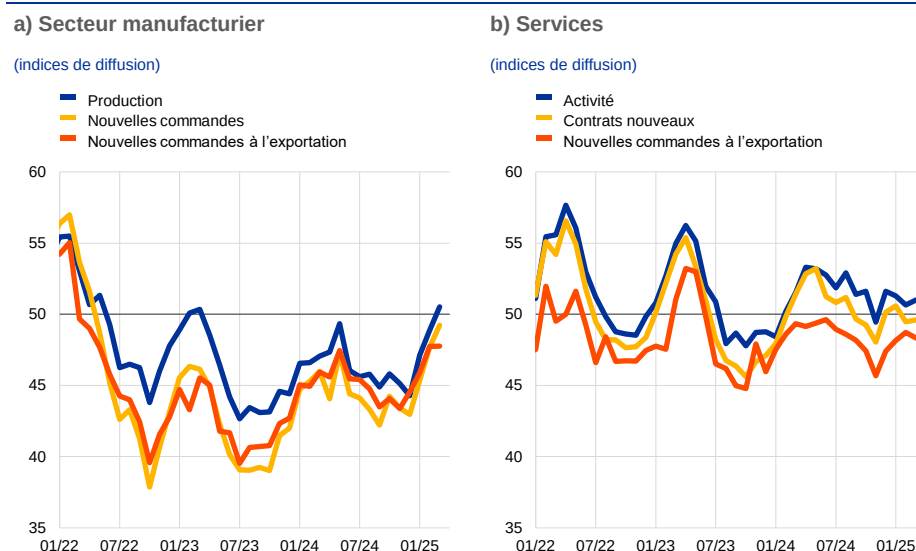
La reprise attendue au deuxième trimestre est entourée d'une incertitude

accrue. Le PIB de la zone euro semble s'être inscrit sur une trajectoire positive au cours des premiers mois de 2025. Toutefois, les perspectives pour le deuxième trimestre ont été affectées par les récents chocs mondiaux négatifs – les nouveaux droits de douane américains et les éventuelles mesures de rétorsion, l'incertitude mondiale croissante, la volatilité plus élevée sur les marchés financiers – ainsi que par des chocs domestiques plus favorables, tels que les nouvelles politiques nationales et de l'UE en matière de dépenses consacrées aux infrastructures et à la défense. Les indicateurs prospectifs dressaient déjà un tableau contrasté en mars, reflétant très probablement les facteurs défavorables liés aux annonces attendues sur les droits de douane américains. Les anticipations des entreprises à l'horizon de douze mois ressortant de l'indice des directeurs d'achat ont légèrement diminué en mars, mais sont demeurées supérieures à leur moyenne de long terme. Sur le même mois, l'indice des directeurs d'achat relatif aux nouvelles commandes pour le secteur manufacturier de la zone euro a augmenté, mais est resté inférieur à 50. Les contacts récents de la BCE avec les sociétés non financières de la zone euro, qui ont eu lieu mi-mars 2025, avant les annonces des droits de douane américains, ont fait état d'une amélioration progressive de l'activité à compter du deuxième

trimestre et, notamment, d'une reprise dans le secteur industriel (cf. encadré 4). Toutefois, l'annonce de droits de douane « réciproques » par les États-Unis le 2 avril, conjuguée à une potentielle escalade des tensions commerciales, constitue une source de risque supplémentaire pour les entreprises et les perspectives de la zone euro. Dans le même temps, les augmentations récemment annoncées des dépenses consacrées aux infrastructures et à la défense pourraient soutenir la confiance et l'activité dans le secteur manufacturier, mais les effets positifs ne seraient probablement pas visibles au deuxième trimestre. Les sociétés contactées par la BCE dans le secteur manufacturier ont indiqué que la reconstitution des stocks et l'adaptation des capacités en vue de la production future dans le secteur de la défense pourraient déjà contribuer à soutenir l'activité en 2025.

Graphique 4

PMI dans les différents secteurs de l'économie



Source : S&P Global Market Intelligence.
Note : Les dernières observations se rapportent à mars 2025.

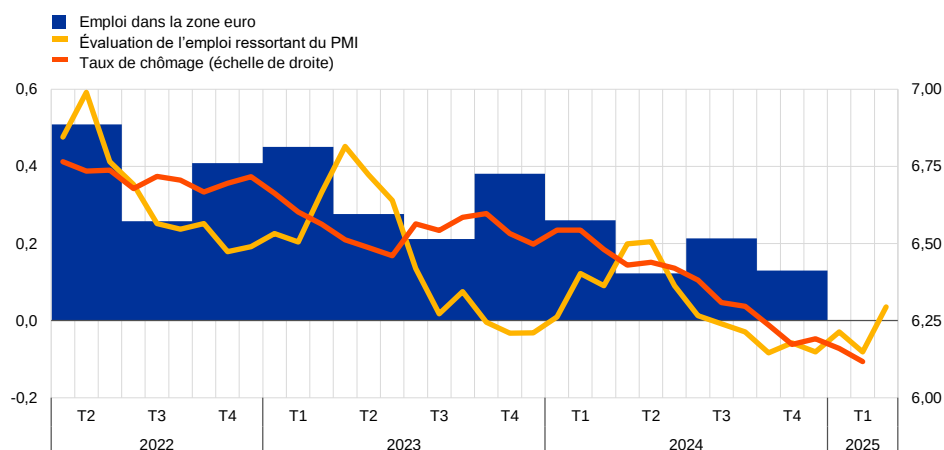
Le taux de chômage reste bas malgré des signes d'un ralentissement progressif du marché du travail.

Le taux de chômage s'est maintenu à un niveau historiquement bas de 6,1 % en février 2025, soit 0,1 point de pourcentage de moins qu'en janvier (graphique 5). Le nombre total d'heures travaillées a augmenté de 0,6 % au quatrième trimestre 2024, principalement sous l'effet du redressement du nombre moyen d'heures travaillées. Le nombre total d'heures travaillées a augmenté en Espagne, en Allemagne et en Italie (de 1,8 %, 0,6 % et 0,2 %, respectivement) et diminué en France (– 0,2 %). La croissance de l'emploi est ressortie à 0,1 % au quatrième trimestre 2024 et a concerné l'ensemble des secteurs à l'exception de l'industrie (– 0,3%). Néanmoins, le marché du travail continue de montrer des signes de ralentissement progressif. Le taux de vacance d'emploi est ressorti à 2,5 % au quatrième trimestre 2024, poursuivant sa baisse régulière par rapport à son pic de 2022. Le ratio vacance d'emploi/chômage est revenu aux niveaux de 2021 et l'indicateur relatif à la main-d'œuvre comme facteur limitant la production est ressorti à 24,5 % pour les services et 14,8 % pour l'industrie au premier trimestre 2025, contre 26,5 % et 16,4 %, respectivement, au quatrième trimestre 2024.

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 les données trimestrielles. Le PMI est exprimé comme un écart par rapport à 50, puis divisé par dix. Les dernières observations se rapportent au quatrième trimestre 2024 pour l'emploi, à mars 2025 pour l'évaluation de l'emploi ressortant du PMI et à février 2025 pour le taux de chômage.

Les indicateurs à court terme suggèrent que les tensions sur le marché du travail continueront de s'atténuer au premier trimestre 2025.

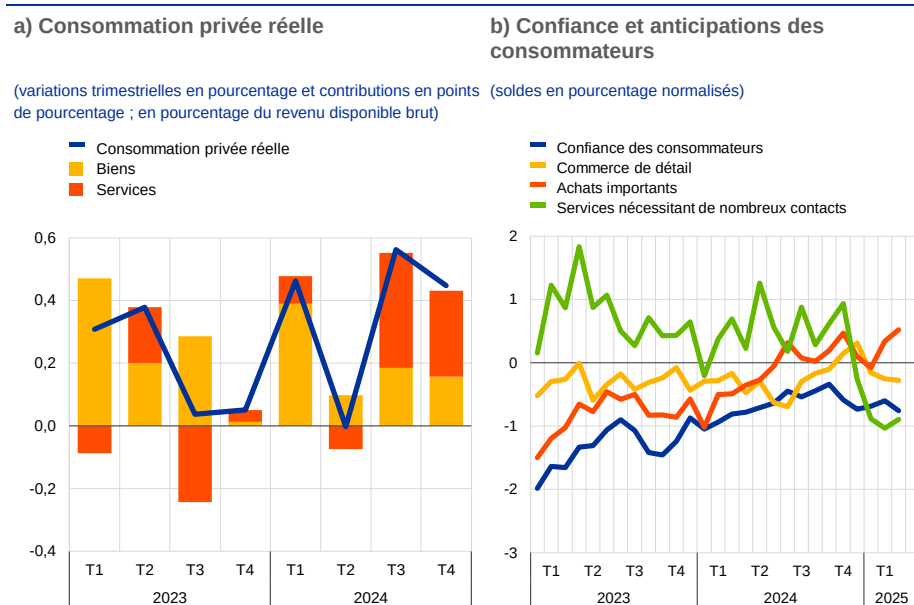
L'indice PMI composite mensuel relatif à l'emploi a été globalement neutre, passant de 49,2 en février à 50,4 en mars (graphique 5). Le résultat composite s'est légèrement redressé dans tous les secteurs. Les perceptions de la croissance de l'emploi continuent d'indiquer une contraction dans le secteur manufacturier et dans la construction, tandis qu'elles sont revenues en territoire expansionniste dans le secteur des services. Néanmoins, le PMI pour l'emploi dans les services reste bien inférieur à sa moyenne de 2024. Dans l'ensemble, en ce qui concerne l'avenir, le ralentissement de la dynamique de l'emploi devrait favoriser une reprise progressive de la productivité du travail.

La consommation privée a continué de croître à un rythme soutenu au quatrième trimestre 2024 et devrait s'être ralentie début 2025.

La consommation privée a augmenté de 0,4 %, en rythme trimestriel, au quatrième trimestre 2024 (graphique 6, partie a). La consommation de biens a augmenté de 0,8 %, à un rythme plus rapide que la consommation de services, qui a progressé de 0,4 %. Dans le même temps, le taux d'épargne s'est stabilisé à 15,3 % au quatrième trimestre, reflétant en partie l'incertitude élevée des consommateurs et la faiblesse de la confiance. Le volume des ventes au détail a augmenté de 0,1 % au cours des deux premiers mois de 2025 par rapport au quatrième trimestre 2024, tandis que la consommation de services a progressé de 0,4 % en janvier par rapport à la même période. Les données devenues disponibles continuent d'indiquer une poursuite de la croissance des dépenses des ménages début 2025, mais à un rythme plus modéré. L'indicateur de la Commission européenne relatif à la confiance des consommateurs a légèrement reculé en mars (graphique 6, partie b). Ce fléchissement du sentiment des consommateurs est intervenu parallèlement à une

baisse notable des anticipations des entreprises relatives aux services nécessitant de nombreux contacts, indiquant une possible modération de la demande de services. En revanche, la dernière enquête de la BCE sur les anticipations des consommateurs indique que les dépenses prévues pour les vacances au cours des 12 prochains mois restent robustes. Dans le même temps, les anticipations des consommateurs relatives aux achats importants au cours des 12 prochains mois se sont encore améliorées en mars, mais elles sont restées, en moyenne, globalement inchangées au premier trimestre 2025 par rapport au trimestre 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 les nouvelles augmentations du revenu réel du travail devraient continuer de soutenir la consommation au cours des trimestres à venir.

Graphique 6
Consommation et anticipations des consommateurs



Sources : Eurostat, Commission européenne et calculs de la BCE.
 Notes : Dans la partie a), la consommation privée réelle se rapporte au concept national et les composantes, au concept domestique de la consommation. Les dernières observations se rapportent au quatrième trimestre 2024. Dans la partie b), les anticipations des entreprises relatives à la demande de services nécessitant de nombreux contacts et les anticipations relatives au commerce de détail se rapportent aux trois prochains mois, tandis que les anticipations des consommateurs relatives aux achats importants se rapportent aux douze prochains mois. La 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 trois autres séries présentées dans le graphique sont normalisées pour la période 1999-2019. Les « services nécessitant de nombreux contacts » incluent l'hébergement, les voyages et la restauration. Les dernières observations se rapportent à mars 2025.

L'investissement des entreprises a enregistré une croissance robuste au quatrième trimestre 2024, mais s'est probablement ralenti au premier trimestre 2025. L'investissement hors construction (en excluant les actifs incorporels irlandais) a augmenté de 0,7 % au quatrième trimestre 2024. Cette hausse s'explique par un rebond de l'investissement en matériel de transport, tandis que les machines et autres équipements se sont contractés, et que les actifs incorporels ont été stables. L'investissement devrait avoir stagné au premier trimestre 2025 – comme le montrent les données relatives aux biens d'équipement,

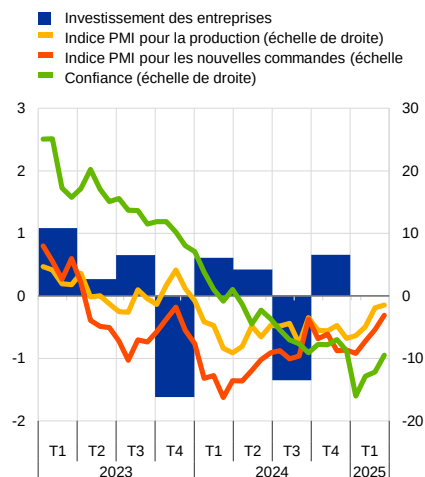
qui font apparaître une légère contraction de la production industrielle ainsi qu'une modération persistante de l'indice PMI relatif à la production, de celui relatif aux nouvelles commandes et de l'indicateur du climat économique de la Commission européenne (graphique 7, partie a). Les perspectives pour le deuxième trimestre et au-delà sont tout aussi faibles, comme le suggère l'indicateur de confiance de Sentix d'avril mesurant les perspectives à six mois des investisseurs de la zone euro, qui a enregistré la baisse la plus importante après l'invasion de l'Ukraine par la Russie en février 2022. Les dernières enquêtes de la BCE, réalisées avant les annonces de l'administration américaine relatives aux droits de douane le 2 avril, font état d'un redressement progressif de l'investissement cette année, dans un contexte d'incertitude accrue. Les contacts récents de la BCE avec les sociétés non financières de la zone euro suggèrent que l'incertitude élevée pourrait retarder l'investissement, mais signale également un potentiel de renforcement et d'adaptation des capacités pour les dépenses futures en matière d'infrastructures et de défense (cf. encadré 4). [L'enquête sur l'accès des entreprises au financement](#) indique qu'une amélioration est attendue pour l'activité d'investissement au deuxième trimestre 2025, à partir de niveaux modérés. Au total, l'augmentation progressive attendue de la demande, les nouvelles politiques nationales et de l'UE en matière de dépenses d'infrastructures et de défense, ainsi que des conditions de financement généralement plus favorables, devraient soutenir la croissance de l'investissement à l'avenir. Toutefois, des risques à la baisse sont liés aux droits de douane, à l'incertitude élevée et à la transmission potentielle de la récente hausse des rendements des obligations d'État aux conditions d'octroi de prêts aux sociétés non financières, notamment la légère détérioration des perspectives pour le crédit, comme indiqué par [l'enquête d'avril 2025 de la BCE sur la distribution du crédit bancaire](#).

Graphique 7

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

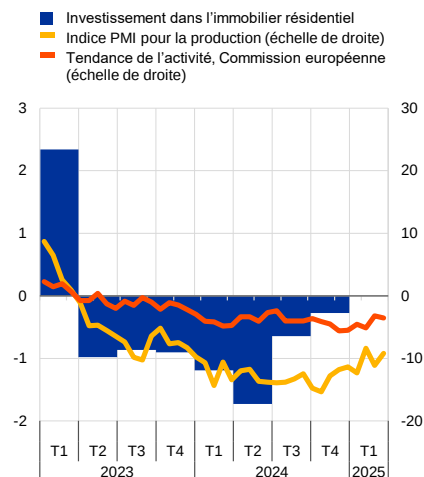
a) Investissement des entreprises

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



b) Investissement dans l'immobilier résidentiel

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



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

Notes : Les courbes indiquent les évolutions mensuelles, tandis que les barres se rapportent aux données trimestrielles. Les indices PMI sont exprimés en termes d'écart par rapport à 50. Dans la partie a), l'investissement des entreprises se rapporte à l'investissement hors construction en excluant les actifs incorporels irlandais. Les données mensuelles portent sur le secteur des biens d'équipement. Les dernières observations se rapportent au quatrième trimestre 2024 pour l'investissement des entreprises et à mars 2025 pour les indices PMI et l'indicateur de la Commission européenne relatif à la confiance. Dans la partie b), la courbe correspondant à l'indicateur relatif à la tendance de l'activité élaboré par la Commission européenne se rapporte à l'évaluation de la tendance de l'activité du secteur de la construction de bâtiments et de la construction spécialisée au cours des trois mois précédents. Les dernières observations se rapportent au quatrième trimestre 2024 pour l'investissement dans l'immobilier résidentiel et à mars 2025 pour l'indice PMI et l'indicateur de la Commission européenne.

L'investissement dans l'immobilier résidentiel a de nouveau diminué au quatrième trimestre 2024, à un rythme plus lent cependant qu'au troisième trimestre.

L'investissement dans l'immobilier résidentiel a diminué de 0,3 %, en rythme trimestriel, au quatrième trimestre 2024, après un recul de 0,6 % le trimestre précédent (graphique 7, partie b). S'agissant des indicateurs quantitatifs, les permis de construire pour des logements sont restés à des niveaux bas au quatrième trimestre, ce qui indique que les nouveaux projets ont apporté un soutien limité à court terme. Plus récemment, un indice composite relatif à l'activité dans la construction de bâtiments et la construction spécialisée en janvier s'est établi 0,8 % au-dessus de son niveau du quatrième trimestre. Toutefois, les mesures de l'activité tirées d'enquêtes, telles que l'indice PMI pour la production dans la construction de logements et l'indicateur de la Commission européenne relatif à l'activité dans la construction de bâtiments et la construction spécialisée au cours des trois derniers mois, sont demeurées modérées jusqu'en mars, en dépit d'une amélioration. Dans l'ensemble, cela suggère que l'investissement dans l'immobilier résidentiel devrait avoir globalement stagné au premier trimestre 2025. Pour l'avenir, les enquêtes récentes de la BCE font état d'une faiblesse persistante de la dynamique de l'investissement dans l'immobilier résidentiel au cours des prochains trimestres. La dernière enquête sur les anticipations des consommateurs indique que les anticipations des ménages relatives au marché du logement, telles que reflétées par l'attractivité de l'immobilier résidentiel comme bon investissement, ont peu évolué, se situant autour de leurs niveaux moyens sur les mois allant jusqu'à mars.

L'enquête de la BCE d'avril 2025 sur la distribution du crédit bancaire indique que la demande de prêts au logement devrait continuer de s'améliorer, mais les critères d'octroi des prêts pourraient se durcir au deuxième trimestre 2025 (cf. section 5).

Les exportations de la zone euro continuent d'afficher une dynamique modérée, en dépit d'une légère accélération en janvier. En janvier 2025, les exportations de biens de la zone euro ont augmenté de 0,5 % en glissement sur trois mois, marquant la première hausse depuis avril 2024. Cette évolution résulte en partie d'une forte hausse des exportations irlandaises de produits chimiques à destination des États-Unis, ce qui pourrait suggérer une anticipation des entreprises américaines avant les droits de douane imminents. En dépit de cette légère accélération, la dynamique sous-jacente des exportations reste modérée, les défis persistants en matière de compétitivité se reflétant dans l'indice des directeurs d'achat relatif aux commandes à l'exportation, ce qui indique une contraction tant dans le secteur manufacturier que dans les services. La récente appréciation de l'euro, en particulier par rapport au dollar et au renminbi chinois, vient également s'ajouter aux facteurs défavorables en érodant potentiellement la compétitivité-prix sur les principaux marchés. Il ne ressort pas des données rapidement disponibles relatives au transport maritime que l'anticipation des entreprises pousse les exportations de la zone euro à la hausse dans une large mesure, même s'il existe des éléments ponctuels allant dans ce sens dans des secteurs spécifiques tels que les produits chimiques (y compris les produits pharmaceutiques) et l'automobile. Les importations de la zone euro ont augmenté de 0,3 % en glissement sur trois mois, avec une contribution relativement importante de la Chine. L'appréciation de l'euro vis-à-vis du renminbi chinois et du dollar peut réduire les coûts des importations libellées dans ces monnaies, en particulier pour les matières premières dont le prix est exprimé en dollars. Toutefois, les extensions potentielles des droits de douane et les mesures de rétorsion de l'UE pourraient contrebalancer ces avantages. En outre, l'augmentation des dépenses de défense peut stimuler la croissance à court terme des importations, en particulier pour les équipements militaires de haute technologie. Pour l'avenir, les perspectives commerciales sont très incertaines, les hausses potentielles des droits de douane et une détérioration de la situation économique mondiale faisant peser des risques importants.

Dans l'ensemble, les perspectives d'activité pour la zone euro se sont détériorées en raison des tensions commerciales croissantes.

L'incertitude accrue devrait affaiblir la confiance des ménages et des entreprises, tandis que les réactions négatives et volatiles des marchés aux tensions commerciales devraient entraîner un durcissement des conditions de financement. Ces facteurs devraient peser sur l'activité de la zone euro d'ici au deuxième trimestre 2025. Cela étant, l'économie de la zone euro a développé une certaine résilience face aux chocs mondiaux. La croissance à moyen terme devrait être soutenue par la solidité du marché du travail, l'augmentation des revenus réels et le crédit progressivement plus abordable, qui devraient favoriser la consommation. De plus, les importantes initiatives politiques lancées dans les différents pays et au niveau de l'UE en vue d'augmenter les dépenses de défense et les investissements dans les infrastructures devraient soutenir l'activité manufacturière, comme le montrent aussi les enquêtes récentes.

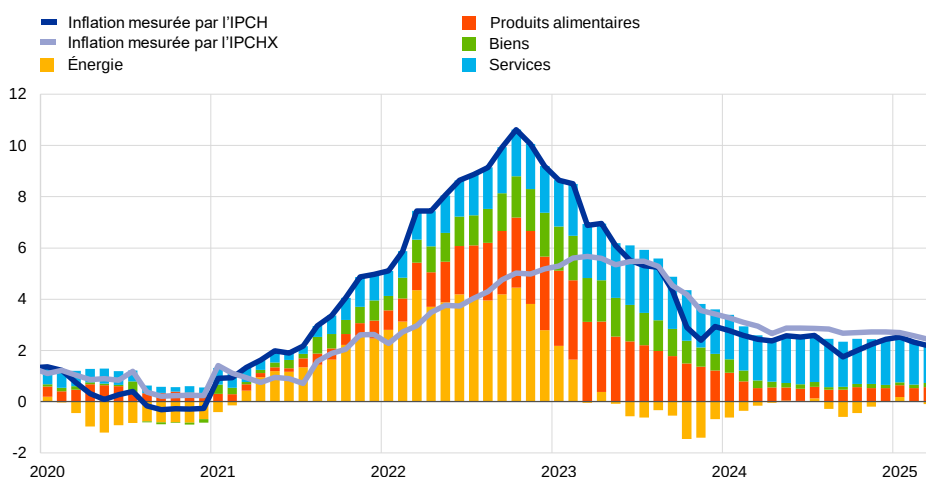
Le processus de désinflation est en bonne voie. L'inflation totale dans la zone euro a diminué, pour s'établir à 2,2 % en mars 2025, après 2,3 % en février. Cette diminution résulte principalement d'une baisse des prix de l'énergie et d'un nouveau ralentissement de la hausse des prix des services, qui s'est nettement atténuée ces derniers mois. La plupart des mesures de l'inflation sous-jacente laissent entrevoir un retour durable de l'inflation au niveau de la cible de la BCE de 2 % à moyen terme. La croissance annuelle de la rémunération par tête est ressortie à 4,1 % au dernier trimestre 2024, après 4,5 % le trimestre précédent, tandis que les profits unitaires ont diminué, continuant d'amortir l'impact des coûts de main-d'œuvre sur l'inflation. La plupart des mesures des anticipations d'inflation à plus long terme ont continué de s'établir à 2 % environ, ce qui va dans le sens d'un retour durable de l'inflation à la cible du Conseil des gouverneurs.

L'inflation totale dans la zone euro, mesurée par l'indice des prix à la consommation harmonisé (IPCH), s'est ralentie, pour revenir à 2,2 % en mars, après 2,3 % en février (graphique 8). Cette baisse résulte principalement d'un ralentissement de la hausse des prix des services et de l'énergie, qui ont plus que compensé le renchérissement des produits alimentaires. Les résultats de l'inflation pour le premier trimestre 2025 sont globalement en ligne avec les projections macroéconomiques de mars 2025 établies par les services de la BCE pour la zone euro.

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 mars 2025.

La variation des prix de l'énergie s'est inscrite à - 1,0 % en mars 2025, après 0,2 % en février. Cette évolution reflète principalement une baisse du taux de croissance mensuel des prix de l'énergie. De plus, la ventilation détaillée a fait apparaître une forte baisse du taux d'inflation annuel pour les carburants destinés au

transport – liée à la baisse des prix du pétrole – et dans une moindre mesure, pour l'électricité, tandis qu'elle a augmenté pour le gaz.

La hausse des prix des produits alimentaires s'est établie à 2,9 % en mars 2025, après 2,7 % en février, en grande partie en raison d'un renchérissement des produits alimentaires non transformés. Le taux de variation annuel des prix des produits alimentaires non transformés s'est redressé, ressortant à 4,2 % en mars, après 3,0 % le mois précédent. Cette forte hausse résulte d'une croissance mensuelle des prix des produits alimentaires non transformés légèrement plus forte que d'habitude, potentiellement liée à des effets météorologiques défavorables, et du fait que les faibles évolutions observées un an auparavant ne sont plus prises en compte dans le calcul. Dans le même temps, le taux de croissance annuel des prix des produits alimentaires transformés est demeuré inchangé à 2,6 %, en partie en raison de la persistance des fortes tensions exercées par les prix du tabac. Le taux annuel pour les produits alimentaires transformés hors composante tabac est demeuré inchangé à 1,8 %.

L'inflation mesurée par l'IPCH hors énergie et produits alimentaires (IPCHX) a continué de se ralentir, s'établissant à 2,4 % en mars, après 2,6 % le mois précédent. Cette décélération résulte principalement d'un ralentissement de la hausse des prix des services, qui est revenue à 3,5 % après 3,7 % en février. Plusieurs facteurs ont contribué à cette évolution, notamment une baisse de la demande de services de loisirs, une diminution des tensions sur les coûts de l'énergie et les coûts salariaux et des effets de réévaluations annuels légèrement plus faibles au début de l'année. Dans le même temps, la hausse des prix des biens industriels non énergétiques est restée à 0,6 %, en ligne avec les tensions modérées actuelles sur les prix. Cette stabilité reflète un ralentissement de la hausse des prix des biens non durables contrebalancé par une accentuation de la hausse des prix des biens semi-durables et durables, bien que la variation des prix des biens durables demeure en territoire négatif).

La plupart des mesures de l'inflation sous-jacente ont évolué en ligne avec un retour durable de l'inflation totale à la cible de 2 % à moyen terme (graphique 9) ¹. La majorité des valeurs d'indicateurs allaient de 2,2 % à 2,7 %. Les mesures reposant sur des exclusions, telles que l'IPCH hors énergie et l'inflation mesurée par l'IPCH hors énergie et produits alimentaires non transformés, ont continué de s'atténuer. Dans le même temps, la moyenne tronquée à 10 % est restée inchangée et la moyenne tronquée à 30 % et la médiane pondérée ont augmenté en mars. S'agissant des mesures fondées sur des modèles, l'indicateur *Supercore* (qui comprend les rubriques de l'IPCH sensibles au cycle d'activité) est revenu à 2,6 % en mars, après 2,7 % en février. Dans le même temps, la composante persistante et commune de l'inflation (PCCI), qui tend à être plus performante que d'autres indicateurs en tant que prédicteur de l'inflation totale future, a légèrement diminué à 2,2 % en mars, après 2,3 % en février, et est restée dans le bas de la fourchette. Bien que l'indicateur relatif à l'inflation intérieure, qui

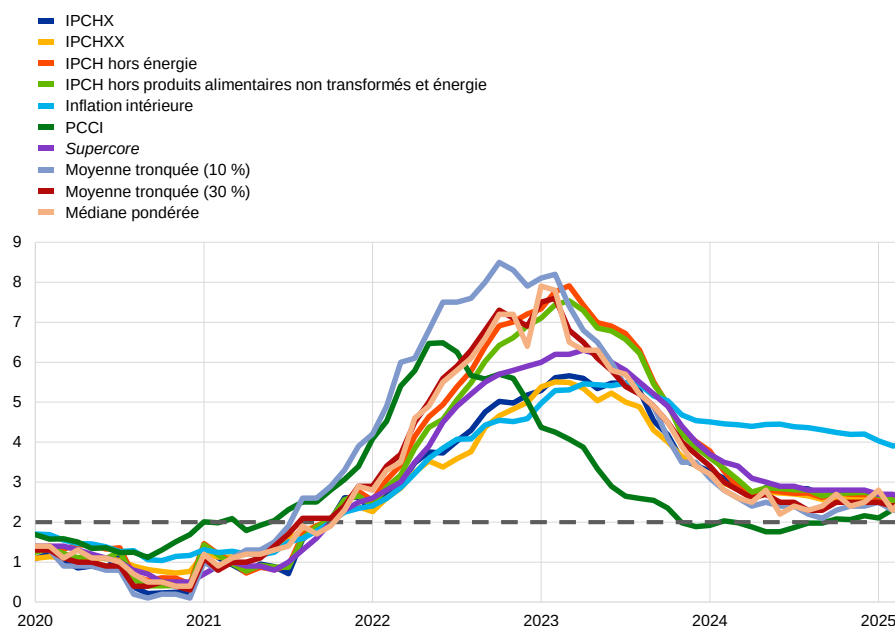
¹ Pour plus d'informations sur les différentes mesures de l'inflation sous-jacente, cf. Lane (P.R.), « *Underlying inflation: an update* », discours lors de l'*Inflation: Drivers and Dynamics Conference 2024* organisée par la Banque fédérale de réserve de Cleveland et la BCE, 24 octobre 2024.

couvre principalement les composantes des services, demeure à un niveau élevé, il s'est progressivement atténué depuis décembre 2024 et s'est établi à 3,9 % en mars.

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 mars 2025.

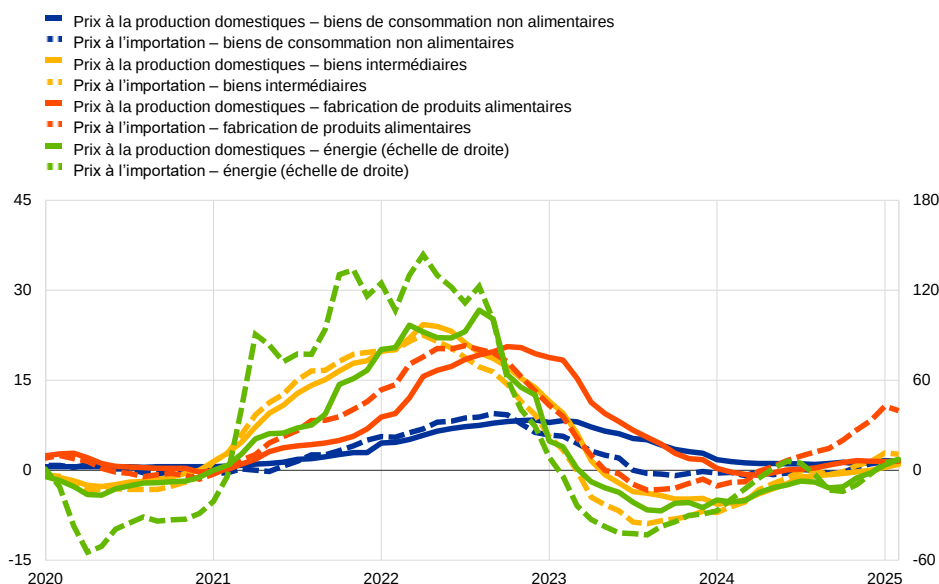
En février, la plupart des indicateurs relatifs aux tensions sur les prix des biens en amont de la chaîne des prix ont présenté des déplacements à la hausse modérés, tandis que les indicateurs en aval ont légèrement diminué (graphique 10). En amont de la chaîne des prix, la variation des prix à la production pour les ventes domestiques de biens intermédiaires a augmenté de 0,9 % en février, après 0,5 % en janvier. En aval de la chaîne des prix, en revanche, les taux de croissance annuels des prix à la production des biens de consommation non alimentaires ont légèrement diminué, ressortant à 1,5 % en février, après 1,6 % en janvier. Le taux de croissance annuel des prix à la production des produits alimentaires manufacturés a augmenté pour s'établir à 1,5 %, après 1,4 %, sur la même période, confirmant les indications précédentes selon lesquelles l'atténuation progressive des tensions en amont s'était accentuée sur le segment des produits alimentaires manufacturés. Le taux de croissance annuel des prix à l'importation pour les biens de consommation non alimentaires est resté inchangé à 1,5 %. Dans le même temps, la hausse des prix à l'importation des produits de l'industrie alimentaire est revenue à 9,9 % en février, après 10,7 % en janvier, reflétant possiblement des taux de croissance toujours élevés, mais en baisse, des prix internationaux des matières premières alimentaires. 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 prix des biens de consommation s'est dissipée, mais il n'y a pas eu de résurgence notable.

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 février 2025.

Les tensions d'origine interne sur les coûts, indiquées par la croissance du déflateur du PIB, ont continué de s'atténuer au quatrième trimestre 2024, revenant à 2,5 % après 2,7 % au trimestre précédent (graphique 11).

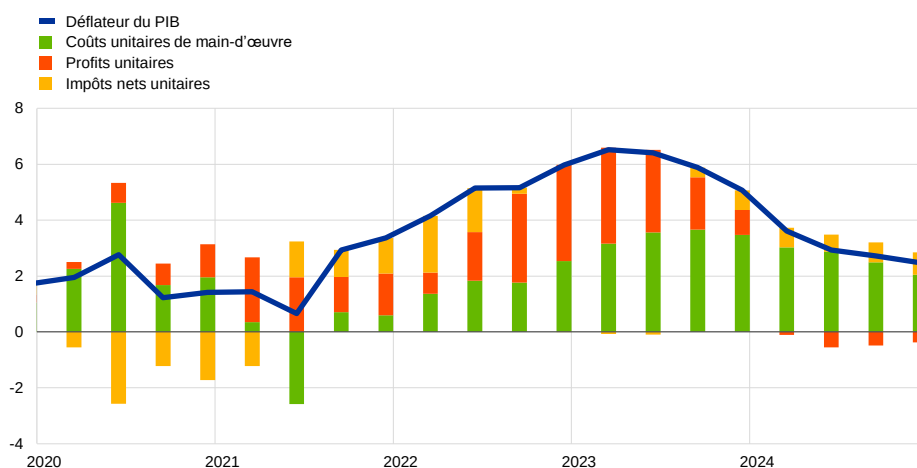
Cela marque une baisse substantielle par rapport au pic de 6,5 % enregistré au premier trimestre 2023, même si le taux demeure supérieur à sa moyenne de long terme de 1,6 % avant la pandémie de COVID-19. Le ralentissement du déflateur du PIB résulte largement de la poursuite de la modération de la croissance des coûts unitaires de main-d'œuvre (3,7 % au quatrième trimestre 2024, après 4,5 % au troisième trimestre). Ce ralentissement reflète la combinaison d'une croissance des salaires plus faible, mesurée en termes de rémunération par tête (4,1 % au quatrième trimestre après 4,5 % le trimestre précédent), et d'une hausse de la croissance de la productivité (à 0,4 % après 0,0 % au cours du trimestre précédent). L'atténuation de la croissance effective des salaires a été globalement en ligne avec un ralentissement de la croissance des salaires négociés (ressortant à 4,1 % au quatrième trimestre 2024, après 5,4 % au troisième trimestre). Malgré la diminution de leur contribution négative au déflateur du PIB au quatrième trimestre, les profits unitaires ont continué d'amortir la croissance toujours élevée des coûts de main-d'œuvre. Pour l'avenir, l'outil de suivi des salaires de la BCE, qui intègre des données relatives aux accords salariaux négociés jusqu'à la première semaine d'avril 2025, suggère que les tensions sur la croissance des salaires continueront de s'atténuer tout au long de l'année 2025. Ces perspectives sont soutenues par les derniers indicateurs tirés d'enquêtes relatifs à la croissance des salaires, tels que ceux de l'enquête téléphonique de la BCE auprès des entreprises, dans laquelle les

anticipations de croissance des salaires pour 2025 ont été révisées à la baisse à 3,0 %, après 3,6 % lors de la campagne précédente ². L'atténuation des tensions sur la croissance des salaires est cohérente avec une diminution des demandes de compensation de l'inflation pendant les négociations ainsi qu'avec un ralentissement de la demande de main-d'œuvre.

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. La productivité du travail apporte une contribution négative. Les dernières observations se rapportent au quatrième trimestre 2024.

Les mesures extraites des instruments de marché pour la compensation de l'inflation à court terme dans la zone euro, telles que mesurées par les *inflation fixings*, ont légèrement diminué pour revenir à des niveaux inférieurs à 2 % au cours des prochains mois (graphique 12). Ces mesures, qui reflètent les anticipations des intervenants de marché relatives à l'inflation mesurée par l'IPCH hors tabac, suggèrent que les investisseurs s'attendent à ce que cette mesure de l'inflation baisse au-dessous de 2,0 % au cours des prochains mois, avant de continuer à baisser vers la fin de l'année pour s'établir sensiblement au-dessous de 2 % mi-2026. De même, le taux des *swaps* indexés sur l'inflation à un an dans un an a diminué à 1,6 % environ au cours de la période sous revue. Du côté des consommateurs, selon l'enquête de la BCE sur les anticipations des consommateurs (*Consumer Expectations Survey*, CES) de mars 2025, le taux médian de l'inflation perçue sur les 12 mois précédents s'est établi à 3,1 % en mars 2025 – le taux le plus bas depuis septembre 2021. Dans le même temps, les anticipations médianes relatives à l'inflation totale pour l'année à venir se sont inscrites en hausse, à 2,9 % en mars, après 2,6 % en février. Les anticipations médianes pour l'inflation totale à trois ans ont également légèrement augmenté, ressortant à 2,5 % après 2,4 % sur la même période. L'augmentation des anticipations d'inflation des consommateurs est liée à une incertitude plus élevée entourant l'inflation pour certains participants.

² Pour plus d'informations, cf. l'encadré 4 de ce *Bulletin économique*.

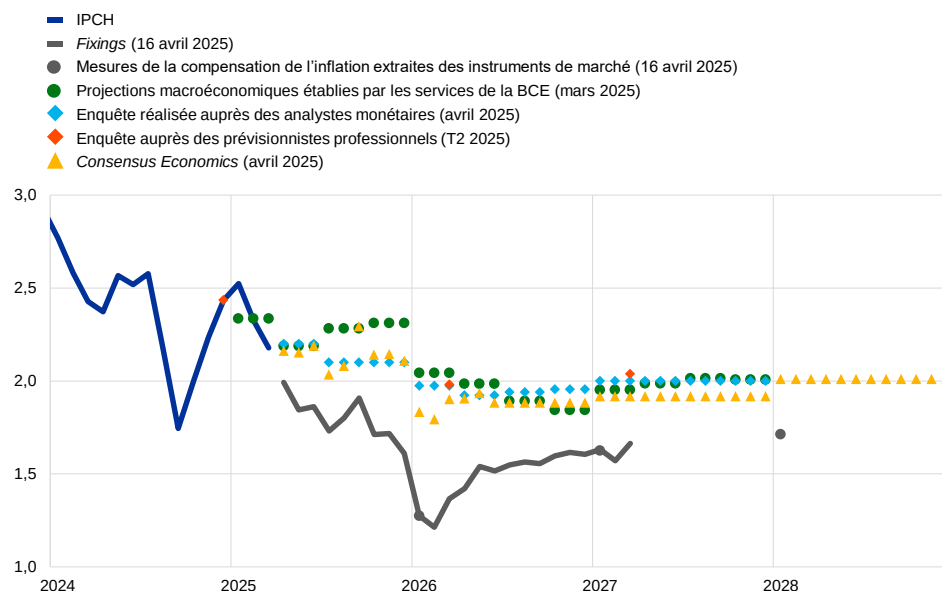
Les indicateurs tirés d'enquêtes relatifs aux anticipations d'inflation à plus long terme et les mesures de la compensation de l'inflation à plus long terme extraites des instruments de marché sont demeurés stables, la plupart s'établissant autour de 2 % (graphique 12). Dans l'enquête réalisée en avril 2025 par la BCE auprès des analystes monétaires (*Survey of Monetary Analysts*, SMA) (menée entre le 31 mars et le 2 avril) et dans l'enquête de la BCE auprès des prévisionnistes professionnels (EPP) pour le deuxième trimestre 2025 (menée entre le 1^{er} et 4 avril), la médiane et la moyenne des anticipations d'inflation à plus long terme étaient inchangées, à 2 %. Les mesures à plus long terme de la compensation de l'inflation extraites des instruments de marché (basées sur l'IPCH hors tabac) ont diminué au cours de la période sous revue, le taux des *swaps* indexés sur l'inflation à cinq ans dans cinq ans s'établissant à 2 % environ. En outre, 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.

Graphique 12

Inflation totale, projections d'inflation et anticipations

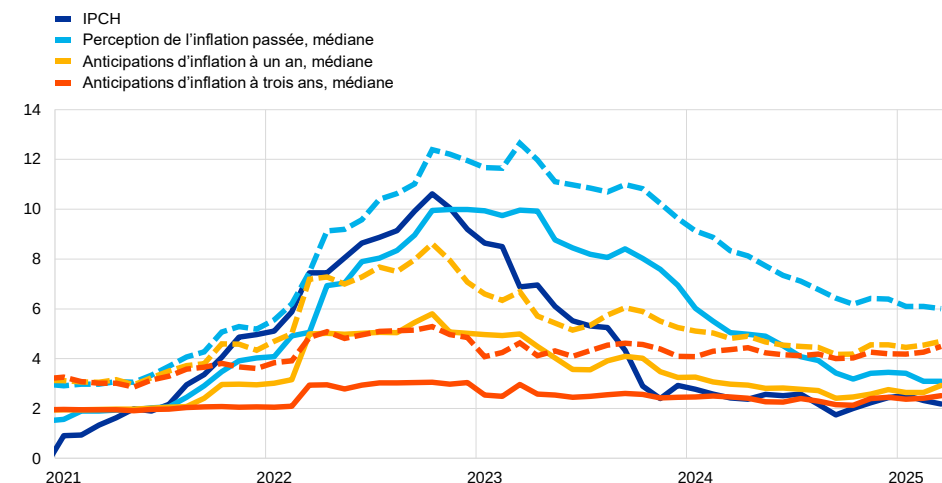
a) Inflation totale, mesures de la compensation de l'inflation extraites des instruments de marché, projections d'inflation et indicateurs des anticipations d'inflation tirés d'enquêtes

(variations annuelles en pourcentage)



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

(variations annuelles en pourcentage)



Sources : Eurostat, LSEG, Consensus Economics, BCE (enquête SMA, enquête EPP, enquête CES), Projections macroéconomiques pour la zone euro établies par les services de l'Eurosystème, mars 2025 et calculs de la BCE.

Notes : Dans la partie a), les séries relatives aux mesures de la compensation de l'inflation extraites des instruments de marché se fondent sur le taux d'inflation au comptant à un an et sur les taux anticipés à un an dans un an, dans 2 ans et dans 3 ans. Pour les mesures de la compensation de l'inflation extraites des instruments de marché, les observations se rapportent au 16 avril 2025. Les inflation fixings correspondent à l'inflation implicite tirée des swaps d'inflation zéro coupon dans la zone euro hors tabac. Pour le deuxième trimestre 2025, l'EPP a été réalisée entre le 1^{er} et le 4 avril 2025. La date d'arrêt pour les prévisions à long terme de Consensus Economics est le 7 avril 2025. 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. Dans la partie b), pour l'enquête CES, les lignes en pointillés représentent la moyenne et les lignes continues représentent la médiane. Les dernières observations se rapportent à mars 2025.

Au cours de la période sous revue du 6 mars au 16 avril 2025, les marchés financiers de la zone euro ont été fortement influencés par les modifications des politiques commerciales initiées par les États-Unis. L'annonce de droits de douane draconiens par les États-Unis le 2 avril a entraîné une correction des actifs financiers, la plus forte depuis la pandémie, dans un contexte de volatilité accrue. La suspension ultérieure de 90 jours des droits de douane appliqués à la plupart des partenaires commerciaux des États-Unis n'a octroyé qu'un répit partiel. Dans l'ensemble, la courbe à terme du taux sans risque à court terme de l'euro s'est déplacée vers le bas, les marchés intégrant dans leurs prix, à la fin de la période sous revue, des réductions cumulées des taux d'intérêt d'environ 85 points de base dans la zone euro d'ici fin 2025. Les rendements des obligations souveraines à long terme ont également baissé dans les différentes juridictions, légèrement plus vite que les taux sans risque. Les prix des actions de la zone euro ont fortement baissé dans un contexte de volatilité élevée, en particulier après le 2 avril. Les écarts de rendement des obligations d'entreprises de la zone euro se sont accrus pour les émetteurs bien notés (investment-grade) et, surtout, pour les émetteurs à haut rendement (high-yield). Sur le marché des changes, l'euro s'est nettement apprécié vis-à-vis du dollar américain (5,2 %) ainsi qu'en termes pondérés des échanges commerciaux (3,3 %).

Au cours de la période sous revue, les taux sans risque de la zone euro ont baissé dans un contexte de volatilité accrue liée à l'intensification des tensions commerciales, entraînant une pentification de la courbe à terme.

Le taux de référence à court terme de l'euro (€STR) s'est établi en moyenne à 2,45 % sur la période sous revue, à la suite de la décision largement anticipée prise par le Conseil des gouverneurs lors de sa réunion de mars d'abaisser les taux directeurs de la BCE de 25 points de base. L'excédent de liquidité a diminué de 44 milliards d'euros environ pour s'établir à 2 783 milliards. Cette évolution reflète principalement la réduction des portefeuilles de titres détenus à des fins de politique monétaire, l'Eurosystème ne réinvestissant plus les remboursements au titre du principal des titres arrivant à échéance dans ses programmes d'achats d'actifs. Après s'être déplacée vers le haut à la suite de l'annonce d'une expansion budgétaire planifiée en Allemagne et de l'initiative « ReArm Europe » juste avant la période sous revue, la courbe à terme a progressivement inversé une bonne partie de sa hausse dans un contexte de montée des tensions affectant le commerce international. L'annonce de droits de douane faite par les États-Unis le 2 avril et l'intensification des tensions commerciales mondiales qui en a résulté ont entraîné une nette réévaluation à la baisse de la courbe à terme, reflétant les anticipations d'une accélération du rythme d'assouplissement de la politique monétaire dans la zone euro. À la fin de la période sous revue, les marchés intégraient dans leurs prix des baisses cumulées de taux d'intérêt d'environ 85 points de base à fin 2025, soit environ 40 points de base de plus qu'au début de la période. Les taux d'intérêt sans risque à long terme dans la zone euro ont également diminué au cours de la période sous revue, mais dans une moindre mesure, ce qui a entraîné une pentification de la courbe à terme, le taux nominal des swaps au jour le jour (OIS) à dix ans étant

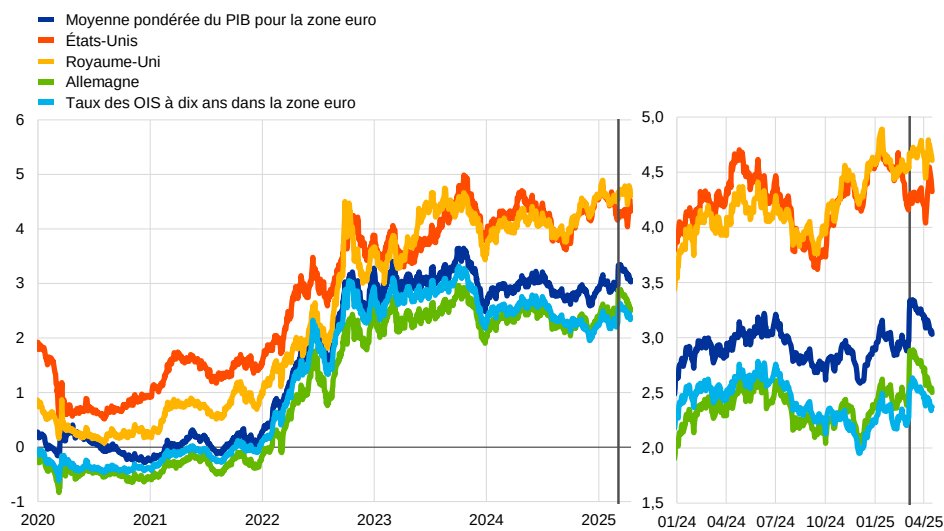
revenu à 2,4 %, un niveau inférieur de 15 points de base à celui du début de la période sous revue.

Les rendements des obligations souveraines à long terme ont également baissé, avec des variations entre les juridictions (graphique 13). Le rendement pondéré du PIB des obligations souveraines à dix ans de la zone euro s'est établi à 3 % à la fin de la période sous revue, soit une baisse de 31 points de base par rapport à son niveau de départ, les écarts de rendement par rapport au taux OIS se réduisant d'environ 15 points de base. Les écarts de rendement des obligations souveraines se sont pour l'essentiel resserrés avant l'annonce de l'administration américaine relative aux droits de douane le 2 avril, les évolutions intervenant de manière globalement équivalente dans les différentes juridictions. Par la suite, l'intensification des tensions commerciales internationales a entraîné une légère hausse de la dispersion des rendements des obligations souveraines de la zone euro, les investisseurs s'orientant vers des actifs plus sûrs. Au niveau international, le rendement des titres du Trésor américain à dix ans a significativement fluctué, augmentant de 5 points de base environ, à 4,3 %, à la fin de la période sous revue, tandis que le rendement des obligations souveraines à dix ans au Royaume-Uni a baissé de 7 points de base environ, terminant la période à 4,6 %.

Graphique 13

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

(en pourcentage annuel)



Sources : LSEG et calculs de la BCE.

Notes : La ligne verticale grise indique le début de la période sous revue (6 mars 2025). Les dernières observations se rapportent au 16 avril 2025.

Tout au long de la période sous revue, les tensions commerciales ont alimenté une forte volatilité sur les marchés boursiers tant au plan mondial que dans la zone euro, entraînant des baisses marquées des prix des actions. Les prix des actions ont diminué plus fortement après l'imposition par l'administration américaine de droits de douane sur les importations de voitures et au cours de la période qui a précédé les droits de douane « réciproques » généralisés annoncés le 2 avril. Entre

le début de l'année et celui de la période sous revue, les actions de la zone euro ont affiché de meilleures performances que les actions américaines, une réorientation des flux de fonds actions vers l'Europe ayant en partie compensé l'impact négatif des tensions commerciales. Toutefois, l'annonce du 2 avril, et l'intensification des tensions commerciales mondiales qui a suivi, ont déclenché des liquidations sur les marchés boursiers à l'échelle mondiale. Après la mise en œuvre, par l'administration américaine, d'une pause de 90 jours sur ses droits de douane « réciproques » pour tous les pays sauf la Chine, les prix des actions se sont partiellement redressés, malgré une incertitude accrue concernant les échanges internationaux. Au cours de la période sous revue dans son ensemble, les indices boursiers de la zone euro ont baissé de 8,5 %, les actions des sociétés non financières (SNF) et des banques diminuant de 9,4 % et 7,9 %, respectivement. Les indices boursiers américains ont reculé de 8 %, avec des baisses de 9,9 % pour les banques et de 8,3 % pour les SNF.

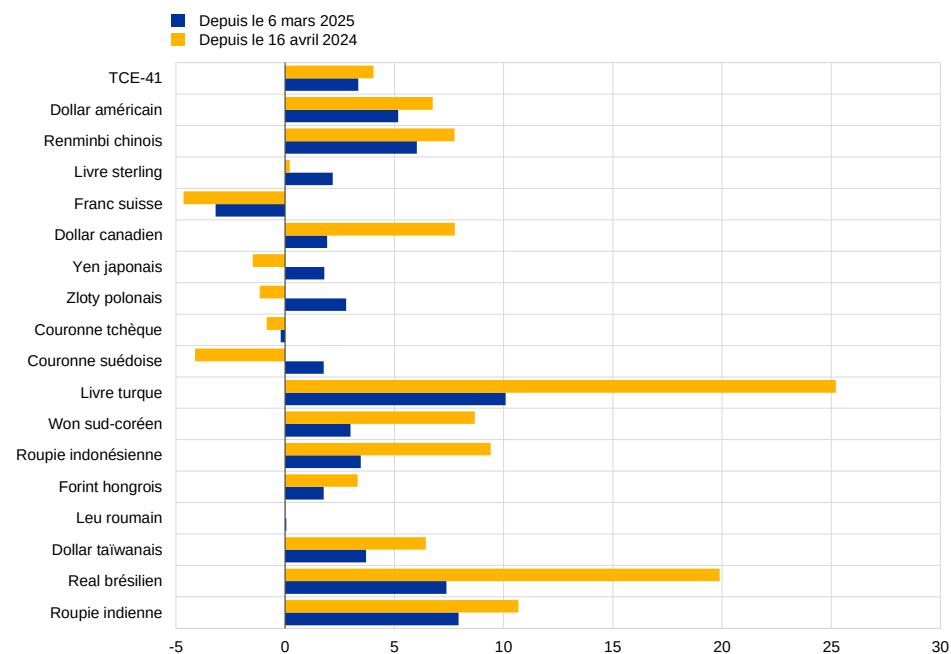
Les écarts de rendement des obligations d'entreprises se sont élargis à la fois au sein du compartiment bien noté (*investment-grade*) et du compartiment à rendement élevé (*high-yield*). L'aversion au risque des marchés s'est également reflétée dans les marchés des obligations d'entreprises. L'augmentation des écarts de rendement au sein du compartiment bien noté résulte d'un élargissement presque parallèle, d'environ 30 points de base, des écarts de rendement des obligations émises par les sociétés financières et des écarts de rendement des obligations émises par les SNF. L'effet de l'annonce de droits de douane a été plus prononcé dans le compartiment à rendement élevé, au sein duquel les écarts de rendement des obligations émises par les SNF ont augmenté d'environ 110 points de base et les écarts de rendement des obligations émises par les sociétés financières, d'environ 85 points de base.

Sur les marchés des changes, l'euro s'est fortement apprécié vis-à-vis du dollar américain ainsi qu'en termes pondérés des échanges commerciaux (graphique 14). Le taux de change effectif nominal de l'euro, mesuré par rapport aux devises des 41 principaux partenaires commerciaux de la zone euro, s'est apprécié de 3,3 % au cours de la période sous revue. Cette forte appréciation de l'euro a été généralisée. Une appréciation de 5,2 % vis-à-vis du dollar a largement résulté d'une modification des anticipations de marché relatives aux perspectives de croissance aux États-Unis et à l'impact potentiel des politiques américaines après les annonces de droits douane faites aux États-Unis début avril. L'euro s'est également renforcé de 6,0 % vis-à-vis du renminbi chinois, ce dernier se dépréciant en raison de l'impact défavorable que devraient avoir les droits de douane américains. L'euro s'est nettement apprécié par rapport à la livre turque, dans un contexte d'évolutions spécifiques à cette économie de marché émergente qui ont globalement entraîné un affaiblissement de sa monnaie. En revanche, l'euro s'est déprécié de 3,2 % vis-à-vis du franc suisse dans un contexte d'incertitudes sur les marchés et de sentiment plus large d'aversion au risque de la part des marchés.

Graphique 14

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

(variations en pourcentage)



Source : Calculs de la BCE.

Notes : Le TCE-41 est le taux de change effectif nominal de l'euro par rapport aux monnaies des 41 principaux partenaires commerciaux de la zone euro. Une variation positive (négative) correspond à une appréciation (dépréciation) de l'euro. Toutes les évolutions sont calculées en utilisant les taux de change enregistrés le 16 avril 2025.

Les dernières statistiques officielles relatives aux emprunts des entreprises, qui ont été publiées le 2 avril 2025, indiquent que les réductions des taux d'intérêt directeurs de la BCE ont de nouveau abaissé le coût de ces emprunts. En février, les coûts moyens de financement des banques sont restés proches du pic enregistré récemment, tandis que les taux des prêts bancaires aux entreprises ont continué de diminuer progressivement par rapport à leurs plus hauts niveaux. Les taux d'intérêt moyens des nouveaux prêts aux entreprises ont diminué en février pour s'établir à 4,1 %, tandis que ceux des nouveaux prêts hypothécaires ont légèrement augmenté, ressortant à 3,3 %. La croissance des prêts aux entreprises et aux ménages a continué de s'accélérer en février, mais est restée bien inférieure aux moyennes historiques, reflétant une demande toujours atone et des critères d'octroi toujours restrictifs. Sur la période allant du 6 mars au 16 avril 2025, le coût pour les entreprises du financement par fonds propres a augmenté, en raison de la hausse de la prime de risque sur actions, tandis que le coût du financement par endettement de marché est resté pratiquement inchangé. Selon l'enquête d'avril 2025 sur la distribution du crédit bancaire dans la zone euro, les critères d'octroi des prêts aux entreprises se sont de nouveau légèrement durcis au premier trimestre 2025, et la demande nette de prêts a légèrement diminué, après une reprise modeste au cours des trimestres précédents. Les critères d'octroi des prêts au logement se sont assouplis et la demande nette a continué d'augmenter fortement pour cette catégorie de prêts. Dans l'enquête sur l'accès des entreprises au financement (enquête SAFE) pour le premier trimestre 2025, qui a été réalisée entre le 10 février et le 21 mars 2025, les entreprises ont déclaré une baisse des taux d'intérêt bancaires et un nouveau léger durcissement des autres conditions des prêts. Les entreprises ont également fait état d'une légère réduction des besoins de prêts bancaires et d'une disponibilité globalement inchangée de ces prêts. Le taux de croissance annuel de l'agrégat monétaire large (M3) s'est de nouveau inscrit en hausse pour s'établir à 4,0 % en février.

Les coûts marginaux de financement des banques ont continué de diminuer en février 2025, tandis que les coûts moyens de financement pour les banques de la zone euro n'ont enregistré que de légères baisses. Le coût composite du financement par endettement pour les banques de la zone euro, c'est-à-dire l'indice qui mesure les coûts marginaux du financement bancaire, a diminué en février (graphique 15, partie a), sous l'effet des baisses des taux et d'une préférence accrue pour la liquidité de la part des entreprises et des ménages, tandis que les coûts moyens du financement bancaire n'ont que légèrement diminué. Les taux des dépôts et ceux du marché monétaire interbancaire ont continué de baisser, le taux de dépôt composite ressortant à 1,1 % en février après un pic à 1,4 % en mai 2024. Les rendements des obligations bancaires ont augmenté début mars et diminué de nouveau par la suite, dans un contexte d'incertitude macroéconomique et géopolitique accrue (graphique 15, partie b). Les taux d'intérêt des dépôts à terme pour les entreprises et les ménages ont baissé plus fortement que ceux appliqués aux dépôts à vue. En conséquence, l'écart significatif entre les taux d'intérêt des dépôts à terme et ceux des dépôts à vue a continué de se réduire pour les

entreprises comme pour les ménages, reflétant la baisse légèrement plus importante de la rémunération des dépôts à terme.

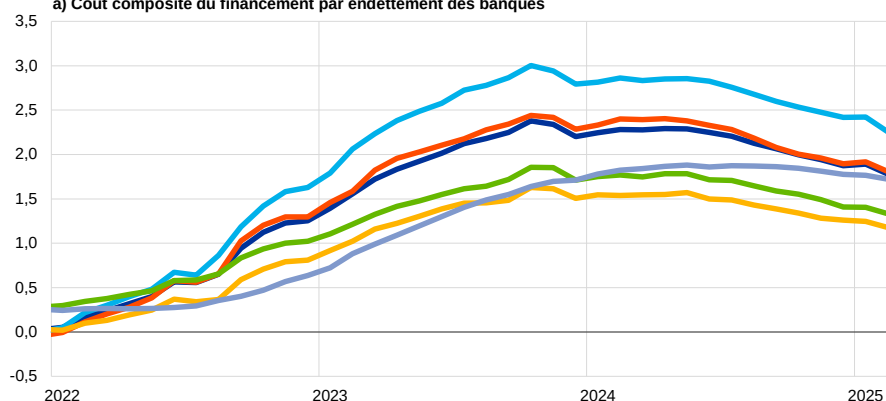
Graphique 15

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

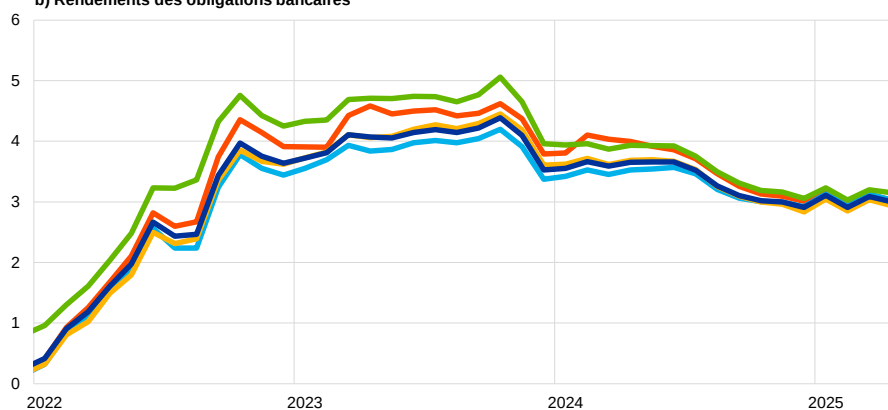
(pourcentages annuels)

- Zone euro
- Allemagne
- France
- Italie
- Espagne
- Coûts moyens de financement des banques de la zone euro

a) Coût composite du financement par endettement des banques



b) Rendements des obligations bancaires



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

Notes : Les coûts composites du financement des banques correspondent à une moyenne des coûts des nouveaux contrats pour les dépôts à vue, les dépôts remboursables avec un préavis, les dépôts à terme, les obligations et les emprunts interbancaires, pondérés par leurs encours respectifs. Les coûts moyens de financement des banques utilisent les mêmes pondérations, mais sont basés sur les taux de l'encours de dépôts et du financement interbancaire, et sur le rendement à l'échéance lors de l'émission pour les obligations. Les rendements des obligations bancaires correspondent aux moyennes mensuelles des obligations de la tranche senior. Les dernières observations se rapportent à février 2025 pour le coût composite du financement par endettement des banques (partie a) et au 16 avril 2025 pour les rendements des obligations bancaires (partie b).

Le secteur bancaire de la zone euro a continué de bien résister, avec des positions de fonds propres solides et des niveaux de rentabilité toujours élevés, malgré des facteurs défavorables liés à la faiblesse de la croissance économique. Au quatrième trimestre 2024, la capitalisation des banques est demeurée globalement stable, avec des ratios de fonds propres dépassant largement 15 % et des coussins de fonds propres volontaires supérieurs aux exigences de fonds propres de base de catégorie 1 (*Common Equity Tier 1, CET1*).

Le rendement des fonds propres des banques est resté élevé, ressortant à 10 % au quatrième trimestre 2024, en dépit d'une augmentation des besoins de provisionnement dans certaines catégories d'actifs et d'une diminution du soutien apporté par les produits nets d'intérêts par rapport au pic observé au premier trimestre 2024. Avec des taux d'intérêt se situant toujours à des niveaux élevés, la qualité des actifs a continué de se détériorer lentement, avec des variations considérables d'un pays à l'autre. Les prêts non performants ont été stables, à un niveau proche des points bas historiques observés au premier trimestre 2023. La proportion de prêts sous-performants (stade 2) a fortement augmenté en 2024, en particulier en ce qui concerne les petites entreprises et l'immobilier commercial, et les banques ont augmenté leurs provisions pour pertes sur prêts afin de refléter cette évolution.

Les taux débiteurs bancaires appliqués aux entreprises ont encore baissé, tandis que ceux appliqués aux ménages se sont stabilisés en février.

Les taux débiteurs ont diminué depuis l'été 2024, reflétant la baisse des taux directeurs (graphique 16). En février 2025, les taux débiteurs appliqués aux nouveaux prêts consentis aux sociétés non financières (SNF) ont diminué de 15 points de base pour s'établir à 4,10 %, environ 1,2 point de pourcentage au-dessous de leur point haut d'octobre 2023 (graphique 16, partie a). Ce recul a été généralisé dans les plus grands pays de la zone euro et s'est concentré sur les prêts assortis d'échéances allant jusqu'à un an. En revanche, les taux appliqués aux prêts d'échéance supérieure à un an ont augmenté, en réponse à la hausse des taux d'intérêt sans risque à plus long terme. S'agissant des entreprises, le coût du financement par endettement de marché a diminué pour s'établir à 3,5 % en février, mais des tensions à la hausse ont été observées plus récemment et les taux ont augmenté pour ressortir à 3,7 % en avril (graphique 17). L'écart entre les taux d'intérêt appliqués aux prêts de faible montant et aux prêts de montant élevé consentis aux entreprises s'est quelque peu élargi en février pour s'établir à 0,47 point de pourcentage, un niveau légèrement supérieur à son point bas historique, dans un contexte d'hétérogénéité entre les pays. En revanche, les taux débiteurs appliqués aux nouveaux prêts au logement consentis aux ménages ont augmenté de 8 points de base, pour s'établir à 3,33 % en février, soit 70 points de base au-dessous de leur pic de novembre 2023 (graphique 16, partie b), avec des variations d'un pays à l'autre. Cette hausse est attribuable aux évolutions des taux à long terme et a été plus prononcée pour les échéances plus longues.

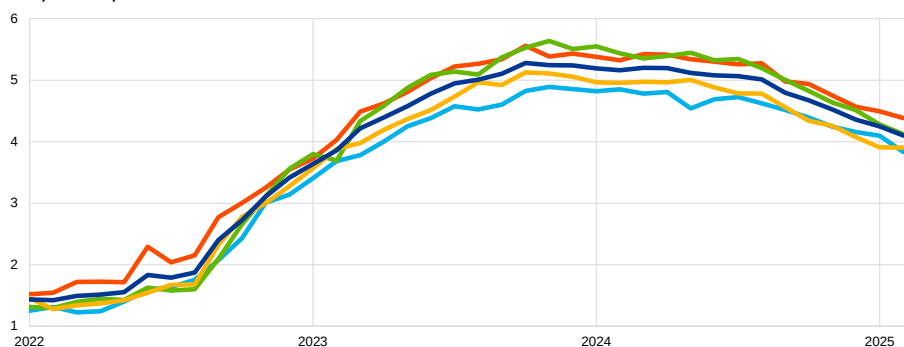
Graphique 16

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

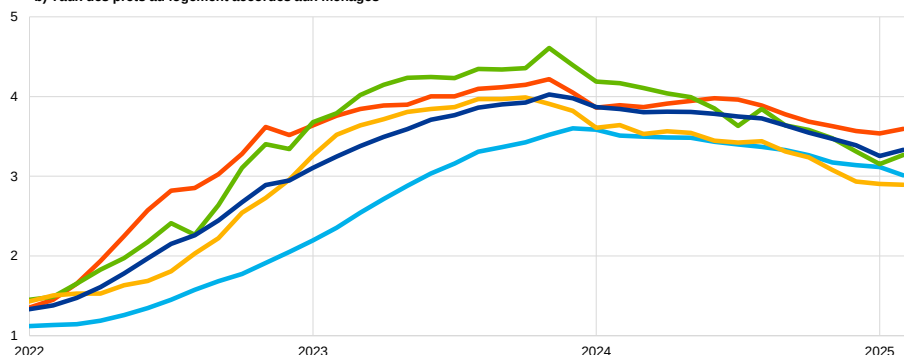
(pourcentages annuels)

■ Zone euro
■ Allemagne
■ France
■ Italie
■ Espagne

a) Taux des prêts consentis aux SNF



b) Taux des prêts au logement accordés 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 février 2025.

Sur la période allant du 6 mars au 16 avril 2025, le coût pour les entreprises du financement par émission d'actions a augmenté, alors que celui du financement par endettement de marché est resté pratiquement inchangé.

Sur la base des données mensuelles disponibles jusqu'en février 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 augmenté en février par rapport au mois précédent et s'est établi à 5,7 %, au-dessous du point haut sur plusieurs années atteint en octobre 2023 (graphique 17) ³. Cette évolution résulte d'une hausse du coût des fonds propres due à une augmentation de la prime de risque sur actions, toutes les autres composantes du coût ayant diminué ou étant restées inchangées. Les données quotidiennes couvrant la période allant du 6 mars au 16 avril 2025 montrent que le coût du financement par endettement de marché est resté stable, en raison d'un déplacement vers le bas de la courbe des *swaps* au

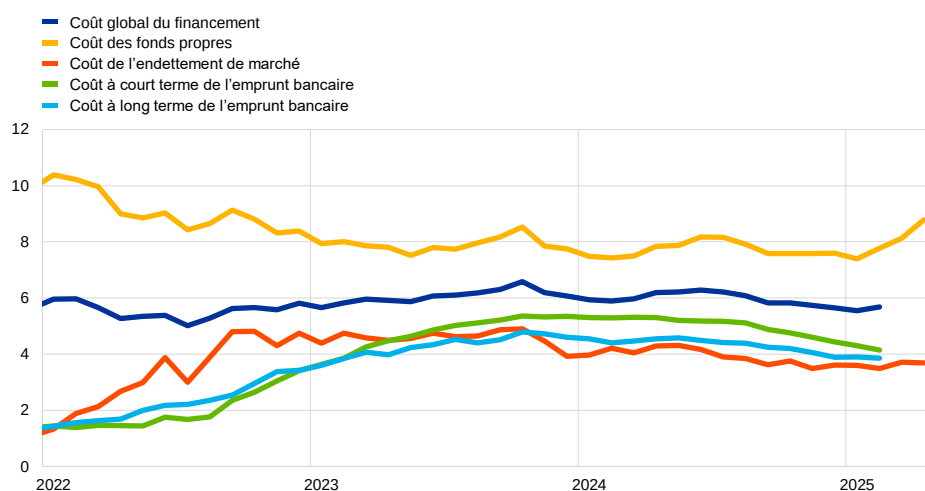
³ En raison de décalages dans la disponibilité des données relatives au coût de l'emprunt auprès des banques, les données relatives au coût total du financement des SNF ne sont disponibles que jusqu'à février 2025.

jour le jour (OIS) pour les échéances à moyen et long terme qui a été presque intégralement compensé par une hausse des écarts de rendement des obligations d'entreprises, notamment les obligations dans le secteur à haut rendement. Le coût du financement par fonds propres a augmenté sur la même période en réponse au renforcement de la prime de risque sur actions et, malgré la baisse du taux d'intérêt sans risque à long terme, approximé par le taux OIS à dix ans.

Graphique 17

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 16 avril 2025 pour le coût de l'endettement de marché et le coût des fonds propres (données quotidiennes) et à février 2025 pour le coût total du financement et le coût de l'emprunt auprès des banques (données mensuelles).

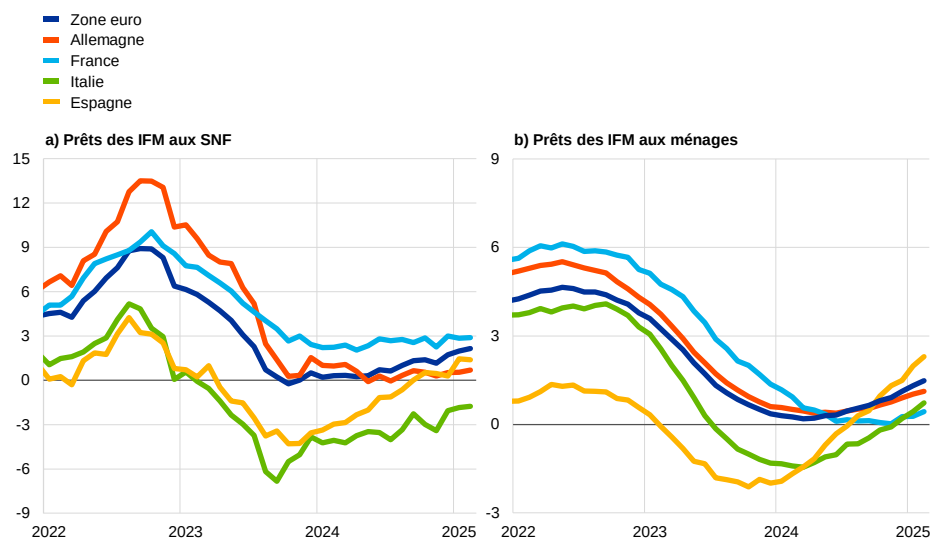
La croissance des prêts aux entreprises et aux ménages a continué d'augmenter progressivement en février, reflétant une demande toujours atone et des critères d'octroi toujours restrictifs. Le taux de croissance annuel des prêts bancaires aux entreprises a atteint 2,2 % en février 2025, après 2,0 % en janvier, soit un niveau largement inférieur à sa moyenne historique de 4,8 % (graphique 18, partie a). Cette hausse résulte principalement des prêts à court terme (d'une durée inférieure ou égale à un an). Les émissions de titres de créance des entreprises en février ont été relativement faibles, après une série de mois volatils, et ont augmenté à un taux stable de 3,2 % en glissement annuel. Le taux de croissance annuel des prêts aux ménages s'est amélioré, ressortant à 1,5 % en février, après 1,3 % en janvier, même s'il demeure bien inférieur à sa moyenne historique de 4,1 % (graphique 18, partie b). Les prêts au logement ont continué d'être le principal déterminant de cette tendance haussière, tandis que le crédit à la consommation s'est stabilisé, la croissance annuelle ressortant à 3,9 % en février. 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 février 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, mais à plus long terme, les ménages prévoient que l'accès au crédit soit légèrement plus facile au cours des 12 prochains mois.

Graphique 18

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

(variations annuelles en pourcentage)



Sources : BCE et calculs de la BCE.

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

Selon l'enquête d'avril 2025 sur la distribution du crédit bancaire dans la zone euro, les banques ont déclaré un nouveau léger durcissement des critères d'octroi de prêts ou des lignes de crédit aux entreprises au premier trimestre 2025 et d'un assouplissement modéré des critères d'octroi des prêts au logement (graphique 19). La poursuite du durcissement des conditions d'octroi des prêts aux entreprises au premier trimestre 2025 a été plus faible que prévu par les banques lors de la campagne précédente, et s'explique une fois de plus par une perception plus forte des risques liés aux perspectives économiques ainsi qu'aux situations spécifiques dans les différents secteurs et entreprises. Les banques ont fait état d'un assouplissement modéré des critères d'octroi de prêts au logement accordés aux ménages, tandis qu'un nouveau léger durcissement a été indiqué pour les crédits à la consommation. Pour les prêts au logement, la concurrence des autres banques a été le principal déterminant de cet assouplissement, tandis que le durcissement des critères d'octroi des crédits à la consommation a principalement résulté de la perception des risques. Les banques ont fait état d'une part globalement inchangée des demandes refusées pour les prêts aux grandes entreprises et pour le crédit à la consommation, mais d'une légère diminution nette pour les prêts au logement et d'une nouvelle hausse pour les prêts aux petites et moyennes entreprises (PME). Pour le deuxième trimestre 2025, les banques de la zone euro s'attendent à un nouveau durcissement des critères d'octroi pour les prêts aux entreprises, le crédit à la consommation et les prêts au logement.

Au premier trimestre 2025, les banques ont déclaré une nouvelle légère baisse de la demande de prêts par les entreprises, après deux trimestres de faible

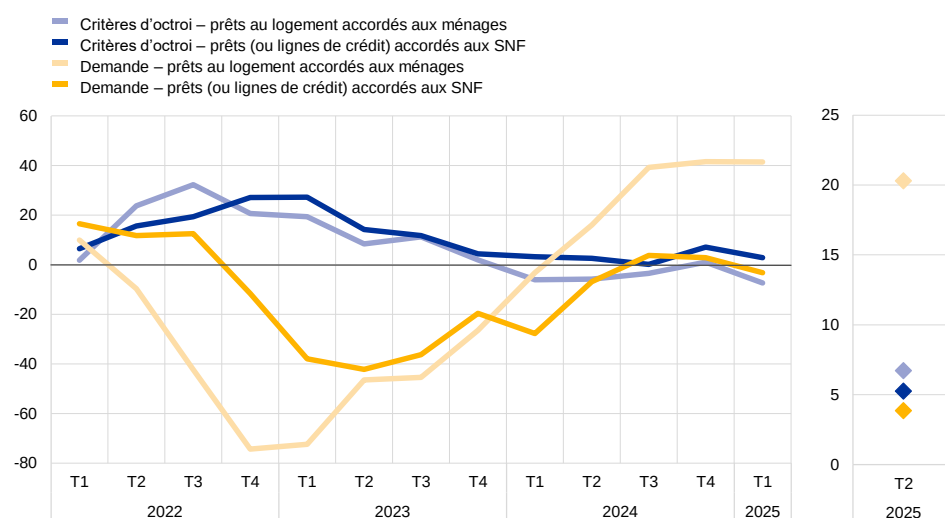
reprise, et d'une forte augmentation de la demande de prêts au logement.

La demande de prêts par les entreprises a diminué, principalement en raison d'une contribution négative des stocks et du fonds de roulement des entreprises, et malgré le soutien apporté par la baisse des taux d'intérêt. L'investissement fixe a continué d'avoir une incidence globalement neutre sur la demande de prêts, certaines banques considérant les incertitudes économiques et géopolitiques comme un facteur modérateur pour la planification à long terme des entreprises. Pour les prêts au logement, la forte hausse de la demande a reflété principalement la baisse des taux d'intérêt et, dans une moindre mesure, l'amélioration des perspectives sur le marché de l'immobilier résidentiel et l'amélioration de la confiance des consommateurs. La hausse modérée de la demande de crédit à la consommation a été principalement soutenue par la baisse des taux d'intérêt, avec de nouvelles faibles contributions de la confiance des consommateurs et des dépenses en biens durables. Pour le deuxième trimestre 2025, les banques s'attendent à une légère augmentation de la demande de prêts par les entreprises et de nouvelles hausses pour les ménages, en particulier pour les prêts au logement.

Graphique 19

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

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



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

Notes : « SNF » signifie sociétés non financières. Pour les questions de l'enquête relatives aux critères d'octroi, les « pourcentages nets » correspondent à la différence entre la somme du pourcentage de banques ayant répondu « sensiblement durcis » et « légèrement durcis » et la somme du pourcentage de banques ayant répondu « légèrement assouplis » et « sensiblement assouplis ». Pour les questions portant sur la demande de prêts, les « pourcentages nets » sont définis comme la différence entre la somme du pourcentage de banques ayant répondu « augmentation importante » et « légère augmentation » et la somme du pourcentage de banques ayant répondu « légère diminution » et « diminution importante ». Les losanges représentent les anticipations déclarées par les banques dans la campagne d'enquête actuelle. Les dernières observations se rapportent au premier trimestre 2025.

Selon les banques interrogées, l'accès au financement est resté globalement inchangé, tandis que les risques perçus pour la qualité du crédit ont pesé sur les conditions de prêt. Au premier trimestre 2025, l'accès des banques au financement de détail est resté globalement inchangé, mais il s'est assoupli pour les titres de créance, les marchés monétaires et les titrisations. Les banques ont indiqué que la réduction du portefeuille de titres relevant de la politique monétaire de la BCE

a eu un léger effet négatif sur leurs conditions de financement et de prêt au cours des six derniers mois, ainsi que sur leurs positions de liquidité, et que l'effet sur les normes d'octroi de crédit est resté globalement neutre. Les banques de la zone euro ont déclaré que les ratios de prêts non performants et d'autres indicateurs de la qualité du crédit avaient eu un effet de durcissement sur les conditions attachées aux prêts qu'elles octroient aux entreprises et aux crédits à la consommation au premier trimestre 2025, tandis que l'effet sur les prêts au logement a été neutre. Les banques ont également déclaré un nouvel impact net négatif des décisions passées et attendues de la BCE relatives aux taux directeurs sur leurs marges d'intérêt nettes au cours des six derniers mois, tandis que l'effet lié aux volumes est demeuré légèrement négatif. Les banques s'attendent à un impact net négatif similaire des décisions de la BCE relatives aux taux directeurs sur leurs marges au cours des six prochains mois, ce qui devrait peser sur la rentabilité globale, malgré la contribution légèrement positive des volumes d'actifs.

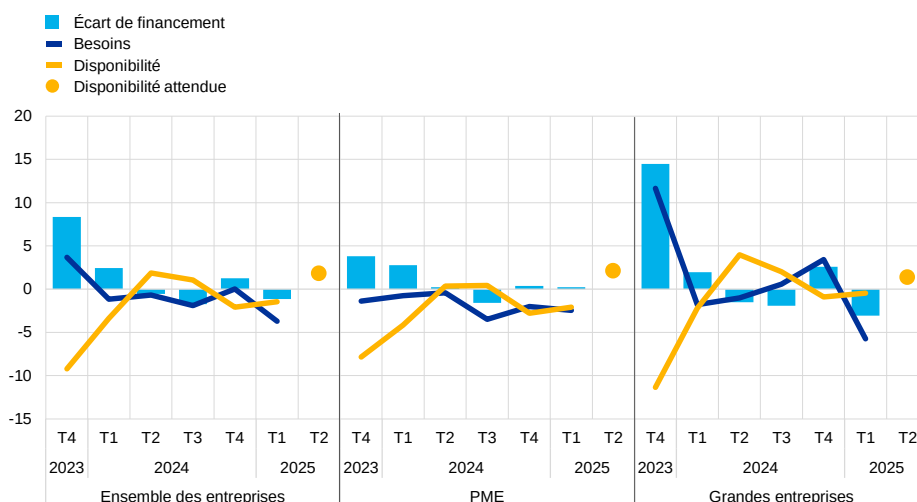
Dans la dernière enquête sur l'accès des entreprises au financement (SAFE), les entreprises font état d'une nouvelle baisse des taux d'intérêt bancaires, tout en continuant d'indiquer un durcissement des autres conditions de prêt.

Au premier trimestre 2025, le nombre net de grandes entreprises observant une baisse des taux d'intérêt a fortement augmenté, tandis qu'en termes nets, les PME ont signalé des taux d'intérêt qui restent globalement inchangés. Dans le même temps, un pourcentage net de 24 % des entreprises (contre 22 % au quatrième trimestre 2024) ont indiqué une hausse des autres coûts de financement, tels que les charges, les frais et les commissions, et un pourcentage net de 13 % (contre 15 % au quatrième trimestre 2024) ont fait état d'exigences de garanties plus strictes.

Graphique 20

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

(pourcentages nets de participants)



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

Notes : « PME » signifie « petites et moyennes entreprises ». Les pourcentages nets correspondent à la différence entre le pourcentage d'entreprises déclarant une hausse de la disponibilité des prêts bancaires (besoins et disponibilité attendue, respectivement) et le pourcentage déclarant une baisse de la disponibilité au cours des trois derniers mois. L'indicateur de l'évolution perçue de l'écart de financement prend une valeur égale à 1 (– 1) si le besoin augmente (diminue) tandis que la disponibilité diminue (augmente). Si les entreprises ne perçoivent qu'une hausse (baisse) unilatérale de l'écart de financement, on assigne à la variable une valeur de 0,5 (– 0,5). Une valeur positive de l'indicateur signale un élargissement de l'écart de financement. Les valeurs sont multipliées par 100 pour obtenir les soldes nets en pourcentages. La disponibilité attendue a été décalée d'une période afin de permettre une comparaison directe avec les réalisations. Les chiffres se rapportent au pilote 2 et aux campagnes 30 à 34 de l'enquête SAFE (octobre-décembre 2023 à janvier-mars 2025).

Les entreprises ont observé une légère réduction du besoin de prêts bancaires et une disponibilité des prêts bancaires globalement inchangée, bien qu'elles anticipent une amélioration modeste de la disponibilité au cours des trois prochains mois (graphique 20). Le pourcentage net d'entreprises faisant état d'une diminution de la disponibilité des prêts bancaires est de 1 % (après 2 % au trimestre précédent). La disponibilité a quelque peu baissé pour les PME, mais elle est restée inchangée pour les grandes entreprises. Ces évolutions sont reflétées par le léger durcissement net des politiques de prêt des banques, et en particulier des critères d'octroi de crédit, comme le souligne l'enquête sur la distribution du crédit bancaire dans la zone euro pour la même période. L'indicateur de l'écart de financement pour les prêts bancaires, qui montre la différence entre l'évolution des besoins et de la disponibilité, est globalement inchangé. Pour les trois prochains mois, les entreprises s'attendent à une amélioration modeste de la disponibilité des prêts bancaires.

La croissance de l'agrégat monétaire large (M3) s'est stabilisée en février, dans un contexte de diminution continue des flux entrants nets étrangers et de reprise progressive des prêts aux entreprises et aux ménages (graphique 21).

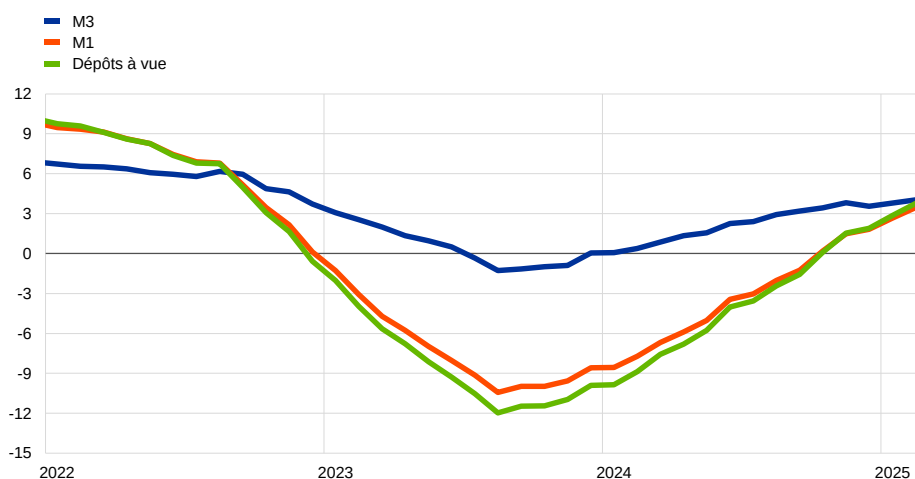
La croissance annuelle de M3 a continué de se renforcer pour atteindre 4,0 % en février, après 3,8 % en janvier. La croissance annuelle de l'agrégat monétaire étroit (M1), qui comprend les actifs les plus liquides de M3, a nettement augmenté, à 3,5 % en février par rapport à 2,7 % en janvier. Cette augmentation est due à la hausse continue du taux de croissance annuel des dépôts à vue, qui s'est élevé

à 3,8 % en février après 2,9 % en janvier, illustrant la plus grande préférence des investisseurs pour la liquidité dans un environnement d'incertitudes accrues et de baisse des taux d'intérêt sur les dépôts d'épargne. Les flux extérieurs nets, bien qu'en baisse, et la reprise progressive des prêts bancaires aux entreprises et aux ménages ont contribué positivement à la création monétaire en février, et les achats nets d'obligations souveraines par les banques ont ralenti, dans un contexte de diminution notable des émissions nettes d'obligations souveraines. Parallèlement, la poursuite de la contraction du bilan de l'Eurosystème et les émissions d'obligations bancaires à long terme (qui ne sont pas comprises dans M3) ont continué de contribuer négativement à la croissance de M3.

Graphique 21

M3, M1 et dépôts à vue

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



Source : BCE.

Note : Les dernières observations se rapportent à février 2025.

Encadrés

1 Les défis pour la résilience des *spreads* des obligations d'entreprises aux États-Unis

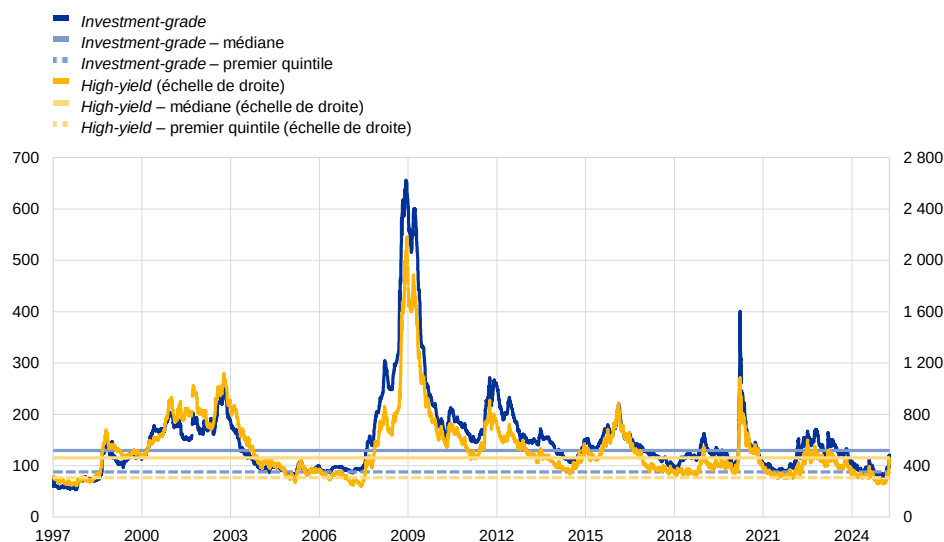
Mar Domenech Palacios et Martina Jančoková

Avant l'élargissement soudain observé récemment, les écarts de rendement (*spreads*) des obligations d'entreprises aux États-Unis ont connu une phase prolongée de résilience inhabituelle, en dépit d'un contexte de taux d'intérêt élevés. Tout au long de 2024, la prime de risque exigée par les investisseurs pour détenir des obligations d'entreprises américaines plutôt que des titres d'État – telle que mesurée par les *spreads* des obligations des sociétés non financières – est restée remarquablement comprimée. Les *spreads* des obligations d'entreprises bien notées (*investment-grade*) se situaient entre 83 et 112 points de base, tandis que ceux des obligations à rendement élevé (*high-yield*) fluctuaient entre 264 et 393 points de base. Les *spreads* s'établissaient à leurs niveaux les plus bas en près de vingt ans, revenant dans le premier quintile de la distribution historique des *spreads* depuis 1999 (cf. graphique A). Toutefois, plus récemment, les *spreads* des obligations d'entreprises américaines se sont nettement élargis, ressortant à 120 points de base pour les obligations bien notées et à 461 points de base pour les obligations à rendement élevé. Ce changement brutal a coïncidé avec l'annonce de nouveaux droits de douane par l'administration américaine, annonce qui a provoqué une forte détérioration du sentiment des marchés à l'égard du risque. Dans ce contexte, et à la lumière de la récente réévaluation des prix sur les marchés, le présent encadré examine les facteurs qui ont contribué à la résilience antérieure des *spreads* des obligations d'entreprises aux États-Unis et évalue les risques potentiels de décompression des *spreads* au cours de la période à venir.

Graphique A

Spreads des obligations d'entreprises aux États-Unis

(en points de base)



Sources : Base de données FRED (*Federal Reserve Economic Data*) et calculs des services de la BCE.

Notes : Les *spreads* ajustés des options de l'indice ICE BofA (*ICE BofA Option-Adjusted Spreads, OAS*) sont des *spreads* calculés entre un indice OAS élaboré avec toutes les obligations d'une catégorie de notation donnée et une courbe des taux zéro coupon des obligations du Trésor américain. L'indice relatif aux obligations à rendement élevé (*high-yield index*) recouvre les obligations notées BB ou moins, tandis que celui relatif aux obligations bien notées (*investment-grade index*) est fondé sur les obligations notées BBB ou plus. Le premier quintile correspond au 20^e percentile de la série temporelle débutant le 1^{er} janvier 1999. Les dernières observations se rapportent au 11 avril 2025.

Jusqu'à récemment, et au-delà de la solidité des fondamentaux des entreprises, un appétit prononcé pour le risque sur les marchés financiers mondiaux a soutenu la forte demande d'obligations d'entreprises américaines, expliquant une grande partie de la compression des *spreads*. La vigueur des bénéfices réalisés et des bénéfices attendus, résultant en partie des anticipations de gains de productivité liés à l'intelligence artificielle (IA), a soutenu les prix des actions américaines et comprimé les *spreads* sur les marchés des obligations d'entreprises aux États-Unis ¹. Les estimations de la prime excédentaire sur les obligations (*excess bond premium, EBP*), qui reflète la rémunération supplémentaire exigée par les investisseurs pour détenir des obligations d'entreprises au-delà de ce qui est justifié par les fondamentaux, c'est-à-dire au-delà du risque de défaut par exemple, ont mis en évidence un appétit pour le risque durablement fort depuis fin 2022 (graphique B, partie a) ². La compression a également été généralisée : jusqu'à fin février 2025, près de 90 % des obligations de l'échantillon se négociaient au-

¹ Pour une analyse connexe des déterminants des prix élevés des actions, cf. l'encadré intitulé « La résilience des prix des actions américaines s'explique-t-elle par la structure du marché, les anticipations de bénéfices ou les primes de risque sur actions ? », *Bulletin économique*, n° 8, BCE, 2024.

² La prime excédentaire sur les obligations représente la compensation demandée par les investisseurs pour détenir des obligations d'entreprises allant au-delà de la compensation pour les risques standard associés aux anticipations de taux d'intérêt ou au risque de crédit. Elle rend compte de facteurs tels que le sentiment de marché, les conditions de liquidité et d'autres incertitudes macroéconomiques qui affectent les prix des obligations. Une augmentation de cette prime implique une réduction de la capacité du secteur financier à supporter les risques, ce qui entraîne une contraction de l'offre de crédit et une détérioration des conditions macroéconomiques. En conséquence, cette prime tend à avoir un pouvoir prédictif en ce qui concerne l'activité économique. Pour plus de détails sur la façon dont elle est calculée, cf. Gilchrist (S.) et Zakrajšek (E.), « *Credit Spreads and Business Cycle Fluctuations* », *American Economic Review*, vol. 102, n° 4, juin 2012.

dessous des niveaux impliqués par les fondamentaux propres à chaque entreprise. Des dynamiques semblables ont été observées lors des cycles de resserrement antérieurs, la prime excédentaire sur les obligations ressortant à des niveaux comparables, voire inférieurs, durant les périodes 1993-1995 et 2004-2006 ³. L'analyse de modèles suggère que les *spreads* des obligations d'entreprises ont tendance à moins réagir aux chocs macroéconomiques et aux chocs de politique monétaire durant ces phases d'appétit pour le risque (*risk-on*) que pendant les périodes d'aversion au risque (*risk-off*) (graphique B, partie b). Cela peut expliquer la réaction modérée des *spreads* à de tels chocs alors que le sentiment à l'égard du risque est demeuré robuste. Toutefois, les événements plus récents ont marqué un retournement rapide de ce sentiment positif. Les *spreads* des obligations d'entreprises se sont nettement élargis, signalant une réévaluation notable du risque. En conséquence, le marché semble de plus en plus sensible aux évolutions macroéconomiques et aux évolutions de la politique économique, ce qui augmente le risque d'une volatilité accrue et d'une réponse plus forte aux chocs futurs, à mesure que le sentiment continue de s'ajuster.

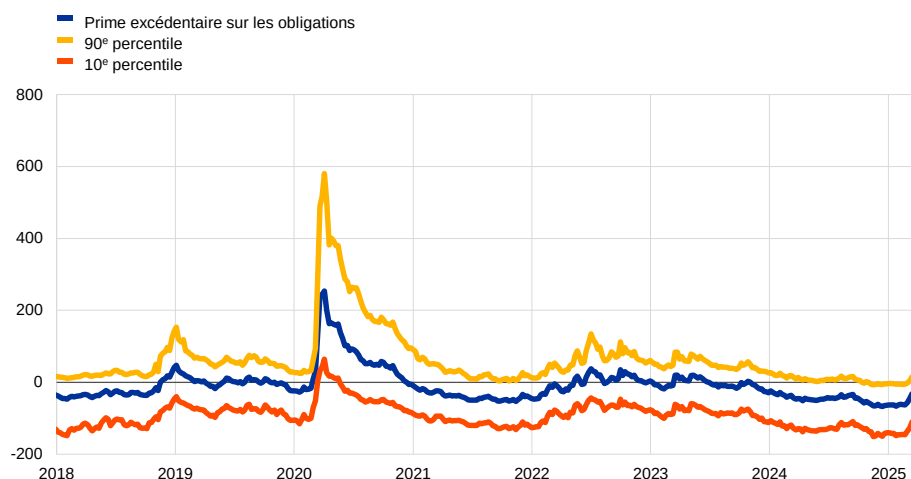
³ L'optimisme des investisseurs observé au cours des précédents cycles de resserrement peut être lié à leurs anticipations d'un atterrissage en douceur. Cf. Blinder (A.S.), « *Landings, Soft and Hard: The Federal Reserve, 1965-2022* », *Journal of Economic Perspectives*, vol. 37, n° 1, Winter 2023.

Graphique B

Déterminants de la résilience des *spreads* des obligations d'entreprises

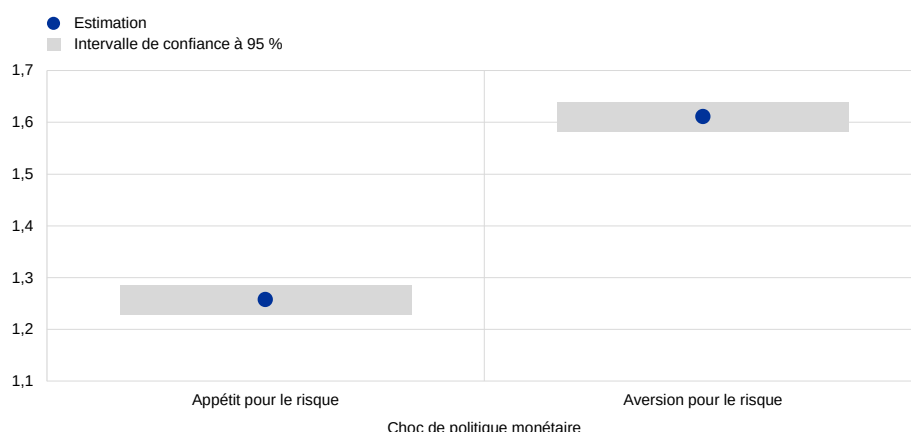
a) Primes excédentaires sur les obligations

(en points de base)



b) Sensibilité des obligations d'entreprises aux chocs lors des périodes d'appétit et d'aversion pour le risque

(en points de base)



Sources : Moody's Analytics et calculs des services de la BCE.

Notes : Dans la partie a), la prime excédentaire sur les obligations est calculée selon la spécification de base dans Gilchrist (S.) et Zakrajšek (E.), *op. cit.* Les variables explicatives incluent la distance par rapport au défaut, la durée, l'encours, le taux du coupon, une variable indicatrice égale à 1 si l'obligation est remboursable par anticipation et à zéro dans le cas contraire, et des effets fixes liés au secteur et à la notation. L'estimation est fondée sur les obligations de la tranche senior non sécurisées dont l'échéance est supérieure à un an. Les courbes représentent les séries temporelles de la moyenne transversale de la prime excédentaire sur les obligations ainsi que les 90^e et 10^e percentiles. Dans la partie b), une période d'aversion (d'appétit) pour le risque est définie selon que la médiane transversale de la prime excédentaire sur les obligations est supérieure (inférieure) à la médiane pour l'échantillon complet. Les zones grisées se rapportent à l'intervalle de confiance à 95 %. Les chocs structurels de politique monétaire sont extraits du modèle à deux pays dans Brandt (L.), Saint Guilhem (A.), Schröder (M.) et Van Robays (I.), « *What drives euro area financial market developments? The role of US spillovers and global risk* », *Working Paper Series*, n° 2560, BCE, mai 2021, où les chocs quotidiens sont cumulés à une fréquence hebdomadaire et font référence à des chocs de politique monétaire restrictifs aux États-Unis. Les chocs sont normalisés de telle sorte qu'une augmentation d'une unité corresponde à une augmentation d'un écart type de l'ampleur de la série de chocs. Les dernières observations se rapportent au 11 avril 2025 (données hebdomadaires) pour la partie a) et au 10 janvier 2025 pour la partie b).

La composition des émissions d'obligations d'entreprises américaines au sein des émetteurs à rendement élevé, qui s'est réorientée vers des obligations de qualité supérieure, a également soutenu la compression agrégée des *spreads*.

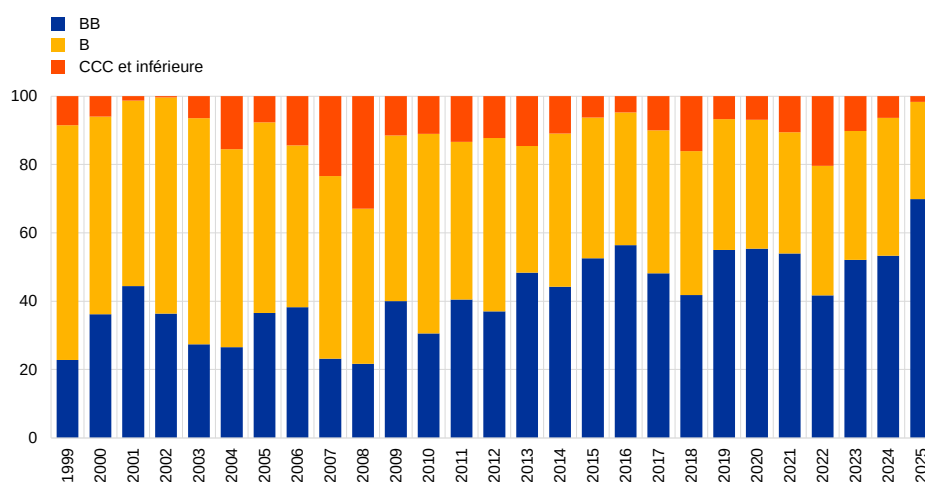
Depuis 2007, la proportion d'obligations notées BB dans les nouvelles émissions de la catégorie à rendement élevé a augmenté, tandis que les émissions d'obligations plus risquées notées B ont diminué, et celles d'obligations notées CCC ou moins

sont restées relativement faibles et ont été particulièrement atones au cours des deux dernières années (graphique C). Dans le même temps, le nombre de dégradations et de relèvements de notations pour les obligations d'entreprises a été relativement équilibré. La tendance à privilégier des obligations à rendement élevé moins risquées pourrait également refléter la relative robustesse des bilans et de la rentabilité des entreprises ces dernières années et pourrait avoir contribué à la diminution globale des *spreads*.

Graphique C

Décomposition des émissions d'obligations à rendement élevé en fonction de la notation

(en pourcentages)



Sources : Dealogic et calculs des services de la BCE.
Note : La dernière observation se rapporte au 11 avril 2025.

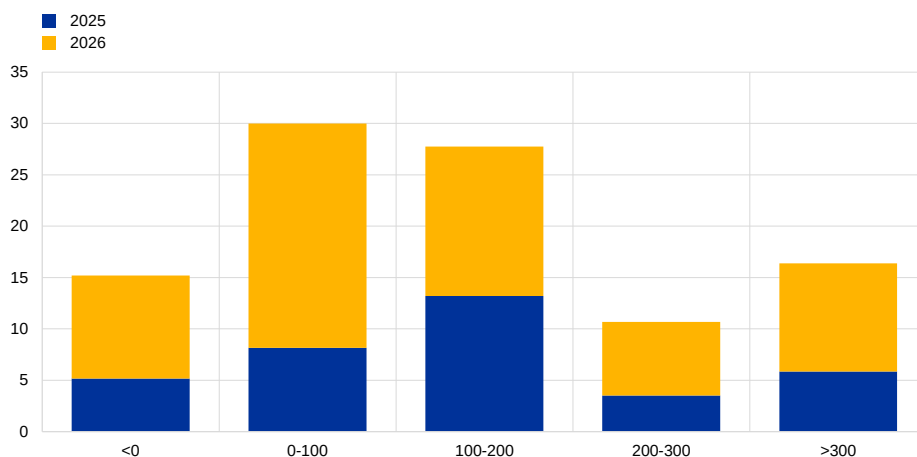
Il existe deux types de risque : le risque de refinancement et le risque de réévaluation. Une part significative de la dette des entreprises américaines devra potentiellement être refinancée au cours des mois et des années à venir. Cela concerne 642 milliards de dollars de dette dont l'échéance est prévue sur le reste de l'année 2025, 930 milliards en 2026 et 860 milliards en 2027. Malgré les réductions récentes des taux directeurs par la Réserve fédérale, les coûts de financement des entreprises restent élevés, dans la mesure où les taux d'intérêt sont toujours plus élevés dans l'ensemble que ceux qui prévalaient au moment de l'émission, ce qui expose les entreprises américaines à des coûts plus élevés lors du refinancement de leur dette. Les simulations suggèrent que 85 % de la dette arrivant à échéance devraient être refinancés à des taux plus élevés. Plus de la moitié des obligations arrivant à échéance seraient confrontées à une hausse supérieure à 1 point de pourcentage des taux d'intérêt si elles étaient refinancées aux taux actuels, tandis qu'environ 25 % de ces obligations seraient confrontées à une hausse de plus de 2 points de pourcentage (graphique D). De telles hausses des coûts pourraient potentiellement affaiblir les fondamentaux des entreprises, entraînant une

augmentation des risques de défaut et une détérioration du sentiment à l'égard du risque ⁴.

Graphique D

Risques à venir : hausses estimées des taux d'intérêt pour les obligations arrivant à échéance

(axe des ordonnées : en pourcentages, axe des abscisses : en points de base)



Sources : Moody's Analytics et calculs des services de la BCE.

Notes : Les hausses des taux d'intérêt pour refinancer les obligations arrivant à échéance sont calculées en comparant les rendements actuels des obligations d'entreprises sur les marchés secondaires (c'est-à-dire le rendement à l'échéance) avec les taux enregistrés au moment de l'émission des obligations (c'est-à-dire le coupon). L'axe des abscisses présente les hausses estimées des taux d'intérêt en points de base. L'axe des ordonnées présente les pourcentages de l'encours total de dette arrivant à échéance en 2025 ou 2026. La dernière observation se rapporte au 11 avril 2025 (données hebdomadaires).

Une détérioration du sentiment à l'égard du risque entraîne une sensibilité accrue des obligations et un élargissement disproportionné des *spreads* pour les entreprises les plus vulnérables. Le changement brutal du sentiment à l'égard du risque intervenu récemment pourrait avoir des implications importantes, non seulement en modifiant l'ampleur moyenne des réactions aux chocs de marché, mais également en influençant les obligations qui réagissent le plus. Durant les épisodes d'aversion au risque, les obligations affichent une sensibilité accrue, réagissant plus intensément à la dynamique de marché (graphique B, partie b). De plus, l'analyse révèle qu'au cours de ces périodes, les investisseurs ont tendance à délaisser les obligations émises par des entreprises dont les conditions de financement sont moins favorables compte tenu de leurs fondamentaux (les obligations situées dans la queue droite de la distribution de la prime excédentaire sur les obligations), ce qui entraîne un élargissement disproportionné de leurs *spreads*. Si les fondamentaux des entreprises demeurent solides, les fréquences de défaut attendues (*expected default frequencies*, EDF), qui indiquent la probabilité qu'une société fasse défaut sur ses paiements dans un délai d'un an, font état de vulnérabilités limitées, mais émergentes. Par exemple, le 75^e percentile

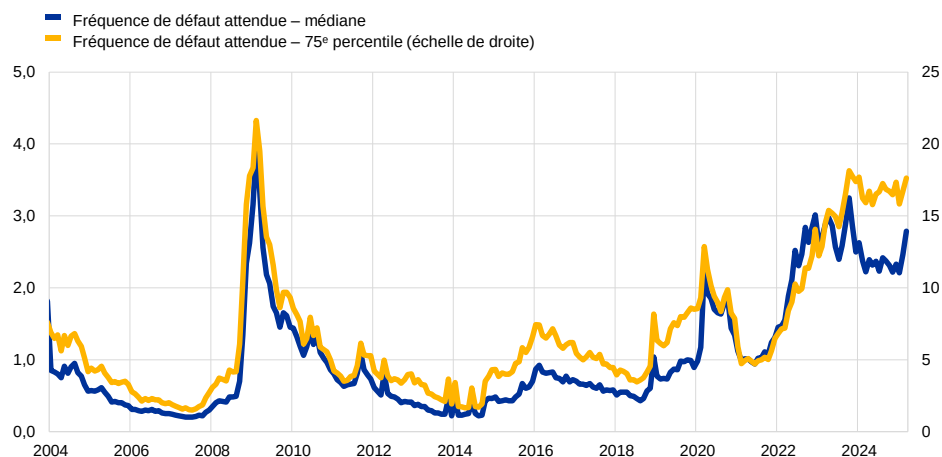
⁴ En utilisant les données relatives aux bilans des entreprises non financières pour un large panel de pays, Albuquerque (B.), Abbas (N.), Garrido (J.M.), Gautam (D.), Mosk (B.), Piontek (T.), Rosha (A.), Tressel (T.) et Yokoyama (A.), « *Corporate Sector Vulnerabilities and High Levels of Interest Rates* », *Departmental Papers*, n° 2025/001, Fonds monétaire international, janvier 2025, fournissent des données empiriques montrant que les entreprises ayant des besoins élevés en matière de renouvellement des financements ont tendance à enregistrer des baisses plus prononcées de l'investissement et de la dette à la suite d'une contraction monétaire. L'étude met en évidence les implications potentielles pour la stabilité financière de ces vulnérabilités émergentes des entreprises.

des fréquences de défaut attendues affiche une forte tendance haussière et fin mars 2025, il se situait autour de 18 %, un niveau non observé depuis la crise financière mondiale (graphique E).

Graphique E

Risques à venir : fréquences de défaut attendues

(en pourcentages)



Sources : Moody's Analytics et calculs des services de la BCE.

Notes : Le graphique présente la médiane et le 75^e percentile (troisième quartile) des fréquences de défaut attendues dans un délai d'un an pour les sociétés non financières aux États-Unis. La fréquence de défaut attendue est une mesure extraite des instruments de marché, développée par Moody's KMV, qui indique la probabilité qu'une entreprise fasse défaut (qu'elle ne soit pas en mesure de procéder aux remboursements prévus de sa dette) dans un délai d'un an. Les dernières observations se rapportent au 31 mars 2025 (données mensuelles).

Les implications pour la zone euro des tensions commerciales entre les États-Unis et la Chine – enseignements tirés des droits de douane imposés par la première administration Trump

Vanessa Gunnella, Giovanni Stamato et Alicja Kobayashi

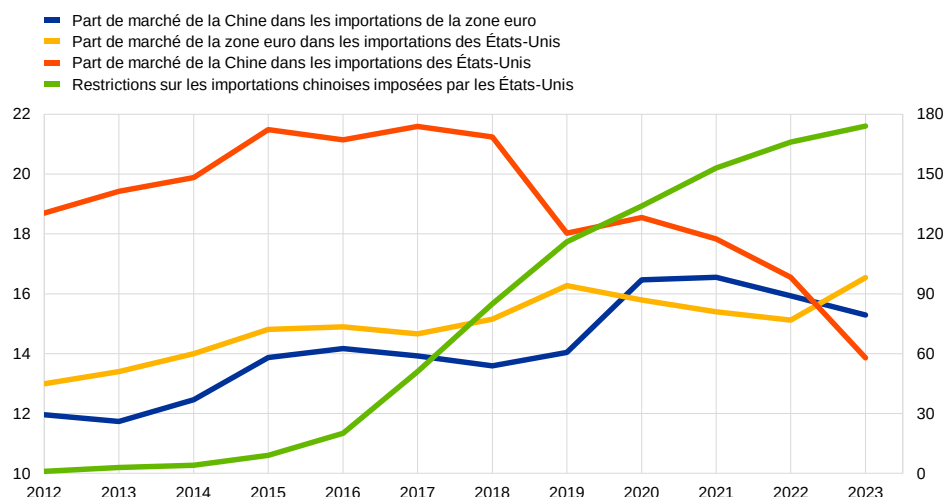
Cet encadré examine comment les droits de douane introduits par les États-Unis sur les produits chinois en 2018 ont influencé la structure des échanges commerciaux de la zone euro. Il cherche à établir si les exportateurs de la zone euro ont été à même de gagner des parts de marché aux États-Unis avec l'accroissement de leur compétitivité par rapport à leurs concurrents chinois. L'encadré évalue également la manière dont la structure des exportations chinoises a évolué, mettant en évidence comment ces exportations ont été réorientées des États-Unis vers d'autres marchés, notamment la zone euro. Examiner les résultats de ces mesures passées peut donner une indication des canaux potentiels par lesquels les droits de douane actuellement imposés par les États-Unis aux biens chinois pourraient affecter la zone euro.

Les tensions commerciales observées en 2018 ont entraîné une forte baisse des exportations de la Chine vers les États-Unis, incitant les exportateurs chinois à chercher d'autres marchés. L'administration américaine avait mis en œuvre de nombreuses mesures tarifaires et non tarifaires qui ciblaient les biens chinois, augmentant fortement les restrictions commerciales à partir de 2018. En raison de ces mesures, le taux effectif des droits de douane appliqués aux importations chinoises vers les États-Unis avait augmenté de près de 18 points de pourcentage. Cette escalade a entraîné une forte baisse des exportations chinoises agrégées vers les États-Unis, la part de la Chine sur le marché d'importation américain diminuant nettement par rapport à son niveau de 2017. Même si, en raison de la pandémie de COVID-19, il est difficile de distinguer les différents effets de l'intensification des restrictions commerciales, il semble que les exportateurs chinois aient cherché d'autres marchés quand les droits de douane américains les ont touchés. Ils ont notamment réorienté les échanges vers la zone euro, la part de marché de la Chine dans les importations de la zone euro ayant augmenté plus rapidement au cours des années qui ont suivi la mise en œuvre des droits de douane (graphique A).

Graphique A

Parts de marché à l'importation et restrictions sur les importations imposées par les États-Unis à la Chine

(échelle de gauche : en pourcentage ; échelle de droite : nombre de mesures en vigueur)



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

Notes : La ligne verte montre le nombre cumulé des mesures tarifaires et non tarifaires appliquées aux exportations chinoises par les États-Unis. Pour les parts de marché, on considère les échanges de biens.

Une analyse détaillée des données relatives aux échanges par produit révèle que les droits de douane américains ont exercé un impact important sur les exportations chinoises, des produits ayant peut-être été réorientés vers la zone euro. En analysant les données granulaires à six chiffres par produit relatives aux échanges, nous pouvons identifier les biens chinois qui ont été affectés par les droits de douane américains et évaluer la réorientation des échanges qui en a résulté ¹. D'après nos conclusions, les exportations des produits affectés vers les États-Unis ont fortement diminué, ce qui a contribué à un recul substantiel de la part de marché de la Chine aux États-Unis. Le graphique B, partie a montre comment ces produits affectés par les droits de douane, qui incluent l'habillement, l'équipement informatique, les pièces automobiles et les meubles, ont pour l'essentiel fait baisser la part de la Chine dans les importations agrégées des États-Unis. Dans le même temps, ces produits ont trouvé d'autres marchés, comme les pays voisins en Asie et, particulièrement, la zone euro (graphique B, partie b) ². De fait, il semble qu'à partir de 2019, les biens soumis aux droits de douane américains aient été réorientés vers la zone euro, dopant ainsi fortement la part de marché de la Chine. Si les produits liés à la COVID-19 comme le matériel médical et l'électronique (par exemple, les ordinateurs et le matériel informatique lié) sont susceptibles d'avoir renforcé cette tendance pendant la pandémie, la modification structurelle des flux commerciaux a persisté par la suite.

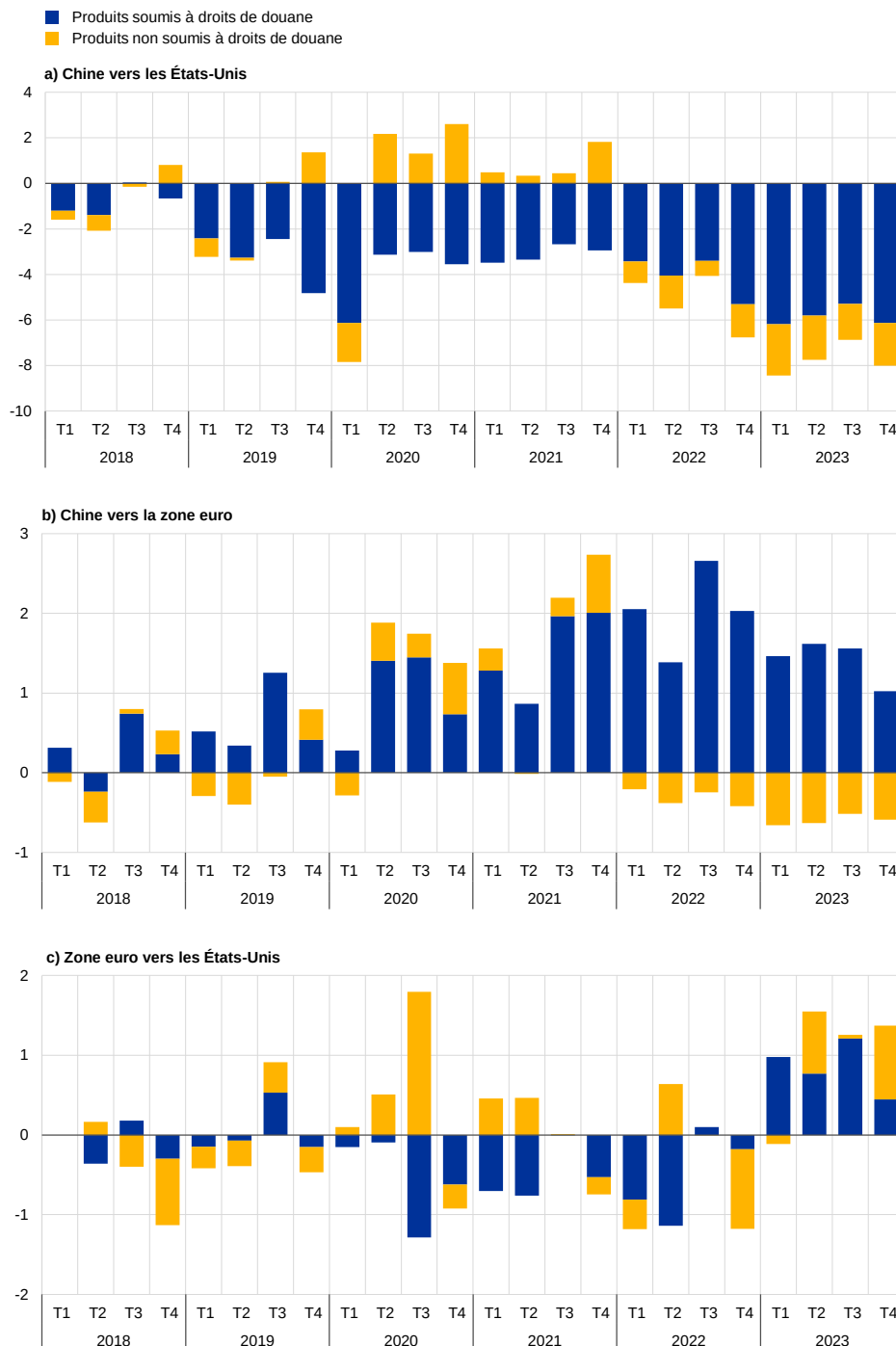
¹ Cf. Haberkorn (F.), Hoang (T.), Lewis (G.), Mix (C.) et Moore (D.), « *Global trade patterns in the wake of the 2018-2019 U.S.-China tariff hikes* », *FEDS Notes*, Conseil des gouverneurs du Système fédéral de réserve, 12 avril 2024

² Cf. Bown (C. P.), « *Four years into the trade war, are the US and China decoupling?* », *PIIE RealTime Economics Blog*, 20 octobre 2022.

Graphique B

Variations des parts de marché à l'importation

(variation en points de pourcentage depuis 2017)



Sources : Trade Data Monitor, Peterson Institute for International Economics et calculs des services de la BCE.

Notes : Les produits soumis à droits de douane sont les produits chinois affectés par les droits à l'importation imposés par les États-Unis, tels que déclarés dans les documents officiels. Les parts de marché sont calculées à l'aide des valeurs à l'importation. Les dernières observations se rapportent au quatrième trimestre 2023.

La zone euro, cependant, n'a pas accru sa part de marché aux États-Unis.

Quand les droits de douane ont été appliqués aux importations chinoises en direction des États-Unis, les biens de la zone euro auraient dû afficher une

compétitivité-prix accrue sur les marchés américains. Pourtant, par rapport à 2017, la zone euro n'a pas nettement augmenté sa part du marché d'importation américain. Les évolutions des parts de marché ne semblent pas être liées aux droits de douane imposés par les États-Unis à la Chine (graphique B; partie C). D'autres pays dont les paniers d'exportations sont davantage similaires à celui de la Chine ont pu être capable d'accroître leur part de marché aux États-Unis parce que les chaînes d'approvisionnement ont été reconfigurées pour réduire l'approvisionnement direct des États-Unis auprès de la Chine ³.

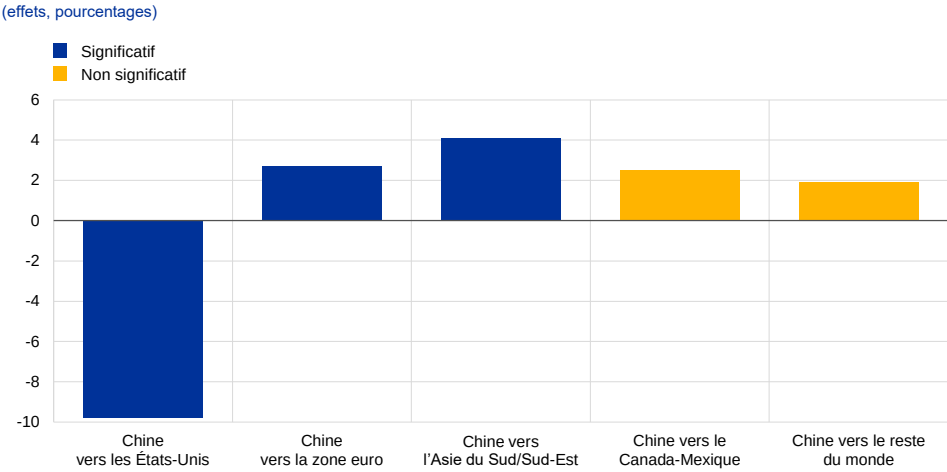
Les résultats empiriques tirés d'un modèle de gravité confirment qu'une partie des exportations de la Chine vers les États-Unis a été réorientée vers la zone euro. On utilise un modèle de gravité structurel sur les flux d'échanges bilatéraux par secteur dans le secteur manufacturier de 2012 à 2023 pour évaluer les effets de réorientation des échanges ⁴. Les résultats (graphique C) confirment une forte baisse des exportations chinoises vers les États-Unis. Cette évolution est due aux mesures commerciales, leur nombre ayant à peu près doublé sur l'intervalle de temps considéré, réduisant les importations américaines en provenance de Chine d'environ 10 %. Les exportations chinoises ont été largement réorientées vers les pays d'Asie du Sud et du Sud-Est, la zone euro et d'autres marchés mondiaux. Les restrictions commerciales imposées par les États-Unis sur les biens chinois ont conduit à une augmentation statistiquement significative de 2 % à 3 % des importations de la zone euro en provenance de Chine.

³ Cf. Alfaro (L.) et Chor (D.), « *Global supply chains: The looming 'great reallocation'* », *Working Paper Series*, n° 31661, National Bureau of Economic Research, septembre 2023 et Freund (C.), Mattoo (A.), Mulabdic (A.) et Ruta (M.) « *Is US trade policy reshaping global supply chains?* », *Journal of International Economics*, vol. 152, 104011, novembre 2024.

⁴ La régression prend en compte les effets de la période de pandémie en incluant a) les effets de frontière par secteur variables dans le temps relatifs aux coûts des échanges commerciaux, qui capturent tous les facteurs mondiaux non observables affectant le commerce international par rapport au commerce intérieur ; et b) les effets fixes secteur exportateur-temps et secteur importateur-temps, qui contrôlent par les dynamiques spécifiques à chaque secteur dans les exportations et les importations des pays, notamment la demande spécifique au secteur ou les facteurs d'offre tels que ceux observés pendant la pandémie. Les niveaux des prix sont également pris en compte au moyen d'effets fixes pays-temps.

Graphique C

Données empiriques relatives à l'effet sur les exportations chinoises des restrictions sur les importations imposées par les États-Unis



Sources : UN Comtrade, ADB-MRIO, Global Trade Alert, Egger and Larch RTA database et calculs des services de la BCE.
Notes : Les barres représentent le coefficient des restrictions américaines sur les importations en provenance de Chine, que l'on fait interagir avec des variables muettes pour les flux bilatéraux à compter de 2019 à partir d'une régression de gravité par secteur. Les effets sont calculés en multipliant les élasticités estimées par la variation observée des restrictions américaines sur les importations chinoises depuis 2019. Les barres bleues correspondent aux élasticités statistiquement significatives. La variable dépendante correspond aux exportations nominales de biens. L'estimation est réalisée à l'aide de l'estimateur du pseudo-maximum de vraisemblance avec loi de Poisson. La période de l'échantillon va de 2012 à 2023 et inclut 62 pays et 15 secteurs. Nous prenons en compte des contrôles bilatéraux/sectoriels variables dans le temps, notamment des mesures bilatérales de restriction des échanges variables dans le temps par secteur, des effets de frontière variables dans le temps par secteur, des effets fixes secteur exportateur-année et secteur importateur-année et des effets fixes secteur exportateur-secteur importateur. Les erreurs types sont regroupées par paire de pays et par secteur.

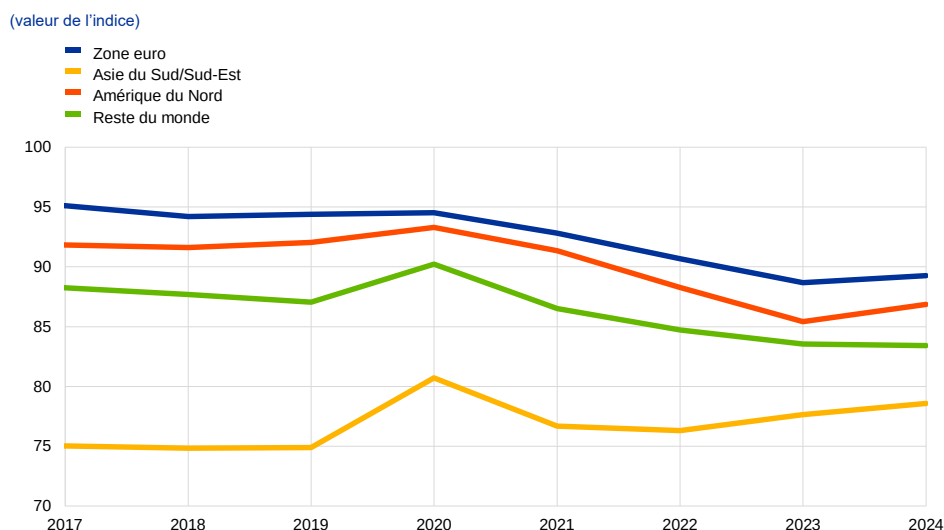
Avec la modification de la dynamique du commerce mondial, la Chine a réorienté ses exportations de manière stratégique, la zone euro émergeant comme marché alternatif majeur en raison des similarités structurelles entre les exportations chinoises vers les États-Unis et vers la zone euro.

Les mesures de la similarité (graphique D) montrent que, parmi les partenaires commerciaux de la Chine, la zone euro était considérée comme le plus similaire aux États-Unis. Cela a fait de la réorientation du commerce vers la zone euro un canal naturel pour les exportateurs chinois qui tentaient de trouver d'autres marchés. En parallèle, la Chine a encore plus nettement réorienté ses échanges commerciaux vers d'autres pays, en particulier l'Asie. Toutefois, cela semble tenir à des raisons différentes, les similarités entre les exportations chinoises et les importations de certains pays d'Asie du Sud et du Sud-Est étant beaucoup moins prononcées. La réorientation des exportations chinoises vers ces pays pourrait plutôt avoir reflété les efforts réalisés pour reconfigurer les chaînes d'approvisionnement chinoises vers les pays voisins ⁵.

⁵ Cf. Freund (C.), Mattoo (A.), Mulabdic (A.) et Ruta (M.), *op. cit.* Selon l'article, les pays qui ont remplacé la Chine sur le marché américain ont également connu une croissance plus rapide des importations en provenance de Chine. Dans Xue (S.), *Trade Wars with FDI Diversion*, Princeton University, août 2024, l'auteur constate que des pays comme le Vietnam, qui sont plus sensibles à la réorientation des échanges, ont affiché des stocks d'investissements directs étrangers entrants plus élevés à la suite de la guerre commerciale entre la Chine et les États-Unis.

Graphique D

Similarité entre les exportations de la Chine vers les États-Unis et vers d'autres régions



Sources : Trade Data Monitor ; Finger (J. M.) et Kreinin (M. E.), « *A measure of 'export similarity' and its possible uses* », *The Economic Journal*, vol. 89, n° 356, p. 905-912, décembre 1979 ; et calculs des services de la BCE.

Notes : Le graphique présente l'indice de similarité des exportations (*export similarity index*, ESI) de Finger et Kreinin. La valeur de l'ESI va de 0 à 100 et indique le degré de similarité des différentes structures d'exportations. Des valeurs plus élevées suggèrent une plus grande similarité dans la composition sectorielle des biens exportés. L'Amérique du Nord comprend le Canada et le Mexique et l'Asie du Sud/Sud-Est inclut l'Inde, l'Indonésie, la Thaïlande et le Vietnam.

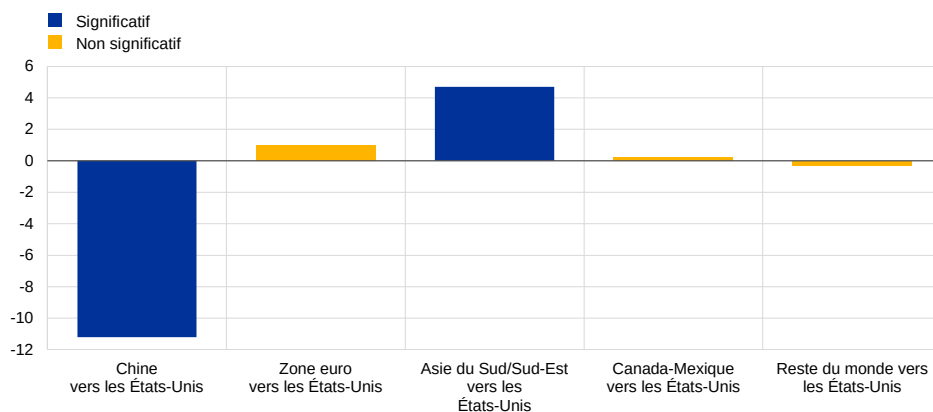
Les résultats empiriques confirment que la zone euro n'a pas accru ses exportations vers les États-Unis.

Le modèle de gravité est utilisé pour étudier la manière dont les importations américaines ont été reconfigurées lorsque les restrictions sur les exportations chinoises ont été imposées. Les résultats de la régression de gravité montrent qu'avec la baisse des exportations chinoises vers les États-Unis, les pays d'Asie du Sud et du Sud-Est ont accru leurs exportations vers les États-Unis à mesure que les chaînes d'approvisionnement mondiales réorientaient la production vers les pays voisins de la Chine, confirmant les conclusions du paragraphe précédent. Le modèle de gravité montre que les exportations de la zone euro vers les États-Unis n'ont pas augmenté de manière significative (graphique E). Ce résultat reflète encore une fois les similarités des exportations. En 2018, la composition des exportations des pays d'Asie du Sud et du Sud-Est vers les États-Unis était très similaire à celle des exportations chinoises vers les États-Unis. Il est intéressant de noter que, à mesure que d'autres pays d'Asie du Sud et du Sud-Est ont remplacé la Chine auprès des États-Unis, leurs paniers d'exportations sont devenus de plus en plus similaires, confirmant que ces pays ont progressivement supplanté la Chine comme partenaire commercial des États-Unis. À l'inverse, parmi les principaux partenaires commerciaux des États-Unis, c'est le panier d'exportations de la zone euro qui était le moins similaire à celui de la Chine.

Graphique E

Données empiriques relatives à l'impact des restrictions sur les importations américaines en provenance de Chine

(effets, pourcentages)



Sources : UN Comtrade, ADB-MRIO, Global Trade Alert, Egger and Larch RTA database et calculs des services de la BCE.
Note : Cf. les notes du graphique C.

De nouvelles barrières commerciales sont érigées actuellement, ce qui a des conséquences pour la zone euro. Une période de tensions commerciales renouvelées entre les États-Unis et la Chine pourrait avoir des effets négatifs pour les exportations nettes et la croissance de la zone euro. Cependant, les éventuels effets de réorientation des échanges commerciaux dépendront largement de la configuration des barrières commerciales bilatérales établies par les États-Unis et des réponses qui leur seront apportées. De plus, il est essentiel de prendre en considération le fait que la structure des échanges a évolué ces sept dernières années, ce qui pourrait aboutir à des effets différents de ceux observés au cours des périodes précédentes.

Qui veut travailler davantage ? Retour sur la baisse du nombre moyen d'heures travaillées

Clémence Berson et Marco Weissler

Dans la plupart des pays de la zone euro, le nombre moyen d'heures travaillées par salarié est en baisse depuis 2020 et reste inférieur à son niveau d'avant la pandémie. La baisse a été particulièrement marquée en 2020 en raison des mesures prises pour réduire la propagation de la COVID-19 ¹. Les données des comptes nationaux montrent qu'au quatrième trimestre 2024, le nombre moyen d'heures travaillées restait inférieur de 1,8 % à ce qu'il était dix ans auparavant (graphique A), bien que la proportion de travailleurs à temps partiel soit demeurée globalement stable au cours de la même période. Cette baisse s'est accompagnée d'une hausse de l'emploi. Au cours de la dernière décennie, l'emploi dans la zone euro a progressé de 13,1 %, soit 19,9 millions de personnes environ. Par conséquent, le nombre total d'heures travaillées a augmenté malgré la diminution du nombre moyen d'heures travaillées par salarié. Dans cet encadré, nous utilisons les données tirées de l'enquête européenne sur les forces de travail (EFT) pour évaluer dans quelle mesure la baisse du nombre moyen d'heures travaillées a résulté des travailleurs n'ayant travaillé aucune heure (par exemple, en raison de vacances ou de congés maladie) ou ayant travaillé de longues heures (par exemple, en raison d'heures supplémentaires) au cours de la semaine de référence ².

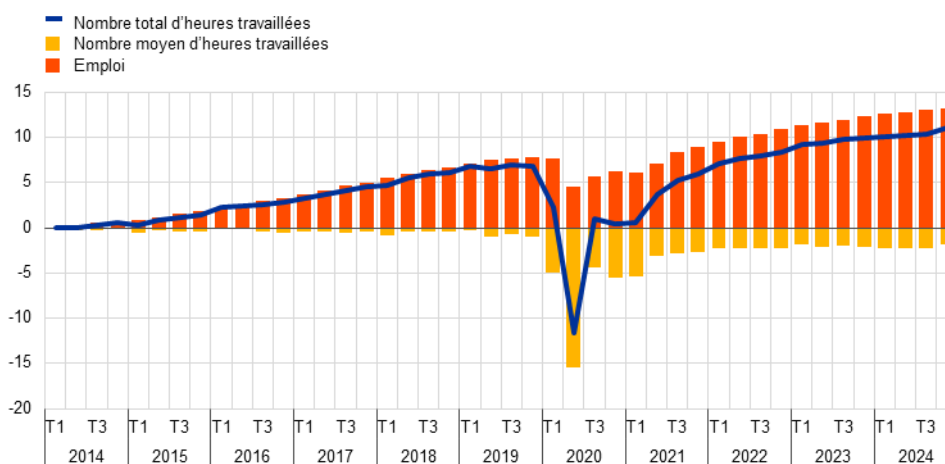
¹ Cf. l'article intitulé « [Les heures travaillées dans la zone euro](#) », *Bulletin économique*, n° 6, BCE, 2021.

² L'enquête EFT pose la question suivante : « Au total, au cours de la semaine allant du lundi [date] au dimanche [date], combien d'heures avez-vous réellement travaillé dans votre emploi principal ? » en utilisant une semaine de référence pour la date. Si le salarié a été absent toute la semaine (en raison de vacances, de maladie, de congé de maternité/paternité, etc.), la réponse est 0. En raison de problèmes liés aux données en Slovaquie et en Irlande, nous avons exclu ces deux pays de l'agrégat de la zone euro. Nous classons les salariés qui n'ont travaillé aucune heure ou plus de 49 heures au cours de la semaine de référence comme les salariés ayant travaillé respectivement « zéro heure » ou de « longues heures ». Si ces catégories ne représentent que 12 % et 4 % environ de l'ensemble des salariés en 2023, elles ont un impact important sur le nombre moyen d'heures travaillées par rapport au nombre d'heures travaillées par les salariés effectuant des « horaires de base » (de 1 à 49 heures par semaine).

Graphique A

Contribution du nombre moyen d'heures travaillées à l'évolution du nombre total d'heures travaillées depuis 2014

(variations en pourcentage)



Sources : Eurostat et comptes nationaux.

Des facteurs liés à l'offre comme à la demande de main-d'œuvre ont joué un rôle dans la baisse du nombre moyen d'heures travaillées. Le cycle économique a un impact direct sur le nombre d'heures travaillées. Avant de licencier des salariés, les entreprises utilisent d'abord la marge de main-d'œuvre intensive et réduisent le nombre d'heures travaillées par les salariés. Par conséquent, une baisse de la demande de main-d'œuvre peut entraîner un maintien des sureffectifs, les entreprises décidant de conserver leurs effectifs même s'ils ne travaillent pas à pleine capacité, considérant que la baisse de la demande est transitoire et que licencier et réembaucher est trop coûteux ³. D'autre part, une offre de main-d'œuvre plus faible peut réduire le nombre moyen d'heures travaillées, par exemple en raison de l'évolution des préférences en matière de travail ou de niveaux plus élevés de congés maladie et de congés parentaux ⁴. Si ces effets sont particulièrement prononcés pour certaines catégories démographiques (par exemple, les salariés plus jeunes ou plus âgés) ou dans certains secteurs de l'économie, les effets de composition pourraient avoir un impact sur le nombre moyen d'heures travaillées.

La baisse du nombre moyen d'heures travaillées s'explique en grande partie par la proportion plus faible de salariés travaillant de longues heures et par la proportion plus élevée de salariés ne travaillant aucune heure au cours de la semaine de référence ⁵. Les données détaillées tirées de l'enquête EFT jusqu'en 2023 confirment la baisse du nombre moyen d'heures travaillées (graphique B), tout en mettant en évidence des différences significatives d'un pays à

³ Cf. Baptista (P.), Bates (C.), Dias da Silva (A.), Dossche (M.) et Weissler (M.), « *Those who work less worry more: the effect of lower workloads on consumption* », *The ECB Blog*, BCE, 20 février 2024.

⁴ Cf. Arce (O.), Consolo (A.), Dias da Silva (A.) et Mohr (M.), « *More jobs but fewer working hours* », *The ECB Blog*, BCE, 7 juin 2023, et Astinova (D.), Duval (R.), Hansen (N.-J.), Park (B.), Shibata (I.) et Toscani (F.), « *Dissecting the Decline in Average Hours Working in Europe* », *IMF Working Papers*, n° 2024/002, FMI, 12 janvier 2024.

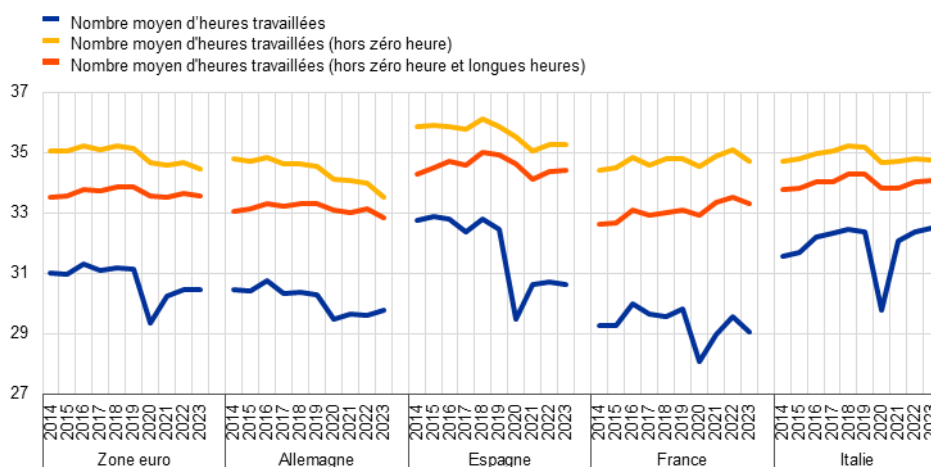
⁵ Cf. l'article intitulé « *Comprendre la résilience du marché du travail de la zone euro entre 2022 et 2024* », *Bulletin économique*, n° 8, BCE, 2024.

l'autre. Dans l'ensemble, en 2023, le nombre moyen d'heures travaillées (mesuré par l'enquête EFT) est resté inférieur de 0,6 heure par semaine, soit 1,8 %, à son niveau de 2014. Cet écart s'explique principalement par la diminution de la proportion de salariés effectuant de longues heures (plus de 49 heures par semaine), qui est revenue de 6,5 % à 3,7 % de l'ensemble des salariés. Bien que ces salariés ne représentent qu'une faible proportion de la main-d'œuvre totale, la forte réduction de leur temps de travail a eu un impact sur la moyenne de la zone euro ⁶. En outre, les salariés ne travaillant aucune heure ont eu une incidence importante sur le nombre moyen d'heures travaillées au cours de la pandémie. Si en 2022, environ un tiers de la baisse du nombre moyen d'heures travaillées était imputable aux salariés ne travaillant aucune heure, leur contribution était globalement neutre en 2023, en cohérence avec la diminution du nombre de salariés prenant des congés maladie. En excluant les salariés travaillant de longues heures ou ne travaillant aucune heure, le nombre moyen d'heures travaillées en 2023 était supérieur de 0,1 heure à celui de 2014, après être resté globalement stable au cours de cette période ⁷.

Graphique B

Nombre moyen d'heures travaillées par l'ensemble des salariés, hors salariés n'effectuant aucune heure ou de longues heures

(en nombre d'heures par semaine)



Sources : Eurostat et enquête sur les forces de travail.

Notes : Les données incluent les salariés âgés de 20 à 64 ans. Les lignes montrent le nombre moyen d'heures travaillées au cours de la semaine de référence. La rubrique « Longues heures » désigne une durée du travail supérieure à 49 heures par semaine.

La proportion de salariés ne travaillant aucune heure a largement diminué par rapport à son pic enregistré pendant la pandémie. La proportion de salariés n'ayant pas travaillé au cours de la semaine de référence est en partie revenue à son niveau d'avant la pandémie, à la suite du pic observé au cours de la pandémie (graphique C). Toutefois, elle est demeurée élevée, principalement en Espagne et

⁶ En moyenne, les salariés ayant effectué de longues heures ont travaillé 57 heures par semaine en 2023, bien au-dessus de la moyenne globale de 31 heures.

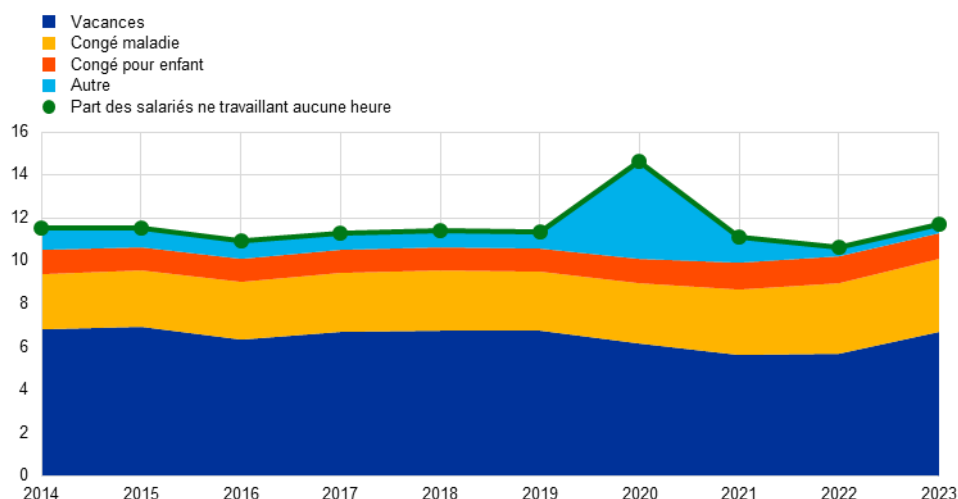
⁷ Astinova *et al.*, *op. cit.* montrent que le nombre moyen d'heures travaillées a eu tendance à diminuer et à converger dans l'ensemble des pays européens. Cette convergence s'explique principalement par une diminution de la proportion de salariés effectuant de longues heures. Le nombre moyen d'heures travaillées par les salariés qui effectuent moins de 50 heures par semaine n'a pas convergé au cours des dernières années.

en France (respectivement 4 et 1 points de pourcentage de plus en 2023 qu'en 2014). La réglementation du travail a été modifiée dans ces deux pays, facilitant l'entrée de travailleurs marginaux via des contrats saisonniers permanents en Espagne et des contrats d'apprentissage en France. Ces salariés effectuent plus fréquemment des horaires irréguliers (par exemple, pendant la période hors saison ou les périodes de formation) et ont donc davantage de semaines sans heures de travail. Comme mentionné précédemment, la proportion de salariés ne travaillant aucune heure continue également d'être influencée par des taux un peu plus élevés de congés maladie et de congés parentaux.

Graphique C

Proportion de salariés n'effectuant aucune heure et principales raisons de ne pas travailler

(en pourcentages et contributions en points de pourcentage)



Sources : Eurostat et enquête sur les forces de travail.
Note : Les données incluent les salariés âgés de 20 à 64 ans.

La proportion de personnes effectuant de longues heures a poursuivi sa tendance à la baisse amorcée avant la pandémie et a récemment diminué plus rapidement que la proportion de personnes préférant travailler de longues heures. Si certains salariés cherchent encore à travailler beaucoup plus d'heures qu'ils n'en effectuent réellement (par exemple, les salariés à temps partiel), la proportion de salariés qui préfèrent travailler de longues heures diminue (graphique D). Cette tendance est largement partagée dans l'ensemble des pays de la zone euro et également parmi les travailleurs indépendants. Environ 29 % des travailleurs indépendants effectuent de longues heures, contre moins de 4 % chez les salariés⁸. Au cours de la dernière décennie, ces proportions ont diminué de 7 et 2 points de pourcentage respectivement. Les préférences pour les longues heures de travail ont diminué globalement en ligne avec les longues heures effectivement travaillées. Cela suggère que la baisse du nombre de longues heures travaillées est au moins en partie déterminée par l'offre et qu'elle est probablement persistante. Toutefois, la baisse de cette proportion après la pandémie a été légèrement plus

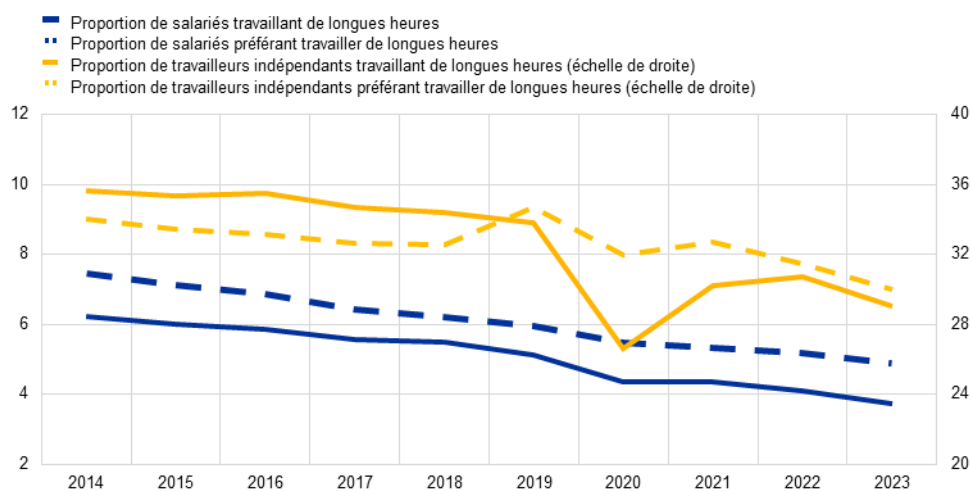
⁸ Cette proportion varie considérablement d'une profession à l'autre. Parmi les managers, la proportion de salariés effectuant de longues heures a atteint 14 % en 2023 (contre 24 % en 2014).

prononcée que celle de la proportion de travailleurs préférant effectuer de longues heures. Cela suggère que la baisse du nombre moyen d'heures travaillées ne résulte pas uniquement d'une diminution des préférences pour les longues heures de travail, mais également en partie d'une faible demande de main-d'œuvre, qui pourrait se redresser de manière cyclique.

Graphique D

Proportion de salariés travaillant de longues heures et préférant travailler de longues heures

(en pourcentages)



Source : Eurostat.

Note : Les données incluent les travailleurs âgés de 20 à 64 ans.

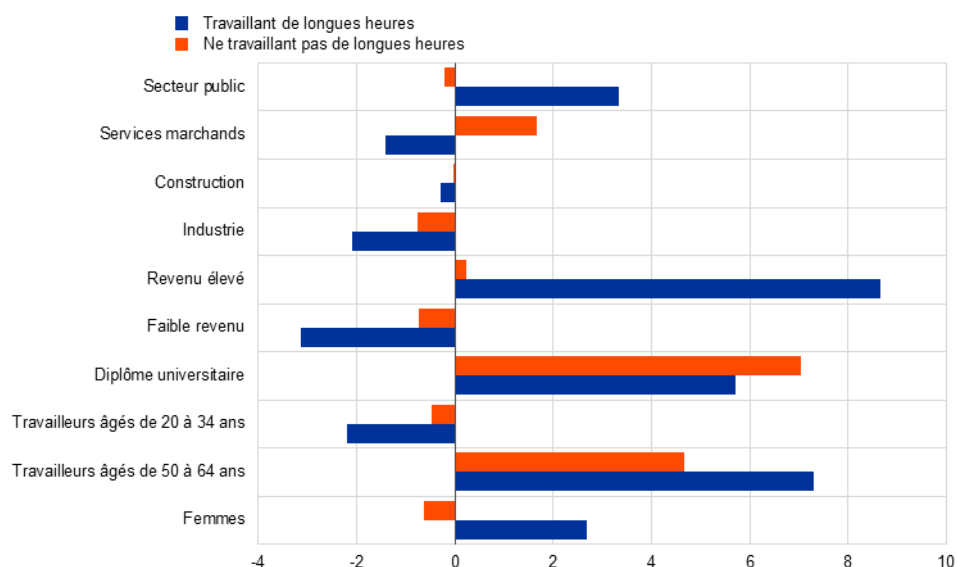
Par rapport à 2014, les salariés effectuant de longues heures travaillent plus souvent dans le secteur public et sont moins souvent titulaires d'un diplôme universitaire que les salariés n'effectuant pas de longues heures.

La plus grande modification de la composition s'explique par l'augmentation du taux de salariés à haut revenu parmi les salariés travaillant de longues heures. Si en 2014, 59 % de l'ensemble des salariés travaillant de longues heures appartenaient aux trois déciles de revenus les plus élevés, cette proportion a augmenté pour atteindre 68 % en 2023 (graphique E). Dans le même temps, comparativement à 2014, une plus grande proportion de salariés effectuant un nombre moyen d'heures travaillées élevé travaillent dans le secteur public, tandis qu'une plus faible proportion travaillent dans les secteurs du commerce et de l'industrie. En outre, la proportion de salariés titulaires d'un diplôme universitaire a augmenté parmi les salariés effectuant de longues heures, mais dans une moindre mesure que pour l'ensemble de l'économie.

Graphique E

Évolution de la proportion de l'ensemble des salariés travaillant/ne travaillant pas de longues heures depuis 2014

(variations en points de pourcentage)



Source : Eurostat et calculs des services de la BCE.

Notes : Les données incluent les salariés âgés de 20 à 64 ans. La rubrique « Ne travaillant pas de longues heures » correspond à un nombre d'heures effectué par semaine compris entre 0 et 49. Les salariés à revenu élevé (faible) correspondent aux salariés appartenant aux trois déciles de revenus supérieurs (inférieurs). Les barres montrent l'évolution de la proportion de l'ensemble des salariés travaillant (ne travaillant pas) de longues heures et appartenant à chaque catégorie. Par exemple, la proportion de salariés travaillant dans le secteur public a augmenté de 3,3 points de pourcentage pour les salariés effectuant de longues heures, alors qu'elle a diminué de 0,2 point de pourcentage pour les salariés ne travaillant pas de longues heures.

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

Gabe de Bondt, Richard Morris et Moreno Roma

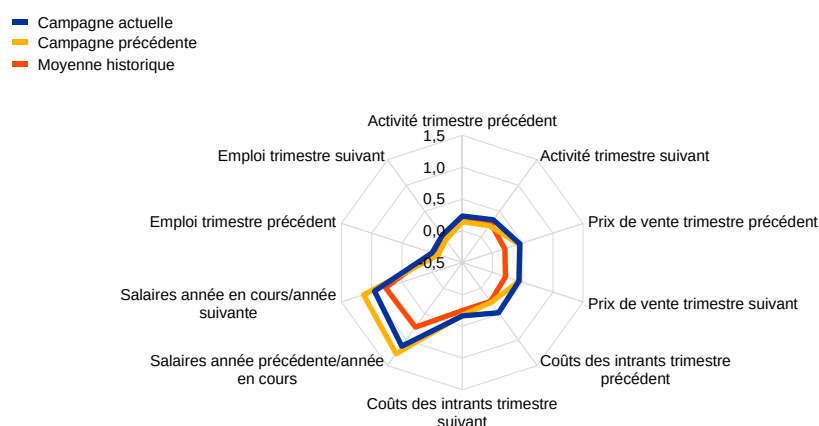
Cet encadré présente une synthèse des conclusions des contacts récents entre les services de la BCE et les représentants de 79 grandes sociétés non financières opérant dans la zone euro. Ces échanges ont eu lieu entre le 17 et le 26 mars 2025, avant les annonces relatives aux droits de douane américains le 26 mars et le 2 avril ¹.

Les participants indiquent une amélioration progressive de la dynamique des entreprises, reflétant principalement un début de reprise dans le secteur industriel (graphiques A et B). Leurs commentaires sont cohérents avec de légères améliorations de la croissance économique aux premier et deuxième trimestres. Cela reflète une perception relativement généralisée que la production du secteur manufacturier et celle de la construction ont atteint – ou dépassé – leurs points bas et que les commandes reprennent ou devraient reprendre au cours de 2025. La croissance des services est restée relativement stable.

Graphique A

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

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



Source : BCE.

Notes : Les scores reflètent la moyenne des scores attribués par les services de la BCE dans leur évaluation des déclarations des contacts à propos des évolutions trimestrielles de l'activité (ventes, production et commandes), des coûts des intrants (matériaux, énergie, transport, etc.) et des prix de vente, ainsi qu'à propos des évolutions annuelles des salaires. Les scores vont de -2 (baisse significative) à +2 (hausse significative). Un score de 0 indique qu'aucun changement ne s'est produit. Pour la campagne actuelle, le trimestre précédent se rapporte au premier trimestre 2025 et le trimestre suivant au deuxième trimestre 2025, tandis que pour la campagne précédente, il s'agissait du quatrième trimestre 2024 et du premier trimestre 2025. En janvier et mars/avril, les discussions avec les personnes contactées au sujet des évolutions des salaires se concentrent généralement sur les perspectives pour l'année en cours par rapport à l'année précédente, tandis que celles qui se déroulent en juin/juillet et septembre/octobre portent sur les perspectives pour l'année suivante par rapport à l'année en cours. La moyenne historique est une moyenne des scores calculée en utilisant des synthèses des contacts antérieurs en remontant jusqu'en 2008.

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

Les déclarations des participants concernant les dépenses de consommation ont continué à varier.

La plupart des contacts dans le secteur des biens de consommation ont fait état d'une demande satisfaisante ou d'une reprise de celle-ci, ce que certains attribuent à la vigueur du marché du travail et au redressement du pouvoir d'achat. En particulier, de nombreux interlocuteurs ont souligné une amélioration de la demande d'appareils de cuisine et de biens de consommation. Les personnes interrogées dans ces secteurs ont avancé que cela reflétait en partie le remplacement des appareils acquis lors de la pandémie. La plupart des détaillants, en revanche, ont déclaré que l'activité était relativement atone. Ils attribuent cette situation à la poursuite des effets de la poussée inflationniste passée, l'inflation perçue étant plus élevée que l'inflation réelle, ainsi qu'au frein exercé par l'incertitude sur la confiance des consommateurs. De plus, même si pour quelques participants, la réorientation de la demande vers des produits plus abordables observée ces dernières années s'est en partie inversée, pour la plupart d'entre eux, il s'agit d'un changement largement permanent. Les personnes contactées dans le secteur des voyages et du tourisme se répartissent globalement entre celles qui observent – et qui anticipent – une croissance encore robuste de la demande et celles qui considèrent que les commandes augmentent moins qu'attendu.

Graphique B

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

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



Source : BCE.

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

En dépit de la forte incertitude, on observe des signes de reprise de la demande de machines et d'équipements, ainsi qu'un redressement de l'activité de construction.

La plupart des contacts appartenant au secteur des machines ou leurs fournisseurs ont considéré que l'activité avait atteint un plancher et qu'on observait les premiers signes d'une reprise des commandes. L'amélioration de la confiance est en partie liée aux annonces récentes d'une augmentation (du financement) des dépenses publiques de défense et d'infrastructure, qui devraient dans un premier temps inciter les fournisseurs (potentiels) à investir dans l'adaptation et l'expansion des capacités de production. La majorité des contacts interrogés dans le secteur de la construction ou leurs fournisseurs ont également fait

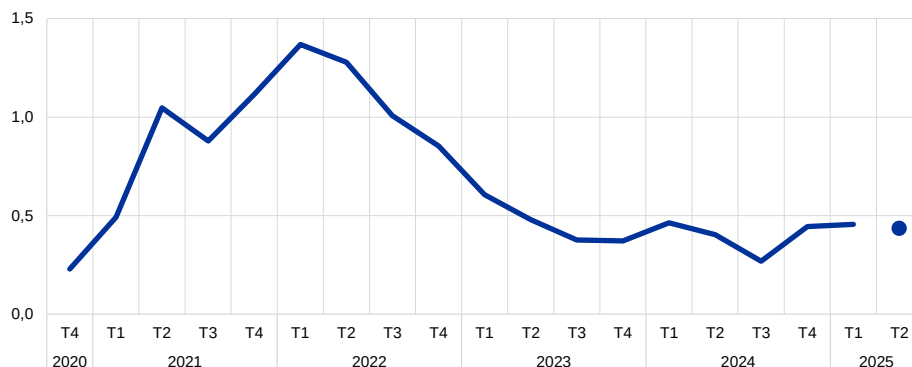
état d'une amélioration de l'activité, les effets de la baisse des taux d'intérêt commençant à se faire sentir. L'attention que continuent d'accorder de nombreuses entreprises à la productivité et à la réduction des coûts stimule la demande d'intelligence artificielle et d'informatique en nuage, un facteur important pour la croissance des services aux entreprises. Toutefois, plusieurs prestataires de services aux entreprises (services d'emploi, d'informatique et de conseil notamment) rapportent que des clients suspendent leurs grands projets compte tenu de l'incertitude actuelle liée, par exemple, aux droits de douane. La demande de véhicules de tourisme a globalement stagné et devrait rester faible ou n'augmenter que modestement à court terme. En revanche, le secteur des véhicules lourds semble se préparer à accroître sa production plus tard cette année, et les producteurs (et fournisseurs d'équipements pour) les autres équipements de transport font état d'une forte croissance actuelle de la production pour satisfaire aux importants arriérés de commandes.

Les perspectives en matière d'emploi s'améliorent légèrement, mais demeurent relativement stables, les entreprises continuant de se concentrer sur l'efficacité et la productivité. De nombreuses entreprises maintiennent une approche prudente de la gestion de leur main-d'œuvre, en mettant fortement l'accent sur le contrôle des coûts. Plutôt que des licenciements, l'attrition naturelle, le gel des recrutements et les retraites anticipées ont été principalement utilisés pour réduire les effectifs, même dans les secteurs manufacturiers à forte intensité énergétique et dans le secteur automobile, qui se sont ajustés à des niveaux d'activité structurellement plus faibles. Toutefois, les possibilités d'emploi se sont accrues dans les secteurs de la construction et de la défense, et l'emploi a augmenté, bien que modestement, dans la plupart des secteurs des services. Le recrutement demeure un défi pour beaucoup, mais dans une moindre mesure que dans un passé récent. Les taux d'attrition sont restés faibles, et certains signalent une attention accrue au suivi des coûts liés à l'absentéisme. Les agences de placement de main-d'œuvre continuent de faire état d'une baisse des contrats temporaires et permanents, ce qui représente désormais un ralentissement exceptionnellement long selon les données historiques.

Graphique C

Opinions sur les évolutions et les perspectives en matière de prix

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



Source : BCE.

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

Les contacts interrogés ont fait état d'une croissance modérée des prix et n'ont pas indiqué de changement de la dynamique globale ou des perspectives à court terme (graphiques A et C).

Si la croissance des prix dans le secteur des services reste supérieure à celle du secteur industriel, les personnes interrogées font état d'une certaine convergence, les hausses de prix s'accroissant dans le secteur manufacturier et s'atténuant légèrement dans les services. Les contacts des secteurs des biens d'équipement et des biens de consommation ont généralement fait part d'un environnement tarifaire « normal », caractérisé par de faibles hausses et des marges stables, tandis que les prix de nombreux biens intermédiaires ont atteint un point bas ou commencent à augmenter par rapport aux creux récents. La croissance des prix dans une grande partie du secteur des services est demeurée relativement robuste. Toutefois, certains professionnels du secteur des voyages et du tourisme indiquent que les hausses des prix sont plus modérées en raison du ralentissement de la croissance de la demande, de même que des contacts interrogés dans certains services aux entreprises où les clients réduisent les coûts ou font une pause dans leurs investissements. La hausse des prix est restée modérée dans la majeure partie du secteur du commerce de détail, dans un environnement de forte compétition pour les gains de parts de marché et de consommateurs attentifs aux prix.

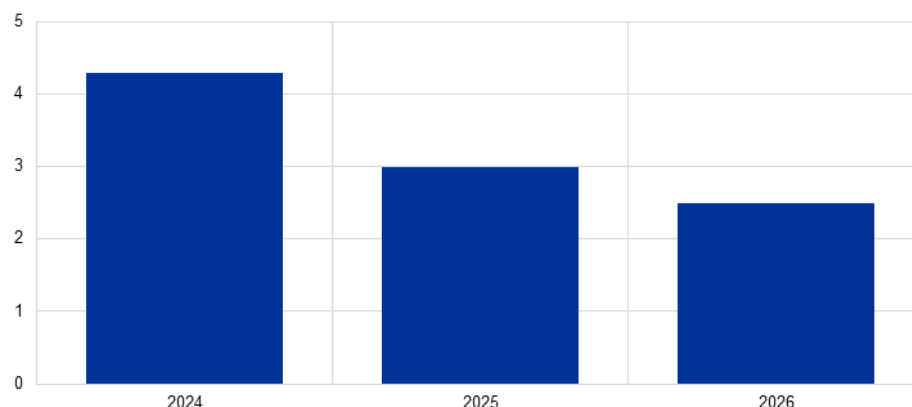
Les contacts interrogés sont de plus en plus confiants dans un ralentissement de la croissance des salaires (graphique D).

Une simple moyenne des indications quantitatives fournirait un ralentissement de la croissance des salaires, revenant de 4,3 % en 2024 à 3,0 % en 2025 et à 2,5 % en 2026. L'indication pour 2025 est inférieure d'environ un demi-point de pourcentage à celle des précédentes campagnes d'enquête. À quelques exceptions près, les contacts ont considéré que les perspectives en matière de salaires étaient désormais « normales », les hausses étant susceptibles d'être en ligne avec l'inflation et les gains de productivité.

Graphique D

Évaluation quantitative de la croissance des salaires

(en pourcentages)



Source : BCE.

Notes : Moyennes des perceptions des personnes contactées concernant la croissance des salaires dans leur secteur en 2024 et leurs anticipations pour 2025 et 2026. Les moyennes pour 2024, 2025 et 2026 se fondent sur les indications fournies par 70, 68 et 44 participants, respectivement.

Lors de cette campagne, il a été demandé aux participants si les annonces relatives aux droits de douane et aux dépenses de défense les avaient conduits à réévaluer les perspectives d'activité et/ou de prix. Si la plupart des participants ont déclaré que les annonces (jusqu'à mi-mars/fin mars) n'avaient entraîné aucune réévaluation, les réévaluations positives l'ont légèrement emporté sur les réévaluations négatives, en raison des annonces relatives aux dépenses de défense. La plupart des personnes interrogées conservaient une approche attentiste à l'égard des droits de douane ou demeuraient sceptiques quant à leur introduction ou à leur durée, les considérant comme un risque plutôt qu'un élément du scénario de base. Le scepticisme à l'égard des droits de douane reflétait l'opinion selon laquelle ils auraient des effets négatifs sur les consommateurs aux États-Unis et seraient peu susceptibles d'encourager une croissance des investissements dans ce pays, les entreprises étant réticentes à prendre des décisions à long terme face à des changements de politique potentiellement transitoires. Jusqu'à présent, le principal effet des annonces sur les droits de douane a été d'inciter les entreprises à suspendre certains investissements et à réévaluer leur dépendance à l'égard des biens en provenance des États-Unis. Les contacts interrogés qui avaient réévalué leurs perspectives compte tenu des tarifs effectifs ou anticipés s'attendaient à une baisse de l'activité et, au total, à une hausse des prix (graphique E). Cette dernière reflétait l'anticipation croissante que les droits de douane imposés par les États-Unis entraîneraient des contre-mesures, y compris des mesures de sauvegarde visant à atténuer la réorientation des échanges commerciaux.

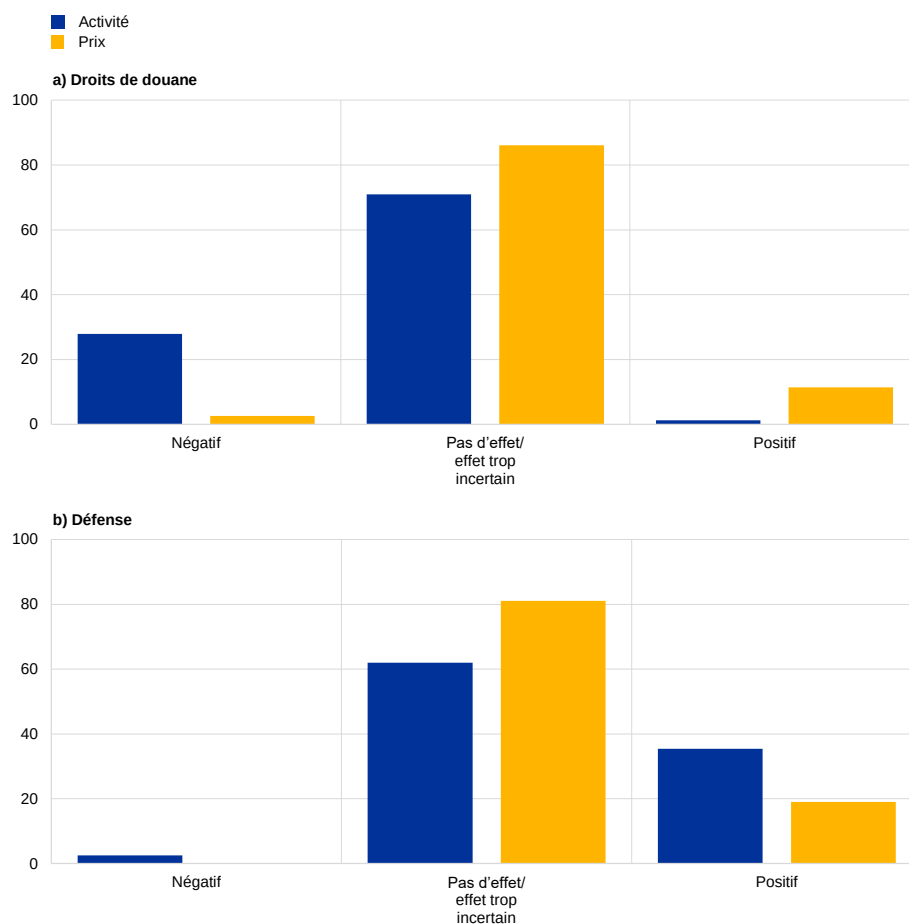
Les projets d'augmentation des dépenses de défense, notamment dans le domaine du numérique et de la cybersécurité, pourraient soutenir l'activité relativement rapidement. Les augmentations annoncées des dépenses de défense (ou de leur financement) – dont de nombreuses dépenses d'infrastructure supplémentaires en Allemagne – sont considérées comme suffisamment importantes et certaines pour relever les anticipations d'une demande future de nombreux biens et services (même si cela ne touche généralement qu'une petite

partie de la clientèle). De nombreuses entreprises se sont dotées de plans d'augmentation ou d'adaptation de leurs capacités, qui pourraient être mis en œuvre s'il devenait clair qu'un volume suffisant de nouvelles dépenses serait dirigé vers les entreprises européennes, ce qui serait précédé d'une augmentation de la demande de consommations intermédiaires. Quelques contacts ont toutefois exprimé la crainte que la réorientation des dépenses publiques s'effectue au détriment d'autres projets d'investissement et/ou que l'endettement croissant et les tensions inflationnistes se traduisent par une hausse des taux d'intérêt. Certains s'attendent à ce que l'augmentation des dépenses de défense exerce des pressions à la hausse sur les prix via une demande plus forte d'intrants, matériaux et composants, et de main-d'œuvre qualifiée.

Graphique E

Effet des annonces sur les droits de douane et la défense sur les perspectives des entreprises en matière d'activité et de prix

(en pourcentages)



Source : BCE.

Anticipations d'inflation à long terme des consommateurs : une vue d'ensemble

Pedro Baptista, Colm Bates, Omiros Kouvavas, Justus Meyer
et Katia Werkmeister

À compter de la publication des données d'avril 2025, les mesures des anticipations d'inflation publiées dans l'enquête de la BCE sur les anticipations des consommateurs (CES) vont s'enrichir d'une nouvelle mesure des anticipations d'inflation à cinq ans. Jusqu'alors, et depuis avril 2020, l'enquête CES ne proposait que des mesures mensuelles des anticipations d'inflation à court terme (à un an) et à moyen terme (à trois ans) des consommateurs. Si les anticipations d'inflation à trois ans sont particulièrement importantes pour évaluer les risques qui pèsent sur l'inflation à moyen terme, l'enquête CES a inclus, à partir d'août 2022, une mesure des anticipations d'inflation à cinq ans afin d'accroître la capacité de la BCE à suivre les anticipations d'inflation à plus long terme ^{1, 2}. Cet encadré revient sur les évolutions de ces anticipations d'inflation à long terme (à cinq ans) et sur leur rôle dans l'évaluation du degré d'ancrage des anticipations d'inflation.

Malgré la poussée de l'inflation dans la zone euro qui a suivi la réouverture de l'économie après la pandémie et l'invasion injustifiée de l'Ukraine par la Russie, les anticipations d'inflation à long terme sont restées proches de la cible de 2 % de la BCE. Les anticipations médianes relatives au taux d'inflation annuel à cinq ans sont restées remarquablement stables depuis 2022, à 2,1 % environ, après les points hauts initiaux à 2,3 % enregistrés en août 2022 lorsque l'inflation se situait à 9,1 % (graphique A, partie a). Une tendance similaire peut être observée pour les anticipations moyennes (graphique A, partie b) ³. La structure par terme en pente descendante de ces indicateurs, conjuguée à des anticipations stables à cinq ans, démontre que les consommateurs s'attendent clairement à ce que le taux d'inflation se rapproche de la cible de la BCE au fil du temps, montrant ainsi que les anticipations d'inflation sont demeurées bien ancrées.

¹ Cf. Bańkowska (K.) *et al.*, « *ECB Consumer Expectations Survey: an overview and first evaluation* », *Occasional Paper Series*, n° 287, BCE, Francfort-sur-le-Main, décembre 2021 et D'Acunto (F.) *et al.*, « *Household inflation expectations: an overview of recent insights for monetary policy* », *Discussion Paper Series*, n° 24, BCE, Francfort-sur-le-Main, 2024.

² Il est demandé aux participants, avec les options de réponse suivantes, ce qu'ils pensent des évolutions des prix sur une période de 12 mois à cinq ans : « les prix vont augmenter (légèrement/beaucoup) », « les prix vont baisser (légèrement/beaucoup) » ou « les prix vont rester entièrement inchangés (0 % de variation) ». À partir d'une question ouverte, il est ensuite demandé aux participants le pourcentage de variation des prix auquel ils s'attendent. Il n'est pas proposé d'option « ne sait pas » pour éviter un biais sélectif de non-réponse.

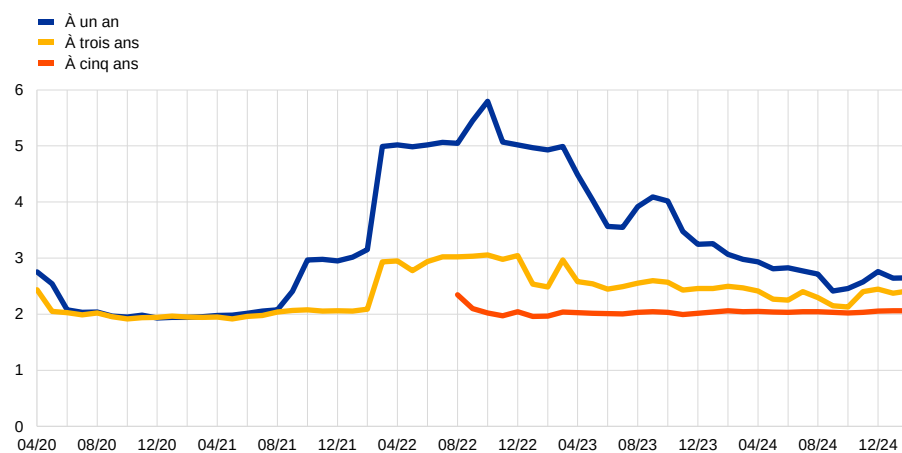
³ Les anticipations d'inflation quantitatives des consommateurs ont tendance à être biaisées vers la droite (c'est-à-dire que la moyenne est plus élevée que la médiane), car un nombre relativement faible de participants s'attendent à des variations négatives des prix et les valeurs aberrantes tendent à être positives.

Graphique A

Anticipations d'inflation à long terme des consommateurs

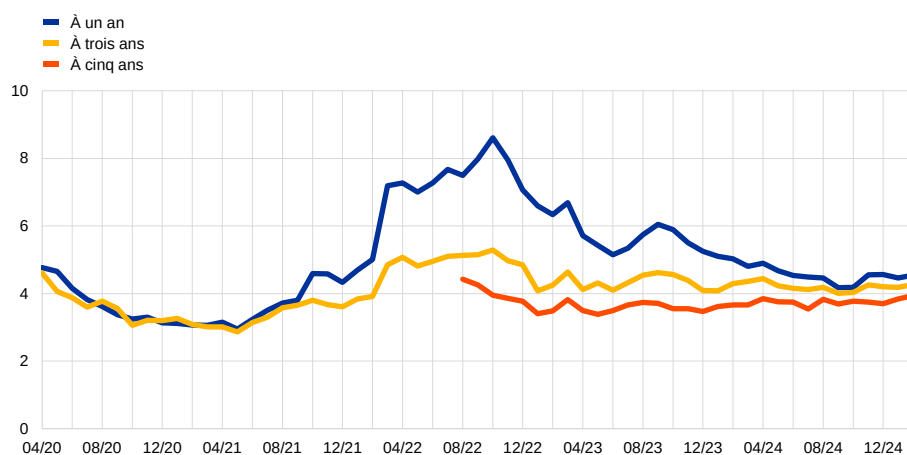
a) Anticipations médianes

(variation en pourcentages, médiane)



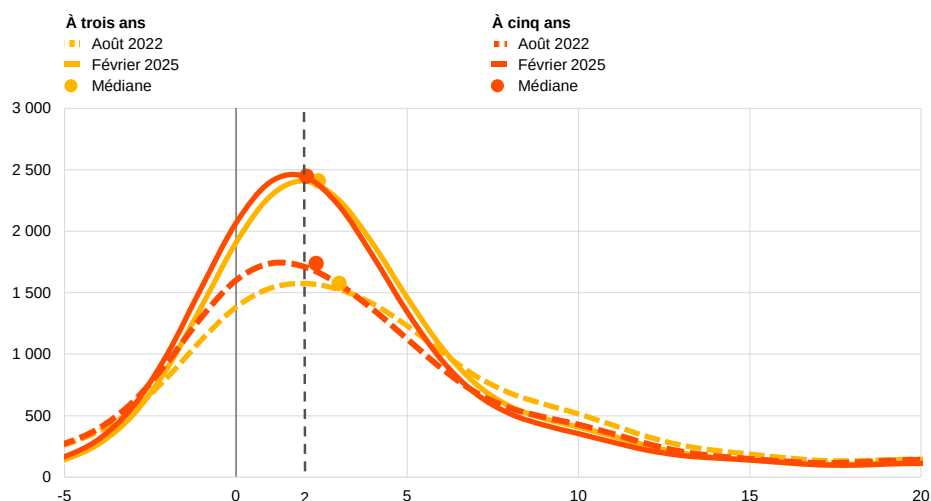
b) Anticipations moyennes

(variation en pourcentages, moyenne)



c) Distribution des anticipations

(variation en pourcentages, fréquence)



Sources : Enquête CES et calculs des services de la BCE.

Notes : Statistiques pondérées par la population. Les anticipations sont winsorisées au niveau des pays/campagnes d'enquête (2-98). Les dernières observations se rapportent à février 2025. Dans la partie c), la ligne en pointillés gris indique le niveau de variation de 2 %. Le graphique est fondé sur la distribution symétrique linéairement interpolée qui corrige le biais dû aux arrondis des consommateurs. Pour la visualisation, un écart (*bandwidth*) de 2 a été choisi.

Les anticipations d'inflation à plus long terme des consommateurs sont davantage centrées autour de la cible d'inflation à moyen terme de la BCE que les anticipations sur des horizons plus courts. Si l'on compare l'ensemble de la distribution des anticipations d'inflation sur les horizons à trois et cinq ans (graphique A, partie c), une grande partie des anticipations à plus long terme des participants se situe à un niveau proche de la cible d'inflation de 2 % de la BCE. Toutefois, une part substantielle des anticipations à long terme des consommateurs se situe également au-dessous de l'objectif et on observe une importante queue de distribution à la droite (graphique A, partie c). Les deux distributions sont centrées sur la cible de 2 %, leurs pics respectifs devenant plus prononcés avec la baisse des taux d'inflation dans la zone euro entre 2022 et 2024. En particulier, tant en août 2022 qu'en février 2025, la concentration autour de la cible de 2 % est plus élevée pour les anticipations d'inflation à cinq ans que pour les anticipations à trois ans. La médiane plus faible pour les anticipations d'inflation à cinq ans que pour les anticipations à trois ans reflète également une incidence légèrement plus élevée d'anticipations d'inflation zéro à l'horizon plus long ⁴. Avec le recul de l'inflation, la part des anticipations d'inflation à plus long terme autour de la cible a augmenté (graphique B, partie a) ⁵.

⁴ En février 2025, 21,3 % des participants ont déclaré ne s'attendre à « aucune variation » des prix pour l'horizon à cinq ans, soit un peu plus que pour l'horizon à trois ans (17,6 %). Les anticipations d'une inflation zéro à plus long terme pourraient refléter un mélange d'incertitude et de croyances à l'égard de la stabilité des prix qui pourraient donner lieu, de façon erronée, à des réponses « aucune variation » des prix.

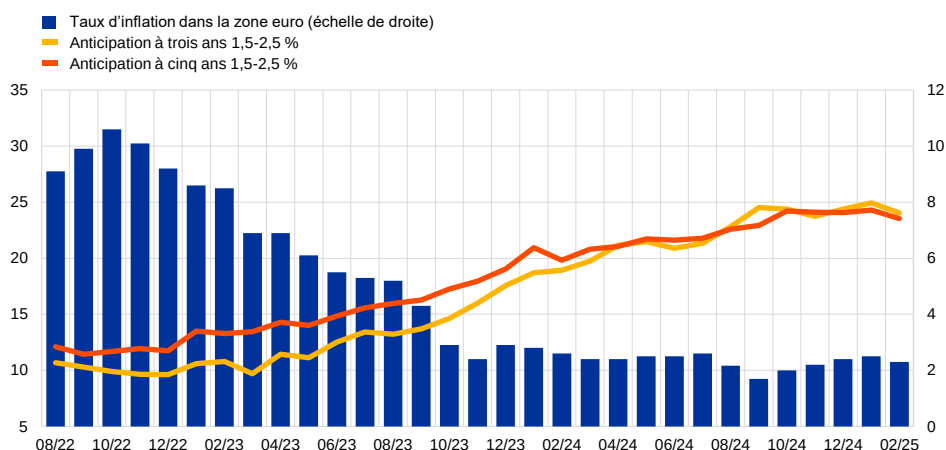
⁵ Une part considérable des participants affiche des croyances très éloignées de la médiane, indiquant un degré plus élevé de dispersion des anticipations entre les consommateurs que, par exemple, entre les prévisionnistes professionnels.

Graphique B

Anticipations d'inflation à long terme des consommateurs et cible de 2 % de la BCE

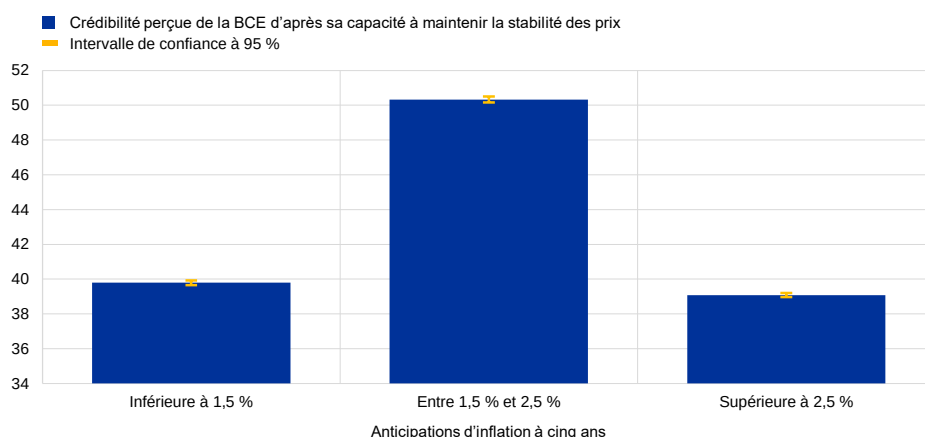
a) Anticipations proches de la cible

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



b) Anticipations d'inflation à cinq ans et probabilité d'inflation autour de la cible

(probabilité moyenne, en pourcentage)



Sources : Enquête CES et calculs des services de la BCE.

Notes : Statistiques pondérées par la population. Les anticipations sont winsorisées au niveau des pays/campagnes d'enquête (2-98). Les dernières observations se rapportent à février 2025.

L'enquête CES interroge également directement les participants sur la probabilité que la BCE maintienne la stabilité des prix à des horizons de trois et cinq ans. Cela fournit une mesure quantitative de la crédibilité de la BCE du point de vue des consommateurs et contribue à évaluer plus précisément l'ancrage des anticipations à plus long terme ⁶. La partie b) du graphique B compare la probabilité perçue que la BCE maintienne la stabilité des prix au cours des cinq prochaines années avec les anticipations quantitatives à cinq ans ⁷. De plus, les participants dont les anticipations se rapprochent de la cible de la BCE (entre 1,5 % et 2,5 %)

⁶ Cf. Ehrmann (M.) *et al.*, « *Credibility gains from communicating with the public: evidence from the ECB's new monetary policy strategy* », Working Paper Series, n° 2785, BCE, Francfort-sur-le-Main, février 2023.

⁷ L'enquête CES permet de mesurer régulièrement la crédibilité perçue de la BCE à travers sa capacité à maintenir la stabilité des prix : « *Selon vous, quelle est la probabilité que la Banque centrale européenne (BCE) maintienne la stabilité des prix dans l'économie de la zone euro au cours des cinq prochaines années ?* ».

affichent également une confiance plus élevée dans la capacité de la BCE à maintenir la stabilité des prix, avec une probabilité moyenne de 48,5 %. En revanche, les anticipations d'inflation à long terme inférieures à 1,5 % ou supérieures à 2,5 % indiquent des probabilités perçues moyennes plus faibles, à 39,1 % et 37,7 %. Cela suggère que les écarts des anticipations d'inflation à long terme par rapport à la cible de 2 % sont corrélés avec une baisse de la confiance dans la capacité de la BCE à piloter l'inflation à moyen terme⁸. La partie a) du graphique C montre la corrélation positive entre la probabilité que les anticipations à cinq ans se situent autour de la cible de 2 % et la confiance en la capacité de la BCE à maintenir la stabilité des prix au cours des cinq prochaines années. Les coefficients estimés augmentent de façon linéaire, indiquant que, lorsque les participants sont davantage confiants dans la capacité de la BCE à maintenir la stabilité des prix, ils sont également plus susceptibles de s'attendre à ce que l'inflation à long terme demeure proche de la cible.

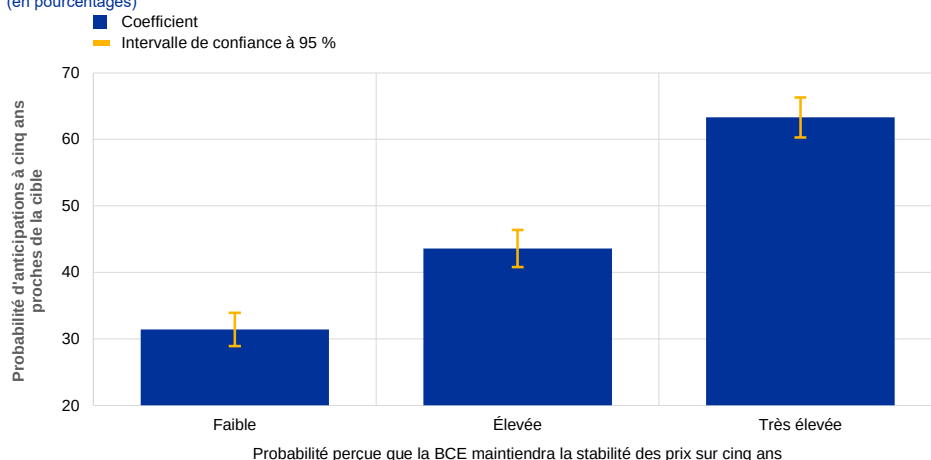
Les anticipations d'inflation à long terme des consommateurs montrent une sensibilité plus faible aux surprises d'inflation que leurs anticipations à moyen terme. Les surprises d'inflation sont définies comme la différence entre l'anticipation d'inflation à court terme (à un an) d'un individu et sa perception de l'inflation annuelle passée enregistrée un an plus tard. Durant la poussée de l'inflation en 2022-2023, les consommateurs ont relativement moins ajusté leurs anticipations d'inflation à plus long terme face à ces surprises que leurs anticipations pour les 12 mois suivants, comme le montrent les coefficients décroissants de la régression présentée dans la partie b) du graphique C. Cela suggère que les consommateurs ont nettement moins prêté attention aux signaux provenant des surprises d'inflation pour former leurs anticipations à long terme.

Graphique C

Anticipations d'inflation à long terme des consommateurs, cible de la BCE et variations inattendues de l'inflation

a) Croyances dans la crédibilité de la BCE et probabilité que les anticipations soient proches de la cible de la BCE

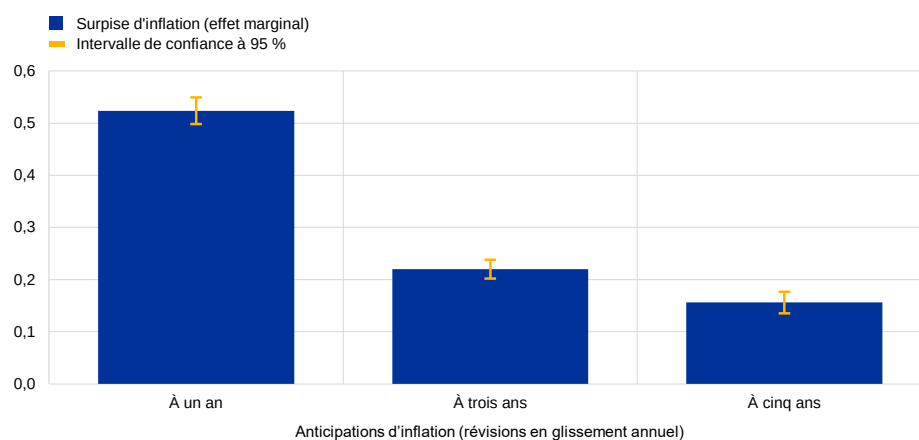
(en pourcentages)



⁸ Cf. Christelis (D.) *et al.*, « *Trust in the central bank and inflation expectations* », *International Journal of Central Banking*, vol. 16(6), p. 1-37, décembre 2020.

b) Sensibilité aux surprises d'inflation

(en points de pourcentage)



Sources : Enquête CES et calculs des services de la BCE.

Notes : Statistiques pondérées par la population. Les dernières observations se rapportent à février 2025. Dans la partie a), le graphique présente les coefficients d'une régression probit incluant des effets fixes par campagne d'enquête et par pays. Les anticipations d'inflation à cinq ans sont définies comme proches de la cible de la BCE si elles sont comprises entre 1,5 % et 2,5 %. Dans la partie b), le graphique présente les effets marginaux des régressions des surprises d'inflation (variable indépendante) sur les révisions annuelles des anticipations d'inflation (variable dépendante). Les surprises d'inflation sont winsorisées au niveau des pays/campagnes d'enquête (5-95).

Pour la période à venir, le suivi des anticipations d'inflation pour les différents horizons permettra de mieux comprendre les perspectives d'inflation des consommateurs. Par rapport aux horizons plus courts, la mesure des anticipations d'inflation à cinq ans fournit des informations supplémentaires sur le degré d'ancrage des anticipations d'inflation des consommateurs, en particulier en période de chocs importants et persistants sur l'inflation. Les dernières données de l'enquête CES relatives aux anticipations d'inflation à long terme des consommateurs pourraient également continuer à apaiser les craintes selon lesquelles la zone euro pourrait être exposée, après la précédente poussée inflationniste, à une hausse durable des taux d'inflation par le biais d'anticipations d'inflation à plus long terme qui s'éloigneraient de la cible de 2 % de la BCE.

La poussée inflationniste de 2021-2024 interprétée à l'aide du modèle ECB-BASE

Elena Angelini, Matthieu Darracq Pariès et Srečko Zimic

Les implications de la guerre menée par la Russie contre l'Ukraine, qui n'avaient pas été anticipées dans les projections macroéconomiques de décembre 2021 établies par les services de l'Eurosystème pour la zone euro, ont entraîné d'importantes erreurs de projection en 2022¹. L'erreur pour l'inflation mesurée par l'IPCH par rapport aux projections de décembre 2021 était proche de 8 points de pourcentage fin 2022, tandis que l'erreur pour la croissance du PIB était plus faible, mais également importante, s'établissant à près de 1 point de pourcentage (graphique A).

Les modèles économiques tels que le modèle ECB-BASE ont affiché des erreurs de prévision similaires, même si on ne sait toujours pas si elles ont résulté de limites du modèle ou de chocs imprévisibles. De même, les prévisions générées par le modèle ECB-BASE en utilisant les mêmes hypothèses que l'exercice global de projections macroéconomiques (BMPE) de décembre 2021 réalisé par les services de l'Eurosystème auraient également entraîné des erreurs importantes (graphique A)². Pour comprendre ce point, nous comparons deux prévisions fondées sur des modèles à compter de décembre 2021 – la prévision effective en temps réel et une prévision contrefactuelle – dans laquelle nous supposons que les évolutions effectives des prix de l'énergie et des produits alimentaires mesurés par l'IPCH ainsi que d'autres hypothèses techniques sur l'horizon de projection allant de 2022 à 2024 étaient connues à l'époque³. L'écart entre la prévision d'inflation contrefactuelle et le taux d'inflation réel n'est donc pas lié à des évolutions inattendues des prix de l'énergie ou des produits alimentaires mesurés par l'IPCH, ni à des modifications des hypothèses techniques concernant la politique budgétaire, les conditions financières – y compris la politique monétaire – et l'environnement extérieur. Si, après avoir pris en compte tous ces facteurs, un

¹ Les erreurs de projection ont été évaluées dans d'autres articles du Bulletin économique. Cf., par exemple : « [La performance des projections des services de l'Eurosystème/de la BCE relatives à la croissance économique depuis la pandémie de COVID-19](#) », *Bulletin économique*, n° 7, BCE, 2024 ; « [La performance empirique des projections d'inflation établies par les services de la BCE et de l'Eurosystème depuis 2000](#) », *Bulletin économique*, n° 5, BCE, 2024 ; « [Une actualisation de l'exactitude des projections récentes relatives à l'inflation à court terme établies par les services de l'Eurosystème/de la BCE](#) », *Bulletin économique*, n° 2, BCE, 2024, « [Évaluation actualisée des projections d'inflation à court terme établies par les services de l'Eurosystème et de la BCE](#) », *Bulletin économique*, n° 1, BCE, 2023 et « [Les récentes erreurs dans les projections relatives à l'inflation établies par les services de l'Eurosystème et de la BCE : quelles explications ?](#) », *Bulletin économique*, n° 3, BCE, 2022.

² Pour plus de détails, cf. Angelini et al., « [Introducing ECB-BASE: The blueprint of the new ECB semi-structural model for the euro area](#) », *Working Paper Series*, n° 2315, BCE, septembre 2019. Le modèle ECB-BASE est régulièrement utilisé par la BCE pour effectuer des contrôles croisés des projections de référence et pour réaliser des analyses de scénarios.

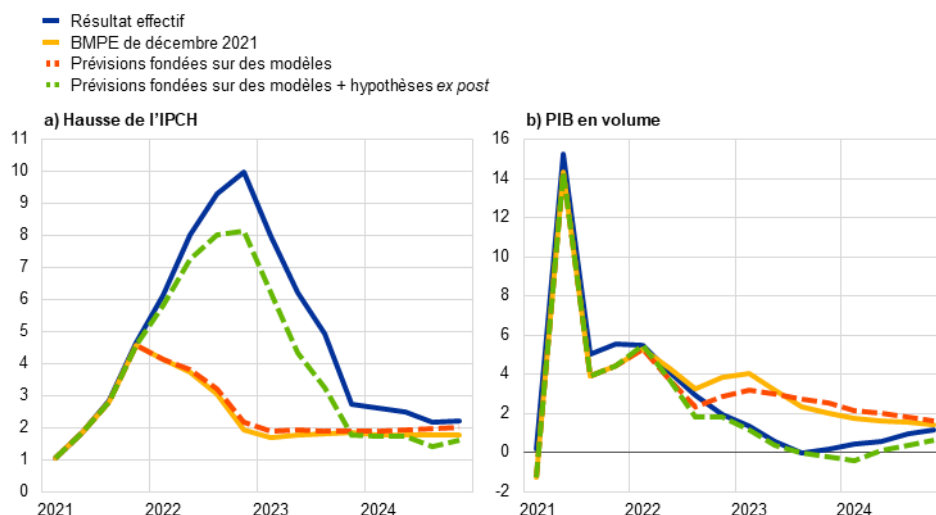
³ Les hypothèses financières incluent les taux d'intérêt à court et à long terme, les taux débiteurs et les prix des actions. Les hypothèses budgétaires incluent la consommation publique, l'investissement public, les transferts sociaux, les impôts directs sur les ménages et les entreprises ainsi que les impôts indirects. Les hypothèses externes incluent la demande étrangère, les prix des concurrents et les taux de change, les prix du pétrole et du gaz (indice synthétique des prix de l'énergie). Les projections contrefactuelles ignorent tout jugement qui aurait pu être inclus dans les projections de décembre 2021 établies par les services de l'Eurosystème.

résidu subsiste, il pourrait refléter d'autres évolutions économiques non anticipées, des erreurs de mesure ou des mauvaises spécifications de modèle.

Graphique A

Prévisions contrefactuelles relatives à l'inflation mesurée par l'IPCH et à la croissance du PIB de la zone euro depuis le BMPE de décembre 2021, établies à l'aide du modèle ECB-BASE

(variations annuelles en points de pourcentage)



Source : Calculs des services de la BCE à l'aide du modèle ECB-BASE.

Notes : Les « prévisions fondées sur des modèles + hypothèses *ex post* » sont simulées en utilisant les prévisions du modèle ECB-BASE du BMPE de décembre 2021, mais en imposant les trajectoires réalisées pour les composante énergie et produits alimentaires de l'IPCH et d'autres hypothèses techniques, ainsi qu'en conditionnant les perspectives à court terme. Pour plus de détails, cf. la section 4.3 dans Angelini *et al.*, *op. cit.*

Environ 70 % des erreurs dans les prévisions de l'inflation mesurée par l'IPCH pour le quatrième trimestre 2022 peuvent être attribuées à des évolutions inattendues des prix de l'énergie et des produits alimentaires.

Le graphique B présente une décomposition des erreurs de prévision en différents facteurs. Dans un premier temps, les hypothèses modifiées pour les prix de l'énergie (barres bleu foncé et jaunes) exercent l'impact le plus important sur les erreurs relatives à l'inflation et au PIB en volume en 2022⁴. Les prix des produits alimentaires (barres rouges) deviennent relativement plus importants en 2023, reflétant également la réaction tardive vis-à-vis des prix de l'énergie et les effets de la guerre menée par la Russie en Ukraine. Les mesures budgétaires discrétionnaires non anticipées qui ont été prises pour atténuer la crise du coût de la vie à la suite de la hausse des prix de l'énergie ont apporté une contribution négative à l'erreur dans les prévisions d'inflation en 2023. Cette situation s'est ensuite inversée début 2024 avec la suppression de certaines de ces mesures (barres vert foncé). Les modifications inattendues des hypothèses externes (barres bleu clair) sur l'horizon 2022-2024 ont apporté une contribution relativement limitée aux erreurs de prévisions de l'inflation et de la production. Des hypothèses financières plus restrictives (barres vert clair ; avec une trajectoire des taux d'intérêt à court terme nettement plus élevée) ont

⁴ Nous scindons la contribution de la composante énergie de l'IPCH à l'erreur dans l'inflation totale mesurée par l'IPCH en deux composantes : l'impact des hypothèses sur les prix de l'énergie (barres bleu foncé) et l'effet résiduel provenant de l'indice effectif de la composante énergie de l'IPCH (barres jaunes).

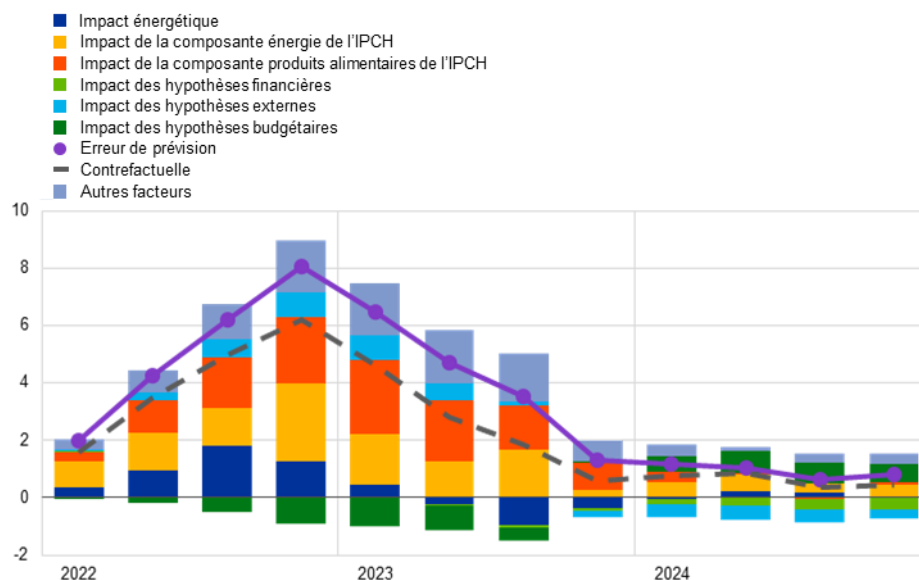
significativement contribué à l'erreur de prévision du PIB en 2023, tandis que l'impact des hypothèses financières sur l'erreur de prévision pour l'inflation a été très faible et tardif, en grande partie car l'exercice n'a pas entièrement tenu compte de la transmission de la politique monétaire, comme expliqué plus loin. Enfin, les barres grises représentent les autres facteurs, y compris les éventuelles évolutions économiques non anticipées, les erreurs de mesure et les mauvaises spécifications de modèle.

Graphique B

Ventilation des prévisions contrefactuelles pour l'inflation mesurée par l'IPCH et la croissance du PIB dans la zone euro, à l'aide du modèle ECB-BASE

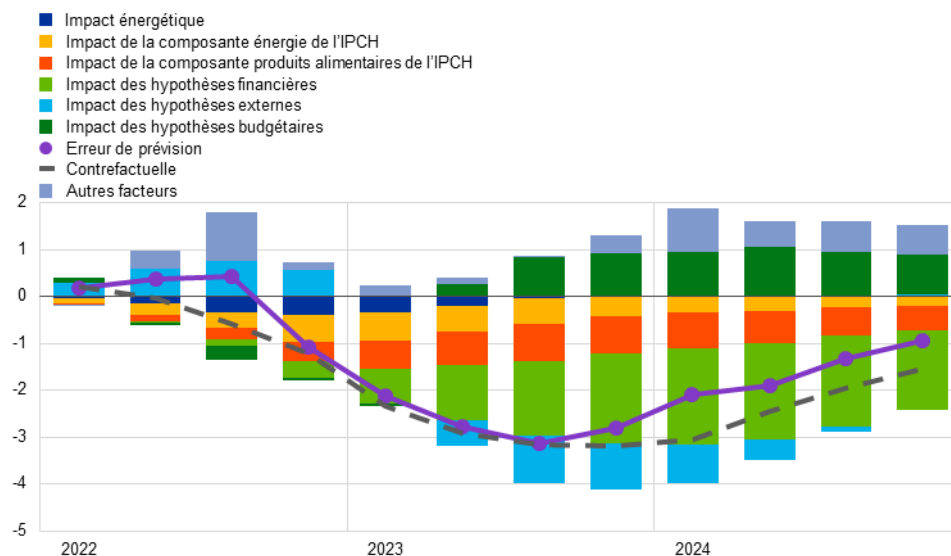
a) Inflation mesurée par l'IPCH

(variations annuelles en pourcentage, en points de pourcentage)



b) PIB en volume

(variations annuelles en pourcentage, en points de pourcentage)



Source : Calculs et simulations des services de la BCE à l'aide du modèle ECB-BASE.

Notes : « L'erreur de prévision » se rapporte à l'erreur totale globale de prévision calculée à l'aide du modèle ECB-BASE ; « l'erreur contrefactuelle » se rapporte à l'erreur expliquée par la simulation du modèle.

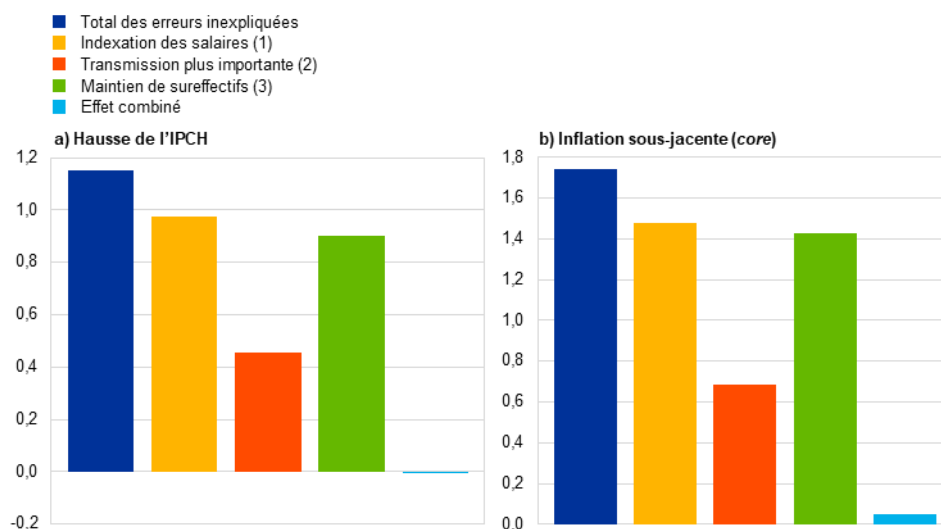
Le meilleur moyen de réduire les erreurs de prévision d'inflation sous-jacente (core) est de prendre en compte des effets de second tour plus forts que ceux estimés dans le modèle. Les erreurs restantes dans les prévisions de l'inflation totale mesurée par l'IPCH résultent de la sous-estimation des prix sous-jacents. Cette sous-estimation pourrait s'expliquer par la répercussion limitée des prix de

l'énergie sur les autres prix dans le modèle et pourrait refléter des non-linéarités, notamment une évolution de la répercussion historique sur les autres prix compte tenu de la grande ampleur des chocs sur les prix de l'énergie et des produits alimentaires. Le graphique C (barres rouges) montre que l'erreur de prévision moyenne pour l'inflation *core* diminue de 60 % environ lorsque la répercussion des prix de l'énergie est augmentée. En outre, une partie de l'erreur relative à l'inflation totale mesurée par l'IPCH peut s'expliquer par une prévision erronée de la croissance des salaires et de l'emploi. Le modèle prévoyait une baisse des salaires et de l'emploi en raison de l'important ralentissement économique réel à la suite de la détérioration des termes de l'échange résultant de la hausse des prix de l'énergie et des produits alimentaires et de l'impact du durcissement des conditions de financement. Néanmoins, les salaires nominaux et l'emploi ont enregistré une augmentation assez forte. En outre, la prise en compte de liens plus étroits entre les salaires et les prix et d'une plus forte rétention d'effectifs améliore considérablement la performance des prévisions du modèle (graphique C, barres bleu clair).

Graphique C

Analyse de la part inexpliquée des erreurs de prévision

(variations trimestrielles en pourcentage)



Source : Calculs et simulations des services de la BCE à l'aide du modèle ECB-BASE.

Notes : Les modifications techniques envisagées dans le modèle pour corriger les erreurs restantes dans le graphique B incluent : les modifications techniques envisagées dans le modèle pour corriger les erreurs résiduelles du graphique B incluent :

1) un ajustement de l'indexation des salaires : le coefficient qui détermine l'impact de la hausse passée des prix à la consommation sur les salaires a été ajusté à la hausse de 25 %, afin de mieux refléter le lien étroit observé entre l'inflation passée et les ajustements de salaires au cours de cette période ; 2) une transmission plus importante : un recalibrage des paramètres de la courbe de Phillips a été réalisé dans le modèle pour renforcer la transmission des prix de l'énergie aux coûts marginaux et au déflateur du PIB, afin d'obtenir un mécanisme de transmission plus réactif ; et (3) le maintien de la main-d'œuvre : un choc de demande de main-d'œuvre a été appliqué pour rompre la loi d'Okun et dissocier la demande de main-d'œuvre de la baisse observée de la production, reflétant la résilience inattendue du marché du travail. Ces ajustements améliorent l'adéquation du modèle aux comportements économiques observés au cours de la période sous revue, en particulier en ce qui concerne les réactions des prix sous-jacents, des salaires et de l'emploi aux tensions inflationnistes. Lorsque tous ces facteurs supplémentaires sont inclus, la taille des barres grises du graphique B (autres facteurs) diminue fortement.

Lorsque l'on considère un ensemble plus complet de mécanismes de propagation, y compris l'éventuel désancrage des anticipations d'inflation à long terme, la politique monétaire joue un rôle essentiel dans la stabilisation de l'inflation à moyen terme. Le graphique B montre que les modifications des hypothèses financières ne contribuent pas, à elles seules, à réduire considérablement l'inflation. Cependant, cette analyse ne prend en compte que les

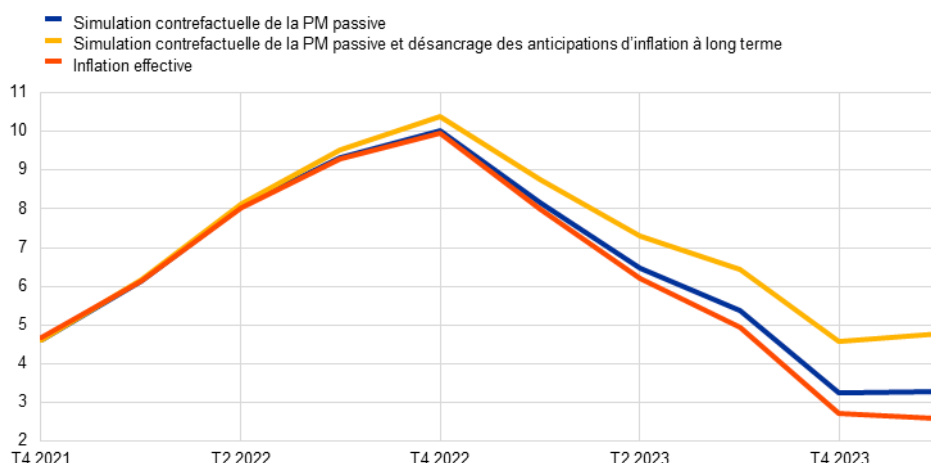
effets mécaniques des modifications des hypothèses financières telles que les taux d'intérêt. Elle ne tient pas compte de tous les canaux de propagation endogènes de la politique monétaire, par exemple l'impact des variations des taux d'intérêt sur le taux de change, qui est traité comme une hypothèse externe dans ce type d'analyse. Nous avons réalisé une simulation contrefactuelle standard de la politique monétaire, en supposant que les taux à court terme sont restés aux niveaux prévus dans le BMPE de décembre 2021, en raison des chocs de politique monétaire, et que toutes les autres réactions résultent des mécanismes endogènes du modèle ⁵. Comme le montre le graphique D, sans intervention de la politique monétaire, l'inflation aurait pu être 0,7 point de pourcentage plus élevée fin 2024. En outre, la réponse forte de la politique monétaire a joué un rôle essentiel dans l'ancrage des anticipations d'inflation. En utilisant des anticipations désancrées, qui sont davantage influencées par l'inflation passée que par la cible de la banque centrale, l'inflation aurait été 2 points de pourcentage plus élevée en 2024 (graphique D), transformant un choc temporaire en un choc plus persistant ⁶.

Graphique D

Contrefactuels du modèle ECB-BASE pour évaluer l'impact de la politique monétaire

Inflation mesurée par l'IPCH

(variation annuelle en pourcentage)



Source : Calculs et simulations des services de la BCE à l'aide du modèle ECB-BASE.

Notes : « PM » signifie politique monétaire. La ligne rouge représente l'inflation effective. La ligne bleue montre l'inflation contrefactuelle dans l'hypothèse où les taux d'intérêt étaient restés aux niveaux prévus dans le BMPE de décembre 2021, reflétant une politique monétaire passive. La ligne jaune illustre l'inflation contrefactuelle dans un scénario impliquant un désancrage des anticipations d'inflation à long terme, tel que l'épisode d'inflation élevée consécutif aux chocs énergétiques aux États-Unis dans les années 1970.

⁵ Le modèle BCE-BASE est caractérisé par une transmission plus faible des chocs de politique monétaire par rapport à d'autres modèles de type DSGE. Pour une comparaison de l'éventail des réactions à une période de resserrement de la politique monétaire, cf. l'encadré intitulé « Une évaluation fondée sur des modèles de l'impact macroéconomique du resserrement de la politique monétaire de la BCE depuis décembre 2021 », *Bulletin économique*, n° 3, BCE, 2023.

⁶ Le désancrage de l'inflation est pris en compte en modifiant le processus de formation des anticipations dans le modèle, lorsque les anticipations à long terme deviennent plus dépendantes de l'inflation passée que de la cible de la banque centrale. Nous utilisons les données provenant des États-Unis à partir du choc énergétique des années 1970 pour estimer quels processus et paramètres impliquent un désancrage beaucoup plus marqué des anticipations dans la simulation.

Introduction des systèmes statistiques internes d'évaluation du crédit (S-ICAS) comme source supplémentaire d'évaluation du crédit dans le dispositif de garanties général

Cláudia Duarte, Janina Engel, Oleg Reichmann et Tomislav Džaja

L'évaluation de la qualité de crédit des actifs remis en garantie des opérations de crédit de l'Eurosystème se fonde sur le dispositif d'évaluation du crédit de l'Eurosystème (*Eurosystem Credit Assessment Framework, ECAF*)¹.

Les opérations de crédit sont un élément clé des opérations de politique monétaire de l'Eurosystème. L'Eurosystème a une obligation statutaire de ne prêter aux banques et autres contreparties qu'en échange de garanties adéquates².

Actuellement, l'ECAF s'appuie sur des informations issues de l'évaluation du crédit provenant de trois sources : les systèmes internes d'évaluation du crédit (ICAS) des banques centrales nationales (BCN), les organismes externes d'évaluation du crédit (*external credit assessment institutions, ECAI*) et les systèmes de notations internes (*internal ratings-based, IRB*) des contreparties de l'Eurosystème³.

L'introduction à partir de 2026 de systèmes statistiques internes d'évaluation du crédit (S-ICAS) des BCN comme source supplémentaire acceptée par l'ECAF dans le cadre du dispositif de garanties général renforcera les capacités d'évaluation interne du crédit de l'Eurosystème et élargira l'ensemble des garanties potentielles disponibles^{4,5}.

Les sources internes de l'Eurosystème – les ICAS et les S-ICAS – évaluent la solvabilité des sociétés non financières en tant que débiteurs/garants des créances privées pour les opérations de crédit garanties. Les S-ICAS ciblent spécifiquement les microentreprises et les petites et moyennes entreprises (PME), dont certaines peuvent ne pas être évaluées par une autre source de l'ECAF.

Les systèmes statistiques des BCN ont été acceptés dans le cadre du dispositif temporaire de garanties afin d'élargir l'ensemble des garanties disponibles, principalement en réponse à la pandémie de COVID-19⁶.

¹ Cf. « *Eurosystem credit assessment framework (ECAF)* » sur le site internet de la BCE.

² Cf. l'article 18.1 des statuts du Système européen de banques centrales et de la Banque centrale européenne.

³ Cf. Auria (L.) *et al.*, « *Overview of central banks' in-house credit assessment systems in the euro area* », *Occasional Paper Series*, n° 284, BCE, octobre 2021.

⁴ Le dispositif de garanties général est régi par l'*Orientation (UE) 2015/510 de la Banque centrale européenne du 19 décembre 2014 concernant la mise en œuvre du cadre de politique monétaire de l'Eurosystème (orientation sur la documentation générale) (BCE/2014/60) (refonte) (JO L 91 du 02.04.2015, p. 3)*.

⁵ Cf. « *La BCE annonce des modifications du dispositif de garanties de l'Eurosystème afin de renforcer l'harmonisation* », *communiqué de presse*, BCE, 29 novembre 2024 ; et « *Décisions du Conseil des gouverneurs de la BCE (autres que les décisions relatives à la fixation des taux d'intérêt) – janvier 2025* », BCE, 31 janvier 2025.

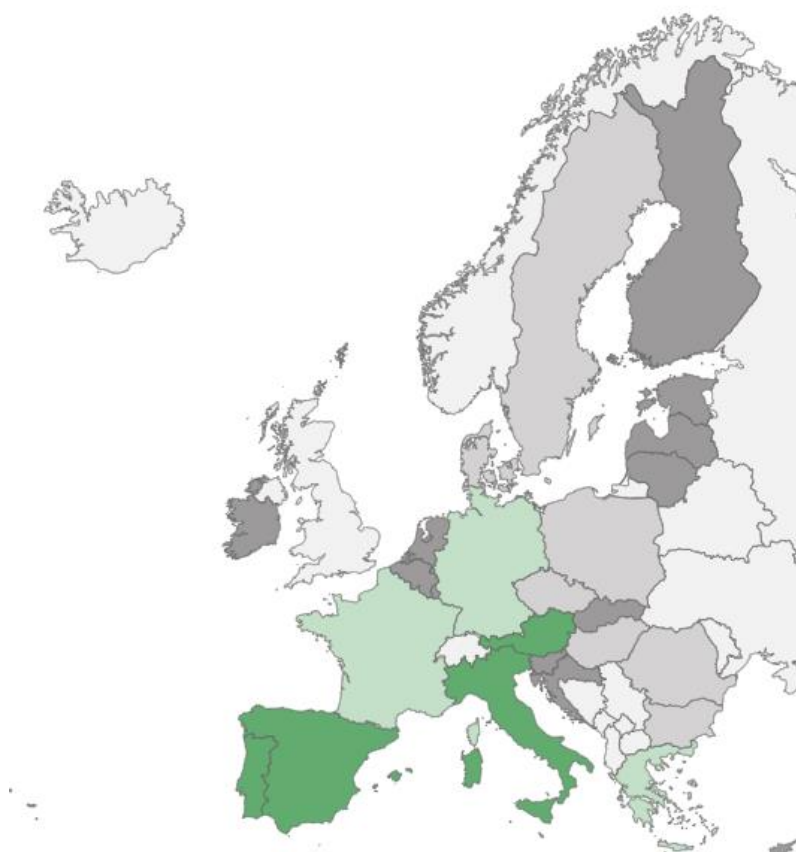
⁶ Le dispositif de garanties temporaire est régi par l'*Orientation de la Banque centrale européenne du 9 juillet 2014 relative à des mesures temporaires supplémentaires concernant les opérations de refinancement de l'Eurosystème et l'éligibilité des garanties et modifiant l'orientation BCE/2007/9 (BCE/2014/31) (2014/528/UE) (JO L 240 du 13.08.2014, p. 28)*.

Cinq systèmes statistiques ont été utilisés par les BCN durant la pandémie, dont quatre étaient nouvellement introduits à cette époque. L'acceptation et l'expansion des systèmes statistiques des BCN ont constitué un moyen efficace d'accroître la disponibilité des garanties pour les opérations de politique monétaire durant la pandémie. Actuellement, quatre BCN utilisent des systèmes statistiques dans le cadre du dispositif temporaire : la Banca d'Italia, le Banco de España, le Banco de Portugal et l'Oesterreichische Nationalbank (figure A). Afin d'éviter des perturbations et d'assurer une transition sans heurt vers le nouveau régime, les BCN seront autorisées à continuer d'utiliser les systèmes statistiques existants dans les conditions actuelles jusqu'à ce qu'ils soient acceptés dans le dispositif de garanties général.

Figure A

Pays avec des BCN disposant d'ICAS et de systèmes statistiques actuellement opérationnels

- Pays disposant d'ICAS et de systèmes statistiques
- Pays disposant d'ICAS mais pas de systèmes statistiques
- Autres pays de la zone euro
- Autres pays de l'UE
- Pays hors UE



L'acceptation des S-ICAS dans le dispositif général repose sur un cadre harmonisé nouvellement élaboré, qui renforcera l'efficacité en matière de risques, répondra aux considérations d'égalité de traitement et améliorera la

préparation aux crises. Le cadre harmonisé s'appuie sur le dispositif existant pour les ICAS, complété par les exigences et les mesures de sauvegarde nécessaires pour assurer la bonne performance des systèmes quantitatifs avec peu ou pas d'évaluation par des experts ⁷. Les informations quantitatives généralement utilisées dans le cadre de l'évaluation comprennent les ratios financiers fondés sur les rapports financiers, les indicateurs liés à la structure du groupe et les comportements de paiement. L'évaluation par des experts comporterait, par exemple, l'analyse d'informations publiques et de rapports détaillés des entreprises. Les principales caractéristiques du cadre harmonisé sont : a) le périmètre des entreprises à noter (PME, à l'exclusion de celles présentant des expositions importantes) ; b) les exigences méthodologiques pour évaluer les entreprises (y compris en ce qui concerne les considérations liées au changement climatique) ; c) une gouvernance forte des systèmes en ligne avec les meilleures pratiques du secteur ; d) un suivi détaillé des systèmes par les BCN ; et e) des procédures de validation robustes ⁸. En outre, afin de garantir la disponibilité d'informations suffisantes et harmonisées pour les évaluations de crédit, seules les entreprises nationales avec des expositions déclarées dans AnaCredit peuvent être notées par un S-ICAS ⁹. Des lignes directrices ont été définies pour le partage des systèmes S-ICAS entre les BCN, ce qui pourrait être un moyen efficace d'étendre l'utilisation des S-ICAS dans l'Eurosystème et de contribuer à éviter les pénuries de garanties en situation de crise.

⁷ Les S-ICAS s'appuient principalement sur des approches quantitatives, tandis que les ICAS intègrent, en plus d'une approche quantitative, une évaluation qualitative réalisée par un analyste expert. Les S-ICAS nécessitent donc moins de ressources que les ICAS dans leurs opérations quotidiennes.

⁸ Pour plus de détails sur les meilleures pratiques en matière de gouvernance et de validation, cf., par exemple, le [Manuel de surveillance sur la validation des systèmes de notation dans le cadre de l'approche fondée sur les notations internes \(Supervisory handbook on the validation of rating systems under the internal ratings based approach\)](#) (EBA/REP/2023/29) de l'Autorité bancaire européenne.

⁹ [AnaCredit](#) est un ensemble de données contenant des informations détaillées sur les différents prêts bancaires dans la zone euro. Cf. [Règlement \(UE\) n° 2016/867 de la Banque centrale européenne du 18 mai 2016 relatif à la collecte de données granulaires sur le crédit et le risque de crédit \(BCE/2016/13\)](#) (JO L 144 du 01.06.2016, p. 44).

Impact macroéconomique des mesures budgétaires discrétionnaires dans la zone euro depuis le début de la pandémie

Elena Angelini, Krzysztof Bańkowski, Cristina Checherita-Westphal, Philip Muggenthaler-Gerathewohl et Srečko Zimic

Cet encadré présente une analyse fondée sur des modèles de l'impact macroéconomique des mesures budgétaires discrétionnaires adoptées par les gouvernements de la zone euro depuis le début de la pandémie de COVID-19, comme reflété dans les projections de mars 2025 établies par les services de la BCE pour la zone euro ¹. L'analyse examine les effets de ces mesures sur la croissance du PIB en volume et l'inflation, en comparant avec un scénario contrefactuel sans soutien budgétaire à compter de 2020. Elle recourt à deux outils quantitatifs qui sont régulièrement utilisés pour les projections et les simulations de politique monétaire à la BCE : les variantes analytiques de modèles (*Basic Model Elasticities*, BME) et le modèle ECB-BASE ². L'accent est mis sur l'impact macroéconomique des mesures budgétaires discrétionnaires, qui sont approximées par la variation de l'impulsion budgétaire discrétionnaire par rapport à 2019, année qui a précédé la pandémie ³. L'encadré évalue également l'impact des mesures de soutien introduites par les gouvernements de la zone euro depuis fin 2021 en réponse à la crise énergétique et à l'inflation élevée ⁴.

La politique budgétaire a apporté un soutien substantiel à l'économie de la zone euro pour atténuer l'impact de la pandémie et de la crise énergétique.

Les mesures de soutien ont été particulièrement importantes en 2020 et 2021 en réponse à la pandémie (graphique A, partie a). Les gouvernements ont commencé à retirer partiellement ces mesures à partir de 2022, ce qui, toutes choses égales par

¹ Pour plus de détails, cf. les « [Projections macroéconomiques établies par les services de la BCE pour la zone euro, mars 2025](#) ». Les projections macroéconomiques pour la zone euro, y compris les projections relatives à l'orientation budgétaire, ont été finalisées le 19 février 2025. Par conséquent, le scénario de base n'inclut pas les annonces budgétaires récentes faites par les gouvernements de la zone euro ou au niveau de la zone euro concernant une hausse des dépenses de défense et des autres dépenses publiques. Pour de précédentes analyses de l'impact des mesures budgétaires discrétionnaires sur la croissance et l'inflation, cf. l'article intitulé « [Politique budgétaire et forte inflation](#) », *Bulletin économique*, n° 2, BCE, 2023, et l'encadré sur l'« [Impact des mesures budgétaires discrétionnaires sur la croissance du PIB en volume de 2020 à 2022](#) » dans l'article intitulé « Le rôle de l'offre et de la demande dans la reprise post-pandémie en zone euro », *Bulletin économique*, n° 4, BCE, 2023.

² Pour plus de détails sur les BME, cf. la section 3.4 du document intitulé « [A guide to the Eurosystem/ECB staff macroeconomic projection exercises](#) », BCE, Francfort-sur-le-Main, juillet 2016, p. 26-27. Pour plus d'informations sur le modèle ECB-BASE, cf. Angelini (E.) *et al.*, « [Introducing ECB-BASE: The blueprint of the new ECB semi-structural model for the euro area](#) », *Working Paper Series*, n° 2315, BCE, Francfort-sur-le-Main, septembre 2019 ; et Bańkowski (K.), « [Fiscal policy in the semi-structural model ECB-BASE](#) », *Working Paper Series*, n° 2802, BCE, Francfort-sur-le-Main, mars 2023.

³ L'indicateur relatif aux « mesures budgétaires discrétionnaires » pour une année donnée est calculé en tenant compte des mesures tant côté recettes que côté dépenses. S'agissant des recettes, il rend compte des modifications résultant d'une nouvelle législation (ou d'une révision de la législation). Du côté des dépenses, les mesures discrétionnaires sont calculées comme l'écart entre la croissance des dépenses primaires et la croissance de la production potentielle nominale.

⁴ Pour une description détaillée de ces mesures et des canaux potentiels par lesquels elles affectent l'inflation, cf. l'encadré intitulé « [Le point sur les réactions de la politique budgétaire de la zone euro à la crise énergétique et à l'inflation élevée](#) », *Bulletin économique*, n° 2, BCE, 2023.

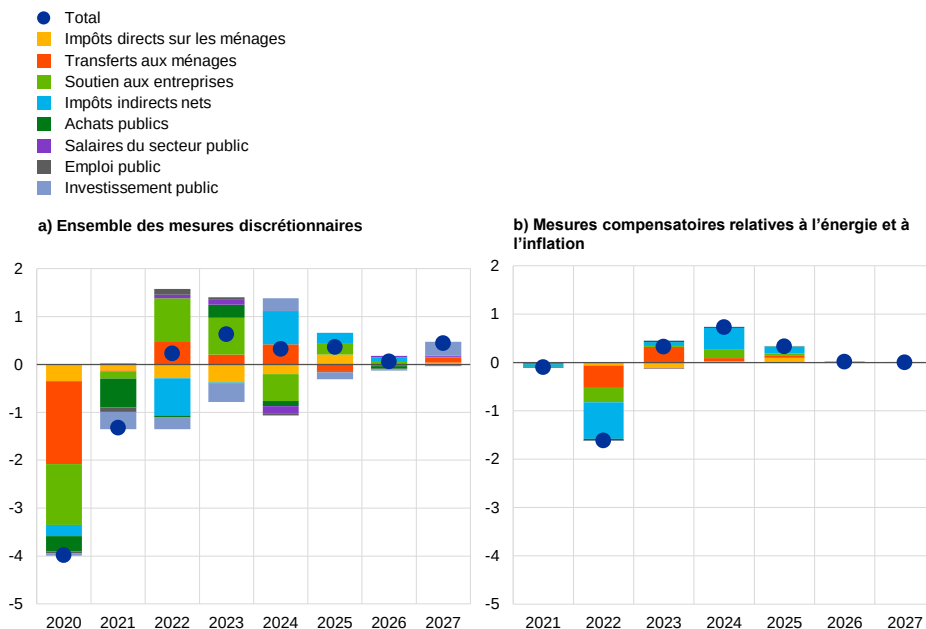
ailleurs, aurait entraîné un resserrement de la politique budgétaire. Toutefois, dans le même temps, les gouvernements ont apporté un soutien budgétaire supplémentaire en raison du début de la guerre en Ukraine et de la crise énergétique naissante (graphique A, partie b). En outre, de nouvelles dépenses ont été liées aux réfugiés, à la défense et à l'aide à l'Ukraine. En conséquence, la politique budgétaire discrétionnaire en 2022, évaluée par les mesures prises, a été globalement neutre. Une évolution vers un resserrement budgétaire a été constatée en 2023, la levée des mesures de soutien liées à la pandémie et d'une partie des mesures compensatoires pour l'énergie s'étant poursuivie. Cela a plus que compensé une hausse continue de l'investissement public, qui a été principalement financée par le programme *Next Generation EU* (NGEU), et une baisse de l'impôt sur le revenu, y compris des cotisations sociales. La poursuite du resserrement budgétaire en 2024 peut être principalement attribuée à la suppression plus substantielle, cette année-là, des mesures compensatoires pour l'énergie, qui a contrebalancé la nouvelle expansion de la consommation publique (principalement via les achats de biens et de services et les transferts en nature). Après avoir fortement augmenté au cours des années 2020-2021 pour faire face à la crise sanitaire liée à la pandémie, la consommation publique a en fait légèrement diminué sur la période 2022-2023 avant d'augmenter de nouveau en 2024 ⁵.

⁵ La contribution de l'emploi public et des salaires du secteur public au soutien budgétaire total est limitée sur toute la période.

Graphique A

Mesures budgétaires discrétionnaires depuis le début de la pandémie et leur composition par catégorie économique

(variations annuelles ; en pourcentage du PIB)



Source : Estimations de la BCE/de l'Eurosystème telles que reflétées dans les projections macroéconomiques de mars 2025 établies par les services de la BCE.

Notes : Des chiffres négatifs (positifs) indiquent un assouplissement (resserrement) budgétaire. Les mesures budgétaires discrétionnaires suivent le concept d'« orientation budgétaire » et sont exprimées en variations annuelles. Les mesures annuelles sont exprimées en pourcentage du PIB potentiel nominal de l'année précédente. Le graphique présente la composition des mesures en fonction des canaux économiques utilisés dans les simulations de modèles, comme décrit ci-après.

1) Les subventions enregistrées par les services de l'Eurosystème dans le cadre du soutien lié à l'énergie et à l'inflation sont simulées pour avoir un impact direct sur la hausse des prix de l'énergie. D'autres subventions sont classées dans la catégorie « soutien aux entreprises » et simulées afin d'améliorer l'excédent d'exploitation des entreprises.

2) Les transferts en capital, qui sont principalement classés dans la catégorie « soutien aux entreprises », sont simulés afin d'améliorer l'excédent d'exploitation des entreprises, à l'exception : a) des transferts en capital (importants) financés par le programme NGEU, qui soutiennent l'investissement à l'échelle de l'économie et qui sont simulés comme étant des investissements publics (cf. Bańkowski (K.) et al., « Four years into Next GenerationEU: how impact on the euro area economy? », Occasional Paper Series, n° 362, BCE, Francfort-sur-le-Main, décembre 2024) ; b) du « Superbonus » italien, qui est simulé pour reproduire les effets positifs importants, mais conjoncturels (temporaires), sur la croissance résultant de l'investissement immobilier résidentiel, qui sont mis en évidence dans d'autres études (cf., par exemple, Accetturo (A.) et al., « Incentives for dwelling renovations: evidence from a large fiscal programme », Occasional Papers, n° 860, Banca d'Italia, Rome, juin 2024, qui calcule un multiplicateur budgétaire compris entre 0,7 – avec les effets directs uniquement – et 0,9 – en incluant les effets indirects).

Le soutien budgétaire global devrait demeurer expansionniste au cours de la période 2020-2027, malgré la réduction attendue des mesures budgétaires discrétionnaires au cours des prochaines années.

Les mesures discrétionnaires prises comme hypothèse sur l'horizon de projection vont dans le sens d'un nouveau resserrement budgétaire (0,9 % pour 2025-2027). Toutefois, si l'on considère l'ensemble de la période 2020-2027, les estimations continuent de faire état d'un important assouplissement budgétaire (3,3 points de pourcentage du PIB), reflétant le fait que le soutien considérable apporté depuis le début de la pandémie n'a été que partiellement retiré. Cette expansion soutenue est principalement attribuable aux nombreuses mesures d'allègement de l'impôt sur le revenu et à des augmentations généralisées des dépenses. Ce soutien budgétaire a fait augmenter

les ratios de déficit et d'endettement de la zone euro, qui devraient rester nettement supérieurs à leurs niveaux d'avant la pandémie en 2027 ⁶.

Les simulations de modèles mettent en évidence d'importants effets macroéconomiques des mesures budgétaires discrétionnaires depuis le début de la pandémie, par rapport à un scénario contrefactuel dans lequel ces mesures n'ont pas été introduites. Selon les estimations, l'ensemble des mesures budgétaires discrétionnaires mises en œuvre depuis 2020 ont fortement soutenu la croissance du PIB en volume sur la période 2020-2022 et ont été globalement neutres ou ont eu un effet légèrement modérateur sur la croissance par la suite (graphique B, partie a). S'agissant de l'inflation mesurée par l'indice des prix à la consommation harmonisé (IPCH), les simulations montrent un effet modérateur en 2022, principalement en raison des mesures compensatoires relatives à l'énergie et à l'inflation qui ont contribué à atténuer l'impact maximal du choc énergétique. Toutefois, elles indiquent un impact haussier global par la suite (graphique B, partie b), en particulier au cours des années 2023-2024, lorsque les gouvernements ont commencé à retirer le soutien accordé en 2022 pour faire face aux prix de l'énergie et montrent qu'il y a eu une accumulation de tensions inflationnistes résultant des mesures de relance budgétaire au cours des années précédentes ⁷.

⁶ Selon les projections de mars 2025 établies par les services de la BCE, le déficit de la zone euro devrait s'établir à 3,3 % du PIB pour 2027 contre 0,5 % en 2019, tandis que la dette publique ressortirait, selon les estimations, à 89,8 % pour 2027 contre 83,6 % en 2019.

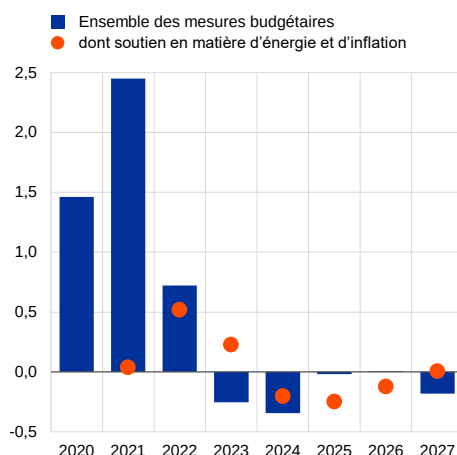
⁷ À partir de 2022, compte tenu de la nature et de la composition du choc budgétaire, son impact sur l'inflation mesurée par l'IPCH s'est d'abord matérialisé via la composante énergie, la stabilisation de la demande résultant de la relance ayant un effet partiellement compensateur.

Graphique B

Impact des mesures budgétaires discrétionnaires sur la croissance et l'inflation dans la zone euro par rapport à un scénario contrefactuel sans soutien budgétaire sur la période 2020-2027

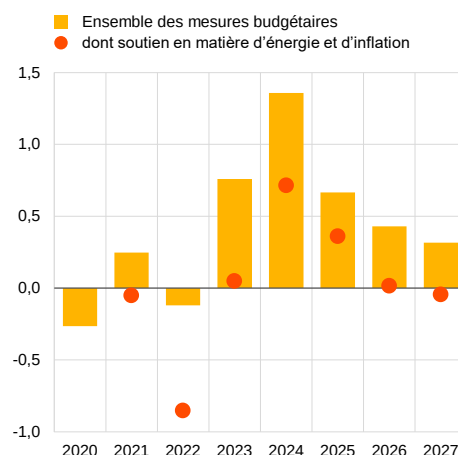
a) Impact des mesures budgétaires sur la croissance du PIB en volume

(variations annuelles ; points de pourcentage)



b) Impact des mesures budgétaires sur l'inflation mesurée par l'IPCH

(variations annuelles ; points de pourcentage)



Source : Calculs de la BCE.

Notes : Les « chocs » budgétaires utilisés dans les simulations sont présentés dans le graphique A. Les effets sur la croissance du PIB et l'inflation sont des moyennes des résultats provenant des simulations réalisées à l'aide des modèles ECB-BASE et BME. Les autres politiques (en particulier la politique monétaire) et les autres facteurs ont été laissés inchangés dans les simulations. Plus précisément, le modèle ECB-BASE a été simulé avec des politiques monétaires, des taux de change et des *spreads* financiers exogènes. Les simulations du modèle BME ont été réalisées au niveau de chaque pays, les résultats macroéconomiques étant agrégés au niveau de la zone euro. L'horizon de simulation standard pour les modèles BME est de quatre ans après un choc initial (T+4). Aucune persistance (des effets sur la croissance du PIB en volume et l'inflation) n'est prise en compte dans les simulations du modèle BME après l'année T+4 pour un choc débutant à l'année T.

Les résultats des simulations sont entourés d'une incertitude liée au modèle et aux données, y compris les réactions comportementales non linéaires et hétérogènes des ménages et des entreprises à l'éventail de mesures de soutien budgétaire. Les analyses de sensibilité montrent que les effets estimés de l'inflation dépendent fortement des hypothèses concernant la propagation à la macroéconomie de divers instruments budgétaires, en particulier les subventions, et de la mesure dans laquelle ils influencent les prix (soit directement, soit par l'intermédiaire des marges bénéficiaires des entreprises). Enfin, les résultats présentés dans cet encadré omettent toute réaction de politique monétaire endogène aux mesures budgétaires considérées, afin d'isoler les effets de la politique budgétaire.

Article

1 Les plans budgétaires et structurels à moyen terme dans le cadre du Pacte de stabilité et de croissance révisé

Othman Bouabdallah, Cristina Checherita-Westphal, Roberta De Stefani, Stephan Haroutunian, Sebastian Hauptmeier, Christian Huber, Daphne Momferatou, Philip Muggenthaler-Gerathewohl, Ralph Setzer et Nico Zorell

1 Introduction

Le nouveau cadre de gouvernance économique de l'UE s'appuie sur le principe selon lequel la viabilité budgétaire, les réformes et les investissements se renforcent mutuellement et doivent être encouragés dans le cadre d'une approche intégrée ¹. À la suite d'une réforme complète, le cadre révisé – qui inclut notamment le Pacte de stabilité et de croissance (PSC) révisé – est entré en vigueur le 30 avril 2024, permettant son application à compter de 2025. Le PSC réformé vise à garantir des positions budgétaires durables, qui sont essentielles pour la stabilité des prix et une croissance durable dans une Union économique et monétaire fonctionnant de façon harmonieuse. En outre, le PSC vise à trouver un équilibre entre les besoins d'ajustement budgétaire et la nécessité d'améliorer la mise en œuvre d'investissements productifs et de réformes, en mettant particulièrement l'accent sur des domaines stratégiquement pertinents tels que les transitions écologique et numérique et la défense.

La soumission et l'approbation de la première série de plans structurels et budgétaires à moyen terme (PSMT) nationaux ont constitué une étape importante dans la mise en œuvre du cadre de gouvernance économique réformé. L'année dernière, les États membres de l'UE ont préparé la première série de PSMT au titre du cadre de gouvernance économique réformé. En règle générale, ces plans s'étendent sur quatre ou cinq ans, en fonction de la durée du cycle électoral national. Dans les plans, chaque État membre de l'UE s'engage à suivre une trajectoire des dépenses publiques nettes pluriannuelles et explique comment il réalisera des investissements et des réformes qui répondent aux principaux défis identifiés dans le cadre du Semestre européen ². Le Conseil « Affaires économiques et financières » de l'UE (Conseil ECOFIN) a approuvé les PSMT de la plupart des

¹ Cf. avis de la Banque centrale européenne du 5 juillet 2023 sur une proposition de réforme de la gouvernance économique dans l'Union (CON/2023/20) (JO C 290 du 18.08.2023, p. 17-25).

² Le Semestre européen est un exercice annuel qui coordonne les politiques économiques et sociales de l'UE. Au cours du Semestre, les États membres de l'UE alignent leurs politiques budgétaires et économiques avec les objectifs et les règles convenus au niveau de l'UE.

États membres, en émettant des recommandations correspondantes le 21 janvier 2025 ³.

En raison de la montée des tensions géopolitiques et de la nécessité de renforcer les capacités de défense en Europe, la Commission européenne a proposé le 19 mars 2025 une activation coordonnée de la « clause dérogatoire nationale ». Cette clause est déjà introduite dans le cadre de la réforme du PSC et permettra aux États membres, pour augmenter leurs dépenses de défense, de s'écarter des trajectoires de dépenses nettes définies dans leurs plans structurels et budgétaires nationaux à moyen terme ou de leur trajectoire corrective dans le cadre de la procédure de déficit excessif (PDE). S'ils ont déjà été approuvés par le Conseil ECOFIN, les PSMT des États membres n'auront pas besoin d'être révisés au titre des dépenses supplémentaires de défense. Une certaine flexibilité est prévue pour permettre aux pays qui choisissent de demander l'activation de la clause dérogatoire nationale d'accroître leurs dépenses de défense, dans la limite de 1,5 point de pourcentage du PIB par an sur la période 2025-2028 par rapport aux engagements budgétaires existants. Toutefois, conformément aux exigences du PSC, les écarts par rapport aux trajectoires des dépenses nettes approuvées ne doivent pas compromettre la viabilité budgétaire à moyen terme. Les pays qui n'ont pas encore soumis de plans, ou dont les plans structurels et budgétaires nationaux à moyen terme n'ont pas encore été approuvés, devraient bénéficier d'un traitement équivalent à celui des autres États membres lorsqu'ils demandent l'activation de la clause dérogatoire nationale.

Le présent article examine les PSMT afin de fournir une première évaluation des implications budgétaires et économiques à court et à moyen terme du PSC réformé ainsi que des implications d'une activation coordonnée de la clause dérogatoire nationale. La section 2 compare les exigences des règles budgétaires réformées avec celles du régime précédent. La section 3 examine les trajectoires budgétaires définies dans les PSMT et évalue les risques pesant sur les perspectives de la dette publique (encadré 1) ainsi que sur la croissance et l'inflation. La section 4 examine la proposition de la Commission européenne d'introduire de la flexibilité en matière de dépenses de défense dans le cadre du PSC. La section 5 vise à établir si le PSC révisé entraînera des réformes et des investissements supplémentaires, et la section 6 apporte des éléments de conclusion.

2 Nouvelles règles budgétaires et régime précédent : une comparaison

La nouvelle approche de surveillance fondée sur les risques dans le cadre du PSC réformé s'appuie sur l'analyse de soutenabilité de la dette (ASD) pour guider les trajectoires d'ajustement budgétaire de manière à placer la dette publique sur une trajectoire descendante plausible au plus tard à la fin d'une

³ La Belgique et la Bulgarie ont soumis leurs PSMT à la Commission européenne le 19 mars et le 27 février 2025, respectivement. L'Autriche, l'Allemagne et la Lituanie doivent encore soumettre leurs plans.

période d'ajustement. Cette période peut être soit de quatre ans, soit de sept ans au maximum si une prolongation est accordée ⁴. Cette approche est complétée par des garanties chiffrées pour la réduction du déficit et de la dette ainsi que par des exigences minimales lorsqu'un pays fait l'objet d'une PDE ⁵. En juin de l'année dernière, chaque État membre dont le ratio de dette était supérieur à 60 % du PIB et/ou dont le ratio de déficit était supérieur à 3 % du PIB en 2024 a reçu de la Commission européenne une « trajectoire de référence » à titre d'orientation préalable. Les États membres qui avaient des ratios de déficit et de dette peu élevés ont reçu des informations techniques, s'ils en ont fait la demande. Une trajectoire de référence définit les exigences d'ajustement budgétaire en termes de taux de croissance maximum pour les dépenses nettes ⁶. Elles sont calculées à partir des variations du solde primaire structurel qui sous-tendent l'analyse de soutenabilité de la dette. Le concept de dépenses nettes constitue l'indicateur opérationnel unique au titre du cadre de gouvernance budgétaire révisé et remplace la précédente approche de surveillance qui s'appuyait sur le solde budgétaire structurel, c'est-à-dire le solde corrigé du cycle, déduction faite des mesures temporaires. Un compte de contrôle surveillera les écarts par rapport à ces trajectoires de dépenses nettes, ce qui pourrait déclencher une PDE fondée sur la dette si les écarts cumulés dépassaient certains seuils numériques ⁷.

Par rapport au régime précédent, l'approche de surveillance fondée sur les risques implique des exigences d'ajustement budgétaire plus différenciées (graphique 1). Dans le cadre du PSC précédent, les États membres devaient converger vers des objectifs budgétaires à moyen terme, c'est-à-dire des situations budgétaires sous-jacentes proches de l'équilibre. Les exigences d'ajustement annuel étaient calibrées selon une « approche matricielle », tenant compte des conditions conjoncturelles et du niveau de dette. Dans les faits, la différenciation par pays a été limitée – malgré d'importantes différences dans les niveaux de dette publique. La nouvelle approche s'appuie sur les projections relatives à l'évolution de la dette publique. Par conséquent, elle reconnaît que la discipline budgétaire est une question intertemporelle, impliquant des exigences d'ajustement plus élevées lorsque les défis liés à la dette sont plus prononcés et/ou lorsque les situations budgétaires initiales sont moins favorables. Le graphique 1 met en évidence le fait

⁴ Le nouveau cadre du PSC établit une distinction entre a) la *période d'ajustement* de quatre ans ou, dans le cas d'une prolongation, de quatre ans majorée d'une période supplémentaire pouvant aller jusqu'à trois ans, et b) la *période de planification*, qui couvre quatre ou cinq ans, en fonction de la durée habituelle de la législature de cet État membre. Le règlement (UE) 2024/1263 du Parlement européen et du Conseil du 29 avril 2024 relatif à la coordination efficace des politiques économiques et à la surveillance budgétaire multilatérale (JO L 2024/1263 du 30.4.2024) envisage une prolongation de la période d'ajustement de trois ans au maximum. Toutefois, dans la pratique, seules des prolongations à sept ans d'une période d'ajustement ont été retenues.

⁵ Pour plus de détails sur le cadre du Pacte de stabilité et de croissance réformé, cf. Haroutunian (S.) *et al.*, « *The path to the reformed EU fiscal framework: a monetary perspective* », *Occasional Paper Series*, n° 349, BCE, mai 2024.

⁶ Les dépenses nettes sont définies comme les dépenses publiques, après déduction des charges d'intérêts, des mesures discrétionnaires en matière de recettes, des dépenses relatives aux programmes de l'UE entièrement compensées par des recettes provenant des fonds de l'UE, des dépenses nationales de cofinancement des programmes financés par l'UE, des éléments conjoncturels des dépenses au titre des indemnités de chômage, ainsi que des mesures ponctuelles et autres mesures temporaires.

⁷ Conformément au règlement (UE) 2024/1263, on entend par « compte de contrôle », un relevé des écarts cumulés, à la hausse et à la baisse, des dépenses nettes observés dans un État membre par rapport à la trajectoire des dépenses nettes fixée par le Conseil.

que plusieurs États membres faiblement endettés ne se voient imposer que des exigences d'ajustement très limitées dans le cadre budgétaire révisé – voire même disposent d'une marge de manœuvre pour prendre des mesures de relance. Cela vaut pour les exigences au titre de la période d'ajustement de quatre ans par défaut, par rapport aux exigences qui se seraient appliquées à l'avenir si le PSC précédent avait été maintenu. Toutefois, pour plusieurs pays ayant des ratios de dette élevés, les exigences se situent pour l'essentiel bien au-dessus des ajustements historiques observés avant la pandémie. Dans la plupart des cas, les ajustements réalisés ont été nettement inférieurs aux exigences historiques moyennes, qui étaient d'environ 0,5 % du PIB.

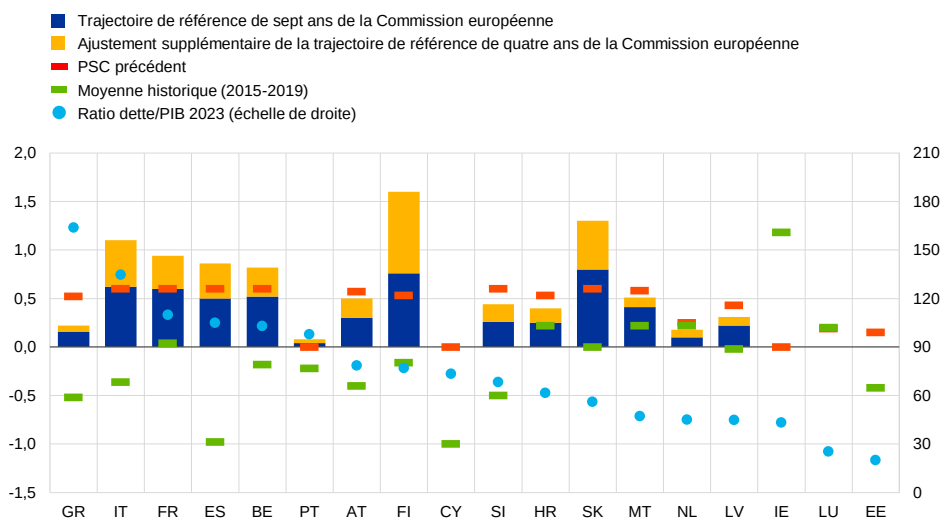
La possibilité d'allonger la période d'ajustement de quatre ans à sept ans, en contrepartie d'engagements en termes de réformes structurelles et d'investissements publics, offre potentiellement une marge de manœuvre budgétaire importante⁸. Le cadre réformé reconnaît les bénéfices à moyen terme des investissements publics productifs et des réformes structurelles visant à renforcer la productivité pour la soutenabilité budgétaire. Ces effets bénéfiques se matérialisent via l'effet dénominateur : une croissance économique plus forte se traduit par un ratio dette/PIB plus faible. Par conséquent, les États membres peuvent opter pour une extension de la période d'ajustement à sept ans si leurs engagements respectifs le permettent. Le graphique 1 montre qu'il est possible de réduire significativement les exigences d'ajustement en optant pour un allongement de la période d'ajustement (les barres bleues indiquent l'ajustement annuel moyen avec une extension de la période, tandis que les barres orange quantifient l'ajustement supplémentaire qui serait nécessaire dans le scénario standard de quatre ans).

⁸ Cf. Bouabdallah (O.), Dorrucchi (E.), Hoendervangers (L.) et Nerlich (C.), « *Mind the gap: Europe's strategic investment needs and how to support them* », *The ECB Blog*, BCE, 27 juin 2024.

Graphique 1

Comparaison de l'ajustement budgétaire moyen au cours de la période de planification révisé par rapport au PSC précédent

(variation du solde primaire structurel en pourcentage du PIB potentiel et en pourcentage du PIB)



Sources : Base de données AMECO (la base de données macroéconomiques annuelles de la direction générale des affaires économiques et financières de la Commission européenne), calculs des services de la BCE, trajectoires de référence de quatre ans et de sept ans telles qu'elles ressortent des *fiches de calcul de l'orientation préalable (prior guidance calculation sheets)* de la Commission européenne publiées sur leur site internet, les prévisions économiques de l'automne 2024 de la Commission européenne et les données du *ministère fédéral autrichien des Finances*. Les trajectoires de référence ne sont rendues publiques qu'à la publication des plans structurels et budgétaires nationaux à moyen terme. Dans le cas de l'Autriche, les données ont été rendues publiques par l'État membre lui-même (pour l'Allemagne et la Lituanie, non représentées dans le graphique, ces données ne sont pas disponibles pour le public).

Notes : Les exigences au titre du cadre précédent sont calculées pour 2025-2028 sur la base des dernières prévisions de la Commission européenne (automne 2024) et indiquent quel aurait été l'ajustement budgétaire requis au titre du cadre précédent. Les calculs supposent que les États membres soumis à une PDE fondée sur le déficit déploieront un effort d'assainissement annuel de 0,6 % du PIB jusqu'à ce que le déficit excessif soit corrigé. Pour les États membres relevant du volet préventif du PSC, les besoins d'assainissement sont calculés à l'aide de la matrice des exigences d'ajustement qui tient compte du niveau de dette (supérieur ou inférieur à 60 % du PIB) et des conditions conjoncturelles (niveau de l'écart de production et sa variation). L'assainissement devrait se poursuivre jusqu'à ce que l'objectif à moyen terme, en termes de solde budgétaire structurel, soit atteint. Pour plus de détails, cf. le « *code de conduite* » pour le PSC précédent.

3 Les trajectoires budgétaires contenues dans les PSMT

Le 21 janvier 2025, le Conseil ECOFIN a adopté les recommandations de la Commission approuvant 15 des 16 PSMT soumis par les États membres de la zone euro⁹. La Belgique a soumis son PSMT le 19 mars, et aucune évaluation de la Commission ni décision du Conseil ECOFIN ne sont encore disponibles. Trois pays de la zone euro n'ont pas encore soumis leurs plans, à savoir l'Allemagne, la Lituanie et l'Autriche.

Jusqu'à présent, seuls 5 des 17 pays de la zone euro ayant soumis des PSMT ont opté pour une extension de la période d'ajustement en s'engageant à réaliser des réformes et des investissements – même si ces pays représentent

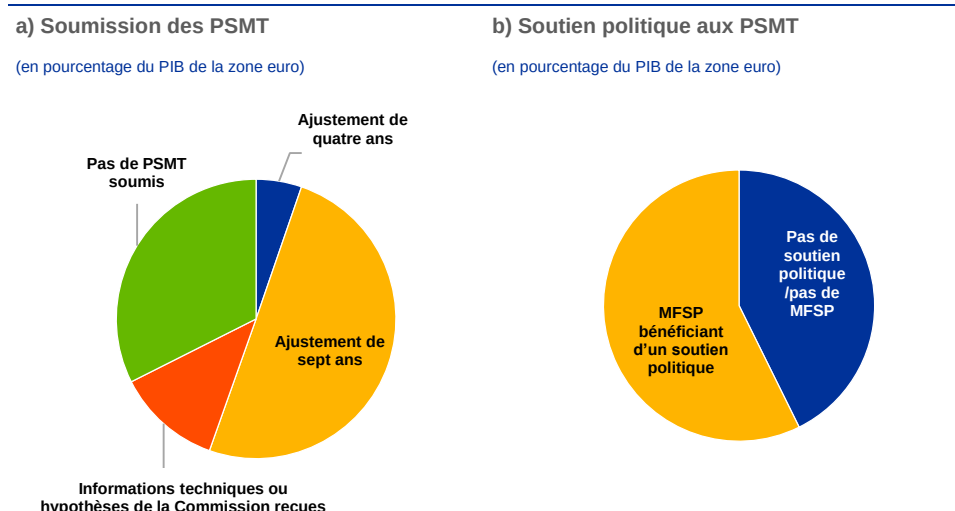
⁹ Dans son paquet « Semestre européen » de l'automne 2025, publié le 26 novembre 2024, la Commission européenne a recommandé d'approuver 15 des 16 plans qu'elle avait reçus jusqu'à présent de la part de pays de la zone euro. Concernant ces plans, la Commission européenne a considéré que la croissance prévue des dépenses nettes pour les Pays-Bas n'était pas en ligne avec les exigences du cadre budgétaire révisé, car elle devait entraîner des dépassements des valeurs de référence du Traité : un ratio de déficit supérieur à 3 % en 2029 et un ratio de dette supérieur à 60 % en 2033. Par conséquent, la Commission a proposé que le Conseil recommande une trajectoire des dépenses nettes conforme aux informations techniques qu'elle avait fournies en juin 2024.

la moitié de l'économie de la zone euro. Plus précisément, la Belgique, l'Espagne, la France, l'Italie et la Finlande ont choisi d'allonger de trois ans la période d'ajustement et se sont engagées à mettre en œuvre un vaste ensemble de réformes et d'investissements (graphique 2, partie a).

Un certain nombre de pays de la zone euro représentant plus des deux cinquièmes du PIB de la zone n'ont pas soumis de plan ou sont considérés comme ne bénéficiant pas d'un soutien politique en faveur du plan soumis, ce qui fait peser des risques sur les perspectives budgétaires à court terme (graphique 2, partie b). L'Espagne a soumis son plan structurel et budgétaire national à moyen terme, mais son Parlement n'a pas été en mesure d'adopter le projet de budget pour 2025. L'Allemagne, la Lituanie et l'Autriche doivent encore soumettre leurs plans.

Graphique 2

Vue d'ensemble des PSMT des pays de la zone euro



Sources : Base de données AMECO, informations extraites des PSMT telles que publiées sur le [site internet de la Commission européenne](#) et calculs des services de la BCE.

Notes : Les parts du PIB de la zone euro sont basées sur les chiffres du PIB nominal pour 2023. Parmi les 17 pays de la zone euro qui ont soumis leur PSMT, les pays suivants ont reçu des trajectoires de référence leur demandant d'améliorer la situation de leur solde primaire structurel sur la période 2025-2028 : la Belgique, la Grèce, l'Espagne, la France, l'Italie, Malte, le Portugal, la Slovaquie, la Lituanie et la Finlande. L'Estonie et Chypre ont également reçu des trajectoires de référence de la Commission européenne, mais qui ne leur demandaient pas d'améliorer leur solde primaire structurel. La Croatie, la Lettonie et les Pays-Bas ont reçu de la Commission européenne des « informations techniques » qui les invite également à améliorer leurs situations du solde primaire structurel. Il s'agissait d'une « information technique » et non d'une « trajectoire de référence » car les ratios de déficit/PIB et de dette/PIB de ces pays ne dépassaient pas les valeurs de référence respectives de 3 % et 60 % définies par le Traité. Les ratios de déficit et de dette de l'Irlande et du Luxembourg n'ayant pas non plus dépassé les valeurs de référence du Traité, ces pays n'ont pas demandé d'informations techniques à la Commission européenne. L'Espagne est le seul pays qui est considéré comme ne bénéficiant pas d'un soutien politique pour son plan, tandis que l'Allemagne, la Lituanie et l'Autriche doivent encore soumettre leurs plans.

Plusieurs PSMT s'écartent des orientations budgétaires préalables de la Commission européenne, reflétant principalement des informations

budgétaires et macroéconomiques actualisées. Les taux de croissance cumulés des dépenses nettes prévues sont supérieurs à ceux des trajectoires de référence de la Commission dans la plupart des États membres, comme l'indiquent les valeurs supérieures à la bissectrice du graphique 3, partie a. Les différences sont principalement liées au fait que les orientations initiales de la Commission avaient été fournies aux États membres le 21 juin 2024, alors que les PSMT n'ont été soumis qu'ultérieurement, à l'automne. À cette date, des informations plus récentes

étaient disponibles sur les situations budgétaires en 2024, qui ont servi de point de départ aux exigences d'ajustement fondées sur l'ASD. Les hypothèses macroéconomiques actualisées ont principalement été jugées comme dûment justifiées par la Commission, mais soulignent à quel point le nouveau cadre budgétaire est sensible aux hypothèses formulées (cf. encadré 1).

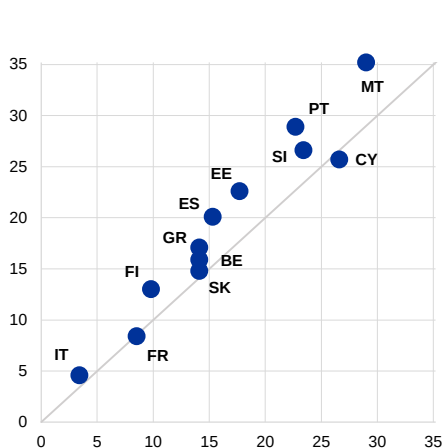
Tous les États membres confrontés à des risques élevés de soutenabilité de la dette doivent prévoir des taux de croissance moyens plus faibles des dépenses nettes, notamment parce que leurs ratios de dépenses primaires sont comparativement élevés. Comme le montre le graphique 3, partie c, certains de ces pays affichent des ratios de dépenses primaires égaux ou supérieurs à environ 40 % du PIB. Les taux de croissance des dépenses nettes étant calculés à partir de ces ratios, plus ceux-ci sont élevés, plus les plafonds de croissance des dépenses doivent être bas pour atteindre le même montant d'ajustement budgétaire. De même, lorsque les efforts budgétaires requis sont plus importants en termes d'amélioration du ratio du solde primaire structurel, cela implique, en moyenne, une plus faible croissance des dépenses nettes dans les PSMT.

Graphique 3

Trajectoires de croissance des dépenses nettes selon les plans des États membres

a) Croissance cumulée des dépenses nettes sur la période 2024-2028 : PSMT (axe des ordonnées) par rapport aux trajectoires de référence de la Commission européenne (axe des abscisses)

(en pourcentages)



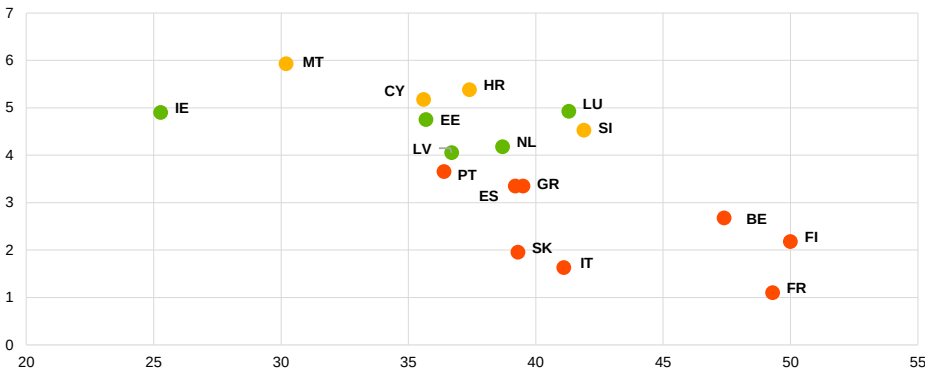
b) Différences d'hypothèses entre les PSMT et les trajectoires de référence de la Commission européenne

✓/x Cohérentes/non cohérentes
+/-/≈ Plus (moins) favorable/similaire

	Croissance potentielle	Situation initiale en 2024
EE	✓	+
GR	x	+
ES	✓	+
FR	x	-
IT	✓	+
CY	x	+
MT	✓	+
PT	✓	≈
SK	✓	≈
SI	✓	≈
FI	✓	+

c) Croissance moyenne des dépenses nettes pour 2025-2028 dans les PSMT et risques pour la soutenabilité de la dette

(axe des abscisses : ratio dépenses primaires/PIB en 2023, axe des ordonnées : croissance moyenne des dépenses nettes en pourcentage)



Sources : Base de données AMECO, PSMT et orientations et évaluations préalables des PSMT par la Commission européenne, tels que publiés sur le [site internet de la Commission européenne](#), et « *Debt Sustainability Monitor 2023* » de la Commission européenne. Notes : La partie a) présente les États membres ayant reçu une trajectoire de référence de la Commission. Les points situés au-dessus (au-dessous) de la bissectrice indiquent les pays où la croissance cumulée des dépenses nettes (à partir de l'année de base 2023) dans le PSMT est supérieure (inférieure) au cumul correspondant de la trajectoire de référence de la Commission. La partie b) présente les différences dans les hypothèses relatives au taux de croissance du PIB potentiel, au taux de croissance du déflateur du PIB et à la situation budgétaire de départ initiale pour 2024. Une coche indique que la Commission parvient à la conclusion que les hypothèses intégrées dans le PSMT sont cohérentes avec les siennes, tandis qu'une croix signifie que l'évaluation de la Commission estime qu'il existe des incohérences. Les symboles « + », « - » et « ≈ » indiquent si la situation budgétaire initiale pour 2024 était plus ou moins favorable dans le PSMT que dans les trajectoires de référence de la Commission, ou globalement conforme. Aucune évaluation de la Commission pour le PSMT de la Belgique n'était disponible au moment de la publication. La partie c) présente les pays de la zone euro ayant soumis un PSMT. La couleur indique le risque à moyen terme en matière de soutenabilité budgétaire selon le rapport de la Commission européenne intitulé « *Debt Sustainability Monitor 2023* ». Rouge correspond à un risque « élevé » en matière de soutenabilité, jaune à un risque « moyen » et vert à un risque « faible ». Pour l'Irlande, les dépenses primaires sont calculées en se fondant sur le revenu national brut, qui reflète mieux l'état de l'économie irlandaise.

Les efforts d'ajustement budgétaire présentés dans les PSMT apparaissent conformes à l'exigence de « non-report en fin de période » prévue dans le cadre de gouvernance économique révisé. Le graphique 4 montre que

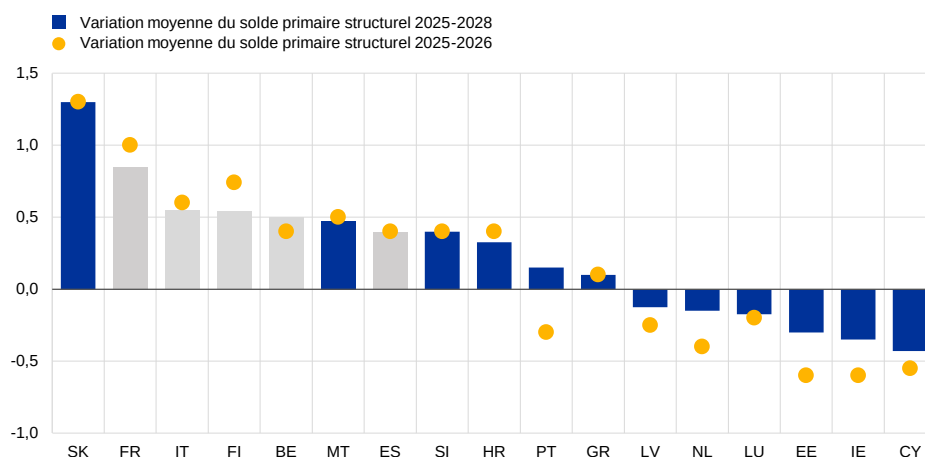
l'amélioration moyenne de la situation du solde primaire structurel au cours des deux

premières années des plans (2025 et 2026) est, dans la grande majorité des cas, égale ou supérieure à l'ajustement moyen prévu pour 2025-2028. Cela laisse penser que les États membres ne prévoient pas de reporter leur ajustement budgétaire sur les années situées à la fin de la période de planification.

Graphique 4

Variations moyennes des soldes primaires structurels dans les PSMT

(en points de pourcentage du PIB potentiel)



Source : PSMT tels que publiés sur le [site internet de la Commission européenne](#).

Notes : Le graphique présente les 17 pays de la zone euro ayant soumis leurs PSMT. Les barres grises représentent les États membres bénéficiant d'une période d'ajustement de sept ans.

Les Avis de la Commission européenne portant sur les projets de plans budgétaires des pays de la zone euro pour 2025 suggèrent, dans certains cas, des écarts budgétaires par rapport aux trajectoires des dépenses nettes contenues dans les PSMT, avec pour conséquence des débits du compte de contrôle. L'encadré 1 souligne que de tels débits, s'ils sont associés à une réinitialisation du compte par un gouvernement nouvellement nommé, peuvent réduire significativement l'effort d'assainissement sur l'horizon du plan. Comme indiqué ci-dessus, ces efforts d'assainissement ont déjà tendance à être inférieurs aux chiffres tirés des trajectoires de référence de la Commission et de leurs hypothèses sous-jacentes. De tels écarts par rapport à la trajectoire de référence peuvent avoir des effets négatifs tangibles sur la trajectoire de la dette, en particulier pour les pays présentant des ratios de dette élevés.

Enfin, avant les annonces relatives à la flexibilité des dépenses de défense, les services de l'Eurosystème estimaient que les efforts d'assainissement consentis dans le cadre du PSC révisé auraient, dans l'ensemble, des effets macroéconomiques défavorables limités, en particulier si les investissements publics productifs sont au moins maintenus. Les implications macroéconomiques des besoins d'assainissement budgétaire dans le cadre révisé de l'UE sont pertinentes pour une évaluation complète des nouvelles règles du PSC. Une analyse préliminaire réalisée début 2024, avant que les pays ne commencent à soumettre les PSMT, a montré que le plein respect des exigences de consolidation du PSC impliquerait certains risques à la baisse à court terme pour la croissance au

niveau de la zone euro et des effets modérés sur l'inflation ¹⁰. Une analyse actualisée pour la période 2025-2027, dans le cadre des projections de décembre 2024 établies par les services de l'Eurosystème, prend en compte les nouvelles informations contenues dans les PSMT et les projets de plans budgétaires 2025. En particulier, elle intègre les périodes d'ajustement choisies et les efforts structurels prévus. Elle confirme globalement l'évaluation antérieure indiquant des effets macroéconomiques défavorables limités ¹¹. Certaines des mesures exposées dans les plans des gouvernements – celles qui étaient bien précisées – ont été incluses dans les projections de référence de décembre. Globalement, cela a entraîné de légères révisions des projections de base relatives à la croissance et à l'inflation ¹². Les effets macroéconomiques et budgétaires estimés sont entourés d'incertitude. Cela est particulièrement le cas pour les pays qui n'ont pas encore soumis de PSMT ou dont le plan est déjà obsolète. Une autre source d'incertitude réside dans la composition potentiellement différente de l'assainissement finalement mis en œuvre par les gouvernements. En outre, en l'absence d'ajustement budgétaire, les effets de confiance peuvent jouer un rôle important – en particulier dans les pays fortement endettés. Enfin, les potentielles dépenses de défense supplémentaires autorisées par les règles dans un contexte de tensions géopolitiques accrues ont accentué l'incertitude entourant les perspectives relatives à la croissance économique et à l'inflation dans la zone euro. Une augmentation des dépenses consacrées à la défense et aux infrastructures pourrait stimuler la croissance et également faire augmenter l'inflation au travers de son effet sur la demande agrégée ¹³.

4 Une flexibilité pour les dépenses de défense

À la suite de l'approbation des PSMT de la plupart des États membres de l'UE par le Conseil Ecofin et compte tenu des évolutions géopolitiques, la Commission européenne a proposé, en mars 2025, l'activation coordonnée de la clause dérogatoire nationale dans le cadre du PSC. Cette initiative s'inscrit

¹⁰ Cf. l'encadré intitulé « [La réforme du cadre budgétaire de l'UE – implications macroéconomiques potentielles pour la zone euro](#) », *Bulletin économique*, n° 3, BCE, 2024. À l'époque, l'analyse prenait pour hypothèse plusieurs scénarios. Selon la durée de la période d'ajustement (des périodes de quatre ans ou de sept ans ont été supposées pour tous les pays), les scénarios fondés sur le respect total des nouvelles exigences du PSC ont montré des besoins d'assainissement supplémentaires de 0,4 à 0,6 point de pourcentage du PIB en moyenne sur la période 2025-2026 (et de 0,3 à 0,5 point de pourcentage dans les scénarios corrigés des mesures déjà incluses dans le scénario de référence de la BCE à l'époque, c'est-à-dire dans les projections de mars 2024 établies par les services de la BCE).

¹¹ La nouvelle analyse examine deux scénarios afin d'évaluer les risques budgétaires par rapport au scénario de base des projections de décembre 2024 établies par les services de l'Eurosystème. Un scénario fondé sur le jugement d'experts fait apparaître un assainissement supplémentaire probable au niveau de la zone euro de 0,07 point de pourcentage du PIB par an, en moyenne, sur la période 2025-2027. Dans le même temps, un scénario standardisé, prenant en compte l'ensemble des efforts d'assainissement dans le cadre des plans budgétaires et structurels à moyen terme des gouvernements, suggérerait 0,13 point de pourcentage de PIB supplémentaire. Dans ces cas-là, les impacts sur la croissance du PIB seraient, en moyenne, de – 0,03 point de pourcentage et – 0,07 point de pourcentage par an, respectivement, sur la période 2025-2027. L'impact sur l'inflation serait proche de zéro dans les deux scénarios.

¹² Les [projections macroéconomiques de décembre 2024 établies par les services de l'Eurosystème](#) intègrent un ajustement budgétaire total au niveau de la zone euro – approximé par la variation du solde primaire structurel – de 0,16 point de pourcentage du PIB par an, en moyenne, sur la période 2025-2027.

¹³ Cf. les « [Projections macroéconomiques de mars 2025 pour la zone euro établies par les services de la BCE](#) » et la « [déclaration de politique monétaire de la BCE](#) » du 6 mars 2025.

dans le cadre du plan ReArm Europe/Préparation à l'horizon 2030 de la Commission européenne, annoncé le 19 mars 2025 ¹⁴. Début mars, les dirigeants de l'UE ont salué l'intention affichée par la Commission de recommander au Conseil l'activation, de manière coordonnée, de la clause dérogatoire nationale prévue par le PSC. La Commission a également été invitée à étudier des mesures supplémentaires afin de faciliter des dépenses de défense substantielles au niveau national dans tous les États membres, tout en veillant à la soutenabilité de la dette ¹⁵. Elle a fourni plus de détails sur la mise en œuvre de la clause dérogatoire nationale dans une [communication](#) publiée le 19 mars.

La Commission activera la clause dérogatoire nationale du PSC en raison de circonstances exceptionnelles indépendamment de la volonté des États membres, ce qui a des implications importantes pour la mise en œuvre des PSMT. Plus précisément, les États membres devront soumettre leurs demandes d'ici fin avril. L'activation de la clause permet à un État membre de s'écarter de sa trajectoire de dépenses nettes définie par le Conseil Ecofin ou de la trajectoire de correction dans le cadre de la PDE, *à condition que cet écart ne mette pas en danger la viabilité budgétaire à moyen terme*. La flexibilité budgétaire dont disposent les États membres qui activent cette clause sera accordée à deux conditions. Premièrement, un plafond fixé à 1,5 % du PIB sera appliqué aux dépenses supplémentaires par an pour 2025-2028 – pour chaque État membre, indépendamment de son éloignement par rapport à l'objectif fixé par l'OTAN de 2 % du PIB pour les dépenses de défense. Toute augmentation au-delà de ce plafond fera l'objet des évaluations habituelles relatives au respect des exigences. Deuxièmement, la marge de manœuvre budgétaire additionnelle doit être utilisée pour des dépenses de défense supplémentaires et doit inclure à la fois les investissements et les dépenses courantes ¹⁶. L'augmentation des dépenses de défense bénéficiant de la flexibilité au titre de la clause dérogatoire nationale sera calculée par rapport à 2021, année de référence. Après 2028, les États membres devront maintenir le niveau de dépenses plus élevé en procédant à une redistribution progressive des priorités au sein de leurs budgets nationaux afin de préserver la soutenabilité budgétaire.

Outre la flexibilité accordée pour les dépenses de défense, le cadre budgétaire devrait continuer de fonctionner normalement. Concrètement, les plafonds pour la croissance des dépenses nettes des États membres tels qu'ils sont fixés dans leurs PSMT demeurent valides. Cela signifie que la surveillance budgétaire de l'UE contrôlera le respect par les pays des trajectoires des dépenses nettes incluses dans les plans nationaux et, le cas échéant, dans les recommandations au titre de la PDE. L'évaluation du respect des plafonds de dépenses convenus doit toutefois être réalisée de manière à exclure le montant des dépenses de défense bénéficiant de la clause dérogatoire. Par conséquent, en l'absence de mesures compensatoires, les

¹⁴ « [La Commission dévoile le livre blanc pour une défense européenne et le plan ReArm Europe/Préparation à l'horizon 2030](#) », *communiqué de presse*, Commission européenne, 19 mars 2025.

¹⁵ « [Conclusions du Conseil européen sur la défense européenne](#) » du 6 mars 2025.

¹⁶ L'application de la clause dérogatoire nationale correspondra à l'ensemble de la catégorie statistique de la division 02 « Défense » de la COFOG (*Classification Of the Fonctions Of Government*), un concept proche de l'agrégat utilisé par l'OTAN.

trajectoires de la dette pourraient s'écarter de celles prévues au moment de l'adoption. Les implications du déclenchement des clauses dérogatoires nationales pour les dépenses de défense supplémentaires sont analysées dans l'encadré 1.

Encadré 1

La flexibilité dans le cadre de gouvernance réformé de l'UE : implications pour la dette publique

Le présent encadré réalise une analyse de sensibilité des différentes sources de flexibilité dans le cadre de gouvernance révisé. Il quantifie les risques associés à l'évolution de la dette publique pouvant résulter : a) d'écarts entre les hypothèses macroéconomiques qui sous-tendent les PSMT et les hypothèses communément admises dans les orientations préalables de la Commission européenne ; b) d'écarts par rapport à la trajectoire budgétaire résultant de « débits » accumulés sur le compte de contrôle ; et c) de la possibilité d'une remise à zéro du compte de contrôle en cas de nomination d'un nouveau gouvernement.

Les seules trajectoires de référence mises à disposition du public par la Commission européenne étant fondées sur ses prévisions du printemps 2024, cette analyse inclut d'abord les nouveaux calculs des exigences d'ajustement réalisés par les services de la BCE, sur la base des prévisions de l'automne 2024 de la Commission. L'objectif est de commencer l'analyse à partir des projections les plus récentes et d'évaluer l'impact de la position budgétaire de départ actualisée (2024) et de l'environnement macrofinancier. Le scénario 1 (S1) illustre les implications pour la dette du respect intégral de ces exigences actualisées. Le scénario 2 (S2) présente les trajectoires de la dette sur la base de la trajectoire budgétaire décrite dans le PSMT, mais en utilisant les hypothèses macroéconomiques et financières du scénario S1. La trajectoire budgétaire décrite dans le PSMT dans la plupart des pays étant calculée à partir d'un ensemble d'hypothèses différent (cf. section 3), la différence entre S1 et S2 met en évidence l'implication de ces écarts sur la dette. Un troisième scénario (S3) suppose que le pays dévie de la trajectoire initiale définie dans le PSMT, mais sans dépasser un maximum de 0,6 point de pourcentage du PIB sur une base cumulée pendant la durée prévue du mandat de chaque gouvernement. Le dépassement de ce maximum est désigné dans le règlement révisé comme la base pour la mise en œuvre de mesures d'exécution¹⁷. Si le scénario n'intègre pas d'évaluation de la probabilité d'un dépassement, il vise à définir une limite basse à la trajectoire d'ajustement et à ses implications pour la dette. Par rapport au scénario de base (S1), les deux scénarios alternatifs explorent différentes trajectoires budgétaires au cours de la période d'ajustement choisie, afin de quantifier l'impact des écarts par rapport à la conformité totale selon des hypothèses révisées. Afin d'assurer une comparaison pertinente, les trois scénarios intègrent une actualisation du plan d'ajustement après quatre ans, comme le prévoit le règlement.

Les simulations montrent que les hypothèses plus optimistes utilisées par certains gouvernements dans leurs PSMT ont un impact global limité sur la dynamique de la dette (graphique A, lignes bleue et jaune). Un examen plus approfondi des facteurs sous-jacents révèle que les garanties du nouveau cadre, qui complètent les exigences budgétaires tirées de l'analyse de la soutenabilité de la dette (DSA), empêchent généralement de réduire significativement les exigences budgétaires par rapport à la trajectoire de référence initiale. Toutefois, les débits accumulés sur le compte de contrôle et/ou la remise à zéro de ce compte à chaque fois qu'un nouveau gouvernement est

¹⁷ Règlement (CE) n° 1467/97 du Conseil du 7 juillet 1997 visant à accélérer et à clarifier la mise en œuvre de la procédure concernant les déficits excessifs (JO L 209 du 02.08.1997, p. 6), article 2.2, et règlement (UE) n° 2024/1263, articles 15.2 et 22.2.

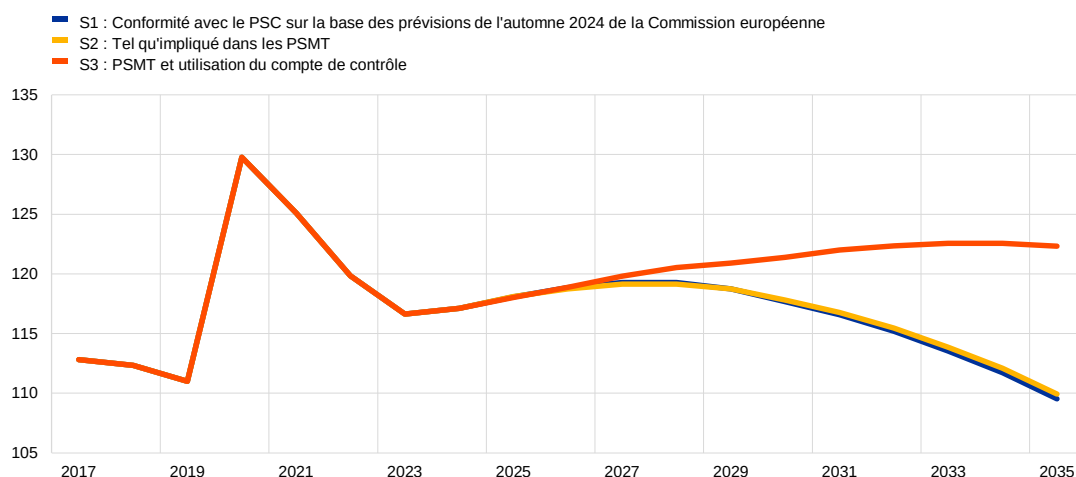
nommé pourraient réduire de façon significative l'effort d'assainissement cumulé sur l'horizon du PSMT (graphique A, ligne rouge)¹⁸. Pour les économies très endettées de la zone euro, les effets négatifs d'un écart par rapport à la trajectoire de référence pourraient être considérables. En supposant que les plans d'ajustement soient actualisés après quatre ans dans les trois scénarios, les simulations montrent que l'écart pourrait conduire à une dynamique moins favorable et à des ratios d'endettement plus élevés – de plus de dix points de pourcentage sur dix ans dans S3 – et potentiellement à des coûts de financement plus élevés. L'impact sur les pays peu endettés est légèrement plus faible et, dans S3, le ratio d'endettement agrégé resterait inférieur à la valeur de référence de 60 % énoncée dans le Traité. Le cadre semble empêcher l'accumulation d'une dette souveraine supplémentaire. Toutefois, la possibilité d'écarts persistants envisagés dans le règlement suggère que l'incapacité de mettre pleinement en œuvre rapidement les exigences initiales ne nécessitera pas nécessairement d'appliquer des mesures d'assainissement budgétaire plus importantes à l'avenir. Au contraire, elle ne ferait que faciliter la stabilisation de la dette aux niveaux élevés actuels, empêchant une réduction plus importante du ratio dette/PIB.

Graphique A

Perspectives de la dette selon différents scénarios budgétaires

a) Agrégat des pays fortement endettés

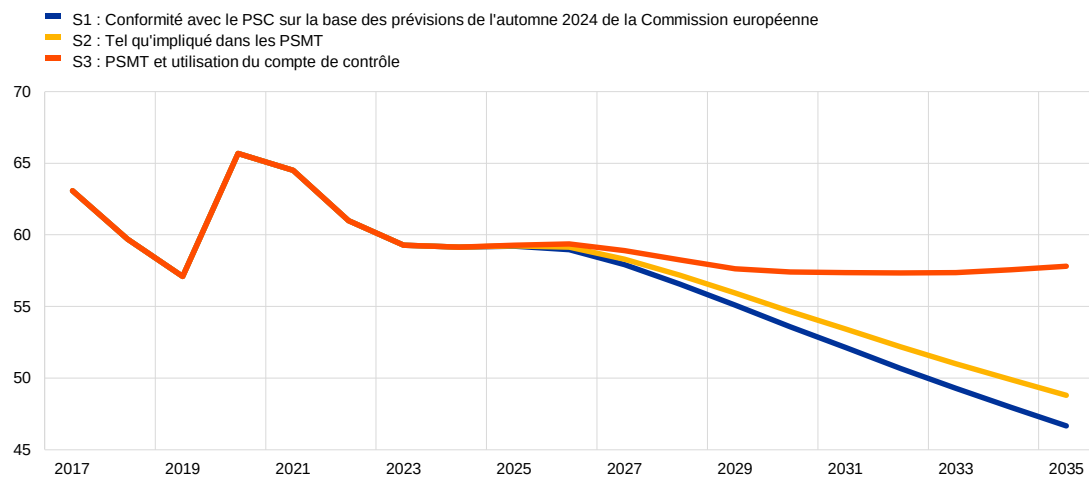
(en pourcentage du PIB)



¹⁸ Dans le cas d'un PSMT révisé, les exigences en matière d'assainissement seront influencées par deux facteurs opposés : une *augmentation* due à l'écart par rapport au plan initial et une *diminution* due à une meilleure situation de départ pour le solde budgétaire structurel et à un report de l'horizon sur lequel la stabilisation de la dette est nécessaire. L'impact global dépendra de la situation spécifique de chaque pays.

b) Agrégat des pays peu endettés

(en pourcentage du PIB)



Sources : Calculs des services de la BCE, sur la base des prévisions de l'automne 2024 de la Commission européenne.

Notes : Les pays dont le ratio de la dette publique est supérieur à 90 % en 2023 sont inclus dans le groupe « fortement endettés » (Belgique, Grèce, Espagne, France, Italie et Portugal). Les trajectoires de référence actualisées supposent pour chaque État membre une période d'ajustement alignée sur celle choisie dans son PSMT. Pour les Pays-Bas, conformément à la recommandation de la Commission, nous utilisons la trajectoire d'assainissement requise telle que définie dans la trajectoire de référence de juin 2024. Parmi les pays qui n'avaient pas soumis de PSMT à la date de finalisation de cet article (Allemagne, Lituanie et Autriche), une période d'ajustement de sept ans est supposée pour l'Allemagne. Les révisions de référence des comptes nationaux ont en moyenne rendu les exigences légèrement plus strictes par rapport aux trajectoires de juin 2024 fondées sur les prévisions du printemps de la Commission. S2 utilise les trajectoires d'ajustement budgétaire décrites dans les PSMT ainsi que les hypothèses macroéconomiques et financières de S1. S3 suppose, sur une base cumulée, un écart (par rapport à S2) de 0,6 point de pourcentage du PIB sur deux années consécutives au début de la période d'ajustement (2025 et 2026). Il suppose également un écart supplémentaire si de nouvelles élections sont prévues pendant la période d'ajustement. Après quatre ans, les trajectoires de référence actualisées sont mises à jour, en supposant une conformité totale au cours du deuxième cycle pour S1 et S2 et un écart continu pour S3.

S'agissant de l'impact de l'activation de la clause de sauvegarde nationale sur les perspectives de la dette, nous faisons l'hypothèse que cette clause est activée de manière coordonnée. Elle permet ainsi à chaque État membre d'augmenter progressivement les dépenses de défense de 1,5 % du PIB, le maximum autorisé, sur une période de quatre ans. En outre, les États membres pour lesquels les garanties en termes de réduction de la dette et du déficit étaient contraignantes lors de la définition des exigences en matière d'assainissement seront exemptés de cette clause et pourront ainsi augmenter leurs dépenses au-delà du plafond standard de 1,5 %. Si la flexibilité en matière de dépenses de défense intervient parallèlement au compte de contrôle, et si les deux mécanismes peuvent contribuer à accroître la marge de manœuvre budgétaire, la présente analyse se concentre uniquement sur l'impact de la clause de sauvegarde nationale sur l'accumulation de la dette. Comme pour l'évaluation du compte de contrôle, nous nous appuyons sur l'actualisation par la Commission des exigences budgétaires à la fin de la première période de planification. Nous quantifions donc l'augmentation probable des exigences d'assainissement pour compenser l'augmentation initiale des dépenses.

Le graphique B illustre l'impact global sur les pays fortement endettés, en montrant comment la clause de sauvegarde nationale pourrait affecter la trajectoire de leur dette. Le scénario 4 (S4) consiste en l'activation de la clause de sauvegarde nationale pendant quatre ans, avec des dépenses supplémentaires introduites de manière progressive et linéaire pour atteindre le plafond de 1,5 % du PIB à la fin de la période pour tous les pays. Cela réduirait l'ajustement budgétaire global des pays fortement endettés de 1,7 point de pourcentage environ par rapport aux plans budgétaires à moyen terme convenus. Cela entraînerait, dans un premier temps, une détérioration de la dynamique de la dette. Même si la clause de sauvegarde devait être pleinement utilisée, la conformité totale envisagée avec les exigences du PSC au cours de la deuxième période de planification, qui débute en 2029, garantirait que la dette revienne sur une trajectoire baissière

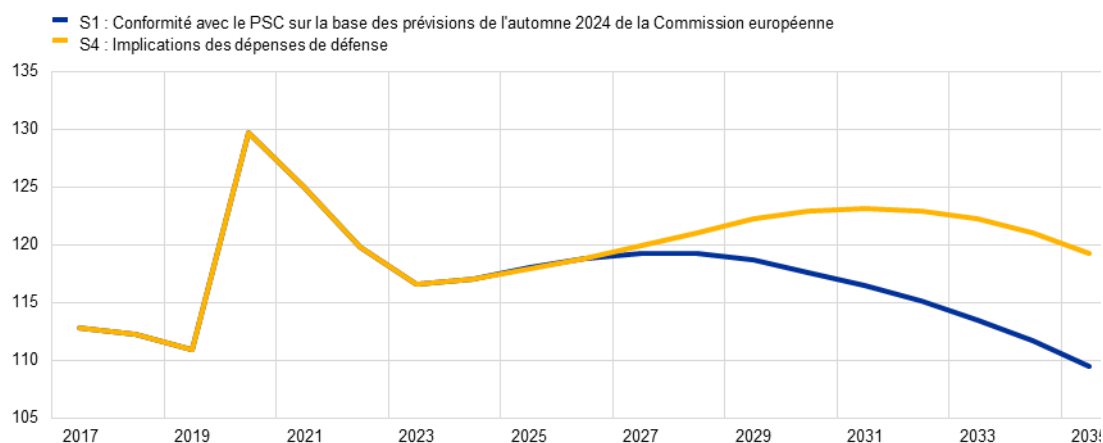
(graphique B, partie a). Cela reporterait l'ajustement budgétaire de grande ampleur de la première à la deuxième période de planification (graphique B, partie b). Il est important de noter que ce scénario et ses implications pour la dette restent purement illustratifs, car ils reposent sur deux hypothèses fortes. Premièrement, ils supposent une activation coordonnée de la clause de sauvegarde nationale et le financement progressif et linéaire de dépenses de défense supplémentaires à hauteur de 1,5 % du PIB sur la période 2025-2028. Deuxièmement, elles supposent que l'intégralité du financement provient de l'émission de dette nationale ¹⁹.

Graphique B

Implications d'une flexibilité maximale du PSC pour les dépenses de défense dans les pays fortement endettés

a) Évolution de la dette

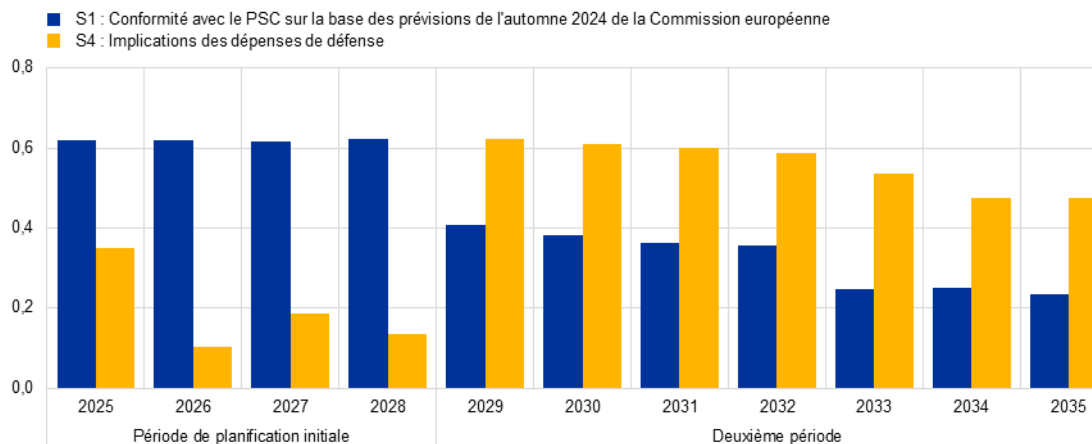
(en pourcentage du PIB)



¹⁹ L'utilisation potentielle de la convention de prêt offerte par l'instrument SAFE (*Security Action For Europe*), à hauteur de 150 milliards d'euros au niveau de l'UE, n'est pas prise en compte dans cette simulation. D'autres options sont également explorées : la réorientation des fonds de cohésion, un rôle accru de la Banque européenne d'investissement (BEI) ou la mobilisation des capitaux privés en l'approfondissant de l'Union pour l'épargne et l'investissement. Comme mentionné dans la section précédente, les effets macroéconomiques des dépenses de défense sont entourés d'une grande incertitude. Dans les simulations présentées pour la dette, un multiplicateur budgétaire standard de 0,75, conformément au cadre de soutenabilité de la dette de la Commission, est utilisé pour évaluer l'impact positif sur la croissance de cette relance budgétaire supplémentaire.

b) Ajustement budgétaire requis

(en pourcentage du PIB)



Sources : Calculs des services de la BCE, sur la base des prévisions de l'automne 2024 de la Commission européenne.

Notes : Les pays dont le ratio de la dette publique est supérieur à 90 % en 2023 sont inclus dans le groupe « fortement endettés » (Belgique, Grèce, Espagne, France, Italie et Portugal). Les trajectoires de référence actualisées supposent pour chaque État membre une période d'ajustement alignée sur celle choisie dans son PSMT. Pour les Pays-Bas, conformément à la recommandation de la Commission, nous utilisons la trajectoire d'assainissement requise telle que définie dans la trajectoire de référence de juin. Parmi les pays qui n'ont pas encore soumis de PSMT (Allemagne, Lituanie et Autriche), une période d'ajustement de sept ans est supposée pour l'Allemagne. S4 suppose, sur une base cumulée, un écart (par rapport à S1) de 1,5 % du PIB sur quatre années consécutives (2025-2028) et un écart supplémentaire résultant de l'exemption accordée à la préservation de la dette et du déficit. Après quatre ans, les trajectoires de référence sont actualisées, en supposant une conformité totale au cours du deuxième cycle pour S1 et S4.

5 Investissements publics et engagements en matière de réformes structurelles

Une autre caractéristique principale du cadre de gouvernance révisé est qu'il vise à encourager l'investissement productif et les réformes favorables à la croissance ²⁰. Les États membres optant pour une prolongation doivent s'assurer que, pendant la période du PSMT le niveau prévu d'investissements publics financés à l'échelle nationale n'est pas inférieur à son précédent niveau à moyen terme. À cette fin, la Commission européenne compare le ratio moyen par rapport au PIB des investissements publics financés à l'échelle nationale sur la période de planification avec leur niveau moyen sur la période couverte par le plan pour la reprise et la résilience (PRR) concerné, c'est-à-dire de 2021-2022 à 2026. Dans son évaluation des PSMT, la Commission constate que quatre pays de la zone euro ayant opté pour une extension de la période d'ajustement remplissent jusqu'à présent à cette condition (l'Espagne, la France, l'Italie et la Finlande) ²¹. Les règles révisées imposent que les pays qui sollicitent une prolongation de leur période d'ajustement budgétaire s'engagent dans un ensemble de réformes adéquates, ce qui accroît l'incitation à mettre en œuvre des réformes. Ces réformes doivent répondre aux principaux défis de politique économique identifiés dans le contexte du

²⁰ Les estimations tirées d'études empiriques tendent à constater une relation positive entre l'investissement public et la croissance, mais les résultats sont hétérogènes. Une méta-analyse (cf. Bom (P.R.D.) et Ligthart (J.E.), « *What have we learned from three decades of research on the productivity of public capital?* », *Journal of Economic Surveys*, vol. 28, n° 5, 2014, p. 889-916) montre que la plupart des études empiriques constatent un effet positif de la part des investissements publics productifs sur la croissance économique. C'est particulièrement le cas si les investissements publics créent du capital public qui est complémentaire au capital privé ou qui, sinon, se révélerait insuffisant dans une économie.

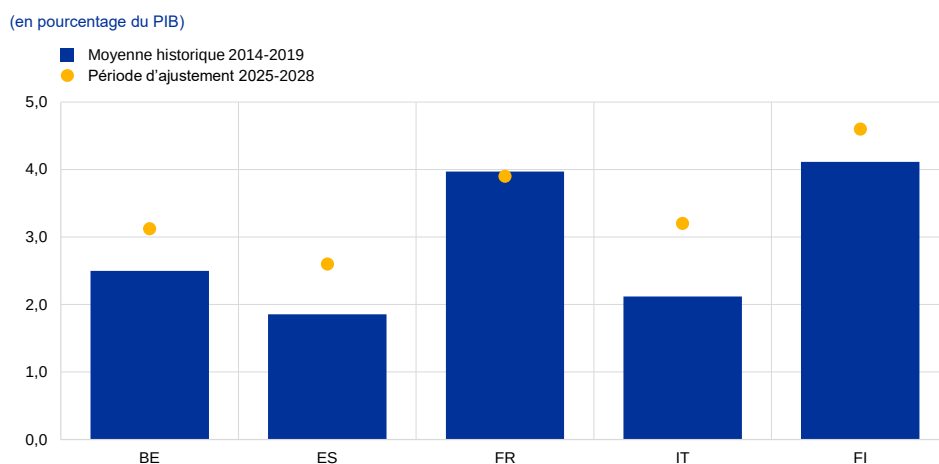
²¹ Dans le cas de la Belgique, qui a soumis son PSMT en mars 2025 et a également opté pour une période d'ajustement prolongée, une évaluation de la Commission est encore en suspens.

Semestre européen. En définitive, les réformes mises en œuvre dans le cadre des plans nationaux devraient accroître la croissance de la production potentielle et ainsi réduire les besoins d'ajustement budgétaire.

Les investissements publics financés à l'échelle nationale devraient se maintenir à leurs niveaux moyens d'avant la pandémie ou au-dessus dans les cinq pays de la zone euro qui ont opté pour une période d'ajustement prolongée. Le graphique 5 compare les investissements publics financés au niveau national exprimés en pourcentage du PIB sur la période 2025-2028 avec la moyenne pour 2014-2019. Cette moyenne peut apporter un éclairage supplémentaire sur la mise en œuvre par la Commission, car la période concernée n'était pas affectée par les investissements importants prévus dans les PRR. Les plans nationaux pour la Belgique, l'Espagne, l'Italie et la Finlande visent à atteindre un niveau d'investissements publics financés à l'échelle nationale en moyenne nettement supérieur à la moyenne 2014-2019. Seul le plan français maintient ces investissements globalement aux niveaux observés en 2014-2019. Les engagements en matière d'investissements publics dans le cadre des PSMT semblent essentiellement recouper ou compléter les mesures existantes incluses dans les PRR. En ligne avec le cadre de gouvernance économique révisé, la Commission considère qu'ils satisfont aux priorités communes de l'UE, notamment les transitions verte et numérique.

Graphique 5

Moyenne des investissements publics financés au niveau national par PSMT pour 2025-2028 par rapport à 2014-19



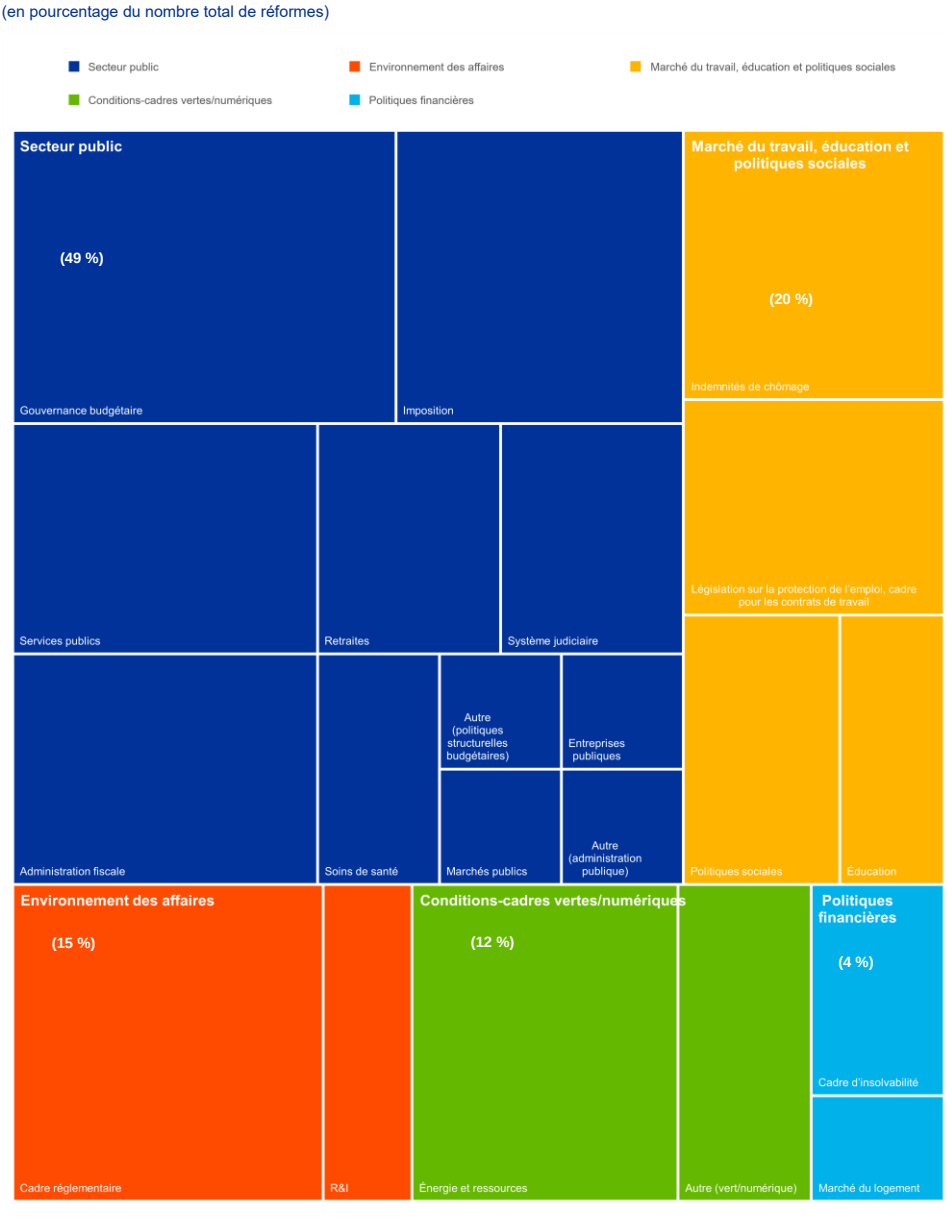
Sources : Base de données AMECO et évaluations des PSMT par la Commission européenne, telles que publiées sur le [site internet de la Commission européenne](#). L'évaluation par la Commission européenne du PSMT belge n'était pas encore disponible, le chiffre relatif aux investissements publics financés au niveau national moyen est donc celui qui est présenté dans le PSMT. Notes : Le graphique se concentre sur les quatre pays de la zone euro qui ont sollicité un allongement de la période d'ajustement de quatre à sept ans. Pour 2014-2019, les investissements publics financés au niveau national sont définis comme la série relative à la formation brute de capital fixe dont on déduit les transferts en capital de l'UE.

Les réformes qui nécessitent une prolongation de la période d'ajustement se concentrent principalement sur le secteur public. Les plans des cinq pays de la zone euro sollicitant une prolongation, comprennent 71 réformes liées à cet allongement de la période d'ajustement. La moitié d'entre elles peut globalement être classée comme réformes du secteur public, visant par exemple à améliorer

l'administration fiscale ou le système judiciaire (graphique 6). Le marché du travail, l'éducation et les politiques sociales représentent un cinquième environ de l'ensemble des réformes prévues. Les catégories « environnement des entreprises » et « conditions-cadres vertes/numériques » en constituent 15 % et 12 %, respectivement. Les réformes restantes sont liées aux politiques financières (4 %), en particulier les cadres d'insolvabilité et le marché du logement. Étant axée sur les réformes du secteur public, la combinaison de réformes dans le cadre des plans structurels et budgétaires est donc comparable à celle qui est envisagée par les PRR ²².

²² 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.

Graphique 6
 Réformes dans les pays sollicitant une prolongation de la période d'ajustement :
 domaines d'action



Source : Agrégation de la BCE sur la base des PSMT.
 Notes : Comprend les cinq pays de la zone euro qui sollicitent une prolongation de la période d'ajustement (à savoir la Belgique, l'Espagne, la France, l'Italie et la Finlande). La classification est fondée sur une évaluation établie par les services de la BCE et ne couvre que les réformes sous-tendant la prolongation sollicitée. « R&I » signifie recherche et innovation.

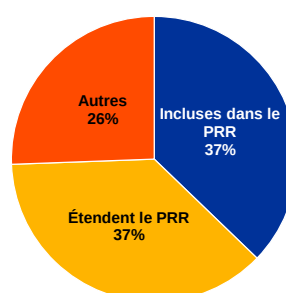
La plupart des réformes prévues sont soit déjà incluses dans les PRR soit conçues pour les compléter. Tant que la facilité pour la reprise et la résilience (FRR) est en vigueur, le cadre de gouvernance révisé permet aux États membres d’inclure dans leur PSMT des réformes déjà mises en œuvre ou prévues dans le contexte des PRR. Quelque 37 % des réformes sous-tendant une prolongation de la période d’ajustement appartiennent à cette catégorie (graphique 7). Une autre part de 37 % des réformes concernées sont conçues pour compléter ou étendre celles qui sont définies dans les PRR. Les 26 % restantes peuvent être considérés comme

des réformes nouvelles, indépendantes sans lien direct avec les PRR, comme par exemple la rationalisation et l'amélioration de l'efficacité des entreprises d'État en Italie.

Graphique 7

Réformes dans les pays sollicitant une prolongation de la période d'ajustement : liens avec les PRR

(en pourcentage du nombre total de réformes)



Source : Agrégation de la BCE sur la base des PSMT.

Notes : La classification est fondée sur l'évaluation établie par la Commission européenne et ne couvre que les réformes sous-tendant la prolongation sollicitée. Elle recouvre les pays de la zone euro sollicitant une prolongation de la période d'ajustement, à l'exception de la Belgique, pour laquelle aucune évaluation de la Commission européenne n'était disponible à la date d'arrêté de la présente publication.

L'impact des réformes suggérées sur la croissance est difficile à évaluer.

Premièrement, il n'existe pas de méthodologie commune pour déterminer l'impact quantitatif potentiel des réformes sur l'ajustement budgétaire requis dans le cadre des nouvelles règles²³. Parmi les cinq pays de la zone euro sollicitant une prolongation de la période d'ajustement, seules l'Espagne et l'Italie fournissent des estimations complètes de l'impact attendu sur la croissance qui, même si elles ne sont pas comparables, sont fondées sur des modèles spécifiques ou des comparaisons avec des scénarios de base. Deuxièmement, jusqu'à présent les réformes ne sont que des engagements publics – les paramètres importants concernant leur conception et leur mise en œuvre doivent encore être fixés. Par conséquent, l'impact total sur la croissance de la production potentielle est difficile à quantifier.

6 Conclusion

La mise en œuvre du cadre de gouvernance économique réformé est entourée d'une forte incertitude. Même si la surveillance budgétaire dans le cadre du PSC devrait continuer de fonctionner normalement, elle doit prendre en compte une activation coordonnée de la clause dérogatoire nationale du PSC. Cette activation fait également suite à une période prolongée (2020-2023) au cours de laquelle la clause dérogatoire générale du PSC avait déjà été activée, impliquant une

²³ Cf. Darvas (Z.), Welslau (L.) et Zettelmeyer (J.), « *Incorporating the impact of social investments and reforms in the European Union's new fiscal framework* », *Working Papers*, n° 7, 2024, Bruegel.

suspension *de facto* des règles budgétaires européennes. Outre les défis liés à la clause dérogatoire, l'incertitude est liée au fait que certains pays n'ont pas encore soumis de plan ou que leur plan manque de soutien politique. De plus, les futurs plans devront s'appuyer sur des orientations préalables de la Commission européenne fondées sur des prévisions plus récentes, qui intègrent les récentes modifications du contexte politique et économique. Globalement, l'orientation de la politique budgétaire dans la zone euro en 2025 et au-delà reste entourée d'une forte incertitude, notamment parce que les États membres doivent encore détailler leurs plans en matière de défense.

Au vu du niveau élevé d'incertitude, la mise en œuvre intégrale des engagements pris dans le cadre des PSMT des États membres est essentielle.

Les règles du PSC continuant d'être appliquées, les États membres devront mettre pleinement en œuvre leurs engagements budgétaires et structurels dans la mesure où cela contribuera également à limiter l'effet d'accroissement du déficit et de la dette exercé par les dépenses supplémentaires en matière de défense. Les mesures de consolidation budgétaire doivent être bien conçues et s'accompagner de réformes favorables à la croissance et aux investissements publics, afin de limiter les effets macroéconomiques défavorables via la demande agrégée. Et ces derniers seraient en partie compensés par des effets de confiance, notamment dans les pays fortement endettés.

La clause dérogatoire nationale doit être mise en œuvre d'une manière ciblée, qui garantisse une augmentation des dépenses de défense tout en préservant la soutenabilité budgétaire à moyen terme en ligne avec les exigences du PSC.

Dans ce contexte, il est essentiel que la flexibilité permettant de s'écarter d'une trajectoire de dépenses nettes approuvée soit uniquement utilisée pour les nécessaires dépenses de défense supplémentaires, comme l'envisage la Commission dans sa Communication. Ce sera important pour préserver la crédibilité du cadre budgétaire de l'UE récemment réformé et ainsi réaliser les objectifs de dépenses de défense sans compromettre la viabilité budgétaire à moyen terme. Il convient de continuer à enregistrer les écarts par rapport aux trajectoires de dépenses nettes afin de garantir une surveillance normale du respect des engagements pris dans le cadre des plans.

La surveillance et le suivi adaptés des engagements en matière d'ajustement budgétaire, de réformes et d'investissements seront essentiels pour garantir la réalisation des objectifs du cadre de gouvernance budgétaire et économique révisé.

Le cadre s'appuie sur le principe selon lequel la viabilité budgétaire, les réformes et les investissements se renforcent mutuellement et doivent par conséquent être encouragés dans le cadre d'une approche intégrée. Selon les estimations des services de la BCE, des écarts en matière d'ajustement budgétaire vis-à-vis des plafonds de dépenses nettes des PSMT pourraient apparaître à court terme. Ces écarts, s'ils se révèlent importants et persistants, pourraient interférer avec l'objectif du nouveau cadre, à savoir placer la dette sur une trajectoire descendante plausible à moyen terme, notamment au vu de la nécessité de dépenses supplémentaires en matière de défense. Il est important que les États membres n'utilisent pas *ex ante* la flexibilité qu'offre le compte de contrôle, celui-ci

ayant vocation à être utilisé pour suivre les écarts par rapport aux trajectoires de consolidation approuvées plutôt que pour fournir une marge de manœuvre budgétaire supplémentaire. Pour l'avenir, une surveillance appropriée de la mise en œuvre des plans sera fondamentale pour garantir que le nouveau cadre de gouvernance complet acquière de la crédibilité et remplisse les objectifs qui lui ont été fixés dès le début.

Enfin, les initiatives en matière de réformes et d'investissements contenues dans le plan devront réellement être mises en œuvre. Il sera essentiel de soutenir l'investissement public national, en ligne avec les engagements contenus dans les PSMT, afin également de répondre aux défis qui se posent dans d'autres domaines stratégiques que celui de la défense, comme les transitions verte et numérique. Les plans des États membres contiennent aussi des initiatives importantes en matière de réformes, qui recoupent ou complètent de manière significative les engagements existants pris dans le cadre du programme *Next Generation EU*. Les réformes et les investissements, s'ils sont correctement mis en œuvre, peuvent accroître la croissance potentielle, apportant ainsi une contribution importante à la soutenabilité des finances publiques. Les défis les plus récents auxquels l'Europe a été confrontée n'ont fait que renforcer les arguments en faveur d'une intensification des efforts visant à susciter une hausse durable de la croissance économique.

Statistiques

(disponible en anglais uniquement)

Statistics

Contents

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

Further information

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

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

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

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

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

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

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

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

Conventions used in the tables

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

1 External environment

1.1 Main trading partners, GDP and CPI

	GDP ¹⁾ (period-on-period percentage changes)						CPI (annual percentage changes)						
	G20	United States	United Kingdom	Japan	China	Memo item: euro area	OECD countries		United States	United Kingdom (HICP)	Japan	China	Memo item: euro area ²⁾ (HICP)
							Total	excluding food and energy					
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
2022	3,4	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	3,4	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	3,2	2,9	1,1	0,1	5,0	0,9	5,2	5,7	2,9	2,5	2,7	0,2	2,4
2024 Q2	0,7	0,7	0,5	0,8	0,9	0,2	5,8	6,1	3,2	2,1	2,7	0,3	2,5
Q3	0,9	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	0,9	0,6	0,1	0,6	1,6	0,2	4,6	5,0	2,7	2,5	2,9	0,2	2,2
2025 Q1	.	.	.	.	.	.	.	.	2,7	2,8	.	.	2,3
2024 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	4,8	3,0	3,0	4,0	0,5	2,5
Feb.	-	-	-	-	-	-	4,5	4,7	2,8	2,8	3,7	.	2,3
Mar.	-	-	-	-	-	-	.	.	2,4	2,6	.	.	2,2

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

1) Quarterly data seasonally adjusted; annual data unadjusted.

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

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

	Purchasing Managers' Surveys (diffusion indices; s.a.)									Merchandise imports ¹⁾		
	Composite Purchasing Managers' Index						Global Purchasing Managers' Index ²⁾			Global	Advanced economies	Emerging market economies
	Global ²⁾	United States	United Kingdom	Japan	China	Memo item: euro area	Manufacturing	Services	New export orders			
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
2022	-	-	-	-	-	-	-	-	-	3,1	4,6	1,8
2023	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-0,6	-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 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
2025 Q1	52,0	52,6	50,8	50,6	51,5	50,4	.	52,1	.	.	.	.
2024 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.	51,7	51,6	50,5	52,0	51,5	50,2	51,5	51,5	49,6	.	.	.
Mar.	52,3	53,5	51,5	48,9	51,8	50,9	.	52,7	.	.	.	.

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

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

All data are seasonally adjusted.

2) Excluding the euro area.

2 Economic activity

2.1 GDP and expenditure components

(quarterly data seasonally adjusted; annual data unadjusted)

	GDP											
	Total	Domestic demand								External balance ¹⁾		
		Total	Private consumption	Government consumption	Gross fixed capital formation				Changes in inventories ²⁾	Total	Exports ¹⁾	Imports ¹⁾
					Total	Total construction	Total machinery	Intellectual property products				
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
Current prices (EUR billions)												
2022	13 724,4	13 448,1	7 232,5	2 943,7	3 015,6	1 557,3	867,7	584,2	256,4	-276,2	7 403,4	7 127,1
2023	14 599,7	14 077,2	7 730,5	3 092,9	3 195,1	1 643,5	923,9	621,4	58,8	-522,5	7 382,0	6 859,5
2024	15 155,6	14 481,3	8 007,3	3 272,2	3 197,8	1 652,0	910,9	628,2	3,9	-674,3	7 513,9	6 839,6
2024 Q1	3 740,6	3 568,6	1 982,3	799,5	801,3	413,8	227,5	158,4	-14,4	-172,0	1 854,6	1 682,6
Q2	3 765,8	3 581,1	1 990,9	813,4	783,2	410,6	229,1	141,8	-6,4	-184,7	1 897,0	1 712,3
Q3	3 802,3	3 643,3	2 008,3	825,8	801,7	411,0	225,9	163,1	7,5	-159,0	1 875,7	1 716,7
Q4	3 844,9	3 687,8	2 026,4	833,6	812,8	416,8	229,4	164,9	14,9	-157,2	1 889,7	1 732,5
as percentage of GDP												
2024	100,0	95,6	52,8	21,6	21,1	10,9	6,0	4,1	0,0	-4,4	-	-
Chain-linked volumes (prices for the previous year)												
quarter-on-quarter percentage changes												
2024 Q1	0,3	-0,3	0,5	0,3	-1,9	-0,2	-0,5	-7,9	-	-	1,1	-0,2
Q2	0,2	-0,1	0,0	1,1	-2,5	-0,8	0,5	-11,3	-	-	1,5	1,1
Q3	0,4	1,4	0,6	0,9	1,8	-0,4	-2,2	14,8	-	-	-1,3	0,5
Q4	0,2	0,3	0,4	0,5	0,7	0,7	1,0	-0,1	-	-	0,0	0,1
annual percentage changes												
2022	3,5	3,8	5,0	1,1	2,0	-0,1	3,5	5,1	-	-	7,4	8,4
2023	0,4	0,1	0,5	1,4	1,7	0,7	2,2	3,6	-	-	-0,8	-1,4
2024	0,9	0,5	1,1	2,7	-1,8	-1,4	-2,6	-1,8	-	-	1,1	0,3
2024 Q1	0,5	0,0	1,0	2,1	-0,9	-2,0	-2,6	4,4	-	-	-0,6	-1,6
Q2	0,5	-0,6	0,6	2,9	-3,2	-2,0	-1,8	-8,7	-	-	1,9	-0,4
Q3	1,0	1,0	1,1	3,0	-1,5	-1,9	-4,4	3,8	-	-	1,6	1,7
Q4	1,2	1,3	1,5	2,7	-2,0	-0,6	-1,3	-6,3	-	-	1,3	1,5
contributions to quarter-on-quarter percentage changes in GDP; percentage points												
2024 Q1	0,3	-0,3	0,3	0,1	-0,4	0,0	0,0	-0,4	-0,2	0,6	-	-
Q2	0,2	-0,1	0,0	0,2	-0,5	-0,1	0,0	-0,5	0,2	0,2	-	-
Q3	0,4	1,3	0,3	0,2	0,4	0,0	-0,1	0,6	0,5	-0,9	-	-
Q4	0,2	0,3	0,2	0,1	0,1	0,1	0,1	0,0	-0,2	0,0	-	-
contributions to annual percentage changes in GDP; percentage points												
2022	3,5	3,8	2,6	0,3	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	0,9	0,4	0,6	0,6	-0,4	-0,2	-0,2	-0,1	-0,3	0,4	-	-
2024 Q1	0,5	0,0	0,5	0,4	-0,2	-0,2	-0,2	0,2	-0,7	0,4	-	-
Q2	0,5	-0,6	0,3	0,6	-0,7	-0,2	-0,1	-0,4	-0,8	1,1	-	-
Q3	1,0	1,0	0,6	0,6	-0,3	-0,2	-0,3	0,2	0,1	0,0	-	-
Q4	1,2	1,2	0,8	0,6	-0,4	-0,1	-0,1	-0,3	0,3	0,0	-	-

Sources: Eurostat and ECB calculations.

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

2) Including acquisitions less disposals of valuables.

2 Economic activity

2.2 Value added by economic activity

(quarterly data seasonally adjusted; annual data unadjusted)

	Gross value added (basic prices)											Taxes less subsidies on products
	Total	Agriculture, forestry and fishing	Manufacturing energy and utilities	Construction	Trade, transport, accommodation and food services	Information and communication	Finance and insurance	Real estate	Professional, business and support services	Public administration, education, health and social work	Arts, entertainment and other services	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
Current prices (EUR billions)												
2022	12 339,8	217,9	2 422,4	646,3	2 342,4	633,1	544,6	1 340,7	1 490,5	2 324,6	377,3	1 384,6
2023	13 205,2	225,6	2 607,1	720,2	2 437,9	678,4	601,6	1 467,1	1 600,2	2 459,3	408,0	1 394,6
2024	13 641,1	229,5	2 535,8	738,7	2 528,8	720,4	632,7	1 538,2	1 680,8	2 607,3	428,8	1 514,5
2024 Q1	3 370,0	56,6	630,7	184,6	625,0	177,0	155,9	382,2	413,2	639,3	105,5	370,6
Q2	3 392,0	56,9	627,1	184,6	630,6	178,4	157,9	384,3	418,2	647,0	107,0	373,8
Q3	3 420,2	57,2	632,8	184,2	632,9	180,8	159,2	384,8	423,1	657,2	108,2	382,1
Q4	3 456,8	58,7	642,9	185,5	640,3	184,2	159,7	387,0	426,5	663,9	108,2	388,1
as percentage of value added												
2024	100,0	1,7	18,6	5,4	18,5	5,3	4,6	11,3	12,3	19,1	3,1	-
Chain-linked volumes (prices for the previous year)												
quarter-on-quarter percentage changes												
2024 Q1	0,1	0,9	-1,5	0,1	0,7	1,0	1,1	0,9	0,1	0,3	0,8	2,2
Q2	0,2	-1,6	-0,1	-1,0	0,2	0,4	0,1	0,3	0,7	0,3	0,4	0,2
Q3	0,3	-0,5	0,1	-0,6	0,0	1,2	0,1	0,1	0,4	0,7	1,1	1,9
Q4	0,2	0,5	-0,2	0,2	0,4	1,4	-1,0	0,4	0,0	0,5	-1,0	0,5
annual percentage changes												
2022	3,9	-0,9	0,5	0,0	8,1	5,6	-1,8	2,8	6,3	2,9	16,1	0,7
2023	0,7	0,3	-1,3	1,3	-0,1	4,6	-1,3	1,7	1,5	1,1	3,9	-1,9
2024	0,9	-0,6	-1,0	-1,6	0,8	3,9	0,5	1,9	1,9	1,6	1,2	0,8
2024 Q1	0,7	0,6	-1,4	-1,6	0,5	4,1	0,3	1,8	2,1	1,1	1,4	-1,4
Q2	0,7	-1,5	-1,3	-2,1	0,6	3,2	0,2	2,0	2,3	1,5	1,0	-0,9
Q3	1,0	-0,9	-0,2	-2,0	0,6	3,8	0,6	2,0	2,0	1,7	1,0	0,7
Q4	0,8	-0,7	-1,6	-1,3	1,3	4,1	0,3	1,7	1,2	1,8	1,3	4,9
contributions to quarter-on-quarter percentage changes in value added; percentage points												
2024 Q1	0,1	0,0	-0,3	0,0	0,1	0,1	0,0	0,1	0,0	0,0	0,0	-
Q2	0,2	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	0,0	0,0	0,0	0,1	0,0	0,0	0,0	0,1	0,0	-
Q4	0,2	0,0	0,0	0,0	0,1	0,1	0,0	0,0	0,0	0,1	0,0	-
contributions to annual percentage changes in value added; percentage points												
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	-0,2	0,1	0,0	0,2	-0,1	0,2	0,2	0,2	0,1	-
2024	0,9	0,0	-0,2	-0,1	0,1	0,2	0,0	0,2	0,2	0,3	0,0	-
2024 Q1	0,7	0,0	-0,3	-0,1	0,1	0,2	0,0	0,2	0,2	0,2	0,0	-
Q2	0,7	0,0	-0,3	-0,1	0,1	0,2	0,0	0,2	0,3	0,3	0,0	-
Q3	1,0	0,0	0,0	-0,1	0,1	0,2	0,0	0,2	0,2	0,3	0,0	-
Q4	0,8	0,0	-0,3	-0,1	0,2	0,2	0,0	0,2	0,1	0,3	0,0	-

Sources: Eurostat and ECB calculations.

2 Economic activity

2.3 Employment ¹⁾

(quarterly data seasonally adjusted; annual data unadjusted)

	Total	By employment status		By economic activity									
		Employ-ees	Self-employed	Agricul-ture forestry and fishing	Manufac-turing, energy and utilities	Const-ruktion	Trade, transport, accom-modation and food services	Inform-ation and com-munica-tion	Finance and in-surance	Real estate	Professional business and support services	Public adminis-tration, education, health and social work	Arts, enter-tainment and other services
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
Persons employed													
as a percentage of total persons employed													
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	24,8	6,6
2024	100,0	86,1	13,9	2,8	14,0	6,4	24,4	3,4	2,3	1,0	14,2	25,0	6,5
annual percentage changes													
2022	2,4	2,5	1,9	-0,7	1,2	3,7	3,3	6,1	0,1	3,3	3,8	1,5	1,3
2023	1,4	1,5	0,7	-2,1	0,9	1,3	2,0	3,6	0,5	1,8	1,7	1,3	1,4
2024	1,0	1,0	0,6	0,0	0,2	1,1	1,0	1,7	0,7	-0,8	0,5	1,7	0,5
2024 Q1	1,1	1,2	0,9	0,5	0,2	1,6	1,4	2,6	0,7	0,5	0,8	1,6	0,5
Q2	1,0	1,0	0,7	0,5	0,5	1,2	0,7	1,7	0,7	-1,3	0,6	1,9	0,7
Q3	1,0	1,0	0,8	0,2	0,3	0,8	1,0	1,4	0,8	-1,9	0,8	1,8	0,7
Q4	0,7	0,8	0,1	-1,0	0,0	0,8	1,1	1,3	0,8	-0,3	-0,1	1,6	0,0
Hours worked													
as a percentage of total hours worked													
2022	100,0	81,7	18,3	3,8	14,7	7,4	25,1	3,6	2,4	1,1	14,1	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
2024	100,0	82,0	18,0	3,6	14,5	7,3	25,2	3,7	2,4	1,1	14,2	22,2	5,9
annual percentage changes													
2022	3,6	3,6	3,3	-1,3	1,2	4,2	7,4	6,4	-0,7	5,3	4,4	0,8	4,8
2023	1,3	1,6	0,2	-2,2	0,6	0,9	1,8	3,4	0,1	1,4	1,7	1,5	1,8
2024	1,0	1,2	0,4	-0,5	0,3	1,1	1,0	2,0	0,5	-1,2	1,2	1,8	0,8
2024 Q1	0,8	0,8	0,5	-1,3	-0,4	1,1	1,0	2,2	0,1	-1,1	1,2	1,3	0,1
Q2	0,9	1,0	0,4	0,0	0,4	0,7	0,4	1,8	0,4	-2,1	1,0	1,8	1,0
Q3	0,6	0,8	-0,1	-0,7	-0,1	0,3	0,6	1,2	0,5	-2,4	0,9	1,3	0,5
Q4	1,0	1,3	0,0	-0,9	0,2	1,1	1,2	1,7	0,2	0,1	0,8	1,9	0,9
Hours worked per person employed													
annual percentage changes													
2022	1,1	1,1	1,4	-0,6	-0,1	0,6	4,0	0,3	-0,8	1,9	0,6	-0,7	3,5
2023	-0,1	0,0	-0,6	0,0	-0,3	-0,4	-0,2	-0,2	-0,4	-0,4	0,0	0,2	0,4
2024	0,1	0,2	-0,2	-0,6	0,1	0,0	0,0	0,3	-0,2	-0,5	0,6	0,0	0,3
2024 Q1	-0,4	-0,3	-0,4	-1,7	-0,6	-0,4	-0,4	-0,3	-0,6	-1,5	0,4	-0,3	-0,4
Q2	-0,1	-0,1	-0,3	-0,5	-0,1	-0,5	-0,2	0,0	-0,3	-0,9	0,4	-0,1	0,3
Q3	-0,4	-0,3	-0,9	-1,0	-0,4	-0,5	-0,4	-0,1	-0,2	-0,5	0,0	-0,5	-0,2
Q4	0,3	0,4	-0,1	0,1	0,3	0,3	0,1	0,4	-0,6	0,4	0,9	0,3	0,9

Sources: Eurostat and ECB calculations.

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

2 Economic activity

2.4 Labour force, unemployment and job vacancies

(seasonally adjusted, unless otherwise indicated)

	Labour force, millions	Under-employment, % of labour force	Unemployment ¹⁾											Job vacancy rate ²⁾
			Total		Long-term unemployment, % of labour force ²⁾	By age				By gender				
						Adult		Youth		Male		Female		
			Millions	% of labour force		Millions	% of labour force	Millions	% of labour force	Millions	% of labour force	Millions	% of labour force	% of total posts
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
% of total in 2020			100,0			80,1		19,9		51,3		48,7		
2022	167,966	3,1	11,400	6,8	2,7	9,148	6,0	2,252	14,6	5,734	6,4	5,666	7,2	3,2
2023	170,280	2,9	11,183	6,6	2,4	8,886	5,8	2,297	14,5	5,651	6,2	5,531	6,9	3,0
2024	171,876	2,8	10,938	6,4	2,1	8,610	5,5	2,328	14,6	5,605	6,1	5,334	6,6	2,6
2024 Q1	171,641	2,9	11,251	6,6	2,3	8,914	5,7	2,336	14,6	5,686	6,2	5,565	6,9	2,9
Q2	171,794	2,8	11,034	6,4	2,1	8,691	5,6	2,342	14,7	5,619	6,2	5,415	6,7	2,6
Q3	171,945	2,8	10,865	6,3	1,9	8,499	5,4	2,366	14,8	5,654	6,2	5,211	6,5	2,5
Q4	172,125	2,8	10,605	6,2	2,0	8,335	5,4	2,269	14,4	5,461	6,0	5,144	6,4	2,5
2024 Sep.	-	-	10,837	6,3	-	8,485	5,4	2,352	14,7	5,607	6,1	5,230	6,5	-
Oct.	-	-	10,730	6,2	-	8,421	5,4	2,309	14,5	5,526	6,0	5,204	6,5	-
Nov.	-	-	10,631	6,2	-	8,344	5,3	2,287	14,4	5,477	6,0	5,154	6,4	-
Dec.	-	-	10,680	6,2	-	8,427	5,4	2,253	14,2	5,492	6,0	5,187	6,4	-
2025 Jan.	-	-	10,650	6,2	-	8,390	5,3	2,259	14,2	5,482	6,0	5,168	6,4	-
Feb.	-	-	10,580	6,1	-	8,308	5,3	2,272	14,2	5,440	5,9	5,140	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 ¹⁾	New passenger car registrations
	Total (excluding construction)		Main Industrial Groupings					Total	Food, beverages, tobacco	Non-food	Fuel		
	Total	Manufacturing	Intermediate goods	Capital goods	Consumer goods	Energy							
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
% of total in 2021	100,0	88,7	32,4	33,2	22,5	11,9	100,0	100,0	38,1	54,4	7,5	100,0	100,0
annual percentage changes													
2022	1,8	2,5	-1,3	3,7	5,9	-3,4	2,1	1,1	-2,7	3,4	4,5	9,9	-4,3
2023	-1,6	-1,2	-6,2	3,2	-1,0	-5,0	1,9	-1,9	-2,6	-1,0	-1,7	2,3	14,6
2024	-3,0	-3,3	-3,9	-5,0	-0,1	-0,2	-0,9	1,2	0,5	1,7	0,5	1,6	-0,1
2024 Q1	-4,7	-5,0	-4,0	-5,5	-5,7	-1,3	-0,1	0,1	-0,1	0,3	-0,8	2,1	5,0
Q2	-4,0	-4,3	-5,4	-6,5	0,6	-0,4	-1,7	0,3	0,3	0,4	0,1	1,4	2,3
Q3	-1,8	-2,0	-3,7	-3,8	2,5	1,0	-2,2	2,1	0,8	2,8	2,1	0,9	-8,6
Q4	-1,6	-1,9	-2,5	-4,2	2,5	-0,1	0,3	2,1	1,0	3,0	0,3	2,1	-1,3
2024 Sep.	-2,2	-2,5	-4,1	-6,0	4,7	1,7	-2,3	3,3	0,4	5,6	2,0	0,9	-6,1
Oct.	-1,1	-1,3	-3,0	-2,3	2,6	-0,7	-0,9	2,3	1,2	3,2	0,9	2,0	-3,7
Nov.	-2,0	-2,2	-2,3	-3,1	-0,7	-0,3	0,5	1,8	1,1	2,2	0,7	2,6	0,6
Dec.	-1,8	-2,1	-2,1	-7,3	6,0	0,7	0,8	2,2	0,9	3,6	-0,6	1,7	-0,7
2025 Jan.	-0,5	-0,3	-1,3	-3,2	5,3	-1,4	0,0	1,8	1,4	2,8	-0,5	2,9	-3,0
Feb.	1,2	0,7	-2,7	-1,8	8,3	1,4	.	2,3	1,9	2,5	0,7	.	1,8
month-on-month percentage changes (s.a.)													
2024 Sep.	-1,4	-1,3	-1,4	-3,6	2,0	-0,9	-0,4	0,6	-0,4	1,1	-0,7	-0,2	4,1
Oct.	0,3	0,2	0,3	1,6	-2,0	-1,2	0,3	-0,3	0,0	-0,6	-0,5	0,7	-0,3
Nov.	0,4	0,4	0,5	0,3	-0,3	2,0	1,0	0,0	0,0	-0,1	1,0	0,3	3,9
Dec.	-0,9	-1,3	-1,6	-1,9	5,5	1,4	0,4	0,0	-0,4	0,4	-0,5	-0,2	-1,8
2025 Jan.	0,6	1,0	1,4	0,0	-2,3	-1,1	0,2	0,0	0,5	-0,2	0,0	0,4	-1,2
Feb.	1,1	1,2	0,3	0,8	2,3	-0,2	.	0,3	0,3	0,3	0,2	.	3,4

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

1) Excluding trade and financial services.

2 Economic activity

2.6 Opinion surveys

(seasonally adjusted)

	European Commission Business and Consumer Surveys (percentage balances, unless otherwise indicated)								Purchasing Managers' Surveys (diffusion indices)			
	Economic sentiment indicator (long-term average = 100)	Manufacturing industry		Consumer confidence indicator	Construction confidence indicator	Retail trade confi- dence indicator	Service industries		Purchasing Managers' Index (PMI) for manu- facturing	Manu- facturing output	Business activity for services	Composite output
		Industrial confi- dence indicator	Capacity utilisation (%)				Services confi- dence indicator	Capacity utilisation (%)				
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
1999-20	99,7	-4,2	80,1	-11,0	-12,6	-6,7	6,4	.	-	-	-	-
2022	102,3	5,0	82,4	-21,9	5,2	-3,6	9,3	89,9	-	-	-	-
2023	96,2	-6,1	80,7	-17,4	-1,3	-4,2	6,7	90,4	-	-	-	-
2024	95,7	-11,0	78,4	-14,0	-4,5	-6,9	6,3	90,1	45,9	46,2	51,5	50,1
2024 Q2	95,8	-10,7	78,9	-14,2	-5,2	-7,2	6,8	89,9	46,2	47,6	53,1	51,6
Q3	96,1	-11,0	78,2	-13,0	-5,0	-8,7	6,1	90,2	45,5	45,4	52,1	50,3
Q4	95,2	-12,6	77,4	-13,4	-3,7	-5,6	5,8	90,4	45,4	45,1	50,9	49,3
2025 Q1	95,6	-11,3	77,2	-14,1	-3,2	-5,7	4,4	90,3	47,6	48,8	51,0	50,4
2024 Oct.	96,2	-12,5	77,4	-12,3	-3,8	-7,6	7,0	90,4	46,0	45,8	51,6	50,0
Nov.	95,9	-11,1	.	-13,6	-3,7	-4,8	5,0	.	45,2	45,1	49,5	48,3
Dec.	93,6	-14,2	.	-14,3	-3,8	-4,6	5,4	.	45,1	44,3	51,6	49,6
2025 Jan.	95,3	-12,3	77,2	-14,1	-2,9	-5,2	5,7	90,3	46,6	47,1	51,3	50,2
Feb.	96,3	-11,0	.	-13,6	-3,3	-5,1	5,1	.	47,6	48,9	50,6	50,2
Mar.	95,2	-10,6	.	-14,5	-3,4	-6,8	2,4	.	48,6	50,5	51,0	50,9

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

2.7 Summary accounts for households and non-financial corporations

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

	Households							Non-financial corporations					
	Saving rate (gross)	Debt ratio	Real gross disposable income	Financial investment	Non-financial investment (gross)	Net worth ²⁾	Housing wealth	Profit rate ³⁾	Saving rate (gross)	Debt ratio ⁴⁾	Financial investment	Non-financial investment (gross)	Financing
	Percentage of gross disposable income (adjusted) ¹⁾		Annual percentage changes					Percentage of gross value added	Percentage of GDP	Annual percentage changes			
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
2022	13,6	91,1	0,5	2,2	12,5	2,1	7,7	37,5	5,0	72,9	4,9	9,7	3,4
2023	14,2	85,0	1,2	1,8	3,5	3,9	1,6	35,7	5,1	68,8	1,7	2,2	0,8
2024	15,4	81,9	2,3	2,4	-1,8	4,4	3,4	33,3	3,0	67,3	1,8	-2,7	0,9
2024 Q1	14,6	83,8	2,6	1,9	-3,1	3,7	1,7	34,9	4,5	68,0	1,9	-5,9	0,9
Q2	15,0	83,2	1,8	2,2	-1,7	3,8	2,4	34,2	3,9	68,0	2,0	-8,4	1,0
Q3	15,2	82,6	2,3	2,3	-0,9	5,7	2,9	33,7	3,6	67,7	2,2	2,8	1,1
Q4	15,4	81,9	2,4	2,4	-1,5	4,4	3,4	33,3	3,0	67,3	1,8	1,0	0,9

Sources: ECB and Eurostat.

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

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

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

4) Defined as consolidated loans and debt securities liabilities.

2 Economic activity

2.8 Euro area balance of payments, current and capital accounts

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

	Current account											Capital account ¹⁾	
	Total			Goods		Services		Primary income		Secondary income		Credit	Debit
	Credit	Debit	Balance	Credit	Debit	Credit	Debit	Credit	Debit	Credit	Debit		
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
2024 Q1	1 442,4	1 333,5	108,9	705,9	600,7	369,6	335,3	320,7	316,8	46,2	80,7	20,4	32,5
Q2	1 491,9	1 358,5	133,4	713,8	616,3	390,5	338,5	341,2	313,1	46,4	90,6	24,4	22,2
Q3	1 470,6	1 380,5	90,1	704,4	620,3	376,9	341,4	339,1	325,9	50,1	92,9	21,3	16,5
Q4	1 488,3	1 405,1	83,2	708,7	624,4	384,8	338,8	341,7	338,4	53,1	103,4	34,4	23,0
2024 Sep.	486,7	454,4	32,3	233,8	206,3	122,8	112,3	113,8	105,3	16,4	30,5	5,2	5,7
Oct.	488,4	463,0	25,4	231,0	204,8	125,4	110,3	114,8	114,9	17,1	32,9	7,5	4,7
Nov.	495,7	474,1	21,6	239,2	209,4	126,8	114,9	112,7	117,5	17,1	32,3	6,6	5,2
Dec.	504,3	468,0	36,2	238,5	210,2	132,6	113,6	114,3	106,0	18,9	38,2	20,3	13,1
2025 Jan.	506,6	466,3	40,3	248,0	206,3	132,3	120,5	111,1	110,8	15,2	28,7	12,4	11,9
Feb.	515,4	481,1	34,3	253,5	219,7	136,1	122,0	110,1	113,4	15,7	26,0	11,5	10,3
12-month cumulated transactions													
2025 Feb.	5 952,5	5 541,5	411,0	2 864,4	2 493,7	1 542,2	1 372,8	1 350,0	1 304,8	195,9	370,1	114,7	94,7
12-month cumulated transactions as a percentage of GDP													
2025 Feb.	39,3	36,6	2,7	18,9	16,5	10,2	9,1	8,9	8,6	1,3	2,4	0,8	0,6

1) The capital account is not seasonally adjusted.

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

(seasonally adjusted, unless otherwise indicated)

	Total (n.s.a.)		Exports (f.o.b.)					Imports (c.i.f.)					
	Exports	Imports	Total				Memo item: Manu- facturing	Total				Memo items:	
			Total	Intermediate goods	Capital goods	Consumption goods		Total	Intermediate goods	Capital goods	Consumption goods	Manu- facturing	Oil
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
Values (EUR billions; annual percentage changes for columns 1 and 2)													
2024 Q1	-2,8	-11,8	712,5	336,6	143,1	219,4	588,7	655,1	371,3	106,6	159,0	468,1	75,7
Q2	1,7	-4,4	716,8	338,5	137,4	224,2	592,7	672,4	384,9	109,7	162,8	481,1	78,9
Q3	2,2	0,4	711,2	338,7	136,8	218,8	590,2	675,8	381,3	112,1	165,2	490,9	75,0
Q4	1,1	2,1	715,3	335,8	138,7	223,3	593,5	683,0	379,7	111,1	170,7	492,8	70,3
2024 Aug.	-2,7	-1,6	237,4	113,4	45,3	73,8	197,0	228,2	128,3	37,4	55,8	165,0	26,0
Sep.	0,2	-1,0	236,8	112,4	46,2	71,6	197,5	223,4	125,4	37,1	55,0	163,9	22,3
Oct.	2,4	3,3	233,7	110,9	44,4	73,4	195,3	227,4	127,4	36,4	57,1	165,3	23,9
Nov.	-1,7	-0,4	241,0	112,5	47,5	74,5	199,2	229,2	127,5	37,6	56,8	165,1	23,3
Dec.	2,9	3,6	240,6	112,4	46,8	75,4	199,0	226,4	124,8	37,1	56,9	162,4	23,1
2025 Jan.	3,0	7,6	245,6	.	.	.	200,1	231,6	.	.	.	162,3	.
Volume indices (2000 = 100; annual percentage changes for columns 1 and 2)													
2024 Q1	-3,6	-6,6	97,1	90,6	97,1	107,4	97,0	97,6	94,3	94,0	103,7	96,9	129,6
Q2	-1,1	-4,2	95,7	89,7	92,1	108,2	95,5	98,6	95,0	96,9	104,7	98,2	133,2
Q3	-0,5	-0,9	94,5	88,8	90,6	106,2	94,6	98,8	94,8	99,0	105,5	99,8	129,8
Q4	-2,4	1,4	93,7	86,9	89,9	107,5	94,0	99,7	94,9	96,1	109,3	99,9	133,2
2024 July	5,4	0,9	93,8	89,0	89,4	105,3	93,5	97,9	94,1	98,3	103,5	98,4	127,5
Aug.	-5,1	-3,5	95,7	89,1	90,5	109,4	96,0	99,8	95,6	99,9	107,3	100,9	132,8
Sep.	-2,1	-0,1	94,0	88,3	91,9	104,0	94,3	98,9	94,8	98,7	105,7	100,2	129,2
Oct.	-0,5	4,2	92,5	87,0	88,1	104,9	93,2	100,0	95,9	94,8	109,2	100,8	132,1
Nov.	-4,9	-0,9	95,0	87,4	92,2	108,4	95,1	100,2	95,5	97,0	108,0	99,7	134,6
Dec.	-1,7	0,8	93,6	86,4	89,4	109,4	93,7	99,0	93,2	96,5	110,8	99,3	132,9

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 ¹⁾

(annual percentage changes, unless otherwise indicated)

	Total					Total (s.a.; percentage change vis-à-vis previous period) ²⁾						Administered prices	
	Index: 2015 = 100	Total		Goods	Services	Total	Processed food	Unpro- cessed food	Non- energy indus- trial goods	Energy (n.s.a.)	Services	Total HICP excluding adminis- tered prices	Adminis- tered prices
		Total	Total excluding food and energy										
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
% of total in 2024	100,0	100,0	70,6	55,1	44,9	100,0	15,1	4,3	25,7	9,9	44,9	88,5	11,5
2022	116,8	8,4	3,9	11,9	3,5	-	-	-	-	-	-	8,5	7,8
2023	123,2	5,4	4,9	5,7	4,9	-	-	-	-	-	-	5,5	4,9
2024	126,1	2,4	2,8	1,1	4,0	-	-	-	-	-	-	2,3	3,3
2024 Q2	126,3	2,5	2,8	1,3	4,0	0,5	0,4	-0,4	0,0	-0,5	1,2	2,5	2,8
Q3	126,6	2,2	2,8	0,6	4,0	0,5	0,8	0,9	0,3	-1,4	1,0	1,9	4,0
Q4	126,9	2,2	2,7	0,8	3,9	0,5	0,8	1,7	0,1	-0,6	0,7	2,0	4,3
2025 Q1	127,3	2,3	2,6	1,2	3,7	0,8	0,5	0,5	0,2	2,9	0,8	2,2	3,7
2024 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	4,4
Feb.	127,3	2,3	2,6	1,2	3,7	0,2	0,2	0,4	0,1	-0,3	0,3	2,2	3,3
Mar.	128,0	2,2	2,4	1,1	3,5	0,1	0,1	0,8	0,0	-1,4	0,3	2,0	3,5
		Goods						Services					
		Food (including alcoholic beverages and tobacco)			Industrial goods			Housing		Transport	Communi- cation	Recreation and personal care	Miscel- laneous
		Total	Processed food	Unpro- cessed food	Total	Non- energy industrial goods	Energy	Total	Rents				
		14	15	16	17	18	19	20	21	22	23	24	25
% of total in 2024		19,5	15,1	4,3	35,6	25,7	9,9	9,6	5,6	7,4	2,2	16,4	9,3
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 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
2025 Q1		2,6	2,6	2,9	0,5	0,6	0,4	3,3	2,9	3,9	-1,9	4,2	4,1
2024 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.		2,7	2,6	3,0	0,4	0,6	0,2	3,3	2,9	3,9	-2,2	4,3	4,1
Mar.		2,9	2,6	4,2	0,2	0,6	-1,0	3,3	2,9	3,4	-1,7	3,8	4,2

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 Prices and costs

3.2 Industry, construction and property prices

(annual percentage changes, unless otherwise indicated)

	Industrial producer prices excluding construction ¹⁾										Construc- tion ²⁾	Residential property prices	Experimental indicator of commercial property prices ³⁾
	Total (index: 2021 = 100)	Total		Industry excluding construction and energy					Energy				
		Total	Manu- facturing	Total	Inter- mediate goods	Capital goods	Consumer goods						
							Total	Food, beverages and tobacco		Non- food			
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
% of total in 2021	100,0	100,0	77,8	72,3	30,9	19,3	22,2	15,7	6,5	27,7			
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	-8,2
2024	124,6	-4,2	-0,6	-0,1	-2,4	1,6	1,6	0,3	1,2	-12,2	2,2	2,0	.
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	-6,5
Q3	124,4	-2,7	-0,6	0,4	-0,9	1,3	1,5	0,5	1,1	-8,9	1,8	2,7	-8,0
Q4	126,2	-1,5	-0,2	0,9	-0,3	1,4	2,1	1,5	1,2	-6,0	0,8	4,2	.
2024 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	2,1	1,6	1,1	-5,0	-	-	-
Dec.	127,3	0,1	0,5	1,0	0,0	1,5	2,1	1,5	1,2	-1,6	-	-	-
2025 Jan.	128,2	1,7	1,0	1,3	0,5	1,7	2,2	1,4	1,6	3,4	-	-	-
Feb.	128,5	3,0	0,8	1,4	0,9	1,6	2,1	1,5	1,5	7,4	-	-	-

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 for further details).

3.3 Commodity prices and GDP deflators

(annual percentage changes, unless otherwise indicated)

	GDP deflators								Oil prices (EUR per barrel)	Non-energy commodity prices (EUR)					
	Total (s.a.; index: 2020 = 100)	Total	Domestic demand				Exports ¹⁾	Imports ¹⁾		Import-weighted ²⁾			Use-weighted ²⁾		
			Total	Private con- sumption	Government con- sumption	Gross fixed capital forma- tion				Total	Food	Non-food	Total	Food	Non-food
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	
% of total										100,0	45,5	54,6	100,0	50,4	49,6
2022	107,3	5,1	7,0	6,7	4,5	8,2	12,8	17,4	95,0	18,3	28,8	9,6	19,3	27,7	10,9
2023	113,7	6,0	4,6	6,4	3,6	4,2	0,6	-2,3	76,4	-12,8	-11,6	-14,0	-13,7	-12,5	-15,0
2024	117,1	2,9	2,4	2,5	3,0	1,9	0,7	-0,6	77,8	9,4	13,6	5,1	9,2	12,2	5,5
2024 Q2	116,6	2,9	2,7	2,7	3,2	1,8	0,8	-0,1	85,0	13,0	16,5	9,4	11,4	13,1	9,4
Q3	117,3	2,7	2,2	2,1	2,9	1,9	1,3	0,1	.	10,0	11,6	8,2	10,9	12,4	9,1
Q4	118,3	2,5	2,0	1,9	2,4	2,0	1,6	0,5	.	17,7	23,5	11,8	17,8	22,0	12,8
2025 Q1	.	.	.	.	.	.	.	.	.	19,5	27,2	11,4	18,9	24,3	12,2
2024 Oct.	-	-	-	-	-	-	-	-	.	13,5	14,7	12,2	13,0	13,1	12,9
Nov.	-	-	-	-	-	-	-	-	.	17,6	23,2	12,0	17,9	21,8	13,2
Dec.	-	-	-	-	-	-	-	-	.	22,0	32,7	11,2	22,6	31,3	12,3
2025 Jan.	-	-	-	-	-	-	-	-	.	23,8	36,6	10,7	24,1	34,6	11,6
Feb.	-	-	-	-	-	-	-	-	.	22,4	31,2	13,0	21,0	26,8	13,8
Mar.	-	-	-	-	-	-	-	-	.	12,7	14,9	10,3	12,0	12,5	11,3

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

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

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

3 Prices and costs

3.4 Price-related opinion surveys

(seasonally adjusted)

	European Commission Business and Consumer Surveys (percentage balance)					Purchasing Managers' Surveys (diffusion indices)			
	Selling price expectations (for next three months)				Consumer price trends over past 12 months 5	Input prices		Prices charged	
	Manu- facturing 1	Retail trade 2	Services 3	Construction 4		Manu- facturing 6	Services 7	Manu- facturing 8	Services 9
1999-20	4,7	5,8	4,0	-3,3	29,0	-	-	-	-
2022	48,5	53,1	27,4	42,1	71,6	-	-	-	-
2023	9,1	28,8	19,6	14,8	74,5	-	-	-	-
2024	6,0	14,5	15,2	4,5	55,1	49,0	59,7	48,8	54,2
2024 Q2	5,9	14,1	15,0	4,3	56,7	49,9	60,5	48,6	54,6
Q3	6,5	13,5	13,8	2,8	50,4	52,0	57,9	50,1	53,0
Q4	7,4	13,9	14,7	4,9	48,8	49,1	58,0	48,2	53,3
2025 Q1	10,6	16,9	14,7	4,7	50,3	52,2	60,1	50,0	54,1
2024 Oct.	6,9	12,8	15,0	2,9	46,8	48,2	56,5	48,2	52,8
Nov.	7,4	14,5	13,8	5,1	49,4	49,3	57,9	47,9	53,3
Dec.	7,9	14,3	15,4	6,6	50,3	50,0	59,6	48,6	53,9
2025 Jan.	10,1	17,3	16,7	6,8	51,6	52,0	60,8	50,0	53,9
Feb.	10,2	16,6	13,9	4,1	49,8	52,2	60,8	49,8	54,7
Mar.	11,4	16,7	13,6	3,2	49,5	52,4	58,7	50,4	53,6

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

3.5 Labour cost indices

(annual percentage changes, unless otherwise indicated)

	Total (index: 2020=100) 1	Total 2	By component		For selected economic activities		Memo item: Indicator of negotiated wages ¹⁾ 7
			Wages and salaries 3	Employers' social contributions 4	Business economy 5	Mainly non-business economy 6	
% of total in 2020	100,0	100,0	75,3	24,7	69,0	31,0	
2022	105,7	4,5	3,7	7,0	5,1	3,3	2,9
2023	110,7	4,7	4,6	4,9	5,0	4,0	4,4
2024	115,8	4,6	4,6	4,5	4,6	4,6	4,5
2024 Q1	108,4	5,2	5,4	4,9	5,0	5,7	4,8
Q2	119,9	5,1	4,9	5,6	5,0	5,3	3,6
Q3	112,1	4,5	4,3	5,1	4,7	4,2	5,4
Q4	122,8	3,7	4,1	2,6	3,9	3,3	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 for further details).

3 Prices and costs

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

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

	Total (index: 2020 =100)	Total	By economic activity									
			Agriculture, forestry and fishing	Manu- facturing, energy and utilities	Con- struction	Trade, transport, accom- modation and food services	Information and commu- nication	Finance and insurance	Real estate	Professional business and support services	Public ad- ministration, education, health and social work	Arts, enter- tainment and other services
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
Unit labor costs												
2022	103,0	3,4	4,2	4,6	8,1	1,4	2,9	5,1	5,7	3,3	2,1	-5,7
2023	109,6	6,4	3,8	7,7	4,9	7,9	4,0	7,4	4,0	6,4	5,0	2,5
2024	114,7	4,7	5,0	5,7	6,7	4,6	2,0	5,2	0,9	3,4	4,9	4,1
2024 Q1	113,2	5,5	4,2	6,5	7,1	5,0	2,4	5,6	2,7	3,9	5,8	5,2
Q2	114,1	5,2	6,1	6,6	6,9	4,9	2,5	6,3	0,2	3,1	5,4	4,6
Q3	114,9	4,5	5,5	4,6	7,2	4,9	1,7	5,2	-0,5	3,5	4,8	3,7
Q4	115,9	3,7	4,6	5,7	6,1	3,8	1,8	4,0	1,3	3,2	3,8	2,9
Compensation per employee												
2022	109,0	4,5	4,0	3,9	4,2	6,1	2,5	3,1	5,2	5,7	3,4	8,1
2023	114,8	5,3	6,4	5,4	4,8	5,7	5,0	5,4	3,8	6,3	4,8	5,0
2024	120,0	4,5	4,4	4,4	3,9	4,4	4,2	4,9	3,6	4,8	4,8	4,8
2024 Q1	118,4	4,8	4,3	4,8	3,7	4,1	3,9	5,2	4,0	5,2	5,3	6,1
Q2	119,5	4,8	4,0	4,7	3,5	4,9	4,0	5,9	3,5	4,8	5,0	5,0
Q3	120,6	4,5	4,4	4,1	4,2	4,5	4,1	5,0	3,4	4,7	4,8	4,1
Q4	121,8	4,1	4,9	4,0	3,9	4,0	4,6	3,5	3,4	4,6	4,1	4,3
Labour productivity per person employed												
2022	105,8	1,1	-0,2	-0,7	-3,6	4,6	-0,4	-1,9	-0,5	2,4	1,4	14,7
2023	104,8	-1,0	2,5	-2,1	0,0	-2,1	1,0	-1,8	-0,1	-0,2	-0,2	2,4
2024	104,6	-0,1	-0,6	-1,2	-2,6	-0,2	2,1	-0,3	2,6	1,4	-0,2	0,7
2024 Q1	104,6	-0,7	0,1	-1,6	-3,1	-0,8	1,5	-0,4	1,3	1,2	-0,5	0,9
Q2	104,6	-0,4	-2,0	-1,8	-3,2	0,0	1,5	-0,4	3,3	1,7	-0,4	0,4
Q3	104,8	0,0	-1,1	-0,5	-2,8	-0,3	2,4	-0,1	3,9	1,2	-0,1	0,3
Q4	105,0	0,4	0,3	-1,6	-2,1	0,2	2,8	-0,5	2,0	1,3	0,2	1,3
Compensation per hour worked												
2022	103,6	3,4	5,4	4,0	4,0	2,0	2,5	3,8	3,8	4,6	4,2	5,0
2023	109,1	5,3	6,0	5,7	5,1	5,7	5,1	5,8	4,6	6,0	4,6	4,3
2024	113,8	4,4	3,9	4,3	4,0	4,2	3,8	4,9	3,5	4,0	4,8	4,6
2024 Q1	112,1	5,1	5,8	5,4	4,2	4,5	4,3	5,6	4,5	4,8	5,6	6,7
Q2	113,0	4,8	3,4	4,7	4,2	5,1	3,8	6,0	4,0	4,2	5,1	4,7
Q3	114,1	4,7	3,6	4,6	4,5	4,7	4,2	5,1	2,7	4,5	5,3	4,2
Q4	114,7	3,7	3,3	3,7	3,7	3,5	4,1	3,7	3,6	3,6	3,7	3,7
Hourly labour productivity												
2022	100,1	0,0	0,4	-0,6	-4,1	0,6	-0,7	-1,1	-2,4	1,8	2,1	10,8
2023	99,2	-0,9	2,5	-1,9	0,4	-1,9	1,2	-1,4	0,2	-0,2	-0,4	2,0
2024	99,0	-0,2	0,0	-1,3	-2,6	-0,2	1,8	-0,1	3,1	0,7	-0,2	0,4
2024 Q1	98,8	-0,3	1,8	-1,0	-2,7	-0,5	1,9	0,2	2,9	0,9	-0,2	1,3
Q2	98,8	-0,3	-1,6	-1,7	-2,8	0,2	1,4	-0,1	4,2	1,3	-0,3	0,1
Q3	99,1	0,4	-0,1	-0,1	-2,3	0,0	2,6	0,1	4,4	1,1	0,5	0,5
Q4	98,8	0,1	0,2	-1,9	-2,3	0,1	2,4	0,1	1,6	0,4	-0,1	0,4

Sources: Eurostat and ECB calculations.

4 Financial market developments

4.1 Money market interest rates

(percentages per annum, period averages)

	Euro area ¹⁾					United States	Japan
	Euro short-term rate (€STR)	1-month deposits (EURIBOR)	3-month deposits (EURIBOR)	6-month deposits (EURIBOR)	12-month deposit (EURIBOR)	Secured overnight financing rate (SOFR)	Tokyo overnight average rate (TONAR)
	1	2	3	4	5	6	7
2022	-0,01	0,09	0,35	0,68	1,10	1,63	-0,03
2023	3,21	3,25	3,43	3,69	3,86	5,00	-0,04
2024	3,64	3,56	3,57	3,48	3,27	5,15	0,12
2024 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
Mar.	2,50	2,40	2,44	2,39	2,40	4,33	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 ¹⁾²⁾					Euro area ¹⁾²⁾	United States	United Kingdom	Euro area ¹⁾²⁾			
	3 months	1 year	2 years	5 years	10 years	10 years - 1 year	10 years - 1 year	10 years - 1 year	1 year	2 years	5 years	10 years
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
2022	1,71	2,46	2,57	2,45	2,56	0,09	-0,84	-0,24	2,85	2,48	2,47	2,76
2023	3,78	3,05	2,44	1,88	2,08	-0,96	-0,92	-1,20	2,25	1,54	1,76	2,64
2024	2,58	2,18	2,01	2,13	2,45	0,27	0,41	-0,06	1,86	1,89	2,50	2,91
2024 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
Mar.	2,18	2,03	1,99	2,27	2,78	0,75	0,18	0,61	1,92	2,03	2,88	3,52

Source: ECB calculations.

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

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

4.3 Stock market indices

(index levels in points; period averages)

	Dow Jones EURO STOXX Indices												United States	Japan
	Benchmark		Main industry indices											
	Broad index	50	Basic materials	Consumer services	Consumer goods	Oil and gas	Financials	Industrials	Technology	Utilities	Telecoms	Health care	Standard & Poor's 500	Nikkei 225
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
2022	414,6	3 757,0	937,3	253,4	171,3	110,0	160,6	731,7	748,4	353,4	283,2	825,8	4 098,5	27 257,8
2023	452,0	4 272,0	968,5	292,7	169,2	119,2	186,7	809,8	861,5	367,8	283,1	803,6	4 285,6	30 716,6
2024	502,8	4 870,4	992,6	299,1	161,1	123,9	231,6	951,6	1 069,3	378,7	301,6	792,1	5 430,7	38 395,3
2024 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
	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
	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
	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
	559,1	5 417,7	1 028,5	283,6	160,4	127,6	306,0	1 133,6	1 078,3	407,9	372,4	885,3	5 684,0	37 311,8

Source: LSEG.

4 Financial market developments

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

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

	Deposits				Revolving loans and overdrafts	Extended credit card credit	Loans for consumption			Loans to sole proprietors and unincorporated partnerships	Loans for house purchase					
	Over-night	Redeemable at notice of up to 3 months	With an agreed maturity of:				By initial period of rate fixation		APRC ³⁾		By initial period of rate fixation				APRC ³⁾	Composite cost-of-borrowing indicator
			Up tp 2 years	Over 2 years			Floating rate and up to 1 year	Over 1 year			Floating rate and up to 1 year	Over 1 and up to 5 years	Over 5 and up to 10 years	Over 10 years		
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16
2024 Mar.	0,39	1,72	3,18	2,91	8,19	16,96	8,03	7,79	8,53	5,15	4,80	3,99	3,57	3,44	4,05	3,80
Apr.	0,39	1,73	3,13	2,89	8,14	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	7,15	7,69	8,50	4,40	4,06	3,49	2,88	2,97	3,41	3,25
Feb.	0,32	1,53	2,20	2,36	7,74	16,34	6,70	7,66	8,38	4,45	4,00	3,53	3,37	3,09	3,61	3,33

Source: ECB.

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

2) Including non-profit institutions serving households.

3) Annual percentage rate of charge (APRC).

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

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

	Deposits			Revolving loans and overdrafts	Other loans by size and initial period of rate fixation									Composite cost-of-borrowing indicator
	Over-night	With an agreed maturity of:			Up to EUR 0.25 million			over EUR 0.25 and up to 1 million			over EUR 1 million			
		Up tp 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 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	2,60	4,48	4,35	4,60	4,82	4,34	4,02	3,75	4,19	3,88	3,65	4,25
Feb.	0,72	2,50	2,74	4,34	4,37	4,54	4,79	4,22	3,81	3,70	3,92	3,77	3,58	4,10

Source: ECB.

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

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

4 Financial market developments

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

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

	Outstanding amounts							Gross issues ¹⁾						
	Total	MFIs	Non-MFI corporations		General government		Total	MFIs	Non-MFI corporations		General government			
			Financial corporations other than MFIs		Non-financial corporations	Total			of which central government	Financial corporations other than MFIs		Non-financial corporations	Total	of which central government
			Total	FVCs						Total	FVCs			
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
Short-term														
2022	1 386,4	483,3	141,1	51,0	95,1	667,0	621,7	480,2	179,9	115,8	48,3	50,6	133,9	97,1
2023	1 570,4	619,7	162,4	65,1	86,6	701,8	659,1	502,5	211,8	114,1	39,4	49,1	127,5	103,8
2024	1 561,9	564,5	185,0	68,8	71,0	741,4	674,7	470,4	179,7	116,7	44,3	39,3	134,7	108,2
2024 Oct.	1 560,5	573,2	184,1	63,7	84,8	718,3	656,0	472,3	157,2	128,4	43,6	39,6	147,0	126,5
Nov.	1 567,3	573,6	188,8	67,5	80,1	724,8	665,7	490,9	187,1	132,1	48,1	31,9	139,8	125,8
Dec.	1 561,9	564,5	185,0	68,8	71,0	741,4	674,7	449,6	173,2	127,8	51,2	28,9	119,8	91,5
2025 Jan.	1 545,3	582,1	179,0	67,1	79,4	704,8	636,1	596,0	266,5	145,4	54,9	41,7	142,5	116,6
Feb.	1 538,8	577,9	184,5	66,8	83,5	692,8	628,8	523,8	231,4	138,1	53,8	36,7	117,7	97,0
Mar.	1 546,2	595,5	179,0	64,5	77,3	694,4	630,7	517,7	221,5	130,2	51,3	35,3	130,7	108,8
Long-term														
2022	17 690,6	3 895,6	3 101,3	1 320,5	1 420,8	9 272,9	8 560,9	292,0	76,5	68,0	28,1	17,1	130,4	121,0
2023	19 322,0	4 438,0	3 241,8	1 315,5	1 536,0	10 106,1	9 366,3	320,3	92,9	67,6	25,6	21,4	138,4	129,9
2024	20 466,1	4 768,6	3 545,4	1 349,4	1 640,7	10 511,5	9 739,7	349,0	89,4	87,0	24,3	26,8	145,9	135,2
2024 Oct.	20 334,0	4 746,6	3 464,2	1 324,3	1 623,6	10 499,7	9 722,4	364,9	88,4	95,7	27,0	25,0	155,8	145,6
Nov.	20 669,9	4 793,1	3 526,3	1 339,7	1 654,3	10 696,2	9 915,5	317,2	68,2	94,9	32,4	27,5	126,6	119,9
Dec.	20 466,1	4 768,6	3 545,4	1 349,4	1 640,7	10 511,5	9 739,7	253,2	69,0	96,5	31,4	16,9	70,8	64,7
2025 Jan.	20 675,5	4 834,0	3 553,0	1 337,8	1 653,1	10 635,5	9 853,1	488,4	163,8	80,7	20,7	29,5	214,4	190,7
Feb.	20 887,2	4 865,3	3 589,5	1 341,2	1 662,7	10 769,7	9 976,4	395,1	97,4	83,6	21,0	23,0	191,1	175,3
Mar.	20 655,7	4 819,6	3 588,8	1 352,9	1 645,6	10 601,6	9 816,6	390,8	97,0	94,9	38,1	31,1	167,8	151,5

Source: ECB.

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

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

(EUR billions and percentage changes; market values)

	Debt securities							Listed shares			
	Total	MFIs	Non-MFI corporations		General government			Total	MFIs	Financial corporations other than MFIs	Non-financial corporations
			Financial corporations other than MFIs		Non-financial corporations	Total	of which central government				
			Total	FVCs							
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
Outstanding amount											
2022	19 077,0	4 378,8	3 242,4	1 371,5	1 515,9	9 939,9	9 182,6	8 703,4	525,2	1 288,3	6 889,2
2023	20 892,4	5 057,7	3 404,2	1 380,6	1 622,6	10 807,9	10 025,4	9 684,2	619,8	1 416,2	7 647,7
2024	22 027,9	5 333,1	3 730,3	1 418,1	1 711,6	11 252,9	10 414,4	10 179,5	751,3	1 590,7	7 837,0
2024 Oct.	21 894,5	5 319,8	3 648,3	1 388,0	1 708,4	11 218,0	10 378,4	10 104,6	750,1	1 555,1	7 799,0
Nov.	22 237,2	5 366,7	3 715,1	1 407,2	1 734,3	11 421,1	10 581,2	10 183,6	722,0	1 587,3	7 873,9
Dec.	22 027,9	5 333,1	3 730,3	1 418,1	1 711,6	11 252,9	10 414,4	10 179,5	751,3	1 590,7	7 837,0
2025 Jan.	22 220,9	5 416,1	3 732,0	1 404,9	1 732,5	11 340,3	10 489,2	10 864,7	829,9	1 684,5	8 349,9
Feb.	22 426,0	5 443,2	3 774,0	1 408,0	1 746,2	11 462,6	10 605,2	11 126,3	934,1	1 745,4	8 446,4
Mar.	22 201,8	5 415,1	3 767,7	1 417,3	1 722,9	11 296,0	10 447,4	10 633,4	937,1	1 721,7	7 974,2
Growth rate ¹⁾											
2024 Aug.	4,6	5,1	4,3	-1,7	3,5	4,5	4,4	-0,2	-3,4	-0,7	0,1
Sep.	4,6	6,0	4,4	-1,2	3,6	4,2	4,0	-0,1	-2,1	-0,6	0,2
Oct.	4,7	5,5	3,9	-1,6	3,7	4,7	4,5	0,3	-2,2	-0,6	0,7
Nov.	4,5	4,3	5,2	0,3	3,4	4,5	4,4	0,2	-1,9	-0,7	0,6
Dec.	4,3	3,8	5,9	0,8	2,8	4,2	4,1	0,1	-2,5	-0,6	0,5
2025 Jan.	4,2	3,3	4,3	-0,8	3,2	4,8	4,6	0,1	-2,3	-0,6	0,5
Feb.	4,1	2,8	4,8	-0,1	3,2	4,6	4,6	0,1	-2,0	-0,6	0,4
Mar.	3,8	2,2	5,7	0,8	3,1	4,1	4,0	0,0	-1,8	-0,7	0,2

Source: ECB.

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

4 Financial market developments

4.8 Effective exchange rates ¹⁾

(period averages; index: 1999 Q1=100)

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

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 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
2025 Q1	7,655	.	25,082	7,460	405,023	160,453	4,201	0,836	4,9763	11,235	0,946	1,052
2024 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
Mar.	7,835	.	25,001	7,460	399,805	161,167	4,182	0,837	4,9768	10,968	0,955	1,081
Percentage change versus previous month												
2025 Mar.	3,4	.	-0,3	0,0	-0,8	1,9	0,2	0,8	0,0	-2,5	1,4	3,8
Percentage change versus previous year												
2025 Mar.	0,1	.	-1,1	0,0	1,2	-1,0	-2,9	-2,1	0,1	-3,0	-1,1	-0,6

Source: ECB.

4 Financial market developments

4.10 Euro area balance of payments, financial account

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

	Total ¹⁾			Direct investment		Portfolio investment		Net financial derivatives	Other investment		Reserve assets	Memo: Gross external debt ¹²
	Assets	Liabilities	Net	Assets	Liabilities	Assets	Liabilities		Assets	Liabilities		
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	
Outstanding amounts (international investment position)												
2024 Q1	33 779,6	33 098,8	680,8	12 402,7	9 938,6	13 176,7	15 307,8	-19,9	7 005,0	7 852,3	1 215,1	16 680,2
Q2	34 353,6	33 249,9	1 103,7	12 418,9	9 849,1	13 599,4	15 603,0	-12,8	7 080,5	7 797,9	1 267,7	16 629,3
Q3	34 680,1	33 430,0	1 250,1	12 222,3	9 681,6	13 913,4	15 953,4	-22,3	7 247,6	7 795,1	1 319,1	16 698,1
Q4	35 826,3	34 169,3	1 656,9	12 620,2	9 956,9	14 652,6	16 504,8	-20,3	7 179,7	7 707,7	1 394,2	16 699,0
Outstanding amounts as percentage of GDP												
2024 Q4	236,4	225,5	10,9	83,3	65,7	96,7	108,9	-0,1	47,4	50,9	9,2	110,2
Transactions												
2024 Q1	575,4	459,1	116,3	135,4	35,5	173,7	191,4	16,3	248,8	232,2	1,2	-
Q2	184,8	54,0	130,8	-26,1	-124,3	175,6	276,7	16,7	14,8	-98,3	3,7	-
Q3	451,4	301,3	150,0	21,1	-9,0	177,2	231,5	-4,6	261,7	78,9	-4,0	-
Q4	22,2	-72,4	94,7	66,1	48,8	207,5	148,8	18,9	-274,0	-270,1	3,7	-
2024 Sep.	210,6	131,0	79,6	6,0	1,1	79,6	99,4	4,6	118,3	30,6	2,2	-
Oct.	47,2	24,3	22,9	18,6	-16,6	67,4	40,1	16,9	-55,4	0,9	-0,3	-
Nov.	163,5	129,0	34,6	13,0	-12,8	73,2	65,1	-3,4	79,4	76,7	1,3	-
Dec.	-188,5	-225,7	37,2	34,5	78,3	66,9	43,6	5,5	-298,1	-347,6	2,7	-
2025 Jan.	303,4	295,0	8,4	23,5	-8,7	79,5	62,2	6,2	195,7	241,4	-1,5	-
Feb.	213,0	162,2	50,8	11,9	8,8	42,5	38,2	-0,2	157,4	115,3	1,3	-
12-month cumulated transactions												
2025 Feb.	1 366,0	861,1	505,0	171,9	-48,3	737,6	799,8	26,3	427,4	109,5	2,8	-
12-month cumulated transactions as percentage of GDP												
2025 Feb.	9,0	5,7	3,3	1,1	-0,3	4,9	5,3	0,2	2,8	0,7	0,0	-

Source: ECB.

1) Net financial derivatives are included in total assets.

5 Financing conditions and credit developments

5.1 Monetary aggregates ¹⁾

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

	M3											
	M2						M3-M2				Total	
	M1			M2-M1			Total	Repos	Money market fund shares	Debt securities with a maturity of up to 2 years	Total	
	Currency in circulation	Overnight deposits	Total	Deposits with an agreed maturity of up to 2 years	Deposits redeemable at notice of up to 3 months	Total						
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
Outstanding amounts												
2022	1 538,9	9 758,1	11 297,0	1 366,9	2 565,3	3 932,2	15 229,2	123,0	646,6	49,4	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	740,0	70,5	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	885,5	27,9	1 166,7	16 742,4
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	786,0	73,8	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	814,9	60,3	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	858,4	47,6	1 144,2	16 543,9
Q4 ^(a)	1 556,9	9 021,5	10 578,4	2 528,2	2 469,1	4 997,3	15 575,7	253,4	885,5	27,9	1 166,7	16 742,4
2024 Sep.	1 541,7	8 842,5	10 384,2	2 590,7	2 424,8	5 015,5	15 399,8	238,1	858,4	47,6	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	857,9	47,9	1 155,5	16 577,4
Nov.	1 550,9	8 996,8	10 547,7	2 560,0	2 433,8	4 993,7	15 541,4	245,6	867,7	37,1	1 150,4	16 691,8
Dec.	1 556,9	9 021,5	10 578,4	2 528,2	2 469,1	4 997,3	15 575,7	253,4	885,5	27,9	1 166,7	16 742,4
2025 Jan.	1 555,8	9 040,8	10 596,6	2 511,5	2 472,0	4 983,6	15 580,2	267,7	887,7	47,1	1 202,5	16 782,7
Feb. ^(a)	1 559,5	9 101,6	10 661,2	2 491,2	2 475,0	4 966,1	15 627,3	275,2	922,8	33,4	1 231,4	16 858,7
Transactions												
2022	69,9	-57,3	12,6	425,5	55,6	481,1	493,7	3,6	2,5	76,7	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	136,4	-38,2	174,0	573,3
2024 Q1	-9,3	-75,0	-84,3	144,2	-32,4	111,8	27,4	11,0	45,8	8,5	65,3	92,8
Q2	7,7	55,5	63,2	71,5	-4,8	66,8	130,0	16,9	25,8	-13,3	29,4	159,3
Q3	7,8	24,5	32,3	59,4	2,1	61,5	93,8	28,2	39,6	-11,7	56,1	149,9
Q4 ^(a)	15,2	162,8	178,0	-74,0	44,0	-29,9	148,0	19,7	25,2	-21,7	23,2	171,2
2024 Sep.	3,0	50,7	53,7	33,3	1,0	34,3	88,0	-4,7	18,1	-4,1	9,3	97,3
Oct.	3,9	44,4	48,3	-38,5	2,8	-35,7	12,6	10,6	-1,6	0,5	9,5	22,1
Nov.	5,3	97,6	102,9	-1,6	6,0	4,3	107,2	-5,4	8,9	-13,7	-10,1	97,1
Dec.	6,0	20,8	26,8	-33,9	35,3	1,4	28,2	14,5	17,9	-8,5	23,8	52,0
2025 Jan.	-1,1	20,2	19,1	-16,4	1,9	-14,5	4,6	18,8	1,0	13,7	33,5	38,2
Feb. ^(a)	3,7	60,8	64,5	-20,5	2,9	-17,6	47,0	7,5	32,6	-13,5	26,6	73,6
Growth rates												
2022	4,8	-0,6	0,1	45,9	2,2	14,0	3,4	2,9	0,4	459,5	11,1	3,7
2023	-0,3	-9,9	-8,6	67,0	-3,9	20,9	-1,0	32,7	14,5	44,7	19,3	0,0
2024	1,4	1,9	1,8	8,8	0,4	4,4	2,6	41,3	18,4	-58,5	17,5	3,6
2024 Q1	-1,1	-7,6	-6,7	49,9	-4,7	16,6	-0,3	69,6	18,1	-16,3	20,8	0,9
Q2	-0,1	-4,0	-3,4	34,8	-3,6	12,7	1,2	62,8	17,0	-28,9	18,9	2,3
Q3	0,5	-1,6	-1,3	22,9	-1,7	9,6	2,0	61,6	19,3	-34,0	21,8	3,2
Q4 ^(a)	1,4	1,9	1,8	8,8	0,4	4,4	2,6	41,3	18,4	-58,5	17,5	3,6
2024 Sep.	0,5	-1,6	-1,3	22,9	-1,7	9,6	2,0	61,6	19,3	-34,0	21,8	3,2
Oct.	0,7	0,1	0,2	16,8	-1,1	7,3	2,4	55,6	18,8	-39,1	20,2	3,4
Nov.	1,1	1,5	1,5	13,3	-0,6	6,1	2,9	39,3	18,7	-50,1	17,7	3,8
Dec.	1,4	1,9	1,8	8,8	0,4	4,4	2,6	41,3	18,4	-58,5	17,5	3,6
2025 Jan.	1,5	2,9	2,7	5,7	1,1	3,3	2,9	51,3	16,1	-49,4	17,3	3,8
Feb. ^(a)	1,7	3,8	3,5	2,3	1,7	2,0	3,0	57,8	18,7	-60,3	19,8	4,0

Sources: ECB.

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

5 Financing conditions and credit developments

5.2 Deposits in M3 ¹⁾

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

	Non-financial corporations ²⁾					Households ³⁾					Financial corporations other than MFIs and ICPFs ⁴⁾	Insurance corporations and pension funds ¹²⁾	Other general government ⁴⁾
	Total	Overnight	With an agreed maturity of up to 2 years	Redeemable at notice of up to 3 months	Repos	Total	Overnight	With an agreed maturity of up to 2 years	Redeemable at notice of up to 3 months	Repos			
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
Outstanding amounts													
2022	3 361,5	2 721,2	499,5	134,7	6,2	8 374,2	5 542,6	437,9	2 392,9	0,9	1 282,8	231,5	563,3
2023	3 334,1	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 ⁴⁾	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 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	2 422,3	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.	3 430,8	2 472,9	809,0	136,0	12,8	8 751,7	5 203,1	1 245,4	2 301,9	1,3	1 330,8	230,0	548,8
Feb. ⁴⁾	3 447,1	2 479,5	811,0	136,3	20,3	8 772,0	5 235,7	1 230,3	2 304,9	1,2	1 347,9	232,8	543,3
Transactions													
2022	122,9	-89,2	207,7	5,9	-1,5	295,8	166,8	74,9	54,0	0,1	-10,2	6,2	12,5
2023	-31,6	-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 ⁴⁾	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 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.	0,2	-27,8	17,1	2,3	8,5	-5,7	4,0	-8,9	-0,6	-0,2	31,4	-2,1	0,7
Feb. ⁴⁾	16,3	6,6	1,9	0,3	7,4	20,0	32,3	-15,1	3,0	-0,2	17,4	2,9	-5,8
Growth rates													
2022	3,8	-3,2	70,3	4,6	-17,5	3,7	3,1	20,6	2,3	19,9	-0,5	2,8	2,3
2023	-0,9	-11,2	54,2	-1,1	90,8	0,2	-8,3	129,3	-4,0	67,7	-4,9	-1,3	-4,9
2024	2,8	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 ⁴⁾	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 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.	3,0	3,5	0,3	6,2	188,4	3,3	1,7	16,4	0,8	19,1	8,1	3,0	3,0
Feb. ⁴⁾	3,5	4,1	-0,6	6,6	323,5	3,4	2,7	10,8	1,4	15,7	9,3	4,3	-0,1

Sources: ECB.

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

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

3) Including non-profit institutions serving households.

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

5 Financing conditions and credit developments

5.3 Credit to euro area residents ¹⁾

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

	Credit to general government			Credit to other euro area residents								
	Total	Loans	Debt securities	Total	Loans					Debt securities	Equity and non-money market fund investment fund shares	
					Total		To non-financial corporations ²⁾	To households ²⁾	To financial corporations other than MFIs and ICPFs ³⁾			To insurance corporations and pension funds
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
Outstanding amounts												
2022	6 352,0	1 001,3	5 325,7	15 389,8	12 987,5	13 174,9	5 126,5	6 631,8	1 082,5	146,7	1 565,9	836,4
2023	6 305,3	990,6	5 289,3	15 492,9	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	15 778,6	13 246,4	13 501,8	5 183,1	6 677,1	1 246,2	140,0	1 578,5	953,7
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	15 778,6	13 246,4	13 501,8	5 183,1	6 677,1	1 246,2	140,0	1 578,5	953,7
2024 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	15 669,3	13 166,0	13 415,8	5 144,3	6 660,6	1 225,4	135,7	1 573,0	930,4
Nov.	6 276,4	990,4	5 260,2	15 693,9	13 179,3	13 419,7	5 149,8	6 673,8	1 221,2	134,5	1 576,0	938,6
Dec.	6 259,1	988,5	5 244,7	15 778,6	13 246,4	13 501,8	5 183,1	6 677,1	1 246,2	140,0	1 578,5	953,7
2025 Jan.	6 305,4	996,4	5 283,1	15 832,4	13 280,8	13 526,6	5 192,9	6 696,5	1 254,5	136,8	1 576,4	975,3
Feb.	6 299,6	1 001,5	5 272,1	15 892,4	13 338,1	13 575,8	5 205,7	6 711,1	1 284,9	136,3	1 572,7	981,7
Transactions												
2022	173,8	8,5	163,8	636,4	623,8	680,5	269,0	241,8	126,3	-13,3	18,6	-5,9
2023	-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	285,7	228,7	271,0	76,6	44,7	105,6	1,8	9,1	47,9
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	137,7	100,3	125,2	43,8	22,3	27,3	6,9	12,0	25,4
2024 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	37,3	22,2	41,1	5,9	-0,1	13,6	2,8	11,5	3,6
Nov.	-6,5	4,8	-11,3	12,4	6,3	-3,1	3,4	14,0	-9,9	-1,2	-1,5	7,6
Dec.	5,6	-2,4	7,9	87,9	71,9	87,2	34,5	8,4	23,5	5,4	2,0	14,1
2025 Jan.	50,1	7,9	42,2	49,8	39,7	29,9	13,9	21,1	7,9	-3,2	-2,7	12,8
Feb.	-14,5	5,1	-19,6	62,1	58,2	51,4	15,4	14,4	29,4	-1,0	-5,1	9,0
Growth rates												
2022	2,7	0,9	3,0	4,3	5,0	5,4	5,5	3,8	13,4	-7,9	1,2	-0,6
2023	-2,5	-1,7	-2,7	0,4	0,2	0,5	-0,1	0,1	2,8	-5,5	-0,3	5,3
2024	-1,0	-0,1	-1,2	1,8	1,8	2,0	1,5	0,7	9,4	1,3	0,6	5,3
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	1,8	1,8	2,0	1,5	0,7	9,4	1,3	0,6	5,3
2024 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	3,8
Nov.	-0,7	0,6	-1,0	1,3	1,2	1,5	1,0	0,5	6,3	0,0	0,2	5,6
Dec.	-1,0	-0,1	-1,2	1,8	1,8	2,0	1,5	0,7	9,4	1,3	0,6	5,3
2025 Jan.	0,3	1,2	0,2	2,1	2,2	2,3	2,0	1,2	9,5	1,7	-1,0	5,9
Feb.	0,4	1,9	0,1	2,3	2,4	2,5	2,2	1,4	9,9	-0,2	-1,2	6,3

Source: ECB.

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

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

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

4) Including non-profit institutions serving households.

5 Financing conditions and credit developments

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

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

	Non-financial corporations ²⁾					Households ³⁾				
	Total		Up to 1 year	Over 1 and up to 5 years	Over 5 years	Total		Loans for consumption	Loans for house purchase	Other loans
	Total	Adjusted loans ⁴⁾				Total	Adjusted loans ⁴⁾			
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
Outstanding amounts										
2022	5 126,5	5 126,4	960,0	1 076,9	3 089,6	6 631,8	6 832,5	715,1	5 214,2	702,6
2023	5 123,2	5 138,3	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	5 203,9	921,7	1 099,0	3 162,3	6 677,1	6 928,6	745,0	5 255,2	676,8
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	5 203,9	921,7	1 099,0	3 162,3	6 677,1	6 928,6	745,0	5 255,2	676,8
2024 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	5 166,1	919,2	1 087,3	3 143,3	6 673,8	6 918,6	741,3	5 250,4	682,1
Dec.	5 183,1	5 203,9	921,7	1 099,0	3 162,3	6 677,1	6 928,6	745,0	5 255,2	676,8
2025 Jan.	5 192,9	5 206,3	924,6	1 102,0	3 166,3	6 696,5	6 941,8	747,5	5 272,3	676,8
Feb.	5 205,7	5 217,0	929,4	1 104,6	3 171,7	6 711,1	6 956,1	747,5	5 285,8	677,8
Transactions										
2022	269,0	308,3	78,0	77,3	113,7	241,8	250,0	23,2	217,7	0,9
2023	-5,7	24,2	-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	41,1	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	43,8	45,2	7,0	11,0	25,8	22,3	36,3	10,7	10,5	1,0
2024 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.	3,4	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	13,3	18,0	8,4	14,7	5,4	4,6	-1,6
2025 Jan.	13,9	5,8	2,8	4,8	6,3	21,1	15,2	3,0	17,5	0,7
Feb.	15,4	13,6	4,9	3,8	6,6	14,4	15,0	1,0	13,6	-0,2
Growth rates										
2022	5,5	6,4	8,8	7,7	3,8	3,8	3,8	3,3	4,4	0,1
2023	-0,1	0,5	-4,6	1,0	0,9	0,1	0,4	2,6	0,2	-3,0
2024	1,5	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 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	1,6	1,4	1,2	1,3	3,9	1,1	-1,1
Feb.	2,2	2,2	4,9	2,1	1,5	1,4	1,5	3,7	1,3	-0,8

Source: ECB.

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

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

3) Including non-profit institutions serving households.

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

5 Financing conditions and credit developments

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

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

	MFI liabilities					MFI assets				
	Central government holdings ²⁾	Longer-term financial liabilities vis-à-vis other euro area residents				Net external assets	Other			
		Total	Deposits with an agreed maturity of over 2 years	Deposits redeemable at notice of over 3 months	Debt securities with a maturity of over 2 years	Capital and reserves	Total	Repos with central counterparties ³⁾	Reverse repos to central counterparties ³⁾	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
Outstanding amounts										
2022	639,4	6 731,2	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	7 836,6	1 843,9	116,5	2 588,3	3 288,0	2 688,6	230,7	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 ^(p)	377,9	7 836,6	1 843,9	116,5	2 588,3	3 288,0	2 688,6	230,7	140,4	135,9
2024 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	7 753,4	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	309,9	176,8	164,0
Dec.	377,9	7 836,6	1 843,9	116,5	2 588,3	3 288,0	2 688,6	230,7	140,4	135,9
2025 Jan.	404,5	7 924,8	1 839,9	117,4	2 592,0	3 375,6	2 764,0	210,3	163,2	146,6
Feb. ^(p)	425,5	7 954,0	1 841,5	118,5	2 599,6	3 394,4	2 828,6	217,6	196,1	159,7
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	286,8	16,3	26,2	164,2	80,1	564,8	3,6	-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 ^(p)	-25,4	70,1	5,5	2,2	5,7	56,7	104,3	-32,0	-44,5	-52,6
2024 Sep.	-16,4	31,9	11,1	1,6	12,8	6,4	61,6	35,0	-8,3	17,8
Oct.	42,5	11,3	-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	64,6	7,2	-8,2
Dec.	-46,5	53,5	3,0	0,6	1,0	48,8	51,7	-86,2	-36,3	-28,1
2025 Jan.	26,5	22,7	-3,9	1,8	5,7	19,1	1,1	-13,6	22,8	10,6
Feb. ^(p)	21,2	7,7	1,4	1,1	6,4	-1,3	33,8	21,1	32,9	13,2
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	3,9	0,9	29,1	6,8	2,5	-	-	-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 ^(p)	-15,5	3,9	0,9	29,1	6,8	2,5	-	-	-7,7	-10,9
2024 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	3,9	0,9	29,1	6,8	2,5	-	-	-7,7	-10,9
2025 Jan.	-10,0	3,2	0,6	23,5	5,4	2,3	-	-	0,0	-8,2
Feb. ^(p)	-1,0	3,1	0,6	19,0	5,0	2,5	-	-	18,5	-7,9

Sources: ECB.

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

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

3) Not adjusted for seasonal effects.

6 Fiscal developments

6.1 Deficit/surplus

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

	Deficit (-)/surplus (+)					Memo item:
	Total	Central government	State government	Local government	Social security funds	Primary deficit (-)/surplus (+)
	1	2	3	4	5	6
2020	-7,0	-5,7	-0,4	0,0	-0,9	-5,5
2021	-5,1	-5,1	0,0	0,0	0,0	-3,7
2022	-3,5	-3,7	0,0	0,0	0,3	-1,8
2023	-3,6	-3,6	-0,2	-0,2	0,4	-1,8
2023 Q4	-3,6	.	.	.	.	-1,8
2024 Q1	-3,6	.	.	.	.	-1,8
Q2	-3,5	.	.	.	.	-1,6
Q3	-3,2	.	.	.	.	-1,4

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

6.2 Revenue and expenditure

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

	Revenue						Expenditure						
	Total	Current revenue				Capital revenue	Total	Current expenditure					Capital expenditure
		Total	Direct taxes	Indirect taxes	Net social contributions			Total	Compensation of employees	Intermediate consumption	Interest	Social benefits	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
2020	46,6	46,1	12,7	12,9	15,4	0,5	53,6	48,9	10,7	6,0	1,5	25,1	4,7
2021	46,9	46,2	13,0	13,2	15,0	0,8	52,0	46,9	10,3	6,0	1,4	23,7	5,1
2022	46,5	45,8	13,3	12,9	14,6	0,8	50,0	44,8	9,8	5,9	1,7	22,4	5,2
2023	46,0	45,1	13,2	12,3	14,6	0,8	49,5	44,2	9,8	5,9	1,7	22,3	5,3
2023 Q4	46,0	45,1	13,2	12,3	14,6	0,8	49,5	44,2	9,8	5,9	1,7	22,3	5,3
2024 Q1	46,0	45,2	13,2	12,3	14,6	0,8	49,5	44,2	9,8	5,9	1,8	22,4	5,3
Q2	46,2	45,4	13,3	12,3	14,7	0,8	49,6	44,4	9,9	5,9	1,8	22,6	5,3
Q3	46,4	45,5	13,3	12,4	14,7	0,8	49,6	44,5	9,9	6,0	1,9	22,7	5,1

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

6.3 Government debt-to-GDP ratio

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

	Total	Financial instrument			Holder			Original maturity		Residual maturity			Currency	
		Currency and deposits	Loans	Debt securities	Resident creditors		Non-resident creditors	Up to 1 year	Over 1 year	Up to 1 year	Over 1 and up to 5 years	Over 5 years	Euro or participating currencies	Other currencies
					Total	MFIs								
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
2020	96,5	3,1	14,5	78,8	53,9	38,8	42,6	11,1	85,4	18,7	30,7	47,1	94,8	1,6
2021	93,8	2,9	13,8	77,1	54,4	40,9	39,4	9,8	84,1	17,3	29,8	46,8	92,4	1,4
2022	89,5	2,6	13,1	73,7	52,5	39,6	37,0	8,7	80,8	16,0	28,4	45,2	88,5	1,0
2023	87,4	2,4	12,2	72,8	49,3	35,9	38,1	7,9	79,5	15,0	28,1	44,3	86,6	0,8
2023 Q4	87,4	2,4	12,2	72,8	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
2024 Q1	87,9	2,3	12,0	73,6	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
Q2	88,2	2,2	11,9	74,0	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
Q3	88,2	2,2	11,8	74,1	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.

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

6 Fiscal developments

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

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

	Change in debt-to-GDP ratio ²⁾	Primary deficit (+)/surplus (-)	Deficit-debt adjustment								Interest-growth differential	Memo item: Borrowing requirement
			Total	Transactions in main financial assets					Revaluation effects and other changes in volume	Other		
				Total	Currency and deposits	Loans	Debt securities	Equity and investment fund shares				
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
2020	12,9	5,5	2,2	2,5	2,0	0,5	-0,1	0,1	-0,3	0,0	5,2	9,5
2021	-2,7	3,7	-0,1	0,6	0,4	0,1	0,0	0,1	-0,1	-0,7	-6,2	5,0
2022	-4,3	1,8	-0,2	-0,2	-0,7	0,3	0,1	0,1	0,6	-0,6	-5,9	2,7
2023	-2,1	1,8	-0,4	-0,4	-0,5	-0,2	0,1	0,1	0,6	-0,5	-3,6	2,6
2023 Q4	-2,1	1,8	-0,4	-0,4	-0,5	-0,2	0,1	0,1	0,6	-0,5	-3,6	2,6
2024 Q1	-1,4	1,8	-0,5	-0,7	-0,8	-0,1	0,1	0,1	0,4	-0,3	-2,6	2,6
Q2	-0,6	1,6	-0,3	-0,5	-0,6	-0,1	0,1	0,1	0,3	-0,1	-2,0	2,8
Q3	-0,2	1,4	0,0	-0,3	-0,4	0,0	0,1	0,1	0,3	0,0	-1,6	3,0

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

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

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

6.5 Government debt securities ¹⁾

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

	Debt service due within 1 year ²⁾					Average residual maturity in years ³⁾	Average nominal yields ⁴⁾						
	Total	Principal		Interest			Outstanding amounts					Transactions	
		Total	Maturities of up to 3 months	Total	Maturities of up to 3 months		Total	Floating rate	Zero coupon	Fixed rate		Issuance	Redemption
										Total	Maturities of up to 1 year		
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
2022	12,8	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	4,2	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	4,2	1,4	0,4	8,2	2,1	1,3	1,9	2,2	1,9	3,5	2,9
2024 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	4,2	1,4	0,4	8,2	2,1	1,3	1,9	2,2	1,9	3,5	2,9
2025 Jan.	12,9	11,5	4,1	1,5	0,4	8,2	2,1	1,3	1,9	2,2	1,9	3,5	2,9
Feb.	13,1	11,6	4,3	1,5	0,4	8,3	2,1	1,2	1,9	2,2	1,9	3,4	2,9

Source: ECB.

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

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

3) Residual maturity at the end of the period.

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

6 Fiscal developments

6.6 Fiscal developments in euro area countries

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

	Belgium 1	Germany 2	Estonia 3	Ireland 4	Greece 5	Spain 6	France 7	Croatia 8	Italy 9	Cyprus 10
Government deficit (-)/surplus (+)										
2020	-9,0	-4,4	-5,4	-4,9	-9,6	-9,9	-8,9	-7,2	-9,4	-5,6
2021	-5,4	-3,2	-2,6	-1,4	-6,9	-6,7	-6,6	-2,6	-8,9	-1,6
2022	-3,6	-2,1	-1,1	1,7	-2,5	-4,6	-4,7	0,1	-8,1	2,6
2023	-4,2	-2,6	-2,8	1,5	-1,3	-3,5	-5,5	-0,9	-7,2	2,0
2023 Q4	-4,2	-2,6	-2,8	1,5	-1,3	-3,5	-5,5	-0,9	-7,2	2,0
2024 Q1	-4,1	-2,7	-3,0	1,4	-0,6	-3,7	-5,6	-0,8	-6,6	3,7
Q2	-4,2	-2,6	-3,5	1,9	0,3	-3,3	-5,7	-1,7	-6,1	4,3
Q3	-4,5	-2,6	-3,1	5,0	1,1	-3,2	-6,0	-2,0	-5,1	4,2
Government debt										
2020	111,2	68,0	19,1	57,0	209,4	119,3	114,8	86,5	154,3	113,6
2021	108,4	68,1	18,4	52,6	197,3	115,7	112,7	78,2	145,7	96,5
2022	102,6	65,0	19,1	43,1	177,0	109,5	111,2	68,5	138,3	81,0
2023	103,1	62,9	20,2	43,3	163,9	105,1	109,9	61,8	134,8	73,6
2023 Q4	103,1	62,9	20,2	43,3	163,9	105,1	110,0	61,8	134,8	73,6
2024 Q1	106,6	62,6	24,1	42,5	161,8	106,3	110,8	62,0	135,2	72,6
Q2	106,6	61,9	23,8	42,7	160,0	105,3	112,4	60,0	136,9	70,5
Q3	105,6	62,4	24,0	42,2	158,2	104,3	113,8	59,7	136,3	69,7
	Latvia 11	Lithuania 12	Luxembourg 13	Malta 14	Netherlands 15	Austria 16	Portugal 17	Slovenia 18	Slovakia 19	Finland 20
Government deficit (-)/surplus (+)										
2020	-4,1	-6,3	-3,1	-8,7	-3,6	-8,2	-5,8	-7,7	-5,3	-5,5
2021	-7,2	-1,1	1,0	-7,0	-2,2	-5,7	-2,8	-4,6	-5,1	-2,7
2022	-4,9	-0,7	0,2	-5,2	0,0	-3,3	-0,3	-3,0	-1,7	-0,2
2023	-2,4	-0,7	-0,7	-4,5	-0,4	-2,6	1,2	-2,6	-5,2	-3,0
2023 Q4	-2,4	-0,7	-0,8	-4,6	-0,4	-2,6	1,2	-2,6	-5,2	-3,0
2024 Q1	-1,9	-0,6	-0,1	-3,8	-0,3	-2,8	0,9	-2,0	-5,1	-3,5
Q2	-1,8	-0,9	-0,1	-3,5	-0,4	-3,3	1,2	-2,0	-5,5	-4,1
Q3	-1,1	-1,4	0,0	-2,9	-0,3	-3,7	1,0	-1,8	-4,6	-4,7
Government debt										
2020	44,0	45,9	24,5	48,7	53,3	83,2	134,1	80,2	58,4	75,4
2021	45,9	43,3	24,4	49,6	50,4	82,4	123,9	74,8	60,2	73,2
2022	44,4	38,1	24,6	49,4	48,3	78,4	111,2	72,7	57,7	74,0
2023	45,0	37,3	25,5	47,4	45,1	78,6	97,9	68,4	56,1	77,1
2023 Q4	45,0	37,3	25,6	47,7	45,2	78,6	97,9	68,4	56,1	77,3
2024 Q1	46,3	39,1	27,1	47,3	44,0	80,9	99,4	70,0	60,6	78,1
Q2	46,4	37,4	26,8	46,4	43,3	82,9	100,7	69,5	60,4	80,1
Q3	47,7	38,4	26,6	45,3	42,2	83,2	97,5	66,9	60,3	81,5

Source: Eurostat.

© **Banque centrale européenne, 2025**

Adresse postale 60640 Frankfurt am Main, Allemagne

Téléphone +49 69 1344 0

Site internet www.ecb.europa.eu

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

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

La date d'arrêt des statistiques figurant dans cette publication est le 16 avril 2025.

Pour la terminologie spécifique, veuillez consulter le [glossaire de la BCE](#) (disponible uniquement en anglais).

ISSN 2363-3425 (PDF)

Numéro de catalogue UE QB-01-25-045-FR-N (PDF)

Directeur de la publication : Claude Piot

Secrétaire général