BANQUE CENTRALE EUROPÉENNE

EUROSYSTÈME

Bulletin économique

Numéro 4 / 2025

Sommaire

Évolutions économiques, financières et monétaires **3**

Vue d'ensemble 3

1 Environnement extérieur 10

2 Activité économique 17

3 Prix et coûts 25

4 Évolutions sur les marchés financiers 32

5 Conditions de financement et évolutions du crédit 38

6 Évolutions budgétaires 44

Encadrés **48**

1 Les conditions financières aux États-Unis et leur lien avec l'activité économique : le rôle des valorisations des actions 48

2 Les politiques commerciales des États-Unis et l'activité des entreprises multinationales américaines dans la zone euro 53

3 Les perspectives en matière d'investissement des entreprises de la zone euro : résultats d'une enquête de la BCE auprès des grandes entreprises 60

4 Les tensions inflationnistes résultant des révisions de prix : où en sommes-nous ? 67

5 Volatilité des marchés financiers et incertitude relative à la politique économique : réduction de l'écart 74

6 Déterminants des anticipations d'inflation des entreprises dans l'enquête SAFE 81

7 Conditions de la liquidité et opérations de politique monétaire du 5 février au 22 avril 2025 88

Articles **94**

1 La transmission de la politique monétaire : des taux hypothécaires à la consommation 94

Encadré 1 La dépendance de la politique monétaire vis-à-vis de l'état de l'économie : différences de transmission entre les cycles d'assouplissement 101

Encadré 2 Les hypothèses relatives aux anticipations et le moment auquel interviennent leurs effets sur la consommation 105

2 Faire progresser l'union des marchés de capitaux : une feuille de route pour l'harmonisation du traitement post-marché des titres 111

Encadré 1 Les activités de post-marché : axes d'harmonisation dans le cadre du corpus de règles européen unique 121

Statistiques **124**

Évolutions économiques, financières et monétaires

Vue d’ensemble

Lors de sa réunion du 5 juin 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.

L’inflation se situe actuellement au niveau de la cible du Conseil des gouverneurs de 2 % à moyen terme. Le scénario de base des projections macroéconomiques de juin 2025 établies par les services de l’Eurosystème pour la zone euro table sur une inflation totale moyenne de 2,0 % en 2025, 1,6 % en 2026 et 2,0 % en 2027. Les révisions à la baisse par rapport aux projections macroéconomiques de mars 2025 établies par les services de la BCE pour la zone euro, de 0,3 point de pourcentage tant pour 2025 que pour 2026, reflètent essentiellement une réduction des hypothèses relatives aux prix de l’énergie et une appréciation de l’euro. Selon les services de l’Eurosystème, l’inflation hors énergie et produits alimentaires devrait ressortir, en moyenne, à 2,4 % en 2025 et 1,9 % en 2026 et 2027, pratiquement sans changement depuis mars.

Les services de l’Eurosystème anticipent une croissance du PIB en volume moyenne de 0,9 % en 2025, 1,1 % en 2026 et 1,3 % en 2027. La projection de croissance inchangée pour 2025 tient à la fois à un premier trimestre meilleur qu’attendu et à de moins bonnes perspectives pour le reste de l’année. L’incertitude autour des politiques commerciales devrait peser sur l’investissement des entreprises et les exportations, notamment à court terme, mais la hausse de l’investissement public en matière de défense et d’infrastructures soutiendra de plus en plus la croissance à moyen terme. Grâce à une augmentation des revenus réels et à la solidité du marché du travail, les ménages pourront quant à eux accroître leurs dépenses. Combinée à des conditions de financement plus favorables, cette évolution devrait rendre l’économie plus résistante face aux chocs mondiaux.

Dans un environnement d’incertitudes élevées, les services de l’Eurosystème ont également évalué certains des mécanismes à travers lesquels les différentes politiques commerciales pourraient influer sur la croissance et l’inflation dans plusieurs scénarios illustratifs alternatifs. Ces scénarios seront publiés avec les projections macroéconomiques des services de l’Eurosystème sur le site internet de la BCE. Dans le cadre de cette analyse de scénarios, une nouvelle aggravation des tensions commerciales au cours des mois à venir se traduirait par une croissance et une inflation inférieures aux projections de référence. À l’inverse, si un terme

favorable est mis aux tensions commerciales, la croissance et, dans une moindre mesure, l'inflation seraient plus élevées que dans les projections de référence.

La plupart des mesures de l'inflation sous-jacente laissent entrevoir une hausse des prix se stabilisant durablement autour de la cible du Conseil des gouverneurs de 2 % à moyen terme. La progression des salaires reste forte, mais continue de s'atténuer sensiblement. Les bénéfices en amortissent en partie les effets sur l'inflation. Les préoccupations quant à la possibilité que l'incertitude accrue et l'accentuation de la volatilité sur les marchés en réaction aux tensions commerciales en avril entraînent un durcissement des conditions de financement se sont modérées.

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. Les décisions du Conseil des gouverneurs relatives aux taux d'intérêt directeurs seront fondées sur son évaluation des perspectives d'inflation compte tenu des données économiques et financières disponibles, de la dynamique de l'inflation sous-jacente et de la force de la transmission de la politique monétaire. Le Conseil des gouverneurs ne s'engage pas à l'avance sur une trajectoire de taux particulière.

Activité économique

L'économie a crû de 0,3 % au premier trimestre 2025, selon l'estimation rapide d'Eurostat. Le chômage, à 6,2 % en avril, est à son plus bas niveau depuis l'introduction de l'euro, et l'emploi a progressé de 0,3 % au premier trimestre selon l'estimation rapide.

Les perspectives de croissance de la zone euro sont assombries par les tensions commerciales et la forte incertitude mondiale. Pour l'ensemble de 2025, ces effets devraient être en partie compensés par une activité économique plus forte qu'attendu au premier trimestre, ce qui refléterait en partie la concentration des exportations en début de période en prévision d'une hausse des droits de douane. À moyen terme, l'activité économique devrait être soutenue par les nouvelles mesures budgétaires annoncées récemment. Les projections de référence de juin 2025 anticipent un maintien des droits de douane américains sur les biens de l'UE, qui ont atteint 10 %, sur l'ensemble de l'horizon de projection. Associée à la forte incertitude relative à la politique commerciale et à l'appréciation récente de l'euro, la hausse des droits de douane pèsera sur les exportations et l'investissement de la zone euro et, dans une moindre mesure, sur la consommation. En revanche, de nouvelles dépenses publiques consacrées à la défense et aux infrastructures, principalement en Allemagne, devraient soutenir la demande intérieure de la zone euro à partir de 2026. Dans l'ensemble, les conditions d'un renforcement de la croissance du PIB de la zone euro demeurent réunies sur l'horizon de projection. En particulier, la hausse des salaires réels et de l'emploi, l'assouplissement des conditions de financement – reflétant principalement les décisions récentes de politique

monétaire – et un rebond de la demande extérieure vers la fin de l'horizon de projection devraient favoriser une reprise progressive. Par rapport aux projections de mars 2025, les perspectives de croissance du PIB n'ont pas été révisées pour 2025, reflétant des données disponibles meilleures qu'anticipé qui devraient être largement compensées par les effets des tensions commerciales et de l'appréciation du taux de change de l'euro. Les tensions commerciales et le renforcement du taux de change ont entraîné une révision à la baisse de la croissance pour 2026, mais celle-ci n'est pas révisée pour 2027.

Parallèlement aux projections de juin 2025, les données tirées d'enquêtes vont globalement dans le sens d'un affaiblissement des perspectives à court terme. Même si le secteur manufacturier s'est renforcé, en partie en raison d'une anticipation des échanges commerciaux face à une future hausse des droits de douane, le secteur des services, davantage orienté vers l'intérieur, se ralentit. La hausse des droits de douane et l'appréciation de l'euro devraient compliquer les exportations pour les entreprises, et la forte incertitude devrait peser sur l'investissement.

Cela étant, plusieurs facteurs soutiennent la résilience de l'économie et devraient favoriser la croissance à moyen terme. La vigueur du marché du travail, la hausse des revenus réels, la solidité des bilans du secteur privé et l'amélioration des conditions de financement, en partie sous l'effet des réductions antérieures des taux d'intérêt décidées par le Conseil des gouverneurs, devraient aider les consommateurs et les entreprises à faire face aux retombées d'un environnement mondial volatil. Les mesures annoncées récemment visant à augmenter les investissements dans la défense et les infrastructures devraient également stimuler la croissance.

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 convient, par exemple, d'achever l'union pour l'épargne et l'investissement, selon un calendrier clair et ambitieux. Il importe également de mettre rapidement en place le cadre législatif posant les jalons de l'introduction éventuelle d'un euro numérique. Il appartient aux gouvernements d'assurer la pérennité des finances publiques conformément au cadre de gouvernance économique de l'UE tout en privilégiant les réformes structurelles essentielles favorables à la croissance ainsi que les investissements stratégiques.

Inflation

L'inflation en rythme annuel s'est ralentie à 1,9 % en mai, contre 2,2 % en avril, selon l'estimation rapide d'Eurostat. La baisse des prix de l'énergie s'est maintenue à – 3,6 %. Les produits alimentaires se sont renchéris à 3,3 %, contre 3,0 % le mois précédent. La hausse des prix des biens est restée inchangée, à 0,6 %, tandis que

l'augmentation des prix des services est revenue à 3,2 %, contre 4,0 % en avril. L'augmentation des prix des services s'était accélérée en avril du fait principalement du renchérissement plus important qu'anticipé des services de voyage pendant la période de Pâques.

La plupart des indicateurs de l'inflation sous-jacente laissent entrevoir une stabilisation durable de l'inflation au niveau de la cible du Conseil des gouverneurs de 2 % à moyen terme. Les coûts de main-d'œuvre s'atténuent progressivement, comme l'indiquent les dernières données sur les salaires négociés et les données disponibles par pays sur la rémunération par tête. L'outil de suivi des salaires de la BCE signale une nouvelle modération de la croissance des salaires négociés en 2025, tandis que les projections de juin 2025 tablent sur une croissance des salaires qui reviendrait au-dessous de 3 % en 2026 et 2027. Si le recul des prix de l'énergie et le renforcement de l'euro exercent une pression baissière sur l'inflation à court terme, celle-ci devrait revenir au niveau de la cible en 2027.

Les anticipations d'inflation à court terme des consommateurs ont légèrement augmenté en avril 2025, reflétant probablement les informations relatives aux tensions commerciales. Toutefois, la plupart des mesures des anticipations d'inflation à plus long terme continuent de s'établir autour de 2 %, favorisant la stabilisation de l'inflation au niveau de la cible du Conseil des gouverneurs.

Même si l'inflation totale, telle que mesurée par l'indice des prix à la consommation harmonisé (IPCH), devrait rester inférieure à 2 % à court terme, elle devrait revenir au niveau de la cible à moyen terme. Les services de l'Eurosystème s'attendent à ce que l'inflation diminue courant 2025 et atteigne un point bas de 1,4 % au premier trimestre 2026, avant de revenir à 2,0 % en 2027. Le ralentissement de l'inflation totale en 2025 semble résulter en partie d'un taux de variation des prix de l'énergie négatif consécutif à la baisse récente des prix du pétrole et des prix de gros du gaz naturel. Le taux de variation des prix de l'énergie devrait rester négatif jusqu'en 2027, lorsque les nouvelles mesures d'atténuation du changement climatique entreront en vigueur dans le cadre du nouveau système d'échange de quotas d'émission (SEQE-2). Après une remontée temporaire au deuxième trimestre 2025, la hausse des prix des produits alimentaires devrait revenir à des taux légèrement supérieurs à 2 % en 2027. La hausse de l'IPCH hors énergie et produits alimentaires devrait ralentir, sous l'effet de la composante services, à mesure que les effets des ajustements de prix différés pour certains postes vont se dissiper, les tensions sur les salaires s'atténuer et la baisse des prix de l'énergie se répercuter le long de la chaîne des prix. La croissance des salaires devrait se maintenir sur une trajectoire baissière avec l'atténuation des pressions pour compenser les pertes de salaire réel passées. Conjuguée à une reprise de la croissance de la productivité, cette évolution devrait entraîner un ralentissement sensible de l'augmentation des coûts unitaires de main-d'œuvre. Les tensions d'origine externe sur les prix, telles qu'elles se reflètent dans les prix à l'importation, devraient rester modérées dans l'hypothèse où les politiques de l'UE en matière de droits de douane restent inchangées, alors que l'appréciation de l'euro et la baisse des prix des matières premières énergétiques ces derniers mois exercent des pressions à la baisse. Par rapport aux projections de mars 2025, les perspectives

relatives à la hausse de l'IPCH total sont révisées à la baisse de 0,3 point de pourcentage pour 2025 et 2026 en raison d'hypothèses de baisse des prix des matières premières énergétiques et de l'appréciation de l'euro, tandis qu'elles ne sont pas révisées pour 2027.

Évaluation des risques

Les risques pesant sur la croissance économique restent orientés à la baisse. Une nouvelle intensification des tensions commerciales dans le monde et les incertitudes qui en découlent pourraient affaiblir la croissance dans la zone euro en limitant les exportations et en freinant l'investissement et la consommation. Une détérioration de la confiance sur les marchés financiers pourrait entraîner un durcissement des conditions de financement et une plus grande aversion au risque, et décourager les entreprises et les ménages d'investir et de consommer. Les tensions géopolitiques, tenant notamment à la guerre injustifiée menée par la Russie contre l'Ukraine et au conflit tragique au Moyen-Orient, demeurent une source d'incertitude importante. En revanche, si les tensions commerciales et géopolitiques s'apaisaient rapidement, cela pourrait stimuler la confiance et l'activité. Une nouvelle augmentation des dépenses consacrées à la défense et aux infrastructures, associée à des réformes visant à accroître la productivité, favoriserait aussi la croissance.

Les perspectives d'inflation pour la zone euro sont plus incertaines que d'habitude, en raison de la volatilité des politiques commerciales dans le monde. La baisse des prix 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 si l'augmentation des droits de douane provoquait une baisse de la demande d'exportations adressée à la zone euro et un réacheminement d'exportations depuis des pays en surcapacité vers la zone euro. Les tensions commerciales pourraient se traduire par une volatilité et une aversion au risque plus importantes sur les marchés financiers, ce qui pèserait sur la demande intérieure et ferait également reculer l'inflation. À l'inverse, une fragmentation des chaînes d'approvisionnement mondiales pourrait exacerber l'inflation en poussant les prix à l'importation à la hausse et en accentuant les contraintes de capacités au sein de la zone euro. Un accroissement des dépenses consacrées à la défense et aux infrastructures pourrait également avoir un effet haussier sur l'inflation à moyen terme. Des phénomènes météorologiques extrêmes et, plus généralement, l'évolution de la crise climatique pourraient conduire à une hausse des prix des produits alimentaires plus importante qu'anticipé.

Conditions financières et monétaires

Les taux d'intérêt sans risque sont restés globalement inchangés depuis la réunion de politique monétaire du Conseil des gouverneurs du 17 avril 2025. Les prix des actions ont augmenté et les écarts de rendement des obligations d'entreprises se sont resserrés, en réaction à des évolutions plus positives des politiques commerciales mondiales et à l'amélioration du sentiment à l'égard du risque dans le monde.

Les réductions passées des taux d'intérêt décidées par le Conseil des gouverneurs continuent de rendre les emprunts des entreprises plus abordables. Le taux d'intérêt moyen appliqué aux nouveaux prêts aux entreprises est revenu à 3,8 % en avril, après 3,9 % en mars. Le coût du financement par endettement de marché est resté inchangé à 3,7 %. Les prêts bancaires aux entreprises ont continué de se renforcer progressivement, enregistrant une croissance annuelle de 2,6 % en avril, après 2,4 % en mars, tandis que l'émission d'obligations d'entreprises a été limitée. Le taux d'intérêt moyen sur les nouveaux prêts hypothécaires est demeuré à 3,3 % en avril, alors que l'activité de prêt hypothécaire s'est renforcée, à 1,9 %.

Conformément à sa stratégie de politique monétaire, le Conseil des gouverneurs a procédé à une évaluation approfondie des liens entre politique monétaire et stabilité financière. Si les banques de la zone euro demeurent résilientes, les risques pesant plus largement sur la stabilité financière restent élevés, en particulier du fait des politiques commerciales mondiales, qui sont entourées d'une incertitude et d'une volatilité importantes. La politique macroprudentielle reste la première ligne de défense contre l'accumulation de vulnérabilités financières, en renforçant la capacité de résistance et en préservant la marge de manœuvre macroprudentielle.

Décisions de politique monétaire

Les taux d'intérêt de la facilité de dépôt, des opérations principales de refinancement et de la facilité de prêt marginal ont été abaissés à, respectivement, 2,00 %, 2,15 % et 2,40 % à compter du 11 juin 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 5 juin 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'incertitude exceptionnelle, nous suivrons une approche s'appuyant sur les données pour déterminer, réunion par réunion, l'orientation appropriée de la politique monétaire. Les décisions du Conseil des gouverneurs relatives aux taux d'intérêt directeurs seront fondées sur son évaluation des perspectives d'inflation compte tenu des données économiques et financières disponibles, de la dynamique de

l’inflation sous-jacente et de la force de la transmission de la politique monétaire. Le Conseil des gouverneurs ne s’engage pas à l’avance sur une trajectoire de taux particulière.

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

1 Environnement extérieur

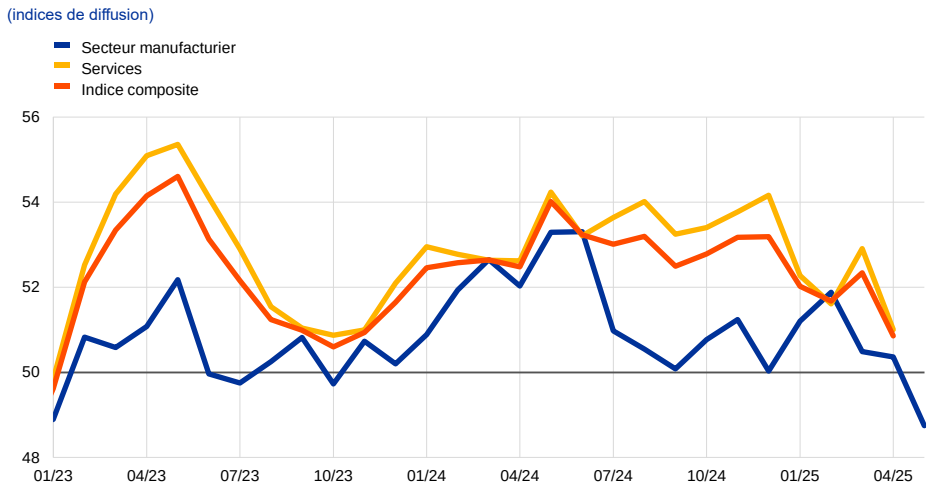
Les droits de douane plus élevés imposés par l'administration américaine et la forte incertitude relative aux politiques commerciales déterminent les perspectives économiques mondiales. Depuis la finalisation, le 6 février 2025, des projections macroéconomiques de mars 2025 établies par les services de la BCE pour la zone euro, le taux effectif des droits de douane sur les importations de biens aux États-Unis a considérablement augmenté. Bien que l'administration américaine ait relevé les droits de douane sur les importations en provenance de tous ses partenaires commerciaux, c'est vis-à-vis de la Chine que ces hausses ont été les plus prononcées, en dépit d'un récent accord pour abaisser temporairement les droits de douane. Cette situation contribue aux frictions commerciales au niveau mondial et à une accentuation de l'incertitude relative aux politiques commerciales, ce qui pourrait avoir des répercussions sur l'activité économique et peser sur les perspectives de croissance mondiale. Dans les projections macroéconomiques de juin 2025 établies par les services de l'Eurosystème pour la zone euro, les perspectives de croissance mondiale ont été révisées à la baisse, de 0,7 point de pourcentage en données cumulées sur l'horizon de projection jusqu'à fin 2027. La détérioration des perspectives de croissance est manifeste pour toutes les grandes économies, mais plus particulièrement pour les États-Unis et la Chine. Au niveau mondial, l'inflation totale mesurée par l'IPC devrait se modérer sur l'horizon de projection, malgré une révision à la hausse des prévisions d'inflation aux États-Unis, qui reflète l'impact des droits de douane récemment annoncés.

La croissance de l'activité mondiale a baissé au premier trimestre 2025 et devrait continuer de se modérer. La croissance du PIB mondial en volume (hors zone euro) est revenue, d'après les estimations, à 0,7 % en glissement trimestriel au premier trimestre 2025, après 1,1 % au quatrième trimestre 2024 [1]. L'activité économique mondiale devrait encore se ralentir et demeurer atone pour le reste de l'année. L'outil de suivi de l'activité économique mondiale développé par les services de la BCE indique une modération de l'activité à partir d'avril, les dernières données tirées d'enquêtes ayant fait baisser l'indice au-dessous de sa moyenne historique. L'indice composite des directeurs d'achat (PMI) relatif à la production mondiale a diminué en avril 2025, en grande partie en raison d'un ralentissement de la croissance de la production dans le secteur des services (graphique 1).

[1] Dans cette section, les références aux indicateurs économiques mondiaux et/ou agrégés au niveau mondial excluent la zone euro.

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 mai 2025 pour l'indice relatif à la production manufacturière et à avril 2025 pour l'indice composite relatif à la production et l'indice relatif à la production dans les services.

Les conflits commerciaux affaiblissent les perspectives de croissance mondiale. La croissance mondiale devrait se ralentir sur l'horizon de projection, baissant encore plus au-dessous de sa moyenne d'avant la pandémie. D'après les projections macroéconomiques de juin 2025 établies par les services de l'Eurosystème, le PIB mondial en volume devrait augmenter de 3,1 % en 2025, en baisse par rapport aux 3,6 % de croissance enregistrés l'année dernière [2]. La croissance du PIB mondial en volume devrait revenir à 2,9 % en 2026, avant de se stabiliser à 3,2 % en 2027. Par rapport aux projections macroéconomiques de mars 2025 établies par les services de la BCE, la croissance mondiale pour 2025 et 2026 a été révisée à la baisse, de 0,3 point de pourcentage, tandis qu'elle demeure inchangée pour 2027. La détérioration des perspectives de croissance est manifeste pour toutes les grandes économies, mais particulièrement prononcée pour les États-Unis et la Chine. Les droits de douane et l'incertitude relative aux politiques commerciales sont deux grands facteurs à l'origine des révisions à la baisse. Les droits de douane sont préjudiciables à la croissance car ils augmentent les coûts des biens finaux et des biens intermédiaires importés de l'étranger. Cette augmentation pèse à son tour sur la consommation intérieure et érode la compétitivité des exportateurs en poussant à la hausse les coûts de production. Une incertitude élevée incite les consommateurs et les entreprises à adopter un comportement de précaution, ceux-ci restreignant par conséquent leur consommation et leurs investissements. La balance des risques entourant les projections de croissance mondiale est orientée à la baisse et dépend en particulier des évolutions futures des politiques commerciales. Plus précisément, le succès des négociations commerciales menées par l'administration américaine et ses partenaires pourrait entraîner une baisse des droits de douane et soutenir l'activité mondiale. À l'inverse, une hausse des droits de douane et d'éventuelles mesures de rétorsion de la part

[2] Pour plus de détails, cf. les « Projections macroéconomiques pour la zone euro établies par les services de l'Eurosystème, juin 2025 », publiées sur le site internet de la BCE le 5 juin 2025.

des partenaires commerciaux pourraient encore freiner les perspectives de croissance.

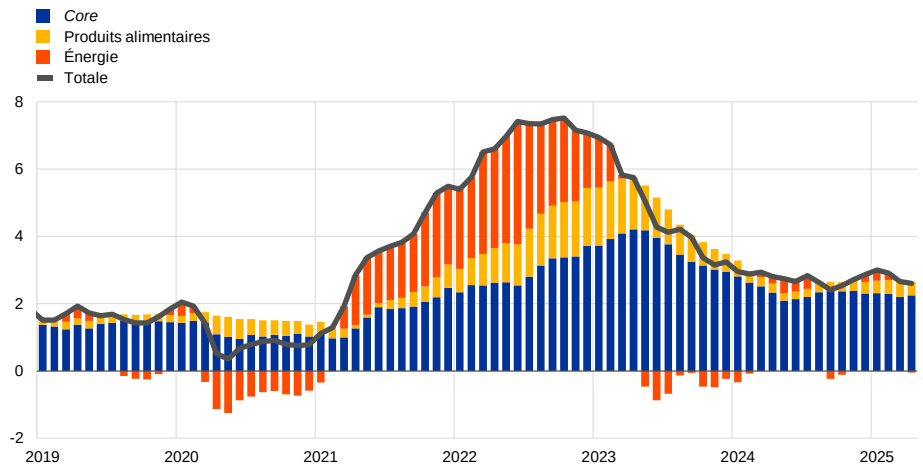
La croissance du commerce mondial devrait fortement baisser au cours des deux prochaines années. L'indicateur mensuel de suivi du commerce mondial développé par les services de la BCE suggère que les importations mondiales ont commencé à s'inscrire en forte baisse à partir d'avril. Ce chiffre reflète largement des données à haute fréquence, par exemple la baisse des importations de matières premières par la Chine et la diminution des prix des actions des entreprises participant au commerce mondial de biens, notamment les entreprises de conditionnement et de transport. Ce résultat est également soutenu par les indicateurs tirés d'enquêtes. L'indice mondial des directeurs d'achat relatif aux nouvelles commandes pour le secteur manufacturier (hors zone euro) a poursuivi sa baisse au-dessous du seuil indiquant une contraction en avril. Le recul a été particulièrement prononcé pour le Canada et le Mexique, tandis que les indices relatifs aux États-Unis et à la Chine ont enregistré des diminutions moins importantes, tout en continuant d'indiquer une expansion. Ce ralentissement suit la forte croissance des importations américaines enregistrée au premier trimestre 2025, reflet des importations anticipées en prévision de la hausse des droits de douane. En ligne avec cette évolution, une hausse des taux d'exportation a été observée dans les pays confrontés à une augmentation des droits de douane, notamment le Canada, plusieurs économies d'Asie et le Royaume-Uni. D'après les projections macroéconomiques de juin 2025 établies par les services de l'Eurosystème, la croissance des importations mondiales devrait revenir de 4,1 % en 2024 à 3,1 % en 2025, puis à 1,7 % en 2026, avant de s'inscrire en hausse en 2027, à 3,1 %. Le fort ralentissement qui ressort des projections reflète l'impact des droits de douane et la forte incertitude relative aux politiques commerciales, cette dernière pesant lourdement sur les composantes de la demande dépendant des échanges commerciaux telles que l'investissement. Par rapport aux projections de mars, les prévisions relatives à la croissance des importations mondiales ont été révisées à la baisse, de 0,4 point de pourcentage pour 2025 et de 1,4 point de pourcentage pour 2026, principalement en raison des droits de douane nouvellement mis en œuvre et, dans une moindre mesure, d'une forte incertitude concernant les politiques commerciales ; elles restent inchangées pour 2027. Ces révisions résultent dans une large mesure d'importations beaucoup plus faibles aux États-Unis, ainsi que d'une croissance des importations plus modérée dans le reste du monde, y compris en Chine.

L'inflation totale dans les pays membres de l'Organisation de coopération et de développement économiques (OCDE) a baissé. En avril 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 2,6 %, après 2,7 % le mois précédent (graphique 2). Cette légère baisse masque deux évolutions opposées, toutefois, dans la mesure où l'impact du ralentissement de la hausse des prix pour les composantes produits alimentaires et énergie contraste avec une légère hausse de l'inflation *core* mesurée par l'IPC, qui est ressortie à 3,1 %, après 3,0 % le mois précédent.

Graphique 2

Inflation mesurée par l'IPC dans les pays de l'OCDE

(variations annuelles en pourcentage, 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 avril 2025

L'inflation totale annuelle mesurée par l'IPC pour un large groupe d'économies avancées et de marchés émergents devrait se modérer sur l'horizon de projection. Pour les États-Unis, l'inflation totale mesurée par l'IPC a été révisée à la hausse, en raison de l'impact de la forte hausse des droits de douane affectant plus de 80 % des importations de biens du pays. Dans les économies avancées, l'inflation a aussi été révisée à la hausse pour cette année au Royaume-Uni, en raison des chiffres plus élevés que prévu parus ces derniers mois et d'une croissance des salaires plus soutenue. Toutefois, les perspectives d'inflation pour l'économie du Royaume-Uni demeurent inchangées sur le reste de l'horizon de projection. Les projections d'inflation relatives aux économies de marché émergentes restent globalement inchangées par rapport aux projections de mars 2025, l'impact de la détérioration des perspectives d'inflation en Russie ayant été compensé par la baisse de l'inflation anticipée en Chine. Les perspectives d'inflation de la Russie reflètent des évolutions structurelles défavorables tandis qu'en Chine, la baisse de l'inflation résulte d'une faiblesse de la demande intérieure. En rythme annuel, un indice composite mondial de l'inflation totale mesurée par l'IPC devrait suivre une tendance baissière, s'établissant à 3,3 % cette année après 4,0 % en 2024. À moyen terme, l'inflation devrait continuer de diminuer, à 2,8 % en 2026 et 2,5 % en 2027 [3].

Au cours de la période sous revue allant du 16 avril au 4 juin 2025, les prix du Brent ont diminué, les facteurs d'offre ayant plus que compensé l'amélioration du sentiment de marché. Dans un premier temps, les prix du pétrole brut ont été soutenus par une amélioration du sentiment à l'égard du risque reflétant une désescalade des tensions commerciales. Toutefois, cela a été plus que compensé par des facteurs d'offre, en particulier la décision récemment prise par l'OPEP+

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

d'augmenter les niveaux de production de 411 000 barils par jour en juillet, soit plus du triple du volume prévu initialement. En avril, le cartel des pays producteurs de pétrole mené par l'Arabie saoudite avait déjà surpris les marchés en annonçant une hausse comparable de la production pour mai. Si cette hausse de la production devient plus permanente, elle pourrait engendrer des risques baissiers plus importants sur les prix du pétrole. Le recul des prix du pétrole pèse déjà sur les plans d'investissement des producteurs de pétrole de schiste américains, les prix actuels devenant proches ou inférieurs à leur point mort marginal, c'est-à-dire le prix nécessaire pour que forer un nouveau puits soit rentable. Cette situation se traduit par une forte baisse du nombre de forages pétroliers et d'équipes d'ingénierie de fracturation en activité. De plus, plusieurs producteurs de pétrole de schiste ont récemment annoncé des réductions de leurs dépenses d'investissement.

Les prix du gaz européen ont augmenté au cours de la période sous revue, en raison d'une combinaison de facteurs d'offre et de demande. Dans un premier temps, les prix du gaz ont baissé, dans un contexte de tensions commerciales et de discussions, au sein des institutions européennes, concernant un éventuel assouplissement des objectifs réglementaires de stockage de gaz pour la saison de chauffe à venir. Ces évolutions ont fait baisser les contrats à court terme sur le gaz au-dessous des prix à long terme, l'écart entre les contrats à terme d'été et d'hiver redevenant par conséquent négatif, ce qui a encouragé la reconstitution des stockages. Les prix du gaz ont ensuite rebondi à la suite des derniers accords commerciaux, des interruptions imprévues d'usines norvégiennes de traitement du gaz naturel liquéfié et du plan de la Commission européenne pour mettre un terme aux importations de gaz russe d'ici 2027. Les prix des métaux et des produits alimentaires ont également augmenté, principalement sous l'effet de facteurs de demande. Les prix des produits alimentaires ont été soutenus par la résistance de la demande de produits semi-finis issus du cacao, malgré la forte poussée des prix du cacao observée plus tôt dans l'année. Les métaux se sont renchéris, en raison d'une hausse des prix du cuivre. Dans un premier temps, ces prix ont été soutenus par d'importantes importations préventives aux États-Unis, reflétant les inquiétudes relatives à un relèvement des droits de douane sur le cuivre importé. Ce soutien a ensuite été renforcé par l'amélioration du sentiment de marché après l'atténuation des tensions commerciales entre la Chine et les États-Unis.

Aux États-Unis, les perspectives de croissance se sont détériorées depuis la finalisation, le 6 février 2025, des projections de mars 2025 établies par les services de la BCE. Le PIB en volume est devenu légèrement négatif au premier trimestre 2025, l'anticipation des importations entraînant une importante contribution négative des exportations nettes. Dans le même temps, la demande intérieure est demeurée relativement robuste ; elle devrait toutefois se ralentir à mesure que l'impact des droits de douane se fait sentir. Globalement, les droits de douane généralisés et élevés devraient entraîner une hausse du coût des importations de biens intermédiaires et finaux, qui se transmettra probablement aux prix intérieurs. Les projections de juin 2025 dénotent une réduction des flux commerciaux et une augmentation des coûts de production, ainsi qu'une diminution de la demande intérieure, le revenu disponible réel des ménages s'inscrivant en baisse en raison de la hausse de l'inflation. L'impact négatif des droits de douane sur les perspectives de

croissance est encore accentué par la montée de l'incertitude entourant les politiques économiques, incitant à augmenter l'épargne de précaution et à retarder les investissements. Des conditions financières plus strictes, entraînant des effets de richesse négatifs et une hausse des coûts de financement, pèsent également sur les perspectives de croissance. En termes nominaux, les mesures de la variation des prix à la consommation ne reflètent pas encore l'impact des tensions sur les prix résultant des droits de douane. L'inflation totale annuelle mesurée par l'IPC est revenue à 2,3 % en avril contre 2,4 % en mars. L'inflation *core* mesurée par l'IPC, qui exclut les composantes énergie et produits alimentaires, est demeurée inchangée, à 2,8 % en avril. Bien que l'impact des droits de douane n'apparaisse pas encore clairement dans les données de l'inflation mesurée par l'IPC, les données à haute fréquence sur les prix provenant de la grande distribution font état de tensions haussières, qui découlent principalement du renchérissement des biens importés, en particulier en provenance de Chine. En mai, le Comité fédéral de l'*open market* a maintenu inchangée la fourchette cible du taux des fonds fédéraux, à 4,25 %-4,50 %, dans un contexte d'accroissement des risques et d'incertitude relative aux perspectives de croissance.

En Chine, la croissance du PIB en volume a été vigoureuse au premier trimestre 2025, stimulée par une demande intérieure robuste et l'anticipation des exportations. Toutefois, des droits de douane américains élevés et les ajustements en cours dans le secteur de l'immobilier devraient peser sur l'activité économique à l'avenir. Les indicateurs de l'activité se sont ralentis en avril, la croissance annuelle des ventes au détail revenant à 5,1 % en avril, après 5,9 % le mois précédent, mais ils restent supérieurs à la moyenne de janvier-février. La croissance annuelle de la production industrielle a diminué, revenant à 6,1 %, tandis que l'investissement s'est ralenti pour toutes les composantes. L'indice des directeurs d'achat relatif aux nouvelles commandes à l'exportation dans le secteur manufacturier a fortement diminué en avril. Globalement, les données d'activité indiquent un nouveau recul de la demande intérieure, qui était déjà atone, la hausse des droits de douane américains pesant sur les perspectives de croissance à court terme. Les pressions déflationnistes dans l'économie chinoise persistent. La hausse annuelle de l'IPC total est restée négative en avril, à – 0,1 %, tandis que la variation des prix à la production a encore baissé, à – 2,7 %. Avec le niveau toujours élevé des droits de douane américains sur les importations chinoises malgré l'accord commercial temporaire, les tensions continuent de peser sur les exportateurs chinois. Les marges bénéficiaires actuelles des entreprises exportatrices chinoises indiquent qu'elles ont la capacité de baisser encore leurs prix à l'exportation. Conjuguée à une demande intérieure toujours faible et une surcapacité industrielle, la baisse des prix à l'exportation devrait persister à l'avenir.

Au Royaume-Uni, la croissance du PIB en volume s'est redressée au premier trimestre 2025, sous l'effet d'un investissement en forte croissance et des exportations nettes. Ce redressement devrait être de courte durée, toutefois, avec le ralentissement attendu de la croissance, qui reflète l'incertitude élevée et des tensions commerciales au niveau mondial. Les indicateurs à court terme disponibles, notamment les enquêtes auprès des directeurs d'achat et les outils de suivi de la confiance des consommateurs et des entreprises, suggèrent un démarrage plutôt

faible au deuxième trimestre 2025. Malgré les bonnes nouvelles récentes en matière de politique commerciale – notamment les accords commerciaux bilatéraux entre les États-Unis et l'Inde, ainsi que le nouvel accord avec l'UE – l'incertitude reste forte dans un contexte de droits de douane élevés. L'inflation totale annuelle mesurée par l'IPC a nettement augmenté en avril, ressortant à 3,5 %, après 2,6 % en mars. Cette hausse résulte du renchérissement des services et de l'énergie, tandis que l'inflation *core* pour les biens est demeurée inchangée. À plus long terme, l'inflation totale devrait rester supérieure à la cible de 2 % fixée par la Banque d'Angleterre tout au long de l'année 2025. Lors de sa réunion de mai, la Banque d'Angleterre a abaissé son taux directeur de 25 points de base, à 4,25 %.

2 Activité économique

Selon les informations disponibles à la date d'arrêté, l'économie de la zone euro a enregistré une croissance de 0,3 % au premier trimestre 2025, après 0,2 % au quatrième trimestre 2024, avec des contributions modestes de la demande intérieure et des exportations nettes [4]*. L'emploi a augmenté de 0,3 % au premier trimestre, au même rythme que le PIB. Dans les différents secteurs, l'activité industrielle devrait s'être redressée, reflétant une amélioration de la demande de biens d'équipement, en partie en raison de l'anticipation d'échanges commerciaux en prévision d'une hausse des droits de douane. Dans le même temps, le secteur des services n'a probablement affiché qu'une croissance modérée. Les indicateurs tirés d'enquêtes signalent un ralentissement de l'activité au deuxième trimestre 2025. En mai, l'indice composite des directeurs d'achat (PMI) pour la production a diminué pour revenir à un niveau proche du seuil indiquant une croissance, tandis que la production manufacturière a dépassé ce seuil pour le troisième mois consécutif. Dans le même temps, l'activité dans les services a légèrement diminué par rapport au premier trimestre. De nouveaux obstacles devraient apparaître compte tenu de la hausse du protectionnisme et des mesures de distorsion commerciale, qui pourraient influer de manière disproportionnée sur le secteur manufacturier par rapport à d'autres parties de l'économie. Si le marché du travail s'est assoupli au cours des derniers mois, il demeure robuste. Pour la période à venir, le niveau élevé d'incertitude, les tensions commerciales et les pertes de compétitivité persistantes devraient limiter la vitesse de la reprise économique dans la zone euro. Néanmoins, la reprise projetée devrait être soutenue par des revenus du travail plus élevés et par des crédits plus abordables, en partie en raison des réductions passées des taux d'intérêt.*

Cette perspective se reflète dans le scénario de base des projections macroéconomiques de juin 2025 établies par les services de l'Eurosystème pour la zone euro, qui table sur une croissance annuelle du PIB en volume de 0,9 % en 2025, 1,1 % en 2026 et 1,3 % en 2027 [5]*. En outre, deux scénarios alternatifs ont été élaborés pour illustrer certains des mécanismes à travers lesquels différentes politiques commerciales pourraient influer sur la croissance et l'inflation : a) un scénario modéré qui table sur la suppression des droits de douane bilatéraux entre les États-Unis et l'UE, et b) un scénario sévère qui prévoit une nouvelle augmentation généralisée des droits de douane américains, des mesures de rétorsion symétriques prises par l'UE et une incertitude relative aux politiques commerciales durablement plus élevée. Dans le scénario modéré, la croissance serait légèrement plus forte en 2025-2026 que dans le scénario de base. Dans le scénario sévère, les perspectives de croissance seraient nettement plus faibles sur l'ensemble de l'horizon de projection.*

Selon l'estimation rapide d'Eurostat, le PIB en volume a légèrement augmenté, de 0,3 % en glissement trimestriel au premier trimestre 2025 (graphique 3). Cela signifie que la production a augmenté pendant cinq trimestres consécutifs dans

[4] La croissance trimestrielle du PIB en volume de la zone euro a été révisée à la hausse, à 0,6 %, dans la publication de données du 6 juin, soit deux jours après la date d'arrêté des données pour ce numéro du *Bulletin économique*.

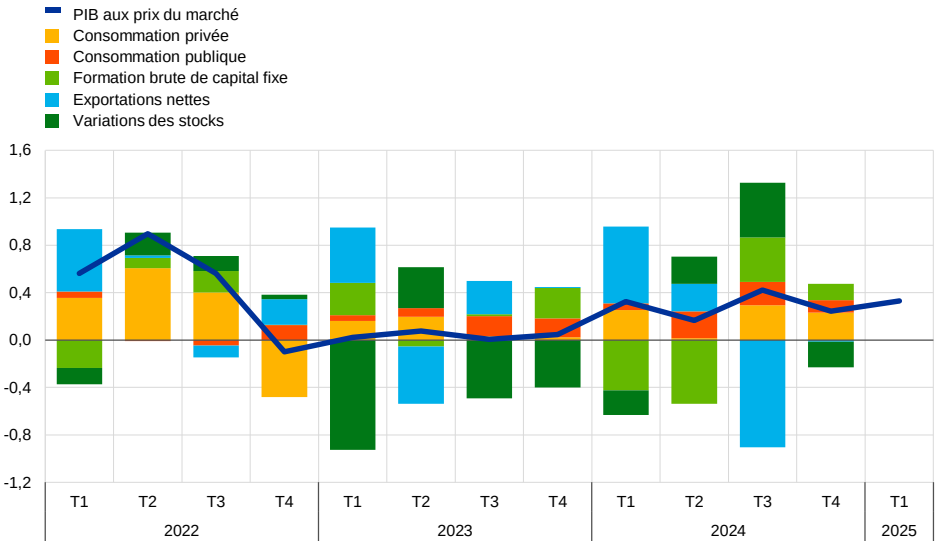
[5] Pour plus d'informations, cf. les « Projections macroéconomiques établies par les services de l'Eurosystème pour la zone euro, juin 2025 », publiées sur le site Internet de la BCE.

un contexte de discussions sur les droits de douane, de tensions sur les marchés financiers et d'incertitude géopolitique, ce qui conforte l'idée que l'économie de la zone euro développe une certaine résilience face aux chocs mondiaux. Les indicateurs à court terme et les données disponibles par pays font état de contributions positives, quoique modérées, de la consommation privée et de l'investissement. Les exportations nettes devraient également avoir apporté une contribution positive, soutenue par les exportations effectuées par anticipation vers les États-Unis à la suite de l'annonce sur les droits de douane. S'agissant de la production, le secteur industriel s'est probablement redressé grâce aux exportations effectuées par anticipation. La valeur ajoutée dans les secteurs de la construction et des services semble également avoir affiché une croissance faiblement positive au premier trimestre.

Graphique 3

PIB en volume de la zone euro et ses composantes

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



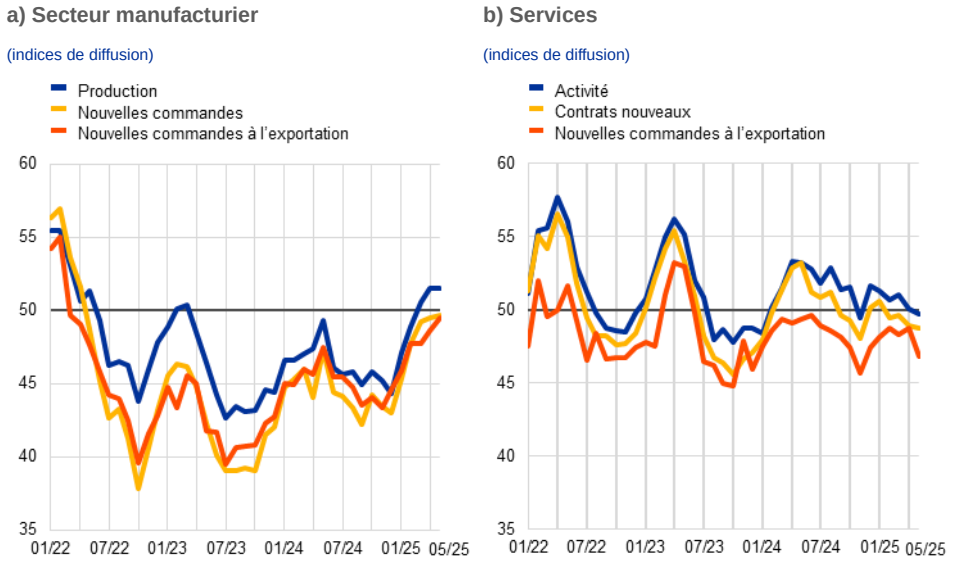
Sources : Eurostat et calculs de la BCE.
Note : Les dernières observations se rapportent au premier trimestre 2025 pour le PIB et au quatrième trimestre 2024 pour la ventilation des dépenses.

Les données tirées d'enquêtes indiquent un ralentissement de la croissance au deuxième trimestre 2025, dans un contexte d'incertitude élevée. L'incertitude entourant la politique économique, et notamment la politique commerciale, au niveau mondial continue de peser sur les perspectives à court terme. L'indice composite des directeurs d'achat (PMI) pour la production a légèrement diminué pour s'établir à 50,3 en moyenne en avril et en mai (contre 50,4 au premier trimestre), indiquant une stagnation de la production. Si l'indice PMI pour la production manufacturière s'est amélioré pour atteindre des niveaux qui n'avaient pas été observés depuis début 2022, faisant désormais état d'une croissance, l'activité dans le secteur des services a diminué, l'indice se situant à des niveaux qui indiquent une contraction de l'activité (graphique 4). L'indice PMI relatif aux nouvelles commandes, qui est par nature plus prospectif, dresse un tableau analogue, avec une performance globalement médiocre masquant une amélioration de l'activité manufacturière et un

ralentissement de l'activité dans les services. Après certains effets positifs à court terme, tels que l'augmentation de la production due aux exportations effectuées par anticipation, des droits de douane plus élevés pourraient avoir un effet négatif disproportionné sur le secteur manufacturier par rapport à d'autres pans de l'économie dans les mois à venir.

Graphique 4

Indices PMI dans les différents secteurs de l'économie



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

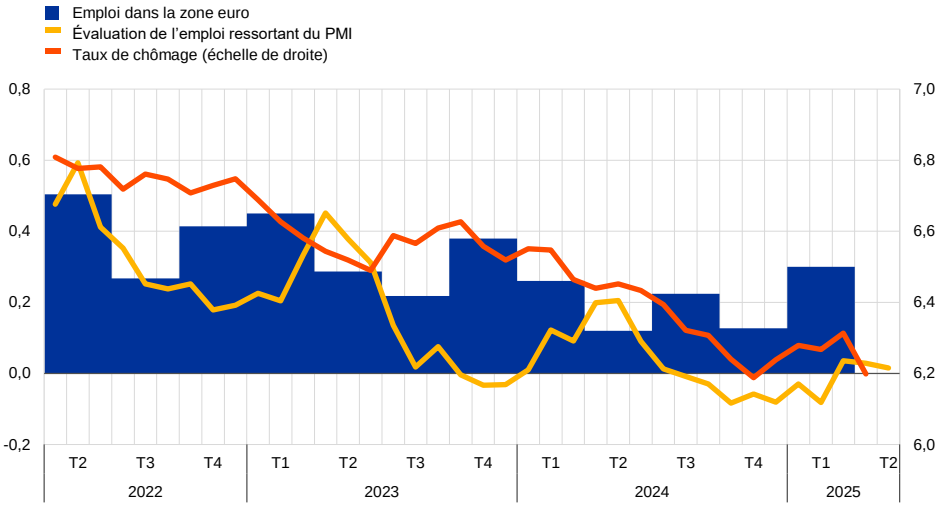
L'emploi a augmenté de 0,3 % au premier trimestre 2025. Après une hausse plus modérée de 0,1 % au quatrième trimestre 2024, la croissance de l'emploi a augmenté au premier trimestre 2025, s'établissant à 0,3 % (graphique 5) [6]. Cette performance masque des tendances divergentes dans la zone euro. Parmi les principaux pays de la zone, la croissance de l'emploi a été tirée essentiellement par l'Italie et l'Espagne. Dans le même temps, le taux de chômage s'est établi à 6,2 % en avril, restant globalement à ce niveau depuis mi-2024. La demande de main-d'œuvre a de nouveau diminué, le taux de vacance d'emploi revenant à 2,4 % au premier trimestre, soit 0,1 point de pourcentage au-dessous du niveau observé au quatrième trimestre 2024.

6 La croissance trimestrielle de l'emploi dans la zone euro a été révisée à la baisse, à 0,2%, dans la publication de données du 6 juin, soit deux jours après la date d'arrêté des données de ce numéro du *Bulletin économique*.

Graphique 5

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

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



Sources : Eurostat, S&P Global Market Intelligence et calculs de la BCE.
Notes : Les deux lignes indiquent les évolutions mensuelles tandis que les barres représentent des données trimestrielles. Le PMI est exprimé comme un écart par rapport à 50, puis divisé par 10 pour évaluer la croissance de l'emploi en glissement trimestriel. Les dernières observations se rapportent au premier trimestre 2025 pour l'emploi dans la zone euro, à mai 2025 pour l'évaluation de l'emploi ressortant du PMI et à avril 2025 pour le taux de chômage.

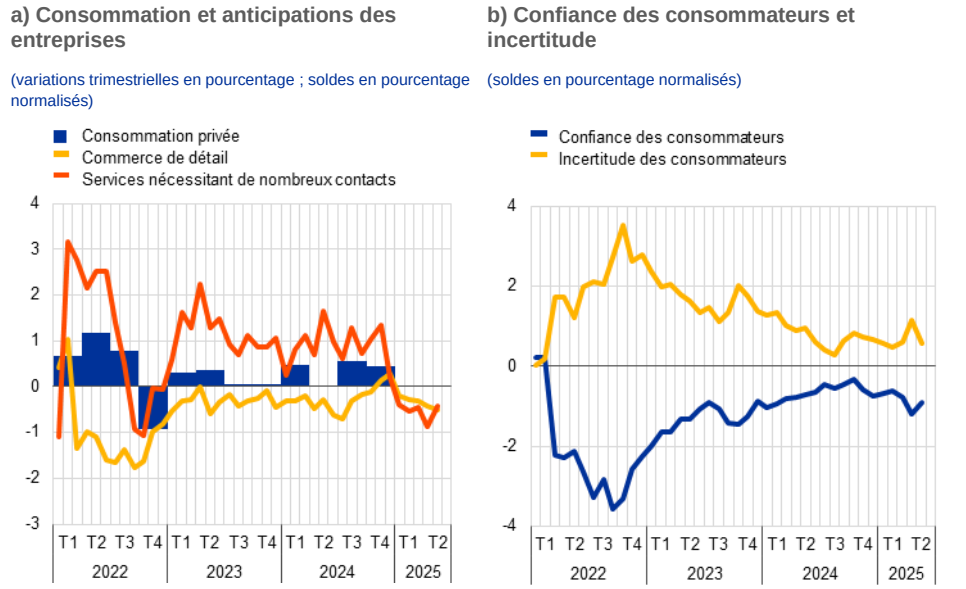
Les indicateurs à court terme du marché du travail signalent une croissance de l'emploi étale au deuxième trimestre. L'indice composite mensuel des directeurs d'achat (PMI) relatif à l'emploi a diminué, revenant à 50,2 en mai, après 50,3 en avril, suggérant une croissance de l'emploi globalement atone. L'indice PMI relatif à l'emploi dans le secteur des services est revenu de 51,3 en avril à 50,9 en mai, tandis que l'indice PMI relatif à l'emploi dans le secteur manufacturier s'est légèrement redressé, passant de 47,4 à 48,1.

La consommation privée a probablement progressé à un rythme plus modéré au premier trimestre 2025. Après avoir augmenté de 0,4 % au quatrième trimestre 2024, en rythme trimestriel (graphique 6, partie a), la croissance de la consommation privée semble s'être légèrement ralentie au premier trimestre 2025, reflétant des dépenses modérées dans les services et un nouveau ralentissement de la consommation de biens. Les données disponibles indiquent également une modération de la dynamique de croissance des dépenses des ménages à court terme. Si, après avoir fortement diminué en avril, l'indicateur de la Commission européenne relatif à la confiance des consommateurs s'est amélioré en mai dans un contexte d'atténuation des tensions commerciales, il reste modéré et bien inférieur à son chiffre moyen pour le premier trimestre de l'année (graphique 6, partie b). En outre, l'incertitude des consommateurs demeure élevée. Les indicateurs de la Commission européenne relatifs aux attentes des entreprises en matière de demande de services nécessitant de nombreux contacts ont augmenté en mai, après être devenus encore plus négatifs en avril (graphique 6, partie a). En revanche, la dernière enquête de la BCE sur les anticipations des consommateurs indique que les dépenses attendues en matière de vacances restent robustes. Dans

le même temps, les anticipations des consommateurs relatives aux achats importants au cours des 12 prochains mois se sont améliorées en mai, tandis que les anticipations concernant le commerce de détail ont de nouveau diminué pour le cinquième mois consécutif. Pour l'avenir, malgré le soutien apporté par les récents gains de pouvoir d'achat, 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.

Graphique 6

Consommation privée, anticipations des entreprises relatives au commerce de détail et aux services nécessitant de nombreux contacts, confiance des consommateurs et incertitude



Sources : Eurostat, Commission européenne et calculs de la BCE.
Notes : Les anticipations des entreprises concernant le commerce de détail (hors véhicules à moteur) et la demande attendue de services nécessitant de nombreux contacts se rapportent aux trois prochains mois ; les « services nécessitant de nombreux contacts » incluent l'hébergement, les voyages et la restauration. La série relative aux services nécessitant de nombreux contacts est normalisée pour la période 2005-2019 et l'incertitude des consommateurs est normalisée pour la période allant d'avril 2019 à mai 2025 par rapport à la moyenne du quatrième trimestre 2021, en raison de la disponibilité des données, tandis que toutes les autres séries sont normalisées pour la période 1999-2019. Les dernières observations se rapportent au quatrième trimestre 2024 pour la consommation privée et à mai 2025 pour toutes les autres rubriques.

L'investissement des entreprises a probablement été soutenu par les exportations effectuées par anticipation au premier trimestre 2025, mais devrait se ralentir à l'avenir en raison des tensions commerciales actuelles [7]**.** Les indicateurs disponibles – tels que la production de biens d'équipement, qui a augmenté de 0,6 % en rythme trimestriel au premier trimestre en excluant l'Irlande – reflètent probablement les exportations effectuées par anticipation et l'accumulation des stocks à la suite des premières modifications (et des modifications supplémentaires attendues) des droits de douane américains, plutôt qu'une accélération sous-jacente de l'investissement. Les signaux actuels restent contrastés, les indices PMI pour le secteur des biens d'équipement – fournisseurs de

[7] Les données des comptes nationaux, publiées le 6 juin à la suite de la réunion du Conseil des gouverneurs, font état d'une croissance régulière de 0,7 % de l'investissement hors construction (à l'exclusion des actifs incorporels irlandais), en rythme trimestriel au premier trimestre 2025, en ligne avec le quatrième trimestre 2024.

nombreux biens d'investissement – affichant des augmentations notables (mais probablement temporaires) de la production, tandis que l'indicateur de la Commission européenne relatif à la confiance pour le secteur reste faible dans un contexte de baisse des anticipations de production (graphique 7, partie a). Dans ce contexte de tensions commerciales accrues et d'incertitude qui y est associée, les investissements des entreprises pourraient être reportés et demeurer modérés tout au long de 2025. La dernière enquête semestrielle sur l'investissement réalisée par la Commission européenne suggère déjà que la croissance sera probablement modeste en 2025. Les informations tirées de la dernière enquête de la BCE sur l'investissement (cf. encadré 3) et du dialogue de mai 2025 avec le secteur des entreprises non financières (*Non-Financial Business Sector Dialogue*) indiquent également une augmentation seulement modérée de l'investissement pour 2025, les entreprises reportant leurs décisions à la lumière des incertitudes actuelles [8]. Toutefois, sauf nouvelle escalade des tensions commerciales, l'investissement dans la zone euro devrait se redresser progressivement, sous l'effet de la diminution de l'incertitude, du renforcement de la demande intérieure et de l'assouplissement des conditions de financement, également soutenu par un renforcement des initiatives nationales et de l'UE en matière de politique économique.

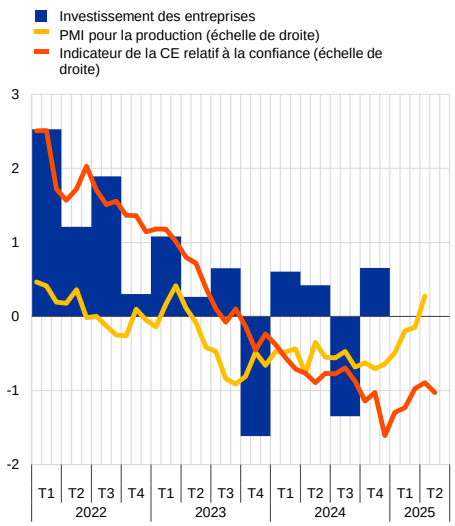
[8] Pour plus d'informations, cf. « *Summary of the Non-Financial Business Sector Dialogue on 14 May 2025 via videoconference* », BCE, 2025.

Graphique 7

Dynamique de l'investissement réel et données d'enquêtes

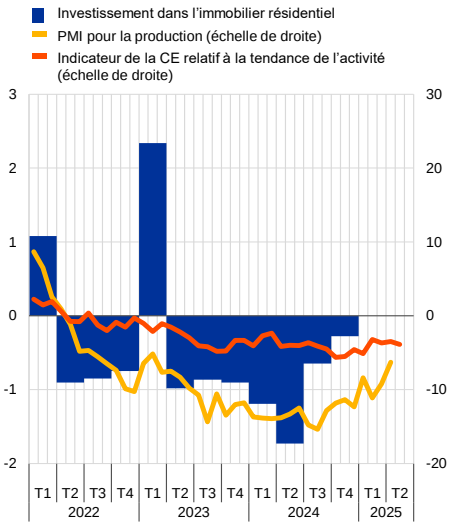
a) Investissement des entreprises

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



b) Investissement dans l'immobilier résidentiel

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



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 est mesuré par l'investissement hors construction en excluant les actifs incorporels irlandais. Les indicateurs à court terme se rapportent au secteur des biens d'équipement. Dans la partie b, la courbe correspondant à l'indicateur relatif à la tendance de l'activité élaboré par la Commission européenne se rapporte à la moyenne pondérée de l'évaluation de la tendance de l'activité par les secteurs de la construction de bâtiments et de la construction spécialisée par rapport aux trois mois précédents, recalculée pour avoir le même écart type que le PMI. La courbe relative au PMI pour la production se rapporte à l'activité dans l'immobilier résidentiel. Les dernières observations se rapportent au quatrième trimestre 2024 pour l'investissement, à avril 2025 pour l'indice PMI relatif à la production et à mai 2025 pour les indicateurs de la Commission européenne.

L'investissement dans l'immobilier résidentiel a probablement nettement augmenté au premier trimestre 2025. Selon les données disponibles par pays, l'investissement dans l'immobilier résidentiel, qui s'était de nouveau contracté au quatrième trimestre 2024, a augmenté de 0,9 % en rythme trimestriel au premier trimestre 2025. La production dans la construction de bâtiments et les activités de construction spécialisées ont augmenté de 0,3 %, après une hausse plus marquée de 0,7 % au trimestre précédent. Pour l'avenir, les indicateurs de l'activité tirés d'enquêtes fournissent des signaux contrastés. L'indicateur de la Commission européenne relatif à la production dans la construction de bâtiments et aux activités de construction spécialisées est resté largement stable en moyenne en avril et en mai, tandis que l'indice PMI pour la production dans la construction de logements a enregistré une amélioration notable en avril (graphique 7, partie b). Si ces indicateurs ont continué d'afficher une croissance négative, l'investissement dans l'immobilier résidentiel devrait s'inscrire légèrement en hausse à court terme. Ces perspectives sont soutenues par une augmentation continue du nombre de permis de construire accordés pour des bâtiments résidentiels au premier trimestre 2025, ainsi que par une amélioration significative de l'évaluation par la Commission européenne des carnets de commandes des entreprises du secteur de la construction de bâtiments en avril et en mai, par rapport à la moyenne du premier trimestre. Ensemble, ces évolutions indiquent un renforcement de la demande de

nouveaux bâtiments résidentiels, ce qui est de bon augure pour la dynamique future de l'investissement dans l'immobilier résidentiel.

Les exportations de biens de la zone euro ont fortement augmenté au premier trimestre 2025, stimulées par l'anticipation des entreprises liée aux droits de douane américains, mais des défis persistent. Les anticipations des entreprises en réponse aux droits de douane américains imminents ont stimulé les volumes des exportations de biens hors zone euro, qui ont nettement augmenté au premier trimestre 2025 (4,9 % glissement sur trois mois). Cette hausse résulte surtout des exportations de produits pharmaceutiques, principalement de l'Irlande et de la Suisse, mais également de l'Allemagne, de la France et de l'Italie. Si de nouvelles anticipations des entreprises pourraient se produire au cours des prochains mois, la hausse des droits de douane, l'incertitude relative aux politiques commerciales et l'appréciation de l'euro devraient freiner les volumes des exportations à plus long terme. S'agissant des importations, l'appréciation de l'euro et le détournement des échanges découlant des tensions commerciales entre les États-Unis et la Chine pourraient réduire les prix à l'importation, car plus de la moitié de la croissance modérée des importations de biens (1,3 % en glissement trimestriel) au premier trimestre résultait de l'augmentation des importations en provenance de Chine.

Par rapport aux projections de mars 2025, la croissance du PIB en volume est restée inchangée pour 2025 et 2027, mais a été légèrement révisée à la baisse pour 2026. Selon les projections de juin 2025 établies par les services de l'Eurosystème, l'économie devrait croître de 0,9 % en 2025, 1,1 % en 2026 et 1,3 % en 2027. La projection inchangée pour 2025 tient à la fois à un premier trimestre meilleur qu'attendu et à de moins bonnes perspectives pour le reste de l'année. Si l'incertitude entourant les politiques commerciales devrait peser sur les investissements des entreprises et les exportations à court terme, la hausse des investissements publics en matière de défense et d'infrastructures soutiendra de plus en plus la croissance à moyen terme. Grâce à une augmentation des revenus réels et à la solidité du marché du travail, les ménages pourront quant à eux accroître leurs dépenses. Combinée à des conditions de financement plus favorables, cette évolution devrait rendre l'économie plus résistante face aux chocs mondiaux.

3 Prix et coûts

L'inflation totale dans la zone euro se situe actuellement au niveau de la cible de 2 % à moyen terme du Conseil des gouverneurs. Selon l'estimation rapide d'Eurostat, elle est revenue à 1,9 % en mai 2025, après 2,2 % en avril. Cette baisse reflète uniquement un recul de l'inflation mesurée par l'IPCH hors énergie et produits alimentaires (IPCHX), qui s'explique par un ralentissement important de la hausse des prix des services. Le renchérissement des produits alimentaires s'est accentué, tandis que la hausse des prix de l'énergie et celle des biens industriels non énergétiques étaient inchangées. La plupart des mesures de l'inflation sous-jacente laissent entrevoir une inflation se stabilisant durablement à la cible de la BCE de 2 % à moyen terme. La croissance des salaires reste élevée mais continue de se modérer nettement, et les bénéfices compensent en partie son effet sur l'inflation. La plupart des mesures des anticipations d'inflation à plus long terme continuent de s'établir autour de 2 %. Dans l'ensemble, l'inflation a continué de suivre largement l'évolution anticipée par les services de l'Eurosystème.

D'après les projections macroéconomiques de juin 2025 établies par les services de l'Eurosystème pour la zone euro, l'inflation totale devrait s'établir en moyenne à 2,0 % en 2025, 1,6 % en 2026 et 2,0 % en 2027. Les révisions à la baisse de l'inflation totale pour 2025 et 2026 par rapport aux projections précédentes reflètent principalement des hypothèses plus basses concernant les prix de l'énergie et l'appréciation de l'euro, ainsi qu'une inflation core *plus faible en 2026* [9]*. Dans un contexte d'incertitude accrue, les projections de juin établies par les services de l'Eurosystème explorent, dans différents scénarios alternatifs illustratifs, certains des mécanismes par lesquels les différentes politiques commerciales pourraient affecter l'inflation. S'il était mis un terme favorable aux tensions commerciales, l'inflation serait légèrement supérieure aux projections de base ci-dessus, tandis qu'une intensification des tensions ramènerait l'inflation au-dessous des niveaux des scénarios de base* [10]*.*

Selon l'estimation rapide d'Eurostat, l'inflation totale de la zone euro mesurée par l'indice des prix à la consommation harmonisé (IPCH) s'est inscrite en baisse, à 1,9 % en mai après 2,2 % en avril (graphique 8). Cette baisse résulte uniquement d'un recul de l'inflation mesurée par l'IPCH hors énergie et produits alimentaires (IPCHX) lié au ralentissement de la hausse des prix des services. La variation des prix de l'énergie est restée inchangée, à – 3,6 % en mai, reflétant un fort effet de base haussier, c'est-à-dire qu'une baisse importante d'un mois sur l'autre a été masquée par une baisse d'ampleur comparable intervenue un an auparavant. En revanche, la hausse des prix des produits alimentaires s'est accentuée, ressortant à 3,3 % en mai après 3,0 % en avril. Cette hausse résulte d'une augmentation en rythme annuel des prix des produits alimentaires transformés, qui a plus que compensé la baisse en rythme annuel des prix des

9 Cf. « Projections macroéconomiques pour la zone euro établies par les services de l'Eurosystème, juin 2025 », publiées sur le site internet de la BCE le 5 juin 2025.

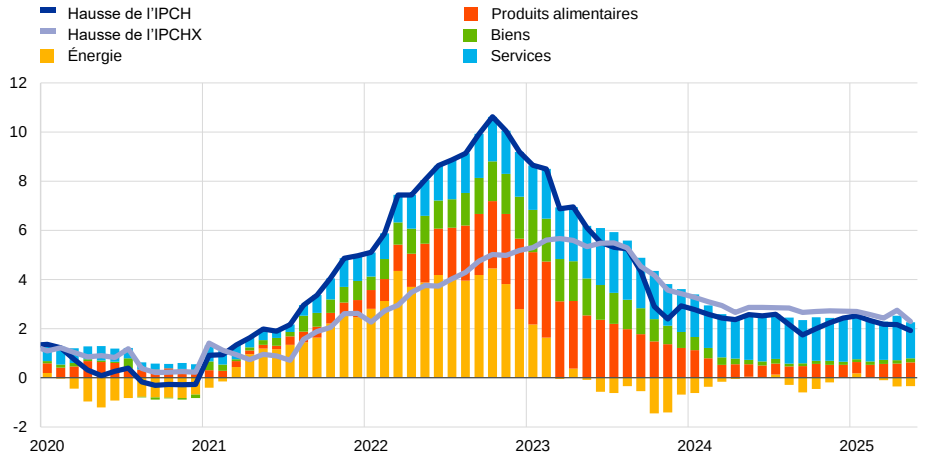
10 Pour plus de détails sur les projections dans le cadre de scénarios alternatifs relatifs à la politique commerciale, cf. l'encadré 2 intitulé « Droits de douane américains et incertitude relative aux politiques commerciales », « Projections macroéconomiques pour la zone euro établies par les services de l'Eurosystème, juin 2025 ».

produits alimentaires non transformés. L'inflation mesurée par l'IPCHX est revenue à 2,3 % en mai après 2,7 % en avril. Cette baisse reflète un ralentissement de la hausse des prix des services à 3,2 % en mai après 4,0 % en avril, tandis que la hausse des prix des biens industriels non énergétiques est restée inchangée à un taux modéré de 0,6 % pour le quatrième mois consécutif. La décélération de la composante services en mai pourrait représenter une correction de la forte hausse des prix des services liés aux voyages en avril en raison de la période de Pâques.

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 mai 2025 (estimation rapide d'Eurostat).

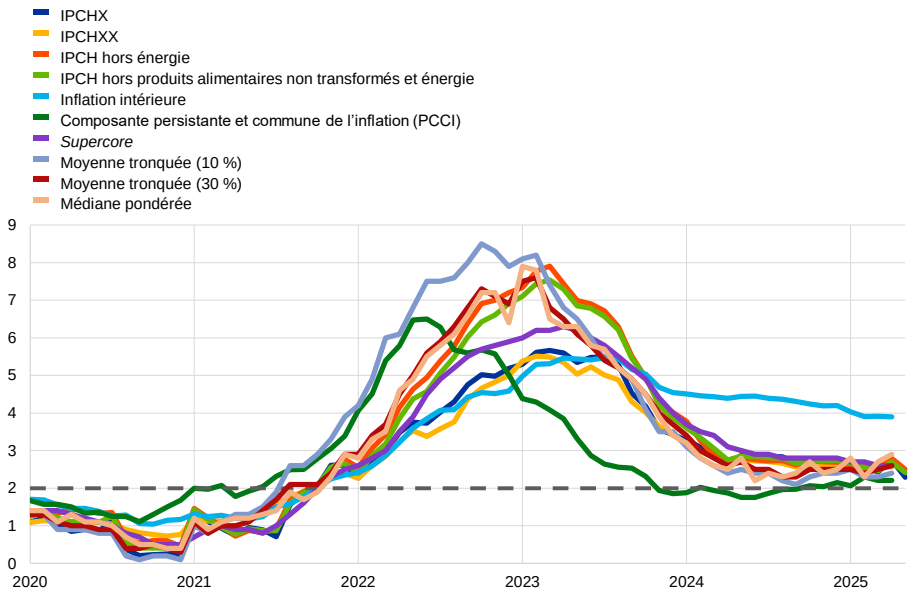
Les données disponibles pour mai indiquent que les mesures de l'inflation sous-jacente liées aux services liés aux voyages ont diminué après avoir augmenté en avril, tandis que d'autres indicateurs disponibles seulement jusqu'en avril ont affiché des signaux contrastés. En avril 2025, les valeurs des indicateurs se sont établies entre 2,2 % et 2,9 % [11]. Les données disponibles pour mai montrent que, l'IPCH hors énergie et l'IPCH hors énergie et produits alimentaires non transformés, qui intègrent des composantes des services liées aux voyages ont diminué en mai pour s'établir à 2,5 % et 2,4 %, après 2,8 % et 2,7 % en avril, respectivement. En revanche, la hausse de l'IPCH hors composantes liées aux voyages, à l'habillement et à la chaussure (IPCHXX) est demeurée inchangée à 2,6 % en avril. La composante persistante et commune de l'inflation (PCCI), qui est généralement l'indicateur de l'inflation sous-jacente qui constitue le meilleur prédicteur de l'inflation totale future, reste inchangée à 2,2 %, au bas de la fourchette, tandis que l'indicateur médian pondéré a augmenté pour atteindre 2,9 %. L'indicateur *Supercore*, qui comprend les composantes de l'IPCH sensibles au cycle d'activité, demeure à 2,6 %. L'inflation intérieure, qui exclut certaines composantes liées aux voyages mais inclut l'hébergement, s'est établie à 3,9 % pour le troisième mois consécutif.

11 Avril 2025 est le dernier mois pour lequel tous les indicateurs sont disponibles.

Graphique 9

Indicateurs de l’inflation sous-jacente

(variations annuelles en pourcentage)



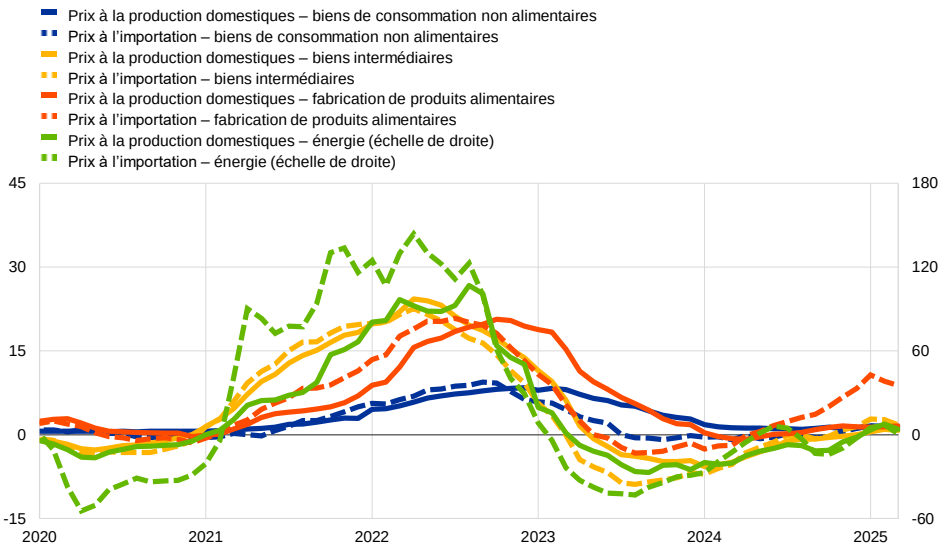
Sources : Eurostat et calculs de la BCE.
Notes : La ligne grise en pointillés représente la cible d’inflation de la BCE de 2 % à moyen terme. Les dernières observations se rapportent à mai 2025 (estimation rapide d’Eurostat) pour l’IPCHX, l’IPCH hors énergie et l’IPCH hors produits alimentaires non transformés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

La plupart des indicateurs des tensions en amont sur les biens ont diminué en mars, et demeurent à des taux modérés (graphique 10). En amont de la chaîne des prix, la hausse des prix à la production pour l’énergie est revenue à 3,8 % en mars, après 7,6 % en février. Le taux de croissance annuel des prix à la production pour les ventes domestiques de biens intermédiaires est revenu à 0,8 % en mars, après 0,9 % en février. En aval de la chaîne des prix, la hausse des prix à la production domestiques des biens de consommation non alimentaires s’est ralentie à 1,4 % en mars, après 1,5 % en février, tandis que la hausse des prix à la production pour la fabrication de produits alimentaires s’est établie à 1,6 % après 1,4 %. La hausse des prix à l’importation des produits alimentaires manufacturés est revenue à 8,8 % en mars après 9,6 % en février, demeurant à un niveau élevé. S’agissant des biens intermédiaires, le taux de croissance annuel des prix à l’importation est revenu à 1,7 %, après 2,7 %. La baisse des taux de hausse des prix à l’importation reflète en partie l’appréciation récente de l’euro.

Graphique 10

Indicateurs des tensions en amont de la chaîne des prix

(variations annuelles en pourcentage)



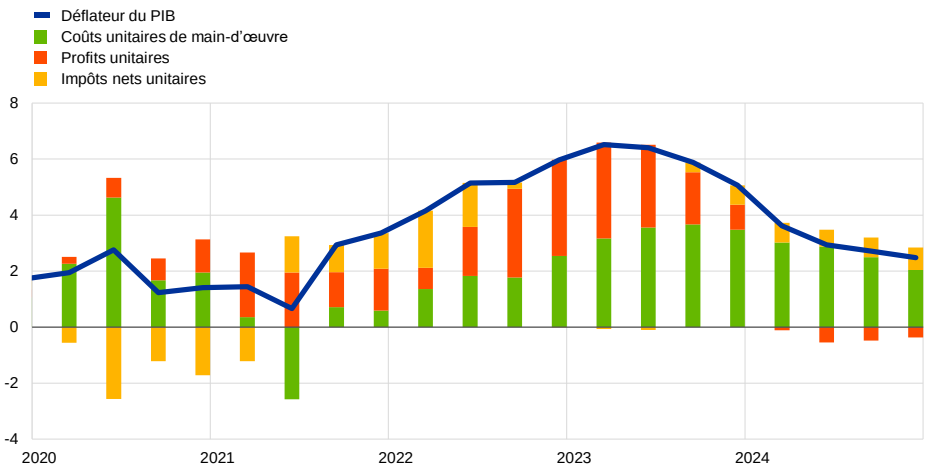
Sources : Eurostat et calculs de la BCE.
Note : Les dernières observations se rapportent à mars 2025.

Les tensions d'origine interne sur les coûts, mesurées par la croissance du déflateur du PIB, se sont atténuées au quatrième trimestre 2024 pour le septième trimestre consécutif (graphique 11). Les dernières données disponibles des comptes nationaux relatives aux tensions d'origine interne sur les coûts pour la zone euro se rapportent au quatrième trimestre 2024. Le taux de croissance annuel du déflateur du PIB est revenu à 2,5 % au quatrième trimestre 2024, après 2,7 % au trimestre précédent. Cela reflète une contribution plus faible des coûts unitaires de main-d'œuvre et une contribution négative des bénéfices unitaires, qui ont contrebalancé la légère augmentation des impôts nets unitaires. Les indicateurs disponibles pour la croissance des salaires au premier trimestre 2025 confirment que la croissance des coûts de main-d'œuvre a continué de se ralentir. L'estimation rapide de l'indice du coût de main-d'œuvre affiche une baisse, à 3,3 % au premier trimestre 2025 après 4,1 % au quatrième trimestre 2024. Le taux de croissance des salaires négociés a également diminué, ressortant à 2,4 % au premier trimestre 2025, après 4,1 % le trimestre précédent. Pour la période à venir, l'outil de suivi des salaires de la BCE, qui intègre des données relatives aux accords salariaux négociés jusqu'en mai 2025, continue d'indiquer une atténuation des tensions sur la croissance des salaires tout au long de 2025.

Graphique 11

Décomposition du déflateur du PIB

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



Sources : Eurostat et calculs de la BCE.
Notes : La rémunération par tête apporte une contribution positive aux variations des coûts unitaires de main-d'œuvre, tandis que la productivité du travail apporte une contribution négative. Les dernières observations se rapportent au quatrième trimestre 2024.

Depuis la réunion du Conseil des gouverneurs d'avril, les indicateurs des anticipations d'inflation à plus long terme extraits des instruments de marché ont peu évolué, tandis que les mesures de la compensation de l'inflation à court terme extraites des instruments de marché ont diminué pour s'établir à des niveaux inférieurs à 2 % (graphique 12). Dans l'enquête de la BCE auprès des prévisionnistes professionnels pour le deuxième trimestre 2025 et l'enquête réalisée en juin 2025 par la BCE auprès des analystes monétaires, la moyenne et la médiane des anticipations d'inflation à plus long terme sont restées à 2 %. Les anticipations à court terme tirées d'enquêtes pour 2025 se sont également établies autour de 2 %, de faibles évolutions reflétant les dernières données disponibles et des variations des prix des matières premières énergétiques. Le taux des *swaps* indexés sur l'inflation à un an – une mesure de la compensation de l'inflation à court terme extraite des instruments de marché – a diminué de 0,2 point de pourcentage pour s'établir à 1,7 % environ au cours de la période sous revue, ce qui suggère que l'incertitude relative à la politique commerciale est largement considérée comme désinflationniste par les intervenants de marché dans la zone euro. Pour les échéances à moyen et long terme, après les annonces sur les droits de douane américains, la compensation de l'inflation a largement effacé la forte revalorisation qui avait suivi l'annonce budgétaire antérieure du gouvernement allemand. De ce fait, les taux des *swaps* indexés sur l'inflation à cinq ans se sont établis à près de 2 %. Les anticipations d'inflation à court terme des consommateurs ont légèrement augmenté, tandis que leurs anticipations à moyen terme sont demeurées stables. Selon l'enquête sur les anticipations des consommateurs de la BCE d'avril 2025, les anticipations médianes relatives à l'inflation totale au cours des 12 prochains mois sont ressorties à 3,1 % en avril, après 2,9 % en mars. Les anticipations à trois ans sont toutefois restées inchangées à 2,5 %. Parallèlement, le taux médian de l'inflation perçue sur les 12 mois précédents est également resté inchangé, à 3,1 %. La légère hausse des anticipations d'inflation à court terme peut refléter une montée

de l’incertitude relative à l’inflation et une détérioration du sentiment économique des participants à l’enquête.

Graphique 12

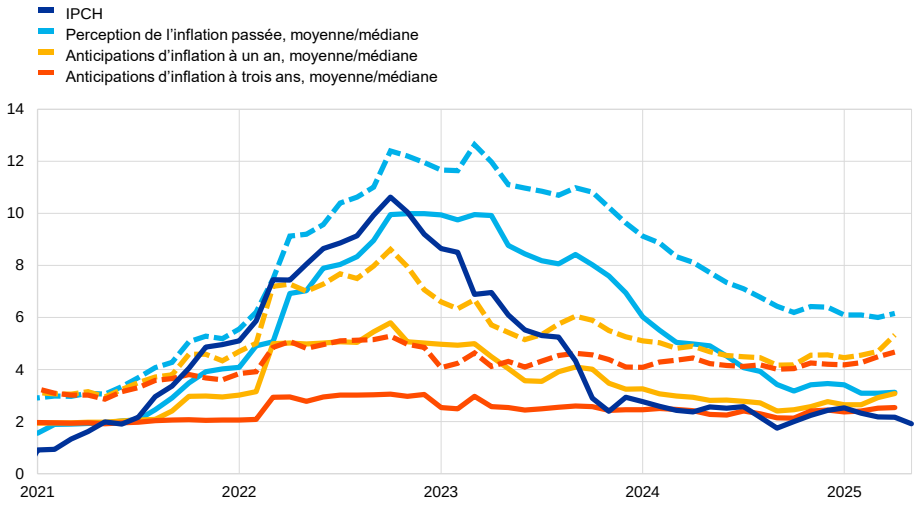
Mesures de la compensation de l’inflation extraites des instruments de marché et anticipations d’inflation des consommateurs

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

(variations annuelles en pourcentage)

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

(variations annuelles en pourcentage)



Sources : LSEG, Eurostat, enquête sur les anticipations des consommateurs de la BCE et calculs de la BCE.
Notes : La partie a) présente les taux à terme des *swaps* indexés sur l’inflation à différents horizons pour la zone euro. La ligne verticale grise indique le début de la période sous revue, le 6 mars 2025. Dans la partie b), les lignes en pointillés montrent le taux moyen et les lignes continues, le taux médian. Les dernières observations se rapportent au 4 juin 2025 pour la partie a) et à mai 2025 (estimation rapide d’Eurostat) pour l’IPCH, et à avril 2025 pour les autres mesures dans la partie b).

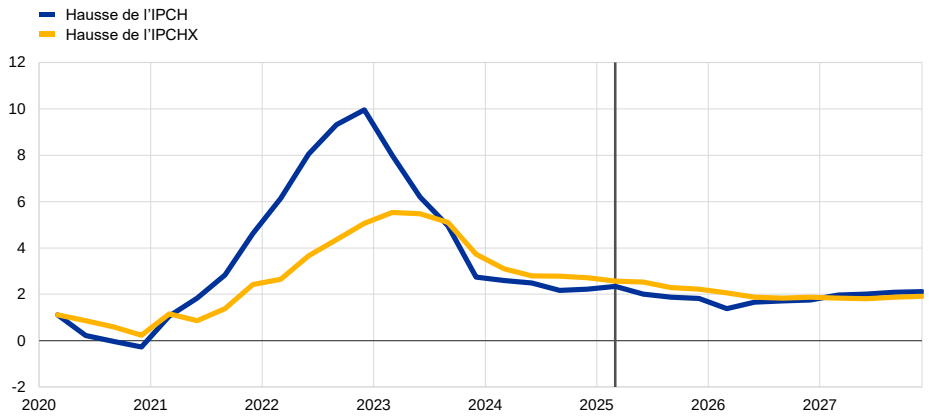
Les projections macroéconomiques de juin 2025 prévoient que l’inflation totale devrait, en moyenne, s’établir à 2,0 % en 2025 et 1,6 % en 2026, avant de revenir à 2,0 % en 2027 (graphique 13). L’inflation totale devrait diminuer pour s’inscrire au-dessous de 2 % au deuxième trimestre 2025 et atteindre un point bas de 1,4 % environ au début 2026, reflétant un recul de toutes les principales composantes : énergie, produits alimentaires et inflation *core* (cette dernière étant

principalement déterminée par les services). L'inflation totale devrait ensuite s'accélérer en 2027. Cette augmentation projetée reflète principalement un effet haussier temporaire résultant de la hausse des prix de l'énergie en 2027, en raison des mesures budgétaires liées à la transition climatique, en particulier l'introduction d'un nouveau système d'échange de quotas d'émission. Par rapport aux projections de mars 2025, les perspectives pour l'inflation totale ont été révisées à la baisse de 0,3 point de pourcentage pour 2025 et 2026, mais sont largement inchangées pour 2027. La révision à la baisse de 2025 résulte entièrement de la variation des prix de l'énergie, reflétant des données plus faibles que prévu et des hypothèses de prix plus basses pour le pétrole, le gaz et l'électricité. La hausse de l'IPCHX devrait se situer, en moyenne, à 2,4 % en 2025 et à 1,9 % en 2026 et 2027, à mesure que les effets des chocs importants passés sur la hausse des prix des services continuent de s'estomper. Par rapport aux projections de mars 2025, l'inflation mesurée par l'IPCHX a été révisée à la hausse de 0,2 point de pourcentage pour 2025 et à la baisse de 0,1 point de pourcentage pour 2026.

Graphique 13

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

(variations annuelles en pourcentage)



Sources : Eurostat et Projections macroéconomiques pour la zone euro établies par les services de l'Eurosystème, juin 2025.
Notes : La ligne verticale grise indique le dernier trimestre avant le début de l'horizon de projection. Les dernières observations se rapportent au premier trimestre 2025 pour les données et au quatrième trimestre 2027 pour les projections. Les projections macroéconomiques de juin 2025 ont été finalisées le 21 mai 2025 et la date d'arrêté des hypothèses techniques est le 14 mai 2025. Les données historiques et projetées relatives à l'inflation mesurée par l'IPCH et l'IPCHX sont déclarées trimestriellement.

4 Évolutions sur les marchés financiers

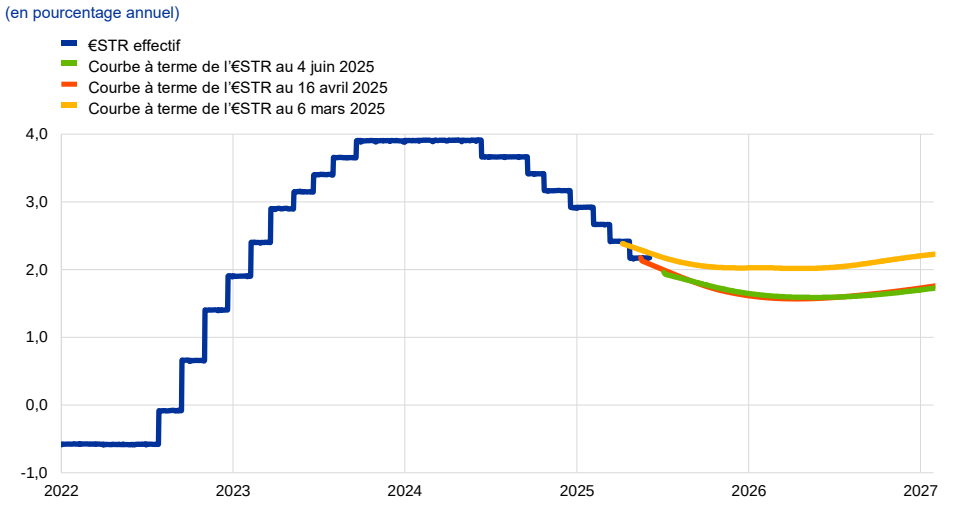
Au cours de la période sous revue, du 6 mars au 4 juin 2025, les évolutions sur les marchés financiers de la zone euro ont été principalement déterminées par l'incertitude élevée entourant les politiques commerciales. L'annonce de droits de douane draconiens par les États-Unis le 2 avril a entraîné une forte correction des prix des actifs financiers, tandis que l'apaisement lié à la suspension ultérieure de ces droits de douane a déclenché un redressement des marchés des actifs risqués. Toutefois, l'incertitude élevée concernant les droits de douane et l'assombrissement des perspectives économiques ont continué de peser sur les marchés financiers. Dans l'ensemble, la courbe à terme du taux sans risque à court terme de l'euro (€STR) 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 de presque 60 points de base dans la zone euro d'ici fin 2025. Les rendements des obligations souveraines à long terme ont également baissé dans un contexte de tensions commerciales, avec une compression des écarts de rendement par rapport aux taux des swaps *indexés au jour le jour (OIS) correspondants. Les marchés d'actions mondiaux ont affiché un profil en V marqué, l'indice boursier de la zone euro terminant la période sous revue globalement inchangé malgré des fluctuations significatives. 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 (5,4 %) ainsi qu'en termes pondérés des échanges commerciaux (2,5 %).*

Au cours de la période sous revue, les taux sans risque de la zone euro ont fortement diminué, les intervenants de marché ayant accru leurs anticipations de réductions à court terme du taux de la facilité de dépôt (graphique 14). Le taux de référence à court terme de l'euro (€STR) s'est établi à 2,17 % à la fin de la période sous revue, à la suite des décisions largement anticipées prises par le Conseil des gouverneurs lors de ses réunions de mars et d'avril d'abaisser les taux directeurs de la BCE de 25 points de base. L'excédent de liquidité a diminué de 117 milliards d'euros environ pour s'établir à 2 710 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 des annonces d'une expansion budgétaire planifiée en Allemagne et d'initiatives visant à augmenter les dépenses militaires dans l'UE (le plan ReArm Europe), faites juste avant le début de la période sous revue, la courbe à terme a progressivement inversé une part importante 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 2025 et l'intensification des tensions commerciales mondiales qui en a résulté ont entraîné une nette réévaluation à la baisse de la courbe à terme de l'€STR, reflétant les anticipations d'une accélération du rythme d'assouplissement de la politique monétaire dans la zone euro. Le flux de nouvelles positives liées aux droits de douane, principalement la suspension de 90 jours des droits de douane américains supplémentaires annoncée début avril et les accords sur les droits de douane

conclus entre les États-Unis et le Royaume-Uni et entre les États-Unis et la Chine, a apaisé les marchés financiers. Par la suite, toutefois, de nouvelles informations négatives liées au commerce ont une fois de plus pesé sur les perspectives relatives aux taux d'intérêt. À la fin de la période sous revue, les intervenants de marché intégraient dans leurs prix des baisses cumulées de taux d'intérêt de presque 60 points de base à fin 2025, soit environ 35 points de base de plus qu'au début de la période. Les taux sans risque à long terme dans la zone euro ont également diminué au cours de la période sous revue, bien que dans une moindre mesure que les taux sans risque à court terme, le taux nominal des OIS à dix ans ayant baissé de 18 points de base pour s'établir à 2,4 % au cours de cette période.

Graphique 14

Taux à terme de l'€STR



Sources : Bloomberg et calculs de la BCE.
Note : La courbe des taux à terme est estimée à l'aide des taux OIS (€STR) au comptant.

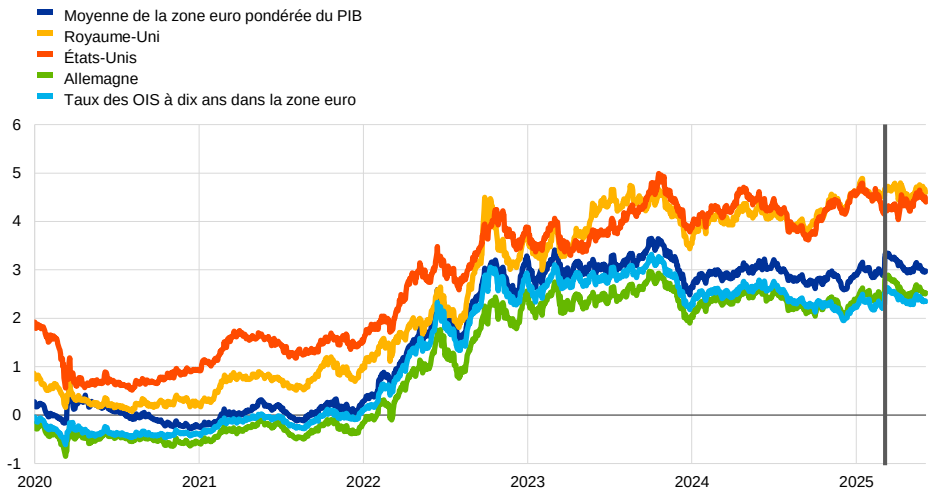
Les rendements des obligations souveraines à long terme ont également diminué dans un contexte de tensions commerciales, évolution qui s'est accompagnée d'une compression des écarts de rendement (graphique 15). Le rendement pondéré du PIB des obligations souveraines à dix ans de la zone euro s'est établi à 3 % environ à la fin de la période sous revue, soit une baisse de 36 points de base par rapport à son niveau de départ, les écarts de rendement par rapport au taux OIS se réduisant de 19 points de base. Des fluctuations ont été observées par intermittence au cours de la période sous revue, ainsi que des variations d'un pays à l'autre liées à l'évolution des échanges commerciaux. Immédiatement après l'annonce initiale relative aux droits de douane américains le 2 avril 2025 et la hausse de l'incertitude qui en a résulté, les prix des obligations souveraines de la zone euro ont augmenté, les prix des obligations allemandes enregistrant des hausses importantes. Dans le même temps, les titres du Trésor américain (ainsi que le dollar américain) ont été soumis à des pressions provenant du marché en raison de doutes émergeant quant à leur statut de valeur refuge et à l'impact des droits de douane sur l'inflation aux États-Unis. Certains de ces effets se sont depuis lors inversés après l'annonce d'une pause de 90 jours sur les droits de douane supplémentaires et l'apaisement des tensions commerciales entre les États-

Unis et la Chine, qui ont entraîné une augmentation des rendements des obligations allemandes et un resserrement des *spreads* sur les obligations des pays de la zone euro à rendement plus élevé (*higher-yield*). Le rendement des titres du Trésor américain à dix ans a significativement fluctué au cours de la période sous revue, pour s'établir *in fine* à 4,4 % environ, soit quelque 13 points de base au-dessus de son niveau au début de la période. Cette hausse des rendements des obligations aux États-Unis s'explique par une combinaison de facteurs incluant, très récemment, l'attention accrue portée aux niveaux d'endettement croissants du pays et la décision récente de Moody's d'abaisser sa notation de crédit.

Graphique 15

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

(en pourcentage annuel)



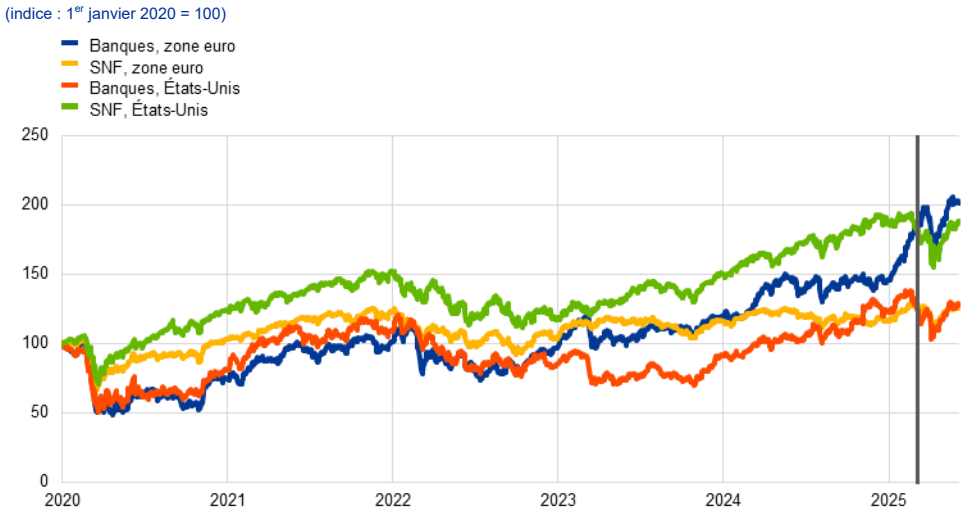
Sources : LSEG et calculs de la BCE.
Notes : La ligne verticale grise indique le début de la période sous revue le 6 mars 2025. Les dernières observations se rapportent au 4 juin 2025.

Les marchés d'actions mondiaux ont affiché un profil en V marqué, l'indice boursier de la zone euro terminant la période sous revue pratiquement inchangé (graphique 16). L'annonce de dépenses budgétaires en Allemagne début mars a entraîné une forte hausse sur les marchés d'actions européens. Toutefois, l'annonce des droits de douane américains le 2 avril a provoqué des cessions massives sur les marchés d'actions mondiaux, avec pour conséquence d'importants pics de volatilité. Les prix des actions dans le monde entier ont rapidement regagné ces pertes liées aux droits de douane américains après l'annonce de leur suspension de 90 jours, malgré l'incertitude persistante relative aux échanges commerciaux. Vers la fin mai, les prix des actions européennes ont légèrement baissé après l'annonce par l'administration américaine de son intention d'imposer des droits de douane de 50 % sur les importations européennes, mais ont rapidement rebondi après la suspension de ces droits de douane jusqu'au 9 juillet. Au cours de la période sous revue dans son ensemble, les indices boursiers de la zone euro sont restés globalement inchangés, les actions ayant diminué de 1,4 % pour les sociétés non financières (SNF) et augmenté de 3,3 % pour les banques. En revanche, les indices boursiers américains se sont renforcés de 4,4 % environ dans

l’ensemble, avec des hausses de 4,9 % pour les banques et de 4,8 % pour les SNF. Néanmoins, l’incertitude entourant les politiques commerciales demeure une source importante de risques à la baisse pour les marchés des actifs risqués.

Graphique 16

Indices boursiers dans la zone euro et aux États-Unis

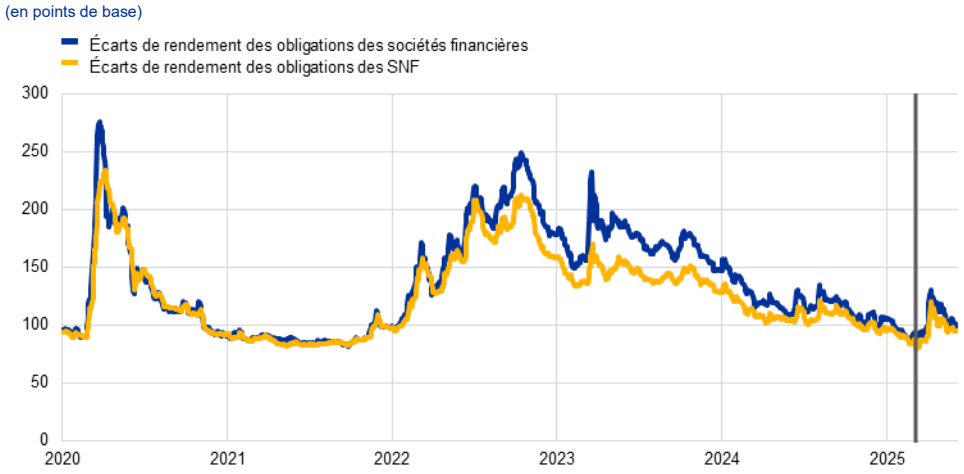


Sources : LSEG et calculs de la BCE.
Notes : La ligne verticale grise indique le début de la période sous revue le 6 mars 2025. Les dernières observations se rapportent au 4 juin 2025.

Les écarts de rendement des obligations d’entreprises se sont élargis à la fois au sein du compartiment bien noté et du compartiment à rendement élevé (graphique 17). Les risques à la baisse sur les perspectives économiques ont pesé sur les marchés des obligations d’entreprise, en particulier à la suite des annonces de droits de douane américains début avril 2025. En dépit d’un récent resserrement, les écarts de rendement au sein du compartiment bien noté et du compartiment à rendement élevé se sont élargis d’environ 13 et 34 points de base, respectivement, au cours de la période sous revue. Au sein du compartiment à rendement élevé, les écarts de rendement des obligations émises par les SNF ont augmenté de 25 points de base, tandis que les écarts de rendement des obligations émises par les sociétés financières se sont élargis d’environ 66 points de base.

Graphique 17

Écarts de rendement des obligations du secteur des entreprises de la zone euro



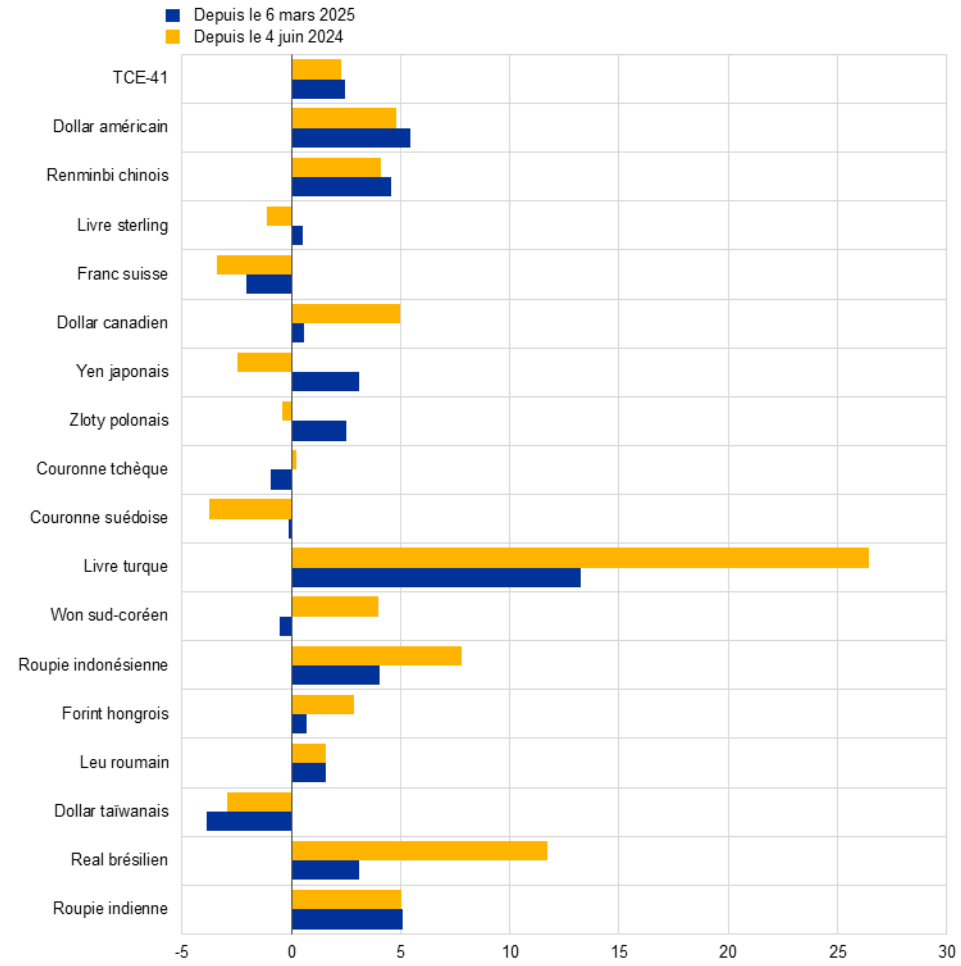
Sources : LSEG et calculs de la BCE.
Notes : La ligne verticale grise indique le début de la période sous revue le 6 mars 2025. Les dernières observations se rapportent au 4 juin 2025.

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 18). Le taux de change effectif nominal de l'euro, mesuré par rapport aux devises des 41 principaux partenaires commerciaux de la zone euro, a augmenté de 2,5 % au cours de la période sous revue. Cette appréciation a été généralisée. Une forte appréciation de 5,4 % vis-à-vis du dollar américain a largement résulté d'une modification des anticipations de marché relatives aux perspectives de croissance et d'inflation aux États-Unis et de l'impact potentiel des politiques de l'administration américaine sur la demande d'actifs américains, en particulier à la suite de l'annonce de droits de douane début avril. Elle peut également être attribuée au sentiment plus positif des investisseurs à l'égard de l'euro après l'annonce de dépenses budgétaires en Allemagne et la tenue de la réunion extraordinaire du Conseil européen sur le renforcement des capacités de défense de l'UE début mars. L'euro s'est également renforcé de 4,6 % vis-à-vis du renminbi chinois, qui s'est d'abord affaibli en raison de l'impact défavorable attendu des droits de douane américains, avant de se redresser légèrement après un apaisement partiel des tensions commerciales entre les États-Unis et la Chine. L'euro s'est fortement apprécié vis-à-vis des devises des économies de marché émergentes, qui ont également été affaiblies par les droits de douane américains et les inquiétudes concernant la croissance mondiale. À l'inverse, il s'est déprécié de 2,0 % vis-à-vis du franc suisse, une valeur refuge traditionnelle, dans un contexte de prudence générale sur les marchés.

Graphique 18

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 4 juin 2025.

5 Conditions de financement et évolutions du crédit

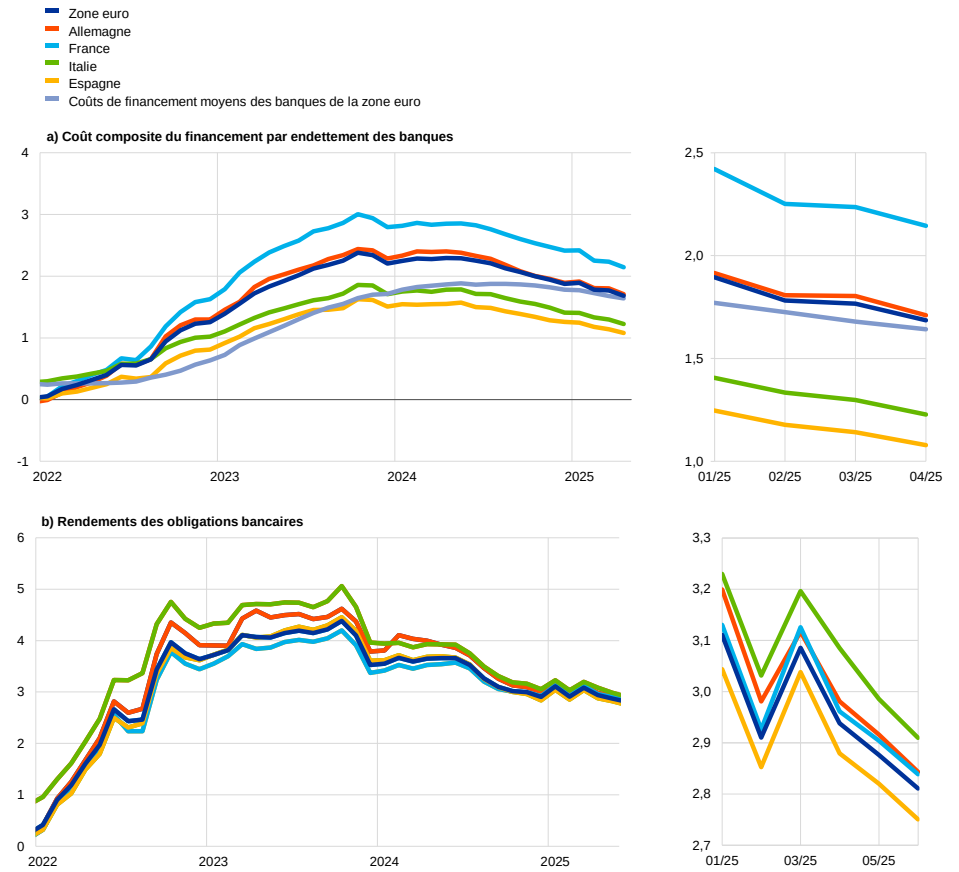
En avril, les coûts de financement des banques ont continué de diminuer, reflétant la baisse des taux directeurs. Les taux d'intérêt moyens des nouveaux prêts aux entreprises ont diminué en avril, à 3,8 %, tandis que les taux d'intérêt moyens sur les nouveaux prêts hypothécaires consentis aux ménages sont restés à 3,3 %. La disparité entre les taux débiteurs consentis aux ménages et ceux qui sont appliqués aux entreprises reflète les différences en matière de périodes de fixation des prêts. La croissance des prêts aux entreprises et aux ménages a continué de se redresser progressivement en avril, mais est restée bien inférieure aux moyennes historiques, reflétant des perspectives macroéconomiques atones et une incertitude élevée. Au cours de la période sous revue allant du 6 mars au 4 juin 2025, le coût pour les entreprises du financement par émissions d'actions a un peu augmenté, en raison de la légère hausse de la prime de risque sur actions, tandis que le coût du financement par endettement de marché a légèrement baissé. Le taux de croissance annuel de l'agrégat monétaire large (M3) s'est inscrit en hausse pour s'établir à 3,9 % en avril.

Les coûts de financement des banques ont continué de diminuer en avril 2025. 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 de financement des banques, s'est à nouveau modéré en avril (graphique 19, partie a), reflétant les réductions des taux directeurs de la BCE, tandis que la baisse globale des coûts moyens de financement des banques a été plus modeste au cours du mois. Les taux des dépôts et ceux du marché monétaire interbancaire ont continué de baisser, le taux de dépôt composite ressortant à 1,0 % en avril après un pic à 1,4 % en mai 2024. Les rendements des obligations bancaires sont demeurés globalement stables en mars et avril 2025 et ont légèrement diminué en mai, en dépit d'une volatilité accrue des marchés financiers en début de mois, en partie liée aux récentes annonces sur les droits de douane américains (graphique 19, partie b). Comme au cours des mois précédents, les taux d'intérêt sur les dépôts à terme des entreprises et des ménages ont baissé plus fortement que ceux appliqués aux dépôts à vue, réduisant l'écart significatif entre les taux d'intérêt des dépôts à terme et ceux des dépôts à vue, tant pour les entreprises que pour les ménages.

Graphique 19

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

(pourcentages annuels)



Sources : BCE, S&P Dow Jones Indices LLC et/ou ses filiales et calculs de la BCE.
Notes : Les coûts 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 fondés 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 avril 2025 pour le coût composite du financement par endettement des banques (partie a) et au 4 juin 2025 pour les rendements des obligations bancaires (partie b).

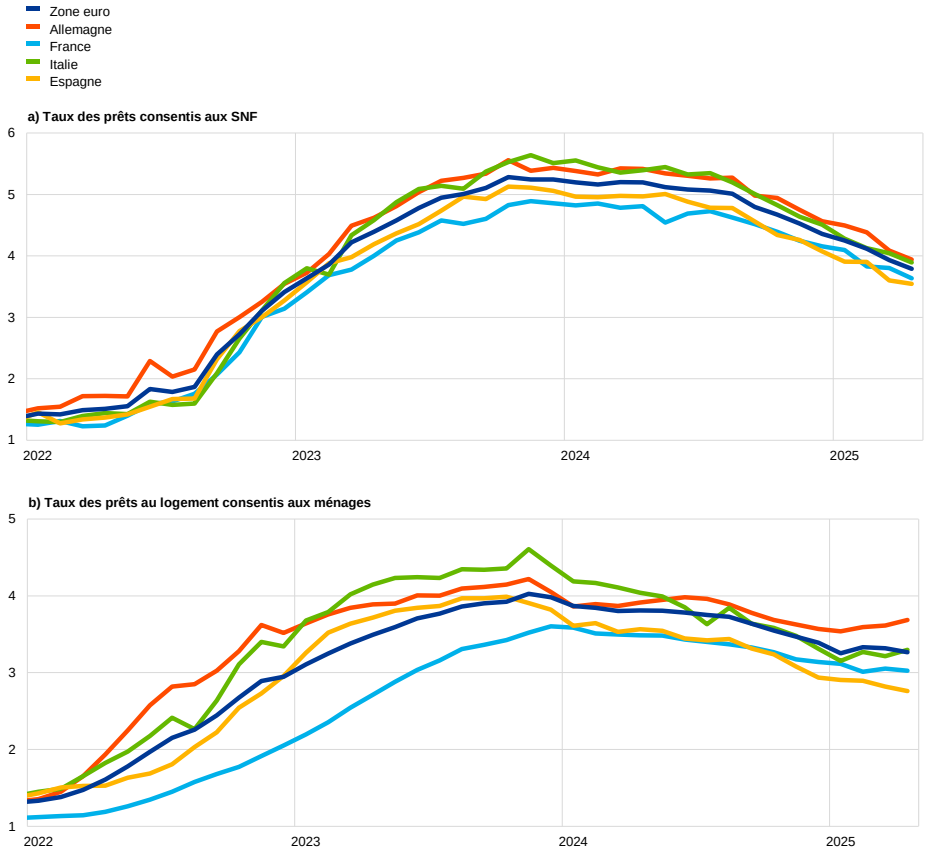
Les taux débiteurs bancaires appliqués aux entreprises ont poursuivi leur baisse tandis que les taux hypothécaires consentis aux ménages sont demeurés globalement stables, reflétant les différences en matière de périodes de fixation des prêts. En avril 2025, les taux débiteurs appliqués aux nouveaux prêts consentis aux sociétés non financières (SNF) ont diminué de 14 points de base pour s'établir à 3,79 %, soit une baisse d'environ 1,5 point de pourcentage par rapport à leur point haut d'octobre 2023 (graphique 20, partie a). Ce recul a été généralisé dans les plus grands pays de la zone euro et s'explique par les prêts à court terme d'une durée inférieure ou égale à un an. En revanche, les taux débiteurs sur les prêts à échéances plus longues sont restés globalement inchangés, reflétant le niveau plus élevé des taux sans risque à long terme. L'écart entre les taux d'intérêt appliqués aux prêts de faible montant et aux prêts de montant élevé consentis aux entreprises est resté stable en avril, à 46 points de base, un niveau légèrement supérieur à son point bas historique et avec des variations d'un pays à

l'autre. Pour les ménages, les taux débiteurs appliqués aux nouveaux prêts au logement ont baissé de 5 points de base pour s'établir à 3,27 % en avril, soit environ 80 points de base au-dessous de leur pic de novembre 2023, mais avec des variations d'un pays à l'autre (graphique 20, partie b). Cela étant, les taux hypothécaires appliqués aux prêts purement nouveaux, c'est-à-dire hors renégociations, sont demeurés globalement stables. La disparité entre les taux débiteurs consentis aux ménages et ceux qui sont appliqués aux entreprises reflète les différences en matière de périodes de fixation des prêts. Les prêts aux ménages sont généralement assortis de périodes de fixation plus longues, ce qui les rend moins sensibles aux fluctuations des taux de marché à court terme.

Graphique 20

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

(pourcentages annuels)



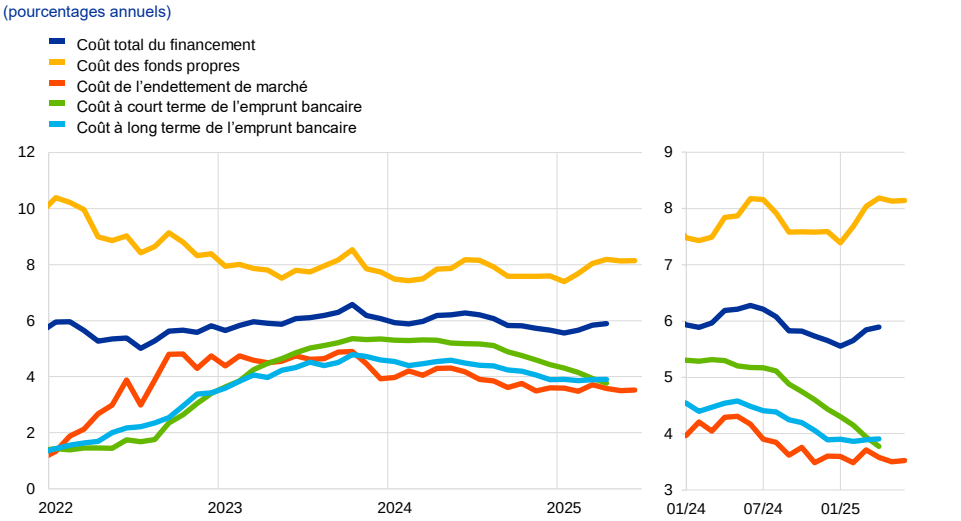
Sources : BCE et calculs de la BCE.
Notes : « SNF » signifie sociétés non financières. Les taux débiteurs bancaires composites sont calculés en agrégeant les taux à court et à long terme à l'aide de la moyenne mobile sur 24 mois des volumes de contrats nouveaux. Les dernières observations se rapportent à février 2025.

Au cours de la période sous revue allant du 6 mars au 4 juin 2025, le coût pour les entreprises du financement par émission d'actions a un peu augmenté, tandis que le coût du financement par endettement de marché a légèrement baissé. Sur la base des données mensuelles disponibles jusqu'en avril 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 avril

par rapport au mois précédent et s'est établi à 5,9 % (graphique 21) [12]. Cette évolution résulte d'une hausse du coût des fonds propres due à une légère augmentation de la prime de risque sur actions. Toutes les autres composantes ont baissé ou sont restées inchangées. Les données quotidiennes couvrant la période sous revue s'achevant le 4 juin 2025 montrent que le coût du financement par endettement de marché a de nouveau légèrement diminué. Cette baisse résulte d'un déplacement vers le bas de la courbe des *swaps* au jour le jour (OIS) pour toutes les échéances, qui n'a été que partiellement compensé par une hausse des écarts de rendement des obligations d'entreprises, en particulier concernant les obligations dans le secteur à haut rendement (*high-yield sector*). Le coût du financement par émission d'actions a un peu augmenté sur la même période en réponse à une légère hausse de la prime de risque sur actions, malgré la baisse du taux d'intérêt sans risque à long terme, approximé par le taux OIS à dix ans.

Graphique 21

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



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

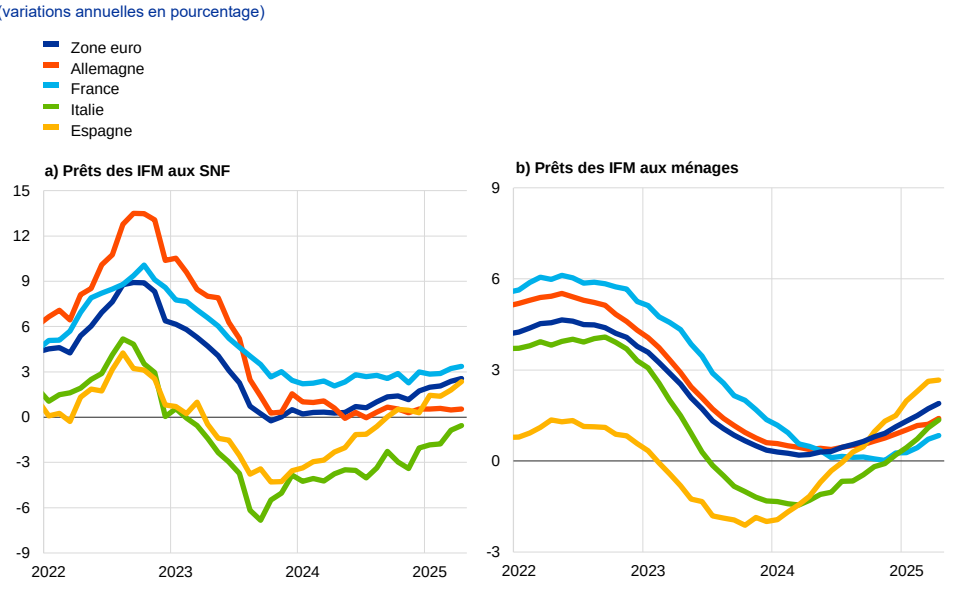
La croissance des prêts aux entreprises et aux ménages a continué de s'inscrire en hausse progressive en avril, reflétant une dynamique à court terme plus faible. Le taux de croissance annuel des prêts bancaires aux entreprises est ressorti à 2,6 % en avril 2025, après 2,4 % en mars, mais est resté nettement inférieur à sa moyenne historique de 4,3 % depuis janvier 1999 (graphique 22, partie a). En revanche, le taux de croissance annuel des titres de créance des entreprises a baissé, à 2,1 % en avril après 3,0 % en mars, contribuant à un léger ralentissement de la croissance du financement par endettement total des entreprises. Dans le même temps, le taux de croissance annuel des prêts aux

[12] 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 avril 2025.

ménages a continué d'augmenter progressivement, ressortant à 1,9 % en avril après 1,7 % en mars. Toutefois, ce taux de croissance des prêts aux ménages s'est affaibli, demeurant nettement inférieur à sa moyenne historique de 4,1 % (graphique 22, partie b). Les prêts au logement ont continué d'être le principal facteur à l'origine de cette tendance haussière, le crédit à la consommation affichant également une modeste hausse et un taux de croissance annuel de 4,3 % en avril, malgré des signes d'essoufflement de la dynamique à court terme [13]. En revanche, les autres formes de prêts aux ménages, y compris les prêts aux entrepreneurs individuels, sont demeurés faibles. Le sentiment des ménages à l'égard de l'accès au crédit s'est nettement détérioré en avril. Selon l'enquête de la BCE sur les anticipations des consommateurs (*Consumer Expectations Survey*) d'avril, le pourcentage de ménages qui perçoivent un resserrement de l'accès au crédit a augmenté, dépassant le pourcentage de ceux qui déclarent un assouplissement de l'accès au crédit, ce qui constitue la plus forte hausse mensuelle jamais enregistrée. À plus long terme, les ménages prévoient un nouveau resserrement de l'accès au crédit au cours des douze prochains mois.

Graphique 22

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



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 avril 2025.

La croissance de la monnaie au sens large (M3) s'est redressée en avril 2025, sous l'effet des dépôts à vue et des flux entrants en provenance de l'étranger dans un contexte d'incertitude élevée (graphique 23). La croissance annuelle de M3 s'est établie à 3,9 % en avril, après 3,7 % en mars, soutenue par une entrée mensuelle modérément forte au cours du mois. La croissance annuelle de l'agrégat

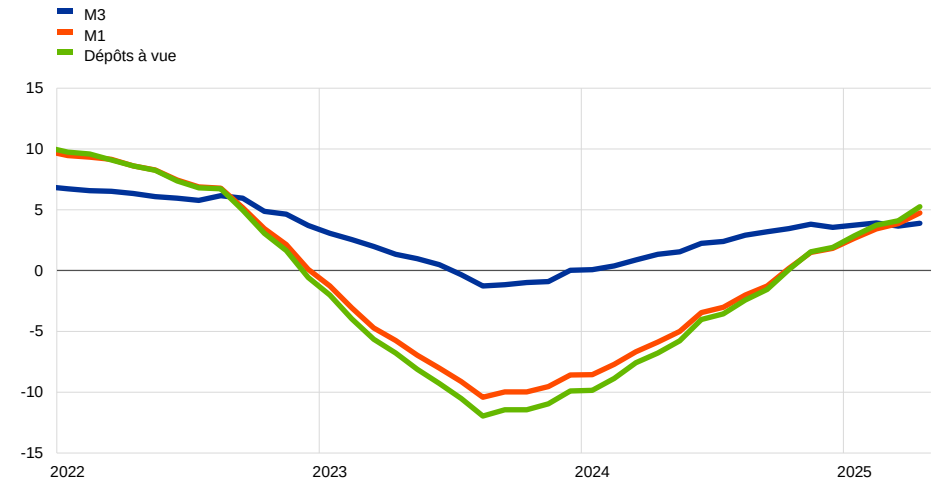
[13] Des simulations réalisées à l'aide de la distribution actuelle des prêts entre les différents ménages indiquent que, malgré les récentes baisses de taux, une part importante du resserrement monétaire passé doit encore se faire sentir. D'après les estimations, jusqu'à 35 % de l'impact total sur la consommation via le canal des flux de trésorerie hypothécaires doit encore se matérialiser. Pour plus de détails, cf. l'article 1 du présent *Bulletin économique*.

monétaire étroit (M1), qui comprend les actifs les plus liquides de M3, a fortement augmenté, à 4,7 % en avril, après 3,9 % en mars. S'agissant des différentes composantes, la hausse de M3 enregistrée en avril résulte d'entrées au titre des dépôts à vue et, dans une moindre mesure, d'accords de pensions détenus par les entreprises et les investisseurs institutionnels. Le taux de croissance annuel des dépôts à vue des entreprises et des ménages s'est établi à 5,3 % en avril, après 4,1 % en mars, reflétant une forte préférence des investisseurs pour la liquidité sur fond de volatilité dans un environnement incertain et de baisse des taux d'intérêt sur les dépôts d'épargne. Cela a en partie compensé la diminution des dépôts à terme, expliquant la dynamique contrastée de M1 et M3. S'agissant des différentes contreparties, le redressement de la croissance de M3 s'explique par les flux entrants nets étrangers. Toutefois, le chiffre d'avril a été surestimé en raison de facteurs spéciaux – sans lien avec les annonces relatives aux droits de douane américains – qui ont dopé les dépôts des administrations publiques, les flux entrants sous-jacents ayant probablement été plus modérés. Les prêts bancaires aux entreprises et aux ménages ont continué d'apporter une contribution positive à la création monétaire en avril. Même si la contraction en cours du bilan de l'Eurosystème a continué d'apporter une contribution négative à la croissance de M3, la vigueur des achats nets d'obligations souveraines par les banques a aidé à compenser cet impact.

Graphique 23

M3, M1 et dépôts à vue

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



Source : BCE.
Note : Les dernières observations se rapportent à avril 2025.

6 Évolutions budgétaires

D'après les projections macroéconomiques de juin 2025 établies par les services de l'Eurosystème, le déficit budgétaire des administrations publiques de la zone euro, qui se chiffrait à 3,1 % du PIB en 2024, devrait rester stable en 2025, puis augmenter sensiblement pour ressortir à 3,5 % du PIB en 2027. L'orientation budgétaire de la zone euro ne se resserrerait que légèrement en 2025, tandis qu'elle s'assouplirait significativement en 2026, pour ensuite se durcir à nouveau, un peu plus nettement, en 2027. Le relâchement anticipé en 2026 tiendrait principalement à l'accélération des investissements et de la consommation des administrations publiques, qui s'expliquerait en partie par l'accroissement des dépenses consacrées à la défense et aux infrastructures, ainsi que par l'allégement de la fiscalité directe. Le resserrement attendu en 2027 reflète essentiellement la baisse des dépenses publiques présumées, en raison de la suppression des subventions octroyées au titre du programme Next Generation EU *(NGEU). Le ratio dette/PIB de la zone euro devrait suivre une trajectoire ascendante, pour se hisser à plus de 90 % du PIB, les différentiels favorables entre les taux d'intérêt et la croissance étant plus que contrebalancés par les déficits primaires persistants et par les ajustements dette-déficit positifs. À ce stade, onze pays de la zone euro ont décidé de solliciter l'activation de la clause dérogatoire nationale du Pacte de stabilité et de croissance (PSC) afin de faciliter le relèvement des dépenses en matière de défense.*

D'après les projections macroéconomiques de juin 2025 établies par les services de l'Eurosystème, le solde budgétaire des administrations publiques de la zone euro devrait se dégrader sur l'horizon de projection (graphique 24) [14]**.** Si l'on examine les évolutions antérieures, le déficit budgétaire de la zone euro est revenu de 3,5 % du PIB en 2023 à 3,1 % du PIB en 2024. Cela s'explique par la levée de la plupart des mesures de soutien budgétaire liées à l'énergie et à l'inflation qui subsistaient. S'agissant de la période à venir, il devrait rester inchangé en 2025, puis s'accroître pour atteindre 3,4 % du PIB en 2026 et 3,5 % du PIB en 2027. Cette trajectoire reflète principalement l'évolution prévue de l'orientation budgétaire – mesurée par le solde primaire corrigé du cycle, déduction faite des subventions liées au plan NGEU – et, en 2027, l'arrêt des subventions accordées dans le cadre du programme NGEU, qui prendra fin en 2026 [15]. La composante conjoncturelle du solde budgétaire, qui rend compte des variations de l'écart de production, devrait être globalement neutre sur l'horizon de projection.

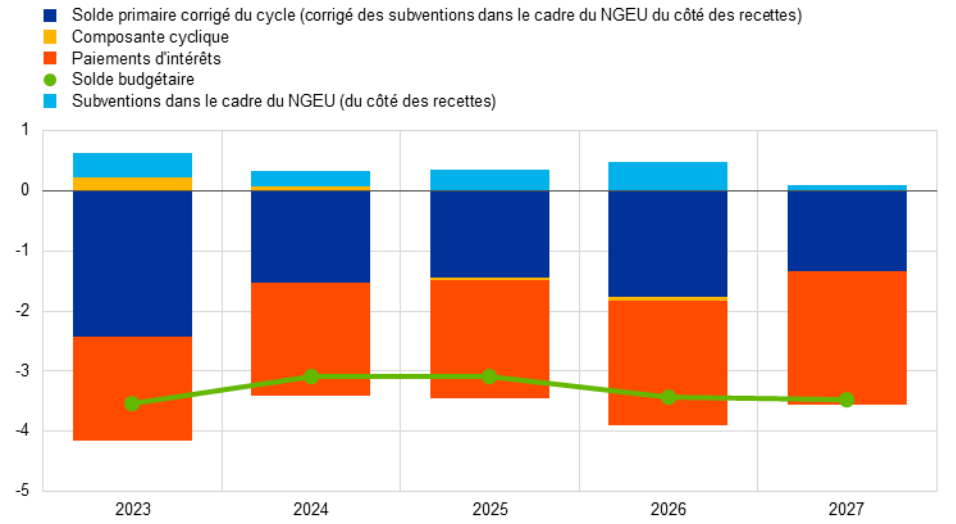
[14] Cf. les « Projections macroéconomiques pour la zone euro établies par les services de l'Eurosystème, juin 2025 », publiées sur le site internet de la BCE le 5 juin 2025.

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

Graphique 24

Solde budgétaire et ses composantes

(en pourcentage du PIB)



Sources : Calculs de la BCE et Projections macroéconomiques pour la zone euro établies par les services de l'Eurosystème, juin 2025.

D'après les projections de juin 2025, le déficit budgétaire de la zone euro en 2024 s'est révélé inférieur de 0,1 point de pourcentage à ce qui avait été estimé dans les projections macroéconomiques de mars 2025 établies par les services de la BCE, mais il a été revu à la hausse sur l'horizon de projection. Ce résultat inattendu est principalement attribuable à des recettes fiscales directes et à des cotisations sociales plus élevées que prévu initialement au niveau de la zone euro. En dépit de cette situation de départ légèrement plus favorable, le solde budgétaire a été revu à la baisse de 0,1 point de pourcentage du PIB en 2026 et de 0,2 point de pourcentage du PIB en 2027. Ce relâchement tiendrait surtout à des mesures de politique budgétaire inscrites dans l'accord de coalition en Allemagne et portant sur le relèvement des dépenses consacrées à la défense et aux infrastructures, en particulier au cours de la période 2026-2027. Parmi les autres facteurs qui contribueraient à la détérioration du solde budgétaire figurent l'aide continue apportée à l'Ukraine et les réductions de la fiscalité directe et indirecte en Allemagne, ainsi que, dans une certaine mesure, l'augmentation prévue des dépenses affectées à la défense et à l'aide à l'Ukraine dans plusieurs autres pays de la zone euro.

Après un durcissement marqué en 2024, l'orientation budgétaire de la zone euro ne se resserrerait que légèrement en 2025, tandis qu'elle s'assouplirait significativement en 2026, pour ensuite se durcir à nouveau, un peu plus nettement, en 2027. Le resserrement budgétaire considérable de 0,9 point de pourcentage enregistré en 2024 a essentiellement résulté du retrait de la plupart des mesures de soutien liées à l'énergie et à l'inflation et des autres mesures de relance budgétaire qui avaient été mises en œuvre au cours de crises précédentes.
En 2025, les mesures budgétaires discrétionnaires se traduiraient par un resserrement budgétaire continu, quoique plus lent. Cette évolution tiendrait à la hausse des cotisations de sécurité sociale et de la fiscalité indirecte, qui serait

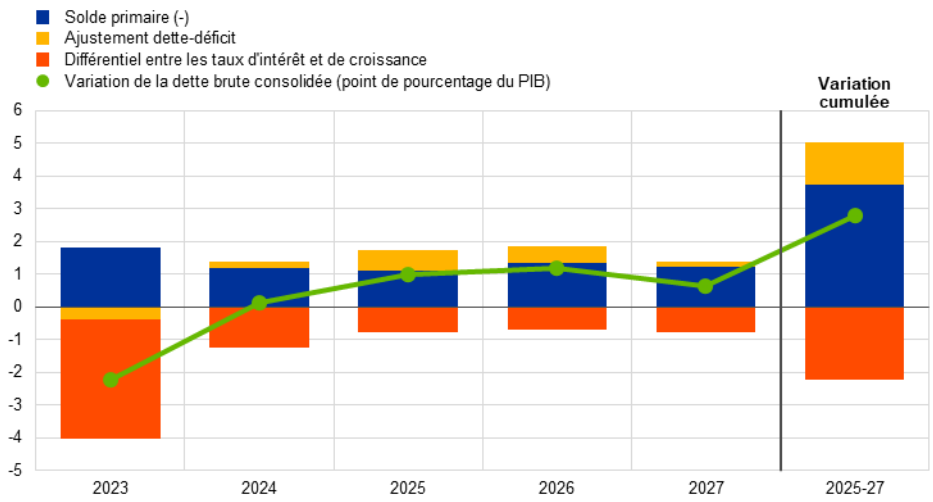
toutefois largement compensée par la poursuite de la croissance des dépenses publiques. En 2026, l'orientation budgétaire devrait se relâcher d'après de récentes annonces gouvernementales, principalement sous l'effet de l'augmentation des investissements et de la consommation des administrations publiques, qui s'expliquerait en partie par l'accroissement des dépenses consacrées à la défense et aux infrastructures, ainsi que par l'allégement de la fiscalité directe. En 2027, le resserrement de l'orientation budgétaire découlerait surtout de la diminution des dépenses publiques en raison de l'arrêt du financement de subventions dans le cadre du plan NGEU.

Le ratio dette/PIB de la zone euro devrait emprunter une trajectoire ascendante sur l'horizon de projection, pour se hisser à plus de 90 % du PIB en 2027 (graphique 25). Le ratio dette/PIB de la zone euro a significativement augmenté pendant la pandémie de COVID-19, pour avoisiner 97 % en 2020, avant de progressivement refluer. Depuis 2023, il suit toutefois une tendance haussière, s'établissant à 87,5 % en 2024, l'Estonie et la Grèce présentant respectivement les ratios dette/PIB le plus faible (23,6 %) et le plus élevé (153,6 %). Il devrait continuer de s'accroître pour ressortir à 90,3 % en 2027, en raison des déficits primaires et, dans certains pays, d'importants ajustements dette-déficit.

Graphique 25

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

(en pourcentage du PIB, sauf mention contraire)



Sources : Calculs de la BCE et Projections macroéconomiques pour la zone euro établies par les services de l'Eurosystème, juin 2025.

À ce stade, onze pays de la zone euro ont décidé de solliciter l'activation de la clause dérogatoire nationale du PSC en vue de financer des dépenses en matière de défense. L'activation de la clause dérogatoire nationale s'inscrit dans le cadre du plan « ReArm Europe »/Préparation à l'horizon 2030, qui permet aux États membres de l'UE de stimuler rapidement et significativement leurs dépenses de défense, à concurrence de 1,5 % du PIB au maximum sur une période de quatre ans. Elle ne devrait pas avoir d'autres répercussions sur les plans structurels budgétaires à moyen terme des pays pour la période 2025-2028 et suppose que la

viabilité budgétaire à moyen terme soit préservée [16]. Dans son paquet de printemps du Semestre européen 2025 publié le 4 juin, la Commission européenne a recommandé que le Conseil approuve les demandes d'activation de la clause dérogatoire formulées par dix pays de la zone euro (la Belgique, la Croatie, l'Estonie, la Finlande, la Grèce, la Lettonie, la Lituanie, le Portugal, la Slovaquie et la Slovénie) [17]. Les gouvernements devraient assurer la soutenabilité des finances publiques conformément au cadre de gouvernance économique de l'UE, tout en accordant la priorité à la mise en place de réformes structurelles et d'investissements stratégiques essentiels afin de stimuler la croissance.

16 Cf. l'article intitulé « Les plans budgétaires et structurels à moyen terme dans le cadre du Pacte de stabilité et de croissance révisé », *Bulletin économique*, n° 3, BCE, 2025.

17 Les recommandations relatives à l'activation de la clause dérogatoire nationale sont disponibles sur le site internet de la Commission européenne. Bien que le Conseil de l'UE et la Commission européenne aient reçu une demande d'activation de la clause dérogatoire nationale de la part de l'Allemagne, ce pays n'a pas encore soumis son plan structurel et budgétaire à moyen terme. La Commission évaluera donc conjointement sa demande et son plan structurel et budgétaire à moyen terme lorsqu'elle recevra celui-ci.

Encadrés

1 Les conditions financières aux États-Unis et leur lien avec l'activité économique : le rôle des valorisations des actions

Cajsa Klass et Ana-Simona Manu

Les conditions financières influencent l'activité économique et l'inflation. Les indices des conditions financières (ICF) fournissent une mesure consolidée de la facilité et du coût d'accès au financement pour les ménages, les entreprises et les gouvernements, deux paramètres qui influencent les décisions de dépenses et d'investissement dans l'ensemble de l'économie. Différents ICF ont été proposés par des professionnels et des chercheurs. Leur spécification et leur périmètre diffèrent, mais ils incluent généralement des variables financières clés telles que les taux d'intérêt, les prix des actions, les *spreads* des obligations d'entreprises et les taux de change [1]. Les banques centrales, par exemple, examinent les ICF parce qu'ils fournissent des indications sur la manière dont les décisions de politique monétaire affectent les marchés financiers et, par extension, l'activité économique et l'inflation.

Les prix des actions sont généralement inclus dans les ICF car ils influencent la consommation et l'investissement. Les marchés boursiers jouent un rôle important dans la prise de décision des ménages et des entreprises. Par exemple, la baisse des prix des actions peut affaiblir la consommation et la capacité d'emprunt des ménages en raison de la diminution de leur richesse, potentiellement exacerbée par une détérioration de la confiance. Une valorisation moins élevée des actions peut également avoir un impact direct sur les pensions des travailleurs, affectant la sécurité des retraites futures et le comportement en matière de dépenses. Pour les entreprises cotées en bourse, la baisse des prix des actions peut entraîner une augmentation du coût du financement par fonds propres, rendant leurs investissements et leur développement plus difficiles. Les baisses des prix des actions américaines depuis leur pic en février ont donc entraîné un resserrement des ICF. Toutefois, comme ces baisses sont intervenues à partir de niveaux potentiellement surévalués, cet encadré examine si l'impact économique de ce resserrement est différent de celui observé lorsque les prix des actions sont davantage alignés sur les normes historiques.

Depuis fin février 2025, les conditions financières aux États-Unis ont commencé à se resserrer, en raison des cessions d'actifs risqués dans un contexte de détérioration des anticipations de croissance aux États-Unis et d'incertitude entourant les droits de douane. Lorsque l'ICF américain est

[1] Cf., entre autres, Davis (E.P.) *et al*, « *The Estimation of Financial Conditions Indices for the Major OECD Countries* », *OECD Economics Department Working Papers*, 1335, Éditions de l'OCDE, 2016 ; Fonds monétaire international, *Rapport sur la stabilité financière dans le monde*, chapitre 3, avril 2017 ; Goldman Sachs, « *Financial conditions: A unified approach* », *Research Note*, 2016 ; et Arrigoni (S.) *et al.*, « *The simpler, the better: Measuring financial conditions for monetary policy and financial stability* », *Working Paper Series*, n° 2451, BCE, 2021.

approximé par une moyenne pondérée des taux d'intérêt à court et à long terme, des *spreads* de crédit pour les entreprises, du ratio cours/bénéfice corrigé du cycle (*cyclically adjusted price-to-earnings ratio*, CAPE) pour le S&P 500, et du taux de change effectif nominal du dollar américain – conformément à Arrigoni *et al* – nous observons un resserrement significatif en avril (graphique A, partie a) [2]. L'optimisme des intervenants de marché quant aux perspectives de croissance des États-Unis a commencé à s'estomper en raison d'une série de publications de données défavorables, y compris un fléchissement de la confiance des consommateurs. Le 2 avril, l'annonce par l'administration américaine de droits de douane réciproques à grande échelle a provoqué des cessions très importantes sur les marchés des actions et des obligations d'entreprises aux États-Unis, entraînant une volatilité accrue sur les marchés financiers et un élargissement des *spreads* de crédit. Associés à la montée des craintes de récession aux États-Unis et aux mesures de rétorsion annoncées par la Chine, ces événements ont entraîné une chute de 12 % de l'indice S&P 500 en quelques jours. Les prix des actions ont rebondi à la suite de la suspension des droits de douane réciproques le 9 avril et de l'accord commercial conclu entre la Chine et les États-Unis le 12 mai, l'indice S&P 500 restant toutefois inférieur de 3,8 %, le 30 mai, à son pic historique atteint en février. Par conséquent, l'ICF américain s'est resserré pour s'établir à des niveaux observés pour la dernière fois début 2023, avant de se modérer pour retrouver les niveaux d'avant le 2 avril [3]. Un modèle vectoriel autorégressif bayésien (BVAR) quotidien, qui identifie le facteur déterminant de ce resserrement de l'ICF américain, confirme qu'il résulte en grande partie de chocs défavorables sur les perspectives macroéconomiques intérieures aux États-Unis (graphique A, partie b) [4].

Les prix des actions américaines restent à des niveaux qui avaient suscité des inquiétudes en matière de surévaluation. Les mesures de la valorisation boursière aux États-Unis indiquent que les valorisations des actions restent globalement élevées par rapport aux indices de référence habituels. Le ratio CAPE pour le S&P 500 se situe actuellement autour de 34, au-dessus du 75^{e} percentile de sa distribution historique. Cela suggère que le marché des actions reste plus coûteux que ne l'indiquent les normes historiques (graphique B, partie a), même s'il a légèrement reflué par rapport à son point haut sans précédent de 36. Au cours de ces périodes de tensions sur les valorisations, la contribution des variations des prix des actions à l'évolution globale de l'ICF américain tend à être importante, reflétant la pondération des actions dans cet indice spécifique ainsi que les rendements remarquables lorsque les prix des actions entrent dans la fourchette de surévaluation (graphique B, partie b). Par exemple, lorsque le CAPE est au-dessus

---

2 Le choix des variables ainsi que leur pondérations sont décrits dans Arrigoni (S.) *et al, op. cit*, qui se sont basés sur les ICF élaborés par Goldman Sachs, dans lesquels les pondérations sont fondées sur les effets des variables financières sur la croissance du PIB en volume à l'horizon d'un an. Une différence est que l'ICF utilisé dans cette analyse repose sur le ratio CAPE pour le S&P 500, plutôt que sur le ratio traditionnel cours/bénéfice utilisé dans l'article original, mais la pondération de l'indice des actions dans l'ICF est la même (25 %). Une pondération élevée attribuée aux prix des actions dans cet ICF spécifique pourrait affecter les résultats.

3 Il est important de noter que cet indice ne recouvre qu'un ensemble limité de variables et que d'autres indices pourraient pondérer les actions différemment, entraînant potentiellement des interprétations légèrement différentes.

4 Le modèle BVAR est fondé sur Chitu (L.), Grothe (M.), Schulze (T.) et Van Robays (I.), « *Financial shock transmission to heterogeneous firms: the earnings-based borrowing constraint channel* », *Working Paper Series*, n° 2860, BCE, 2023.

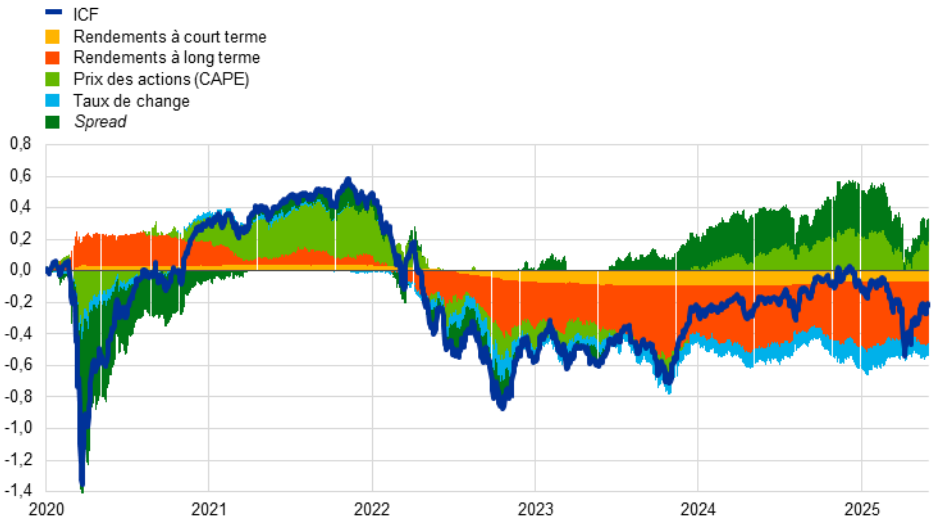
de son 75e percentile, la composante prix des actions représente 40 % environ de la variation de l'ICF, soit une contribution plus de deux fois supérieure à celle observée lorsque le CAPE est inférieur au 75e percentile.

Graphique A

Composantes de l'indice des conditions financières (ICF) aux États-Unis

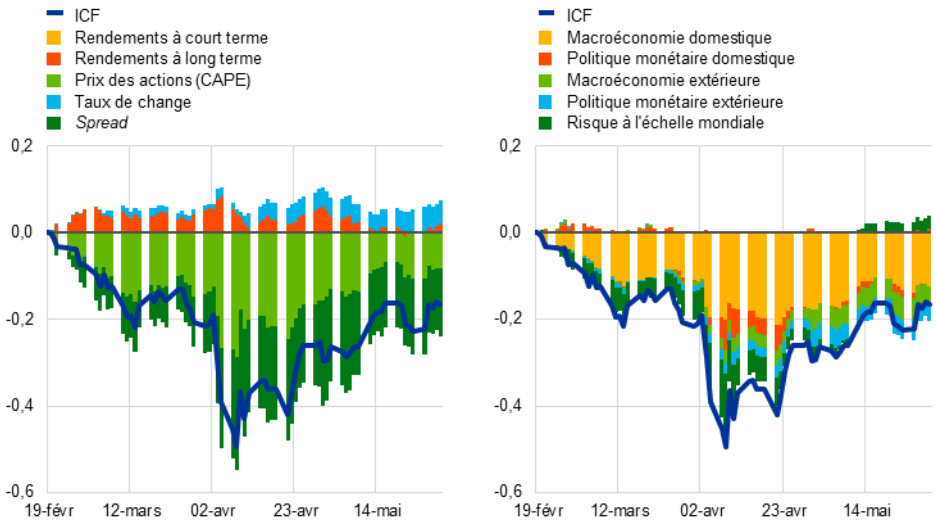
a) Composantes de l'ICF américain

(indice normalisé, variations cumulées depuis le 2 janvier 2020)



b) Composantes de l'ICF américain et déterminants structurels depuis le pic du S&P 500 en février

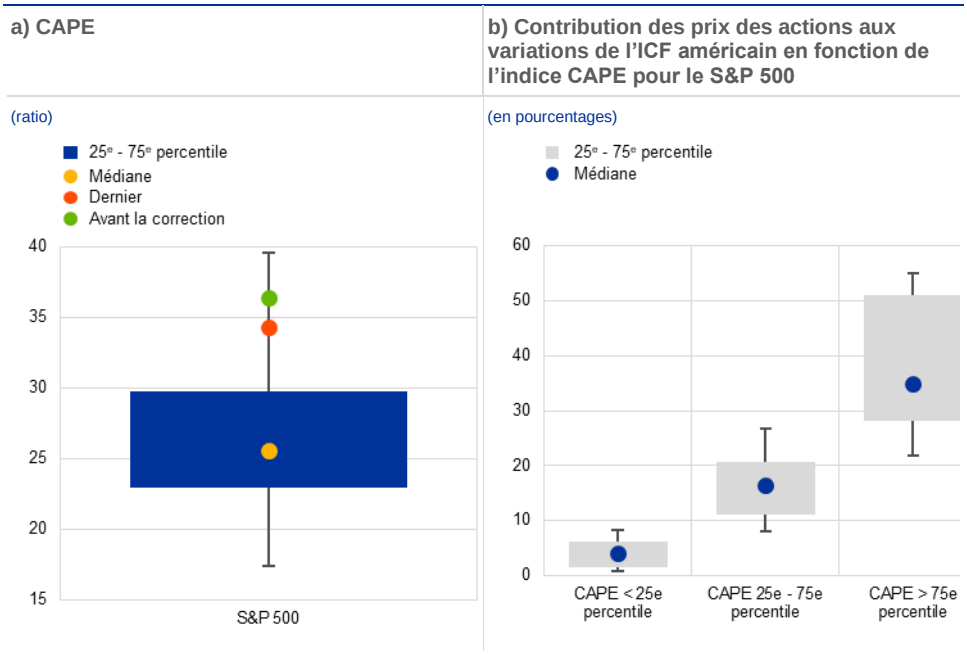
(indice normalisé, variations cumulées depuis le 19 février 2025)



Sources : Enquête LSEG et calculs des services de la BCE.
Notes : L'ICF est calculé comme une moyenne pondérée de cinq variables financières : le rendement des obligations d'État à 10 ans, les taux d'intérêt à court terme, le ratio cours/bénéfice corrigé du cycle (CAPE), le taux de change effectif nominal et les *spreads* des obligations d'entreprises. Le graphique présente les variations depuis janvier 2020 (partie a) et depuis le 19 février 2025 (partie b) et la dernière observation se rapporte au 22 avril 2025 (données quotidiennes). La décomposition structurelle est calculée à partir d'un modèle BVAR structurel quotidien pour les États-Unis utilisant les taux d'intérêt à court terme, les rendements des obligations d'État à 10 ans, le TCEN du dollar américain, le ratio CAPE et les *spreads* des obligations d'entreprises. Une combinaison de restrictions de signe, de grandeur relative et de narratif est utilisée sur la base d'une version étendue de la boîte à outils BEAR. Cf. Dieppe (A), van Roye (B) et Legrand (R), « *BEAR toolbox* », *Working Paper Series*, n° 1934, BCE, Francfort-sur-le-Main, juillet 2016.

Graphique B

Contribution des prix des actions à l'ICF américain en fonction des niveaux de valorisation des actions



Sources : Enquête LSEG et calculs des services de la BCE.
Notes : Partie a : L'échantillon couvre la période commençant début 1995. « Avant la correction » correspond au pic historique de l'indice S&P 500 du 19 février 2025. La dernière observation se rapporte au 6 mai 2025 (données quotidiennes). Partie b : Part des variations des variables relatives aux actions par rapport aux variations globales absolues de l'ICF depuis 1995.

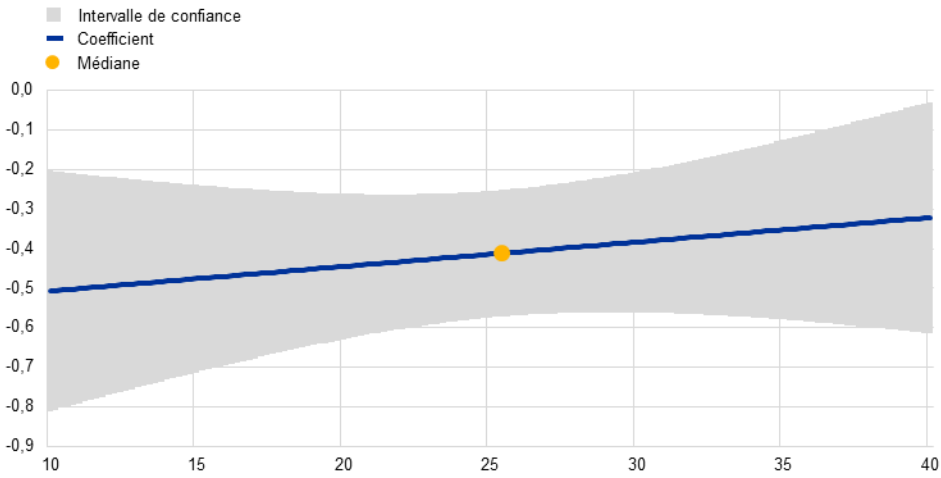
L'analyse empirique suggère que l'influence des conditions financières sur l'activité économique diminue lorsque les marchés boursiers sont fortement valorisés. Pour déterminer si l'impact des conditions financières dépend de l'état du marché des actions aux États-Unis, nous appliquons une procédure en deux étapes. Premièrement, nous nous concentrons sur la partie de notre mesure de l'ICF américain déterminée par les chocs macroéconomiques intérieurs, tels qu'estimés dans le modèle BVAR. Ces chocs capturent en effet les changements dans la perception par les intervenants de marché des perspectives macroéconomiques aux États-Unis, qui ont été le principal déterminant à l'origine du resserrement récent de l'ICF américain (graphique A, partie b). Se concentrer sur cet aspect permet également d'éliminer les variations de l'ICF susceptibles d'avoir des liens moins directs avec la croissance économique aux États-Unis, telles que les modifications du sentiment à l'égard du risque à l'échelle mondiale. Deuxièmement, pour déterminer si l'effet économique dépend de l'état du marché des actions, nous estimons l'impact des variations de l'ICF résultant des variables macroéconomiques aux États-Unis sur l'activité économique américaine future en utilisant des méthodes de projection locales qui permettent des effets d'interaction non linéaires fondés sur le ratio CAPE pour le S&P 500. Nos résultats suggèrent que l'effet négatif d'un resserrement de l'ICF sur l'activité aux États-Unis est nettement plus faible lorsque les marchés des actions se situent au-dessus du 75^{e} percentile, même si ces estimations sont entourées d'une grande incertitude (graphique C). Bien que notre analyse n'approfondisse pas les raisons spécifiques expliquant le signal plus faible observé durant les périodes de valorisation élevée des actions, plusieurs facteurs

peuvent y contribuer [5]. Durant ces périodes, les variations des prix des actions ont tendance à affecter de manière disproportionnée les ménages à hauts revenus, dont les placements en actions sont plus élevés et dont la propension marginale à consommer est généralement plus faible. En outre, si un petit nombre d'entreprises non représentatives de l'économie dans son ensemble, telles que les « Sept Magnifiques » – les sept plus grandes entreprises technologiques américaines – sont prédominantes dans l'évolution agrégée des prix des actions, le signal pourrait être encore affaibli.

Graphique C

Impact d'un resserrement de l'ICF résultant de chocs macroéconomiques aux États-Unis sur le PIB américain après un an en fonction du niveau de valorisation des actions

(axe des abscisses : ratio CAPE, axe des ordonnées : pourcentages)



Source : Calculs des services de la BCE.
Notes : Le graphique montre la réaction du PIB des États-Unis à un choc d'un écart-type de l'ICF américain résultant de chocs macroéconomiques intérieurs sur la croissance du PIB estimés à l'aide de projections locales. La variation de l'ICF américain résultant de chocs macroéconomiques est mise en interaction avec le ratio CAPE, décalé d'un mois. L'impact est présenté après 12 mois. L'échantillon est fondé sur des données mensuelles allant de 1995 à février 2025.

En conclusion, une évolution des conditions financières ne doit pas être évaluée de façon mécanique, en particulier parce que des prix d'actions surévalués peuvent déformer les conditions financières et potentiellement affaiblir leur signal en matière de croissance économique. Si l'indication globale fournie par un ICF est précieuse, les décideurs et les analystes doivent rester attentifs au rôle des composantes individuelles et au contexte économique dans son ensemble, en particulier en période de tensions sur les valorisations.

[5] Pour des réserves concernant l'utilisation des ICF, cf. également Bullard (J.B.), « *What Do Financial Conditions Indexes Tell Us?* », *The Regional Economist*, Banque fédérale de réserve de Saint Louis, mars 2023.

2 Les politiques commerciales des États-Unis et l'activité des entreprises multinationales américaines dans la zone euro

Lorenz Emter, Michael Fidora, Fausto Pastoris, Martin Schmitz et Tobias Schuler

Les filiales d'entreprises multinationales ayant leur siège aux États-Unis contribuent significativement à l'activité économique de la zone euro. Par conséquent, les tensions commerciales actuelles ont des implications potentiellement importantes pour leurs activités. Les entreprises multinationales américaines opèrent sur le marché de la zone euro soit en exportant des biens et des services directement vers des clients de la zone euro, soit via des filiales situées dans la zone euro [1]. Ces filiales étant susceptibles d'effectuer des échanges avec les États-Unis et avec des marchés tiers, les tensions commerciales actuelles pourraient affecter les multinationales américaines établies dans la zone euro via une augmentation des droits de douane et une perturbation des échanges intragroupes, ainsi que des modifications des stratégies de planification fiscale qui en résulteraient. Les filiales des multinationales américaines situées dans la zone euro constituent plus de 5 % de la valeur ajoutée, de l'excédent brut d'exploitation et des achats de biens et de services de la zone euro et représentent 2 % des personnes employées, avec des parts nettement plus élevées en Irlande (graphique A) [2].

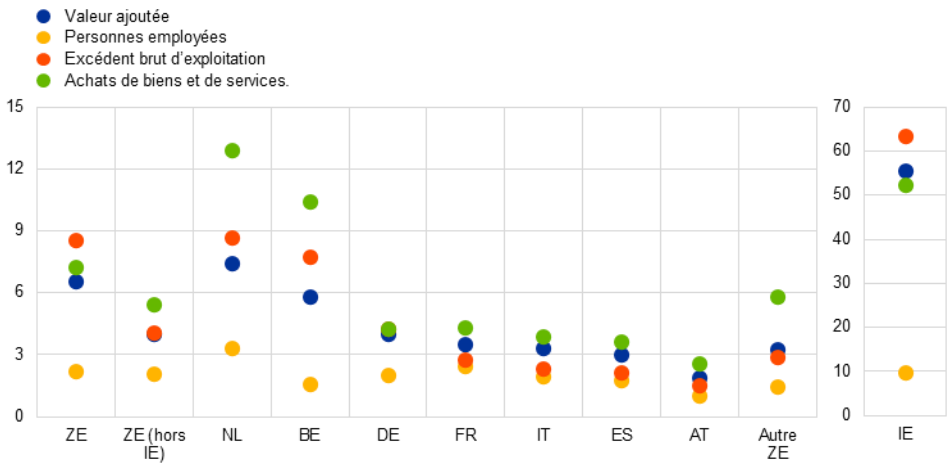
1 Une entreprise multinationale est composée d'une société mère et de ses filiales à l'étranger. Ces dernières sont des entreprises résidentes d'un pays et contrôlées et/ou détenues par des entreprises multinationales résidentes d'un autre pays.

2 Pour plus d'informations sur l'impact des entreprises multinationales américaines en Irlande, cf. « *Geoeconomic risks to the outlook: The possible impact of escalating trade tensions, alternative tariff and tax regimes on the Irish economy* », *Irish Economic Analysis Division*, *Quarterly Bulletin*, n° 4, Banque centrale d'Irlande, décembre 2024.

Graphique A

Activité des entreprises multinationales américaines dans la zone euro

(proportion de filiales sous contrôle des États-Unis dans le total du pays ; 2022)



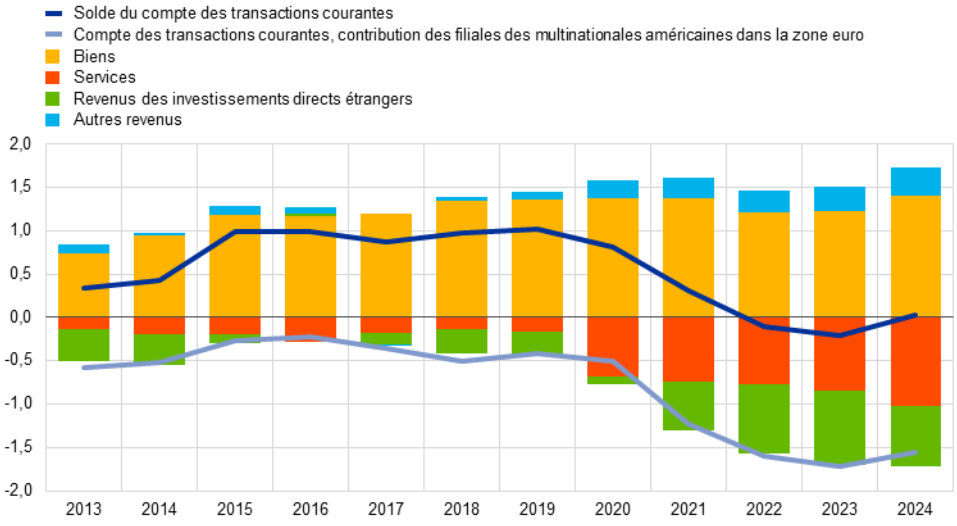
Sources : Statistiques d'Eurostat sur les filiales étrangères (*foreign affiliates statistics*, FATS) et calculs des services de la BCE.
Notes : « ZE » signifie « zone euro ». « Autre ZE » recouvre tous les pays de la zone euro représentant moins de 2 % de la valeur ajoutée brute totale de la zone euro. Les données relatives à Chypre et au Portugal ne sont pas incluses car elles ne sont pas disponibles pour toutes les variables présentées.

La dynamique du compte courant bilatéral de la zone euro vis-à-vis des États-Unis reflète également l'activité des filiales des entreprises multinationales américaines dans la zone euro. Le compte des transactions courantes de la zone euro vis-à-vis des États-Unis était pratiquement équilibré en 2024, car la hausse de l'excédent au titre des échanges des biens était presque entièrement contrebalancée par les déficits au titre des échanges de services et des revenus des investissements directs étrangers, les multinationales américaines contribuant de manière significative à ces composantes (graphique B). Les estimations de la BCE suggèrent que près de 30 % de l'excédent de la zone euro au titre des biens vis-à-vis des États-Unis en 2024 concernaient des échanges effectués par des filiales de multinationales américaines dans la zone euro, alors que ces filiales représentaient environ 90 % du déficit de la zone euro au titre des échanges de services.

Graphique B

Solde du compte des transactions courantes de la zone euro vis-à-vis des États-Unis

(flux annuels en pourcentage du PIB)



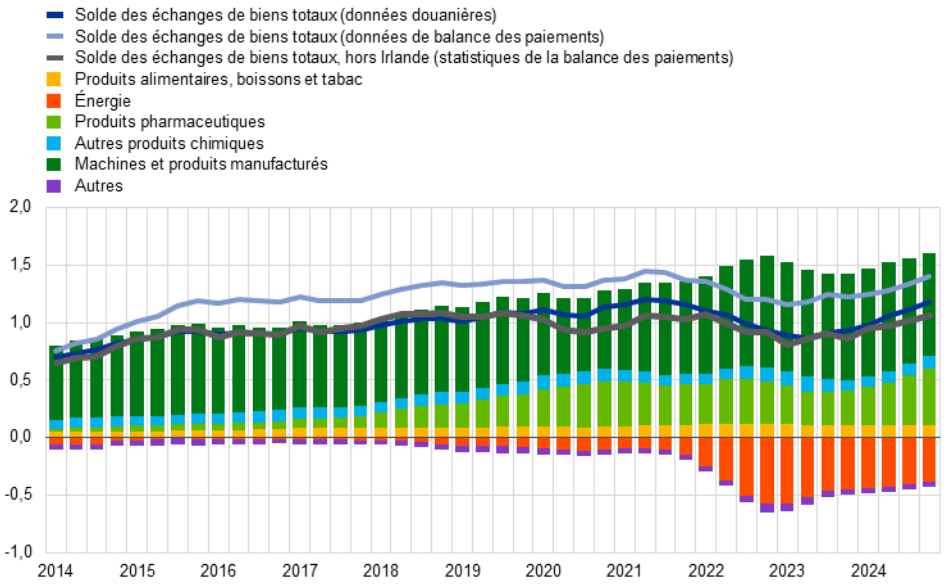
Sources : ECB, Eurostat et calculs des services de la BCE.
Notes : Les contributions des filiales des entreprises multinationales américaines dans la zone euro sont estimées en combinant les données sur les échanges bilatéraux de biens et de services et les flux de revenus des investissements directs étrangers issus des statistiques relatives à la balance des paiements de la BCE avec des informations sur les échanges par type de propriété (local et sous contrôle étranger) tirées des ensembles de données d'Eurostat sur les échanges de biens et de services par caractéristiques des entreprises (TEC/STEC) et des informations sur la proportion du chiffre d'affaires et des achats de biens et de services des filiales sous contrôle des États-Unis issues des statistiques d'Eurostat sur les filiales étrangères (FATS).

Les entreprises multinationales américaines influent sur le profil des échanges de biens de la zone euro avec les États-Unis via d'importants échanges intragroupes, des exportations de produits pharmaceutiques et la sous-traitance. L'augmentation de l'excédent au titre des échanges de biens vis-à-vis des États-Unis résulte principalement d'une forte hausse des exportations de produits pharmaceutiques (graphique C), qui sont principalement attribuées aux flux d'échanges des filiales irlandaises de multinationales américaines. En outre, les multinationales américaines résidant dans la zone euro ont recours à des accords de sous-traitance, en confiant à des entreprises situées en dehors de la zone euro la production de biens qui sont vendus dans des pays tiers (y compris les États-Unis) sans jamais entrer dans la zone euro. Ces exportations sont enregistrées dans les statistiques de la balance des paiements, ce qui augmente l'excédent au titre des biens.

Graphique C

Solde des échanges de biens de la zone euro vis-à-vis des États-Unis

(sommes mobiles sur quatre trimestres en pourcentage du PIB)

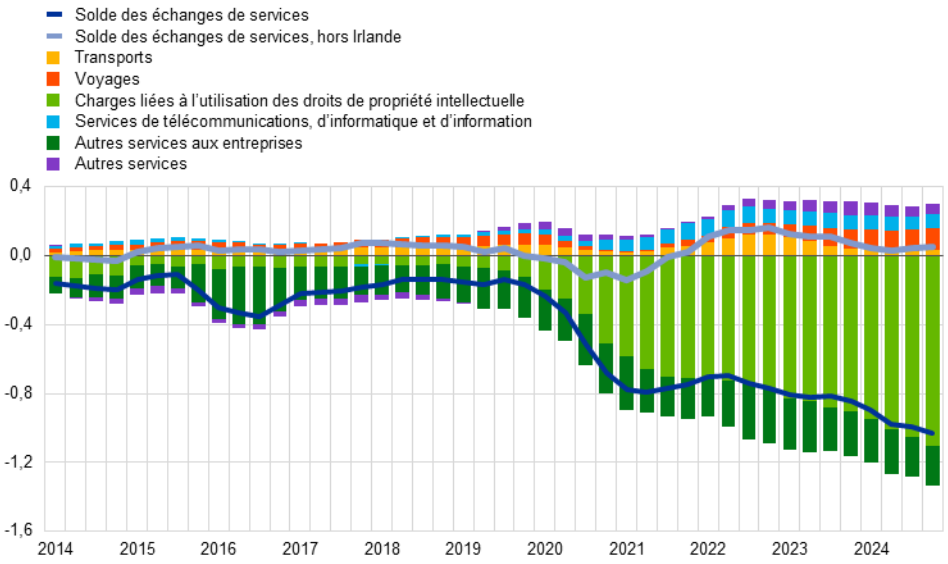


Sources : BCE, Eurostat et calculs des services de la BCE.
Notes : Les dernières observations se rapportent au quatrième trimestre 2024. La décomposition du solde des échanges de biens par catégorie de produits est basée sur la Classification type pour le commerce international, révision 3, dans les statistiques relatives aux échanges de biens.

Graphique D

Solde des échanges de services de la zone euro vis-à-vis des États-Unis

(sommes mobiles sur quatre trimestres, en pourcentage du PIB)



Sources : BCE, Eurostat et calculs de la BCE.
Note : Les dernières observations se rapportent au quatrième trimestre 2024.

La production liée aux entreprises multinationales américaines dans la zone euro est étroitement connectée aux importations de services connexes, reflétant leurs chaînes d'approvisionnement et leurs stratégies d'optimisation fiscale. Les multinationales américaines utilisent des droits de propriété intellectuelle

importés comme intrants essentiels dans leurs activités de production dans la zone euro. Depuis 2020, la zone euro a enregistré des valeurs de plus en plus élevées concernant les services importés des États-Unis. Celles-ci sont dues aux charges liées à l'utilisation des droits de propriété intellectuelle par les filiales des multinationales américaines dans la zone euro, principalement en Irlande (graphique D) [3]. Outre le soutien à la production de biens à haute valeur ajoutée – par exemple les médicaments – ces importations de droits de propriété intellectuelle sont également utilisées pour fournir des services liés aux technologies de l'information et de la communication (TIC). Cela signifie que la présence de multinationales américaines dans la zone euro entraîne également une augmentation des exportations de services de la zone euro, ce qui renforce les parts de marché à l'exportation de la zone euro, en particulier dans les services liés aux TIC, via l'Irlande qui représente une part comparable à celle des États-Unis, soit 14 % environ (graphique E). Cette configuration particulière des chaînes d'approvisionnement, qui implique des importations de services liés aux droits de propriété intellectuelle, permet aux multinationales américaines d'engranger des bénéfices substantiels dans la zone euro et de profiter d'une taxation plus favorable pour les entreprises, ce qui se reflète dans le déficit substantiel de la zone euro au titre des revenus des investissements directs étrangers vis-à-vis des États-Unis (graphique B) [4].

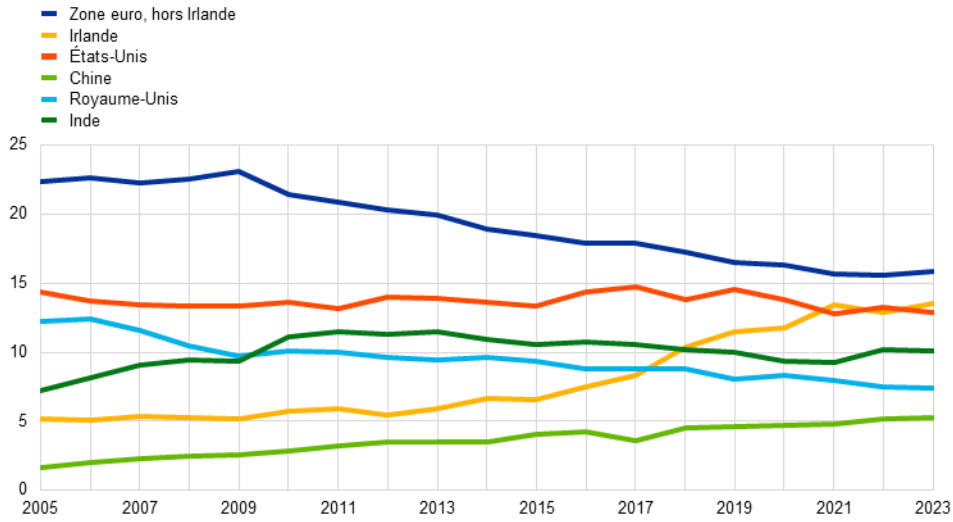
[3] Les charges liées à l'utilisation des droits de propriété intellectuelle comprennent les redevances payées sur les brevets, les marques déposées, les droits d'auteur, les algorithmes, etc.

[4] Les réformes récentes de l'impôt sur les sociétés et de la réglementation aux États-Unis et en Irlande ont incité les multinationales américaines à transférer les droits de propriété intellectuelle des centres extraterritoriaux vers les États-Unis, entraînant une augmentation des paiements de services et des flux de revenus entre la zone euro et les États-Unis, qui transitaient auparavant par des centres extraterritoriaux et n'entraient pas dans le compte des transactions courantes zone euro/États-Unis. Pour plus de détails, cf. Boller (L.) *et al,* « *The End of the Double Irish: Implications for US Multinationals and Global Tax Competition* », *Budget Model*, Penn Wharton University of Pennsylvania, octobre 2024.

Graphique E

Parts de marché à l'exportation des services liés aux technologies de l'information et de la communication

(en pourcentages)



Sources : Ensemble de données de l'OCDE-OMC sur le commerce équilibré dans les services et calculs des services de la BCE.
Notes : Les chiffres pour les pays de la zone euro ne prennent en compte que les exportations hors zone euro. Les dernières observations se rapportent à 2023.

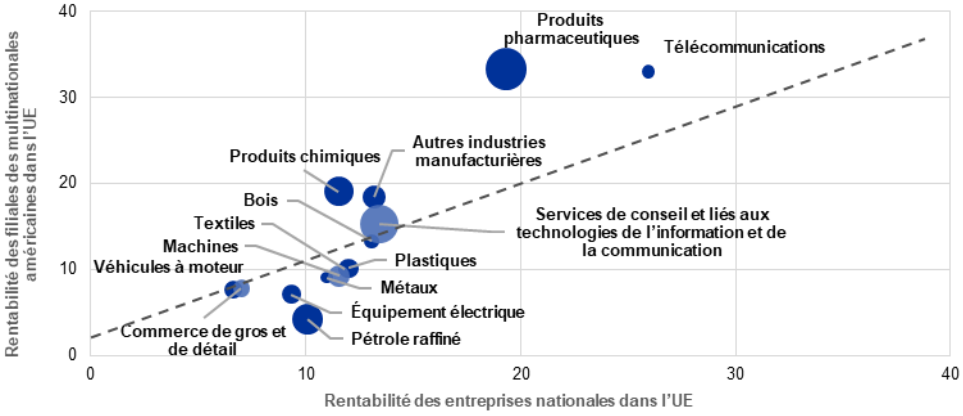
Des barrières tarifaires plus élevées pourraient affecter la production et les bénéfices des multinationales américaines dans la zone euro, y compris dans le secteur pharmaceutique, selon que ces entreprises ajustent leurs prix ou déplacent leur production. Les exportations pharmaceutiques de la zone euro vers les États-Unis étant fortement liées aux chaînes d'approvisionnement et aux stratégies d'optimisation fiscale des multinationales américaines, ces flux d'échanges sont vulnérables aux risques de relocalisation. Si la rentabilité élevée de leurs filiales (graphique F) pourrait permettre aux entreprises multinationales américaines d'absorber en partie les droits de douane supplémentaires appliqués par les États-Unis, ces derniers pourraient réduire l'attractivité de leur modèle d'activité, en particulier s'ils s'accompagnent de modifications des régimes fiscaux et réglementaires américains incitant à la relocalisation de la production vers les États-Unis [5]. Les politiques commerciales des États-Unis pourraient également affecter indirectement les filiales des multinationales américaines dans la zone euro si ces dernières sont soumises à des mesures de rétorsion prises par l'UE.

[5] Les activités des multinationales américaines du secteur pharmaceutique dans la zone euro pourraient également être affectées par les mesures du président Trump (D.J.), « *Executive Order 14297—Delivery Most-Favored-Nation Prescription Drug Pricing to American Patients* », Peters (G) et Woolley (J.T.). *(eds.)*, *The American Presidence Project* , University of California, Santa Barbara, mai 2025, qui imposent aux agences américaines d'aligner les prix des médicaments couverts par Medicare sur les prix les plus bas pratiqués dans les pays développés comparables.

Graphique F

Rentabilité sectorielle des filiales des multinationales américaines dans l'UE

(ratio excédent brut d'exploitation/chiffre d'affaires net)



Sources : Statistiques d'Eurostat sur les filiales étrangères (FATS) et calculs des services de la BCE.
Notes : Les données se rapportent aux informations disponibles pour les années 2021-2022. La rentabilité est calculée comme un ratio excédent brut d'exploitation/chiffre d'affaires net. Un point de données situé au-dessus (au-dessous) de la ligne à 45 degrés indique que, pour ce secteur spécifique, les filiales des entreprises multinationales américaines affichent une rentabilité supérieure (inférieure) à celle des entreprises locales. La taille de la bulle montre l'importance, en termes de chiffre d'affaires, des filiales des multinationales américaines pour chaque secteur (calculée comme la proportion du chiffre d'affaires net des filiales des entreprises multinationales américaines par rapport à celui des entreprises locales).

Une relocalisation des activités des entreprises multinationales américaines hors de la zone euro pourrait entraîner une baisse du PIB de la zone euro en raison d'une réduction de la production et des exportations, même si le revenu national brut (RNB) et l'emploi seraient probablement moins fortement affectés. Dans les cas où une multinationale américaine mère reste propriétaire des droits de propriété intellectuelle, la relocalisation de ses activités hors de la zone euro réduirait le PIB de la zone euro principalement en raison d'une perte d'exportations, seulement partiellement contrebalancée par une baisse des importations de services liés aux droits de propriété intellectuelle. Toutefois, l'emploi et en particulier le RNB seraient moins fortement affectés car la production de ces multinationales est intensive en capital et fortement dépendante des importations de droits de propriété intellectuelle, qui génèrent des paiements importants sous la forme de bénéfices rapatriés aux États-Unis (graphique B). Dans les cas où des filiales de multinationales américaines dans la zone euro possèdent le droit de propriété intellectuelle qui sous-tend la production et les exportations, leur relocalisation aux États-Unis aurait également une incidence négative sur le PIB de la zone euro en raison d'un effet mécanique de dépréciation [6]. Sur une plus longue période, la productivité pourrait en pâtir si l'économie intérieure ne bénéficiait plus des retombées positives des échanges avec les multinationales américaines [7].

6 L'effet immédiat des importations de droits de propriété intellectuelle sur le PIB tend à être largement contrebalancé par l'investissement correspondant (l'acquisition de droits de propriété intellectuelle étant incluse dans les comptes nationaux). Toutefois, au cours des années suivantes, la dépréciation du stock de capital acquis (consommation de capital fixe) s'ajoute à l'investissement et augmente donc mécaniquement le PIB. Pour plus de détails, cf. Andersson (M.) *et al.* « *Intangible assets of multinational enterprises in Ireland and their impact on euro area activity* », *Occasional Paper Series*, n° 350, BCE, 2024.

7 Cf. Di Ubaldo (M.), Lawless (M.) et Siedschlag (I.), « *Productivity spillovers from multinational activity to local enterprises in Ireland* », *OECD Productivity Working Papers*, Organisation de coopération et de développement économiques, 30 novembre 2018.

3 Les perspectives en matière d’investissement des entreprises de la zone euro : résultats d’une enquête de la BCE auprès des grandes entreprises

Malin Andersson, Valerie Jarvis, Gwenaël Le Breton et Richard Morris

Cet encadré présente les résultats d’une récente enquête de la BCE auprès des grandes sociétés non financières sur les perspectives en matière d’investissement des entreprises [1]. L’enquête, réalisée entre le 7 avril et le 14 mai, interrogeait les entreprises sur leurs décisions d’investissement tant récentes que prévues dans la zone euro et dans le monde, ainsi que sur les facteurs déterminant ou contraignant ces décisions. 64 entreprises, dont les revenus globaux agrégés correspondent à près de 4 % du PIB de la zone euro, ont répondu à l’enquête. Parmi celles-ci, 39 sont principalement actives dans le secteur industriel, tandis que les 25 autres se concentrent essentiellement sur les services.

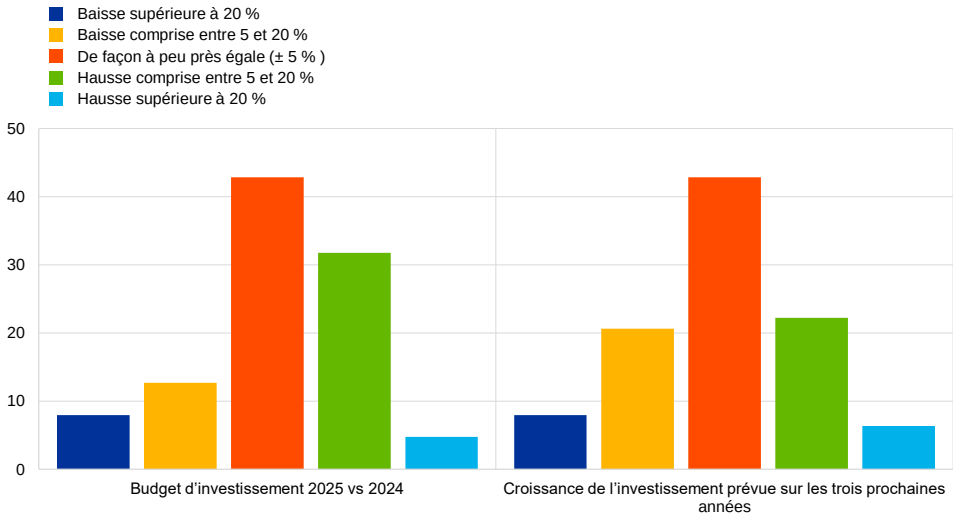
D’après les entreprises participantes, les perspectives d’investissement dans la zone euro sont plus modérées dans le futur qu’en 2025 (graphique A). Interrogées sur l’évolution de leurs budgets d’investissement en 2025 par rapport à 2024, un nombre beaucoup plus élevé d’entreprises a déclaré des hausses plutôt que des baisses. Toutefois, pour les trois prochaines années, 40 % d’entre elles prévoient que l’investissement restera globalement constant, et le nombre d’entreprises anticipant une baisse de leurs investissements est à peu près égal à celui des entreprises anticipant une hausse. Ces perspectives modérées reflètent principalement les réponses des entreprises industrielles, dont un tiers anticipent une baisse de leurs investissements dans la zone euro au cours des trois prochaines années, et seulement un quart, une hausse.

[1] L’enquête a été envoyée aux entreprises avec lesquelles la BCE entretient des contacts réguliers afin de collecter des informations économiques, comme expliqué dans l’article intitulé « Le dialogue de la BCE avec les sociétés non financières », *Bulletin économique*, n° 1, BCE, 2021.

Graphique A

L'investissement dans la zone euro : niveau actuel et évolution au cours des trois prochaines années

(en pourcentage des entreprises participantes)



Source : BCE.
Note : Le graphique présente les réponses aux questions suivantes : « Comment votre budget total d'investissement dans la zone euro a-t-il évolué en 2025 par rapport à 2024 ? » et « À votre avis, comment évolueront vos investissements dans la zone euro au cours des trois prochaines années ? ».

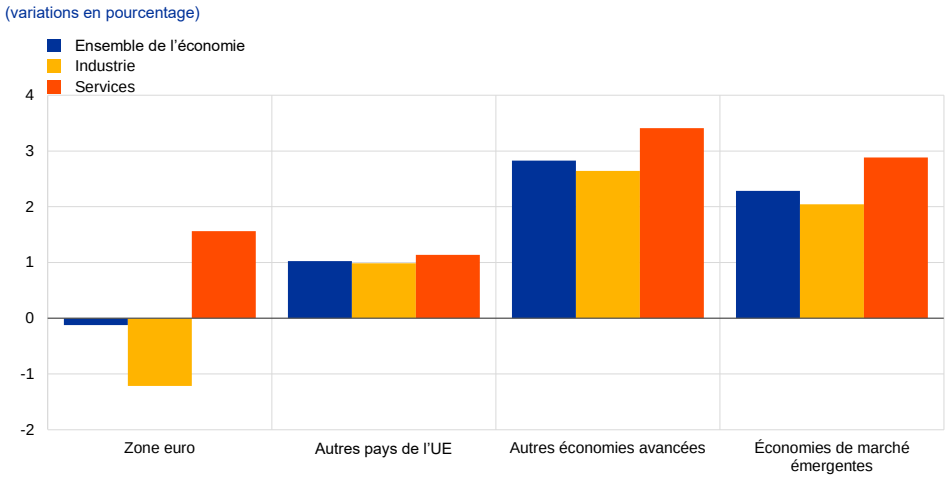
L'atonie des perspectives d'investissement dans la zone euro contraste avec les anticipations d'une hausse de l'investissement dans les autres zones géographiques (graphique B). Près des deux tiers des investissements actuels des entreprises interrogées se situent dans la zone euro, environ 5 % dans d'autres économies de l'UE et environ un sixième, respectivement, dans d'autres économies avancées et dans les marchés émergents [2]. Les réponses nettes indiquent des prévisions de quasi-stagnation de l'investissement des entreprises dans la zone euro au cours des trois prochaines années, mais une hausse de l'investissement en dehors de la zone euro, en particulier dans les économies avancées hors UE et les marchés émergents. L'atonie des perspectives d'investissement pour la zone euro par rapport aux autres économies avancées et aux marchés émergents reflète le fait que les entreprises industrielles prévoient une contraction de l'investissement dans la zone euro, mais une augmentation de l'investissement à l'extérieur de la zone euro. En revanche, les entreprises de services prévoient une hausse de l'investissement tant à l'intérieur qu'à l'extérieur de la zone euro, et à des taux plus comparables. La demande a constitué le principal facteur influençant l'axe géographique d'investissement, devant les possibilités de croissance plus élevée et le souhait d'entrer sur de nouveaux marchés. D'autres facteurs fréquemment cités sont liés au souhait de diversifier les chaînes d'approvisionnement et d'en améliorer la résilience, à la proximité avec les clients (« production locale pour une

[2] Les entreprises industrielles interrogées sont en moyenne plus mondiales, la moitié seulement de leurs investissements concernant la zone euro et environ un cinquième, respectivement, les économies avancées hors UE et les marchés émergents. Les activités des entreprises de services sont en moyenne plus concentrées, les trois quarts de leurs investissements concernant la zone euro et environ un dixième, respectivement, les économies avancées hors UE et les marchés émergents.

consommation locale »), aux différences en matière de droits de douane, à une réglementation plus favorable et à la stabilité économique et politique [3].

Graphique B

Investissement par région : évolution sur les trois prochaines années



Source : BCE.
Notes : Le graphique présente les réponses à la question « À votre avis, comment évolueront vos investissements dans les zones géographiques suivantes au cours des trois prochaines années ? ». Les prévisions d'investissement sont calculées en agrégeant la part des entreprises qui répondent « en baisse de plus de 20 % » (arrondi à – 20 %), « en baisse de 5 à 20 % » (soit une moyenne de – 12,5 %), « de façon à peu près égale (± 5 %) » (soit une moyenne de 0 %), « en hausse de 5 à 20 % » (soit une moyenne de 12,5 %) et « en hausse de plus de 20 % » (arrondi à 20 %).

Les mutations technologiques et une géopolitique en évolution sont devenus des éléments-clés pour les stratégies d'investissement des entreprises (graphique C). Lorsqu'on interroge les entreprises sur l'importance de cinq grands événements et évolutions récents dans le fait de repenser leurs stratégies d'investissement mondiales ces dernières années, les évolutions technologiques figurent en première place pour l'ensemble de l'échantillon. Pour les entreprises industrielles, la géopolitique et les politiques commerciales/en matière de droits de douane ont été jugées légèrement plus importantes que les évolutions technologiques, les entreprises du secteur des services étant moins exposées à ces forces. La crise climatique enregistre également un score relativement élevé, tandis que la pandémie de COVID-19 a été considérée comme un peu moins importante (rétrospectivement au moins) [4].

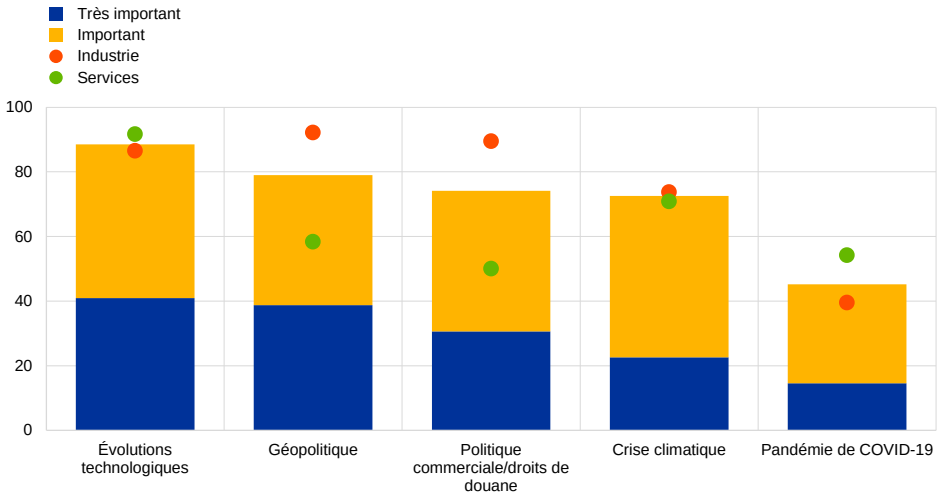
[3] Pour les résultats antérieurs d'une enquête similaire en lien avec la diversification, la résilience des chaînes d'approvisionnement et la proximité avec les clients, cf. l'encadré intitulé « Production mondiale et risques liés aux chaînes d'approvisionnement : indications tirées d'une enquête réalisée auprès de grandes entreprises », *Bulletin économique*, n °7, BCE, 2023.

[4] Toutefois, selon les contacts réguliers avec les entreprises établis pendant cette période, la pandémie a effectivement entraîné une importante réorganisation des chaînes d'approvisionnement et le passage croissant du « juste-à-temps » au « juste-au-cas » en matière de stratégies de gestion des stocks.

Graphique C

Importance des principaux événements et évolutions des années 2020 susceptibles d'avoir incité les entreprises à repenser leurs stratégies d'investissement

(en pourcentage des entreprises participantes)



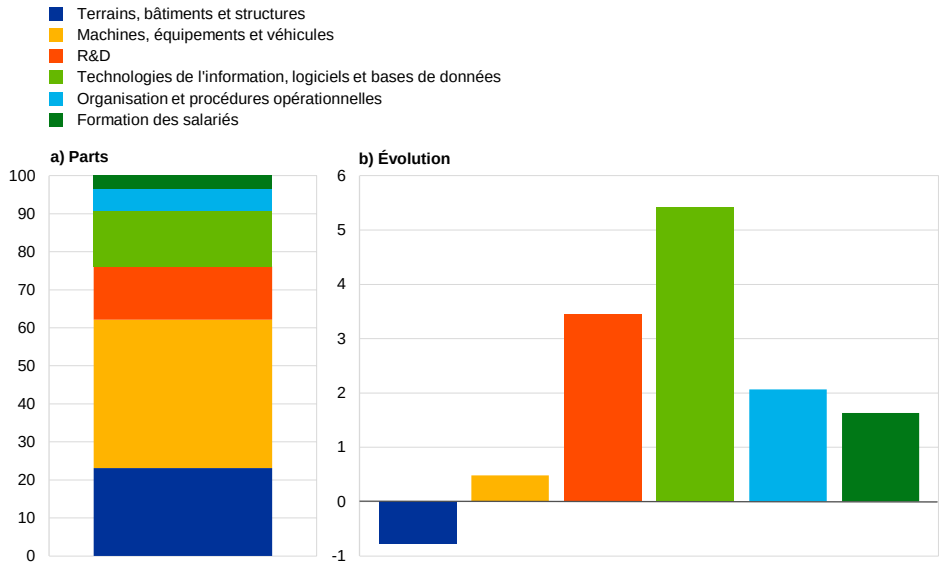
Source : BCE.
Notes : Le graphique présente les réponses à la question « Quelle a été l'importance des principaux événements et évolutions suivants dans votre décision de repenser votre stratégie d'investissement mondial ces dernières années ? ». Les barres correspondent aux pourcentages du total des 64 entreprises ayant répondu à l'enquête. Les points représentent les pourcentages cumulés des facteurs « important » et « très important » par secteur.

Les entreprises participantes prévoient que leurs investissements dans la zone euro au cours des trois prochaines années seront principalement liés aux actifs incorporels, en particulier les technologies de l'information, les logiciels et les bases de données. En moyenne, les entreprises ont déclaré que 60 % environ de leurs dépenses d'investissement dans la zone euro concernaient des actifs « corporels » (tels que les machines et les équipements) ; 30 %, des actifs « incorporels » (la recherche et développement (R&D), ainsi que les technologies de l'information, les logiciels et les bases de données), qui sont généralement comptabilisés comme dépenses opérationnelles dans les comptes des entreprises, mais comme investissements dans les comptes nationaux ; et 10 %, l'organisation et les procédures opérationnelles ainsi que la formation des salariés (graphiques D, partie a). Pour les trois prochaines années, les entreprises anticipent une stagnation globale de leurs investissements corporels, tandis que les dépenses consacrées à la R&D et, en particulier, aux technologies de l'information, aux logiciels et aux bases de données, devraient augmenter (graphique D, partie b).

Graphique D

Investissement par catégorie d'actifs : parts en 2025 et évolution sur les trois prochaines années

(partie a : pourcentages de l'investissement total en 2025 ; partie b : variations en pourcentage sur les trois prochaines années)



Source : BCE.
Notes : Le graphique présente les réponses aux questions suivantes : « Quelle part environ du total de vos investissements dans la zone euro est consacrée à chacun des domaines suivants ? » et « À votre avis, comment évolueront vos investissements dans la zone euro dans chacun de ces domaines au cours des trois prochaines années ? ». L'évolution au cours des trois prochaines années est calculée en agrégeant les parts des entreprises qui répondent « en baisse de plus de 20 % » (arrondi à – 20 %), « en baisse de 5 à 20 % » (soit une moyenne de – 12,5 %), « de façon à peu près égale (± 5 %) » (soit une moyenne de 0 %), « en hausse de 5 à 20 % » (soit une moyenne de 12,5 %) et « en hausse de plus de 20 % » (arrondi à 20 %).

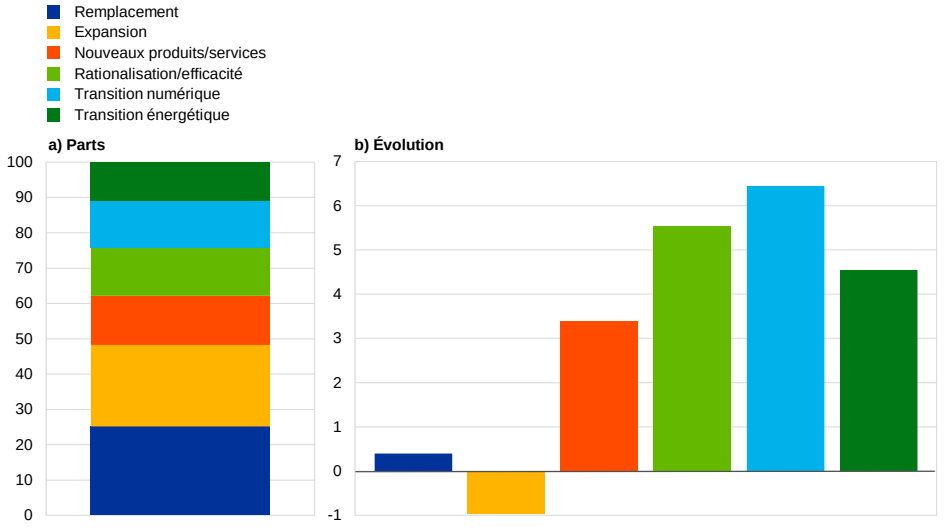
L'accent mis sur l'investissement incorporel reflète probablement la priorité croissante accordée aux transitions numérique et écologique, ainsi qu'à la rationalisation et à l'efficacité. En moyenne, les participants classent la moitié environ de leurs investissements comme étant axés sur le remplacement et l'expansion, le reste, à parts globalement égales, étant consacré au développement de nouveaux produits, à des objectifs de rationalisation et d'efficacité, à la transition numérique, et à la transition énergétique (graphique E, partie a) [5]. Sur les trois prochaines années, le déterminant le plus important des plans d'investissement actuels devrait être la transition numérique, suivie de la rationalisation et de l'efficacité, de la transition énergétique et du développement de nouveaux produits et services (graphique E, partie b).

5 Il convient de noter que de nombreux investissements ont plus d'un objectif et qu'identifier l'objectif d'un investissement à l'aide des catégories proposées peut se révéler subjectif.

Graphique E

Investissement par objectif : parts en 2025 et évolution au cours des trois prochaines années

(partie a : pourcentages de l'investissement total en 2025 ; partie b : variations en pourcentage au cours des trois prochaines années)



Source : BCE.
Notes : Le graphique présente les réponses aux questions suivantes : « Quelle part environ du total de vos investissements dans la zone euro est consacrée à chacun des objectifs suivants ? » et « À votre avis, comment évolueront vos investissements dans la zone euro pour chacun de ces objectifs au cours des trois prochaines années ? ». La somme des parts déclarées par les entreprises a été recalculée pour obtenir 100 % (le total était supérieur à 100 % car certaines réponses reflétaient l'utilisation multiple de certains investissements). L'évolution sur les trois prochaines années est calculée en agrégeant les parts des entreprises qui répondent « en baisse de plus de 20 % » (arrondi à – 20 %), « en baisse de 5 à 20 % » (soit une moyenne de – 12,5 %), « de façon à peu près égale (± 5 %) » (soit une moyenne de 0 %), « en hausse de 5 à 20 % » (soit une moyenne de 12,5 %) et « en hausse de plus de 20 % » (arrondi à 20 %).

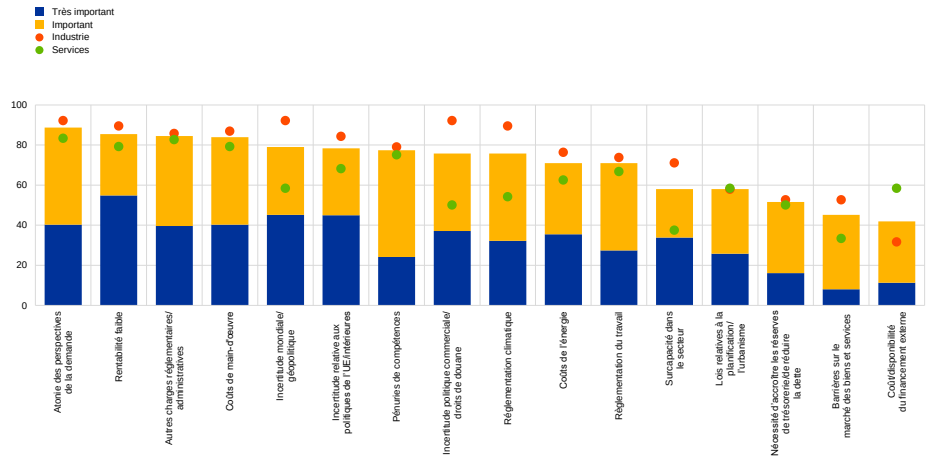
L'atonie des perspectives de demande et une rentabilité faible arrivent en tête de la liste des contraintes pesant sur l'investissement dans la zone euro (graphique F). Selon neuf participants sur dix, l'atonie de la demande est la contrainte la plus importante (souvent « très importante ») pesant sur l'investissement dans la zone euro, suivie de près par la faiblesse de la rentabilité, les autres charges réglementaires et administratives, et les coûts de main-d'œuvre (cités par 80 à 85 % des entreprises) [6]. S'agissant des entreprises industrielles, l'incertitude géopolitique au niveau mondial, l'incertitude concernant les échanges commerciaux et l'incertitude relative aux politiques économiques de l'UE/intérieures enregistrent des scores particulièrement élevés. Interrogées sur les changements qui pourraient encourager la hausse de l'investissement dans la zone euro, plus de la moitié des participants ont indiqué une réglementation moins lourde et/ou plus stable. Une politique climatique plus propice à la croissance et plus prévisible est également arrivée en bonne place, ainsi qu'une plus forte relance de la demande, la stabilité politique et économique, et des coûts de main-d'œuvre et de l'énergie moins élevés. Le coût et la disponibilité du financement externe ont été jugés beaucoup moins importants, ce qui reflète probablement en partie l'accès plus facile au financement externe pour les grandes entreprises interrogées que pour les petites entreprises.

6 La réglementation du travail et la réglementation relative au climat figurent sous forme de facteurs séparés dans le questionnaire.

Graphique F

Facteurs limitant l’investissement dans la zone euro

(en pourcentage des entreprises participantes)



Source : BCE.
Notes : Le graphique présente les réponses à la question « Dans quelle mesure les facteurs suivants limitent-ils vos investissements dans la zone euro ? » Les barres indiquent les pourcentages du total des 64 entreprises ayant répondu à l’enquête. Les points représentent les pourcentages cumulés des facteurs « important » et « très important » par secteur.

L’anticipation d’une hausse des dépenses de défense est assez largement perçue comme un catalyseur potentiel pour l’investissement. La moitié des entreprises industrielles et un cinquième des entreprises de services participantes prévoient qu’une hausse des dépenses de défense soutiendra leurs investissements au cours des trois prochaines années. Il s’agit en général d’entreprises qui approvisionnent déjà (directement ou indirectement) le secteur de la défense ou bien qui explorent ou ont l’intention d’explorer les possibilités d’adaptation de leur production actuelle aux opportunités de croissance liées aux récentes annonces relatives aux dépenses de défense, ou alors qui s’attendent à bénéficier indirectement de l’accroissement de l’activité économique globale qui en résultera. En comparaison, seul un participant sur cinq environ (principalement les entreprises situées dans le sud de l’Europe) considère que le programme *Next Generation EU* a soutenu l’investissement dans son secteur, en général pour des projets liés aux infrastructures environnementales et numériques.

4 Les tensions inflationnistes résultant des révisions de prix : où en sommes-nous ?

Katalin Bodnár, Andrea Fabbri, Ieva Rubene et Zivile Zekaite

La désinflation dans le secteur des services de la zone euro a été plus lente que celle mesurée au niveau global par l'indice des prix à la consommation harmonisé (IPCH) total (graphique A). Cette situation est imputable à une combinaison de facteurs : une réaction tardive des prix de certains services à la poussée inflationniste généralisée, des tensions salariales élevées et une forte demande de services (services de loisirs en particulier) [1]. Cet encadré se concentre sur le premier facteur et examine le rôle des composantes « services » du panier de l'IPCH qui tendent à faire l'objet de révisions moins fréquentes, et sont donc susceptibles de continuer à accentuer les tensions sur les prix, alors que pour d'autres rubriques on observe déjà un ralentissement de la hausse des prix.

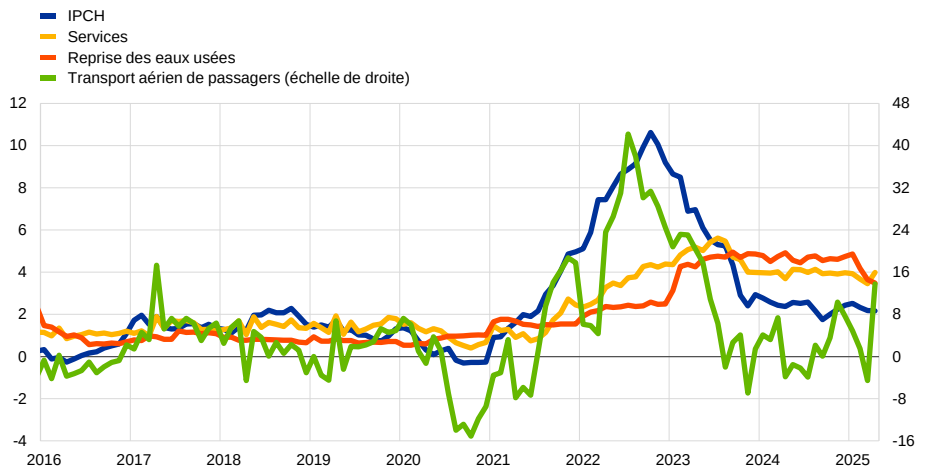
Le panier de consommation de services de l'IPCH comprend des indices de prix avec des taux de variation annuelle des prix très différents. D'une part, les services incluent des postes liés aux voyages, pour lesquels les prix tendent à s'ajuster très rapidement aux conditions économiques et aux chocs. Par exemple, la variation annuelle des prix du transport aérien de passagers a atteint 40 % mi-2022, avant le pic pour le total des services observé en juillet 2023. Depuis mi-2023, elle enregistre occasionnellement des taux négatifs. D'autre part, les prix des autres composantes affichent des hausses annuelles stables, avec une volatilité très faible ; comme par exemple la reprise des eaux usées, poste pour lequel les prix ont augmenté très progressivement, en retard par rapport aux prix de l'ensemble des services (graphique A).

[1] Pour des informations sur le rôle du coût des intrants liés à l'énergie et aux salaires dans les prix des services, cf. l'encadré intitulé « Décomposition de l'inflation mesurée par l'IPCHX en rubriques sensibles à l'énergie et sensibles aux salaires », *Bulletin économique*, n° 3, BCE, 2024.

Graphique A

IPCH total pour la zone euro, services et sélection de composantes des services

(variations annuelles en pourcentage)

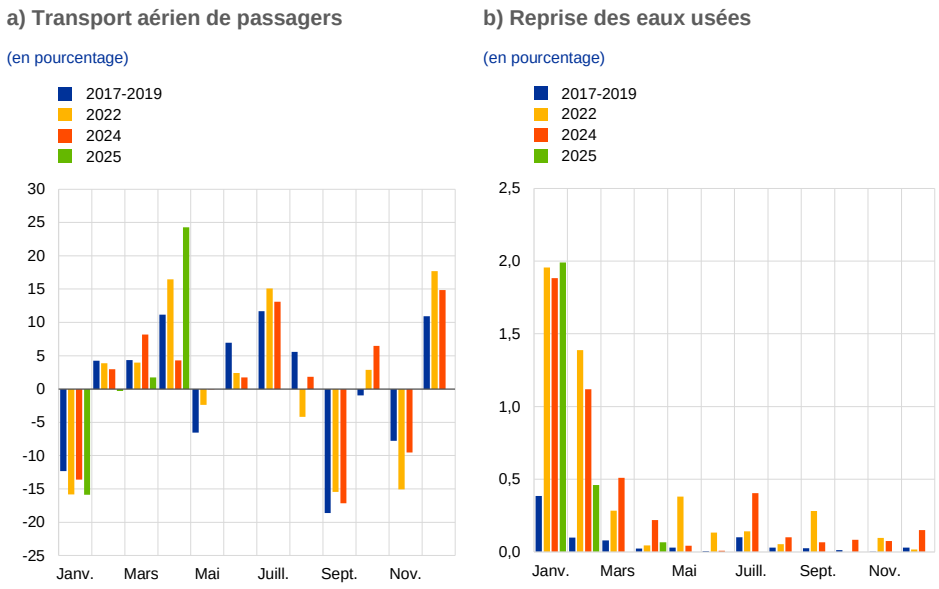


Sources : Eurostat et calculs des services de la BCE.
Note : Les dernières observations se rapportent à avril 2025.

Les différences de taux d'inflation annuels entre les composantes de l'inflation dans les services résultent en partie de différences en matière de fréquence de variation des prix sur une année. Par exemple, les prix du transport aérien de passagers sont hautement volatils et l'indice des prix peut augmenter ou baisser de plus de 10 % chaque mois, en fonction de la demande liée aux périodes de vacances (graphique B, partie a). En revanche, les variations des prix des autres rubriques, telles que la reprise des eaux usées, sont concentrées à certains moments de l'année (graphique B, partie b). Les prix des services affichant des variations de prix moins fréquentes devraient réagir avec un décalage aux chocs généralisés sur les prix et les coûts. Pour ces deux catégories, et aussi de façon plus générale, les variations des prix se sont inscrites en hausse ces dernières années, mais elles restent alignées sur les profils pré-pandémiques s'agissant de leur calendrier sur l'année (elles se produisent les mêmes mois, avec des fluctuations saisonnières pour le transport aérien de passagers, et la variation la plus importante intervenant en janvier pour la reprise des eaux usées).

Graphique B

Variations des prix en rythme mensuel pour une sélection de rubriques des services de l'IPCH



Sources : Eurostat et calculs des services de la BCE.
Notes : « 2017-2019 » correspond à la moyenne des taux de variation mensuels sur cette période. Les dernières observations se rapportent à avril 2025.

Des ajustements de prix peu fréquents peuvent être la conséquence de relations à long terme entre les vendeurs et les acheteurs, ou de prix fixés directement ou fortement influencés par l'autorité publique. Modifier des prix peut se révéler coûteux, les ajustements de prix sont par conséquent peu fréquents, la relation contractuelle entre le fournisseur de services et le client étant fixée ou prolongée pour une durée spécifique. Par exemple, les loyers ou les contrats d'assurance santé ont tendance à être renouvelés ou révisés annuellement. Les prix des services non contractuels peuvent aussi être modifiés peu fréquemment afin de préserver la relation à long terme entre vendeur et acheteur (par exemple, pour la réparation d'appareils tels que les équipements de sport ou de jardinage, pour les services de coiffure, etc.). De plus, les prix des certaines rubriques de services sont fixés ou fortement influencés par la puissance publique (services « administrés »). Les prix des services administrés sont en général ajustés moins fréquemment que ceux des services non administrés [2]. Il s'agit par exemple de services tels que les services collectifs (collecte des ordures et reprise des eaux usées), l'enseignement supérieur et les services de protection sociale (comme la garde d'enfants). Les prix administrés étant classés au niveau national, il existe de nombreuses composantes des services dont les prix sont administrés dans certains pays mais pas dans d'autres, ce qui peut légèrement brouiller le profil de la zone euro.

Les variations de prix pour un quart environ de l'ensemble des rubriques de services sont concentrées sur un ou deux mois de l'année. La révision des prix

[2] Cf. Fritzer (F.), « *Administered Prices, Inflation and the Business Cycle – Selected Aspects* », *Monetary Policy & the Economy*, Oesterreichische Nationalbank (Banque nationale d'Autriche), n° 1, 2011, p. 41-57. Cf. également l'encadré intitulé « *Measuring and assessing the impact of administered prices on HICP inflation* », *Bulletin mensuel*, mai 2007, BCE.

peut avoir lieu à différents moments dans différents pays, ce qui signifie qu'il n'est pas aisé d'identifier un profil clair de révision des prix pour la zone euro agrégée. Notre approche est fondée sur les 39 rubriques de services de la zone euro du niveau à quatre chiffres de la classification des fonctions de consommation des ménages (*4-digit Classification of Individual Consumption by Purpose*, COICOP-4) pour la période 2016-2024. Pour chaque rubrique, nous appliquons l'approche suivante en matière de sélection. Premièrement, nous calculons la variation de prix en pourcentage en glissement mensuel pour chaque mois calendaire, à l'aide d'indices des prix non corrigés des variations saisonnières. Deuxièmement, nous calculons la variation moyenne pour chaque mois calendaire pour toutes les années de la période. Troisièmement, nous calculons l'importance relative, exprimée en part en pourcentage, de chaque mois par rapport à la variation de prix totale pour l'année entière. Pour les deuxième et troisième étapes, nous utilisons des valeurs absolues car elles nous permettent d'évaluer l'ampleur relative de toutes les variations de prix, indépendamment du sens de la variation. Par exemple, la part pour janvier est la moyenne de la valeur absolue des variations mensuelles des prix au mois de janvier pour toutes les années comprises entre 2016 et 2024 divisée par la somme des moyennes de la valeur absolue de toutes les variations mensuelles des prix sur la même période. Quatrièmement, nous identifions les mois calendaires pour lesquels soit (1) la part en pourcentage d'une variation de prix au cours d'un mois unique est supérieure à 25 %, soit (2) la part combinée des deux mois affichant les parts les plus importantes dépasse 35 % de la variation totale sur la même période d'échantillonnage. Enfin, une rubrique de services est assignée à la catégorie « révision annuelle des prix » si elle remplit ces critères et si la variation de prix en rythme mensuel pour les mois calendaires identifiés est positive en moyenne entre 2016 et 2024 [3]. Les seuils se fondent sur des appréciations mais sont relativement élevés étant donné qu'au minimum entre un quart et un tiers de la variation d'un indice de prix se produit sur un ou deux mois de l'année seulement. Par exemple, les résultats montrent que 48 % de la variation totale de la valeur absolue des prix pour les services hospitaliers sur la période se sont produits au mois de janvier de chaque année (graphique C) [4]. Selon cette approche, 16 rubriques de services – soit environ 25 % du total des services (sur la base des pondérations pour 2025) –, affichent un profil de révision annuelle des prix. La moitié environ des rubriques dont les prix sont révisés annuellement appartiennent à la catégorie des prix administrés.

[3] Cette dernière condition garantit que les rubriques qui enregistrent d'importantes fluctuations de prix saisonnières (c'est-à-dire à la hausse un mois et à la baisse un autre, en raison de facteurs tels que les périodes de vacances) sont exclues.

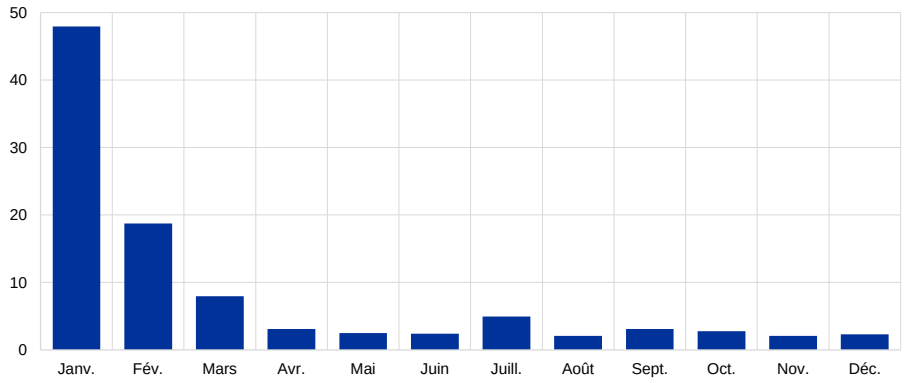
[4] Les rubriques classées dans la catégorie « révision annuelle des prix » selon la classification COICOP-4 sont : 043200, 053300, 111200, 073600, 044200(A), 044300(A), 044400, 063000(A), 073500(A), 081000(A), 100000(A), 124000(A), 125300, 125500, 126000, 127000, où (A) indique un poste dont le prix est administré. La sélection au niveau de la zone euro est susceptible de différer de la sélection au niveau du pays.

Graphique C

Un exemple de révision annuelle des prix : les services hospitaliers

Distribution des variations de l'indice des prix sur un an

(pourcentage de la variation de prix au cours de chaque mois par rapport à la variation sur l'année entière, en moyenne sur la période d'échantillonnage 2016-2024)



Sources : Eurostat et calculs des services de la BCE.

Pour la plupart des rubriques qui affichent un profil de révision annuelle des prix, la variation de l'indice des prix intervient principalement en début d'année. Pour la plupart des 16 rubriques appartenant à la catégorie révision des prix annuelle, janvier est le mois, ou l'un des deux mois, qui affiche la proportion la plus élevée de variation des prix sur une année. Il existe quelques exceptions, par exemple l'éducation et les cantines, pour lesquelles les changements de prix peuvent intervenir en début d'année scolaire. Le profil des transports combinés de passagers est brouillé par l'impact de l'introduction du ticket de transport public allemand et des modifications appliquées à son prix par la suite. Étant donné l'ampleur de cet effet, il est utile d'exclure l'impact de ce poste afin d'acquérir une meilleure compréhension de la dynamique sous-jacente des prix des services [5].

Les rubriques qui affichent un profil de révision annuelle des prix jouent un rôle croissant dans le maintien à un niveau élevé de l'inflation dans le secteur des services. Lors de la dernière poussée d'inflation, les taux d'inflation des rubriques sans profil de révision annuelle des prix ont augmenté plus tôt et plus fortement que ceux des rubriques avec un profil de révision annuelle des prix, en particulier pour les composantes administrées (graphique D). Lorsque les chocs haussiers sur les coûts ont commencé à se dissiper, l'inflation pour les rubriques sans révision annuelle des prix a diminué plus sensiblement, tandis que le taux d'inflation des rubriques de services avec révision annuelle des prix (hors transport combiné de passagers) a oscillé légèrement au-dessus de 4,0 % au second semestre 2023 et en 2024. Les taux d'inflation des rubriques affichant un profil de révision des prix se révèlent légèrement supérieurs à ceux des services sans révision annuelle des prix depuis la fin 2023. Cela résulte principalement du taux

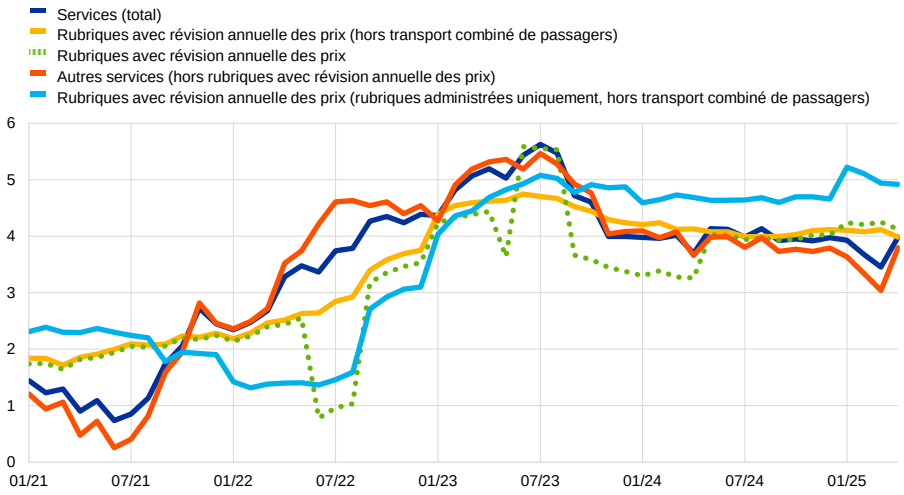
[5] Un ticket de transport public à prix réduit a été introduit en Allemagne pour trois mois à l'été 2022, puis à nouveau en mai 2023 à un prix plus élevé. Son prix a de nouveau été augmenté en janvier 2025. Le prix de ce ticket appartient à la catégorie « transport combiné de passagers » de l'IPCH et les variations de prix ont entraîné d'importantes fluctuations de cet indice, avec des effets visibles sur l'indice pour la zone euro.

d’inflation particulièrement élevé des composantes administrées au sein du groupe avec révision annuelle des prix.

Graphique D

Rubriques de services de l’IPCH présentant un profil de révision annuelle des prix

(variations annuelles en pourcentage)

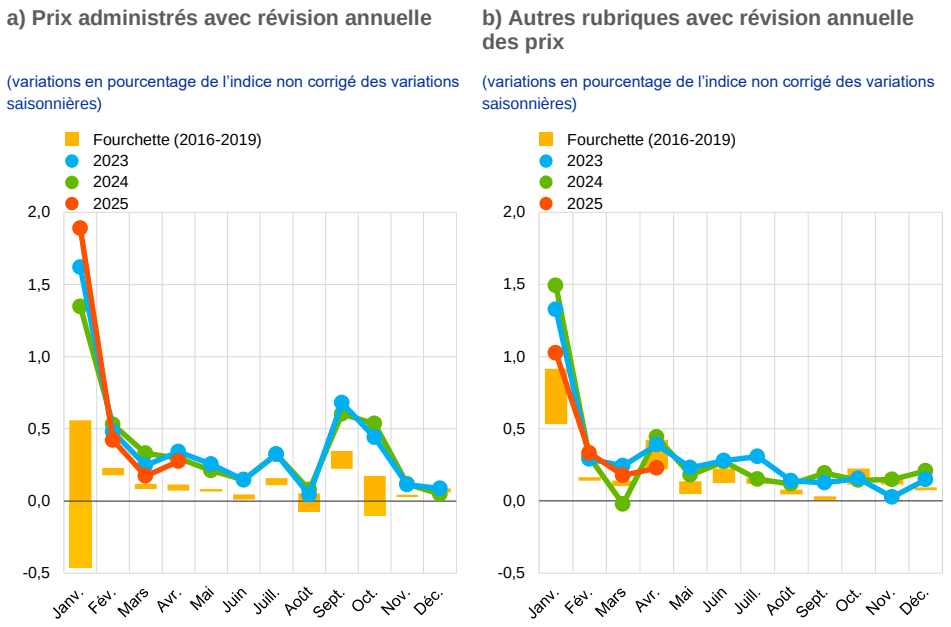


Sources : Eurostat et calculs des services de la BCE.
Notes : Sur la base de la classification COICOP-4. Les dernières observations se rapportent à avril 2025.

Début 2025, les postes dont les prix sont révisés annuellement sont restés un facteur important à l’origine de la persistance de l’inflation dans les services. Dans la mesure où les variations de prix pour les rubriques avec révision annuelle des prix interviennent principalement en janvier, leurs variations en rythme mensuel en janvier fournissent des indications utiles sur les évolutions de l’inflation annuelle. En janvier 2025, les composantes administrées dont les prix sont révisés annuellement ont affiché la plus forte hausse en rythme mensuel, dépassant même l’augmentation observée un an auparavant. En revanche, les variations de prix dans les rubriques non administrées pour lesquelles les prix sont révisés annuellement se sont atténuées par rapport à l’année précédente (graphique E). Le taux d’inflation des rubriques de services sans profil de révision des prix s’inscrit également en forte baisse depuis janvier 2025. Toutefois, une partie de la baisse de mars et le rebond d’avril reflètent à quelles dates Pâques a eu lieu en 2024 puis en 2025. Il convient de suivre de près le découplage de la hausse des prix administrés et de l’inflation dans les services au sens large, les modèles de prévision n’étant pas à même de capturer de manière adéquate les déterminants de la dynamique des prix pour ces services, qui sont souvent étroitement liés à des considérations budgétaires.

Graphique E

Variations mensuelles des prix pour les rubriques présentant un profil de révision annuelle des prix



Sources : Eurostat et calculs des services de la BCE.
Notes : Les agrégats sont fondés sur l'agrégation chaînées des composantes. Les prix administrés excluent le transport combiné de passagers. Les dernières observations se rapportent à avril 2025.

En conclusion, la désinflation dans le secteur des services devrait être soutenue par une normalisation des profils de révision annuelle des prix. Si l'inflation pour les rubriques affichant un profil de révision des prix, en particulier celles assorties de prix administrés, demeure persistante, l'essentiel de l'ajustement retardé aux chocs passés devrait maintenant être en grande partie achevé. Par conséquent, les futures révisions des prix devraient être d'ampleur plus faible et davantage en ligne avec les tendances générales en matière d'inflation.

5 Volatilité des marchés financiers et incertitude relative à la politique économique : réduction de l'écart

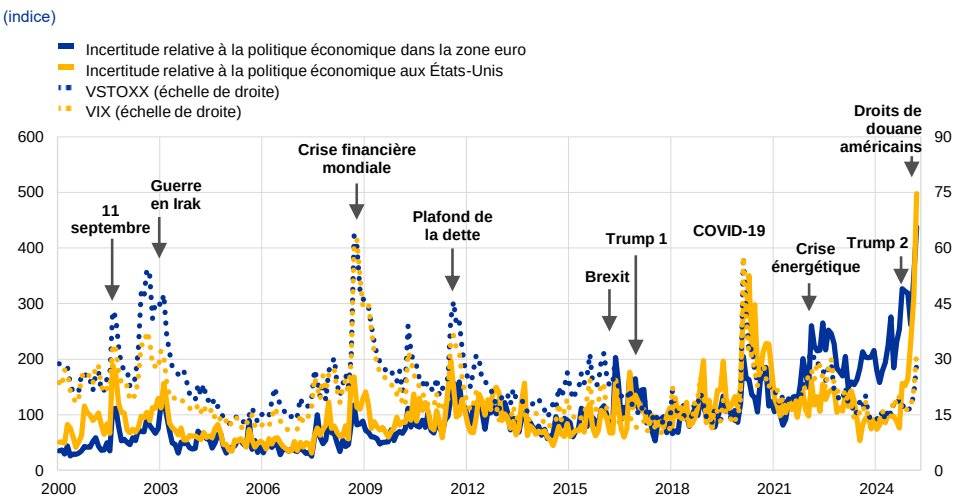
Giulia Martorana et Jakub Mistak

À la suite de l'annonce relative aux droits de douane de l'administration américaine le 2 avril dernier, la volatilité des marchés financiers a fortement augmenté par rapport à des niveaux jusqu'alors faibles, s'alignant davantage sur la montée de l'incertitude relative à la politique économique observée depuis l'automne dernier. Le graphique A présente les mesures de la volatilité des marchés financiers pour la zone euro (VSTOXX) et les États-Unis (VIX) ainsi que les indices de l'incertitude relative à la politique économique correspondants. Ces derniers sont des mesures de l'incertitude relative à la politique économique fondées sur l'actualité, qui sont devenues plus populaires en raison de leur capacité à saisir des événements économiques et politiques majeurs [1]. Depuis l'automne dernier, les indices de l'incertitude relative à la politique économique connaissent une forte hausse des deux côtés de l'Atlantique, et cette tendance haussière se poursuit en 2025 dans un contexte de risque géopolitique persistant et de montée de l'incertitude entourant les droits de douane. En revanche, la volatilité des marchés financiers dans la zone euro comme aux États-Unis est restée relativement contenue jusqu'en mars, en raison du fort dynamisme des marchés d'actions. Toutefois, le VIX comme le VSTOXX ont nettement augmenté à la suite des cessions massives sur les marchés des actions en réaction à l'annonce des droits de douane américains le 2 avril.

[1] Pour plus de détails sur la méthodologie de calcul de l'incertitude relative à la politique économique, cf. Baker (S.R.), Bloom (N.) et Davis (S.J.), « *Measuring Economic Policy Uncertainty* », *The Quarterly Journal of Economics*, vol. 131, n° 4, 2016, p. 1593-1636.

Graphique A

Volatilité des marchés financiers et incertitude relative à la politique économique dans la zone euro et aux États-Unis



Sources : Baker, Bloom et Davis, Bloomberg et calculs des services de la BCE.
Notes : L'incertitude relative à la politique économique aux États-Unis est estimée par Baker, Bloom et Davis, tandis que l'incertitude relative à la politique économique dans la zone euro est calculée, par ces mêmes auteurs, comme la moyenne pondérée du PIB des indices mesurant l'incertitude relative à la politique économique en Allemagne, en France, en Italie et en Espagne. Les deux indicateurs sont normalisés pour obtenir une moyenne de 100 entre janvier 2000 et la dernière observation. Les dernières observations se rapportent à avril 2025.

Historiquement, les mesures de l'incertitude relative à la politique économique et de la volatilité des marchés financiers ont évolué en étroite corrélation, malgré des divergences à certains moments et d'un pays à l'autre. Dans le passé, des déconnexions entre l'incertitude relative à la politique économique et la volatilité des marchés financiers sont intervenues à la suite d'événements importants, tels que l'élection présidentielle de 2016 aux États-Unis, le référendum sur le Brexit au Royaume-Uni et la crise récente de l'énergie. Cela a donné lieu à de nombreuses recherches, offrant diverses interprétations de la réaction contenue de la volatilité des marchés financiers face aux variations de l'incertitude relative à la politique économique. Ces interprétations incluent par exemple une détérioration de la qualité des signaux politiques, des différences d'opinion entre les investisseurs et le rôle joué par des conditions économiques robustes [2].

La hausse récente de l'incertitude relative à la politique économique dans la zone euro reflète l'intensification d'une tendance haussière observée depuis plusieurs années. Depuis 2021, les variations de l'incertitude relative à la politique économique dans la zone euro ont été hétérogènes entre les pays, et les indicateurs pour l'Allemagne et la France sont constamment restés au-dessus de leurs moyennes historiques [3]. À noter tout particulièrement la tendance haussière de l'incertitude relative à la politique économique en Allemagne, qui a atteint des points

2 Cf. Białkowski (J.), Dang (H.D.) et Wei (X.), « *High policy uncertainty and low implied market volatility: An academic puzzle?* », *Journal of Financial Economics*, vol. 143, nº 3, mars 2022, p. 1185-1208 ; Dumas (B.), Kurshev (A.) et Uppal (R.), « *Equilibrium Portfolio Strategies in the Presence of Sentiment Risk and Excess Volatility* », *The Journal of Finance*, vol. 64, n 2, avril 2009, p. 579-629 ; et Pástor (L.) et Veronesi (P.), « *Political uncertainty and risk premia* », *Journal of Financial Economics*, vol. 110, nº 3, décembre 2013, p. 520-545.

3 Pour les indicateurs de l'incertitude relative à la politique économique pour les quatre plus grands pays de la zone euro, cf. Baker, Bloom et Davis, *op. cit.*

hauts historiques en avril 2025 au moment de l'annonce des droits de douane par l'administration américaine (graphique B, partie a). Pour cette raison, et pour des questions de disponibilité des données, l'analyse de cet encadré porte plus particulièrement sur l'Allemagne. Une base de données d'articles d'actualité est employée afin de reproduire l'incertitude relative à la politique économique en Allemagne [4]. Plus précisément, l'indice répliqué repose sur une base de données de 1 857 207 articles d'actualité allemands, sur la période allant de janvier 2000 à avril 2025, et suit étroitement l'indice original de l'incertitude relative à la politique économique. Lorsqu'il est mis en parallèle avec l'indice de volatilité du marché allemand des actions (VDAX), il apparaît de façon évidente que la déconnexion entre les deux mesures observée à partir de l'automne dernier et au cours des trois premiers mois de 2025 reflète l'intensification d'une tendance observée depuis plusieurs années. Cette divergence a persisté jusque début avril, lorsque, sous l'effet d'une forte hausse qui a coïncidé avec la cession massive sur les marchés des actions mondiaux, la trajectoire de l'indice VDAX s'est alignée sur la hausse antérieure de l'indice de l'incertitude relative à la politique économique.

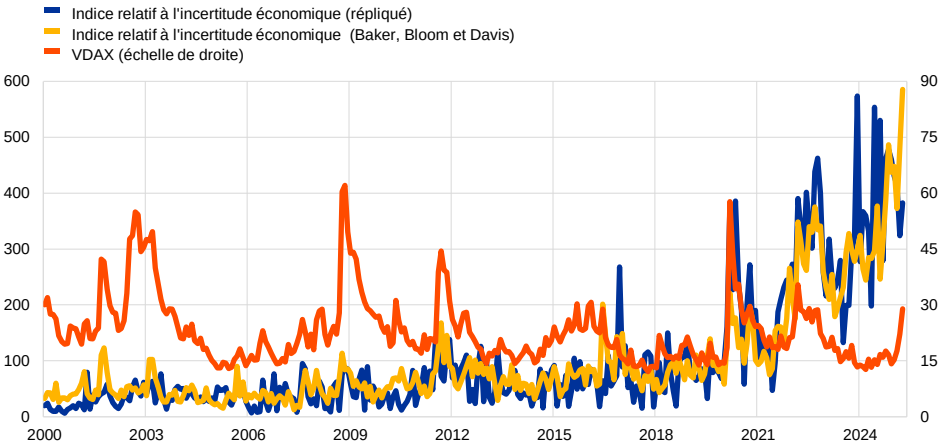
[4] La méthodologie utilisée pour reproduire l'indice de l'incertitude relative à la politique économique en Allemagne suit Baker, Bloom et Davis, *op. cit.* L'indicateur est normalisé en fonction des sources de journaux et recalculé en fonction du nombre d'articles par mois.

Graphique B

Indice de l'incertitude relative à la politique économique et catégories d'incertitude

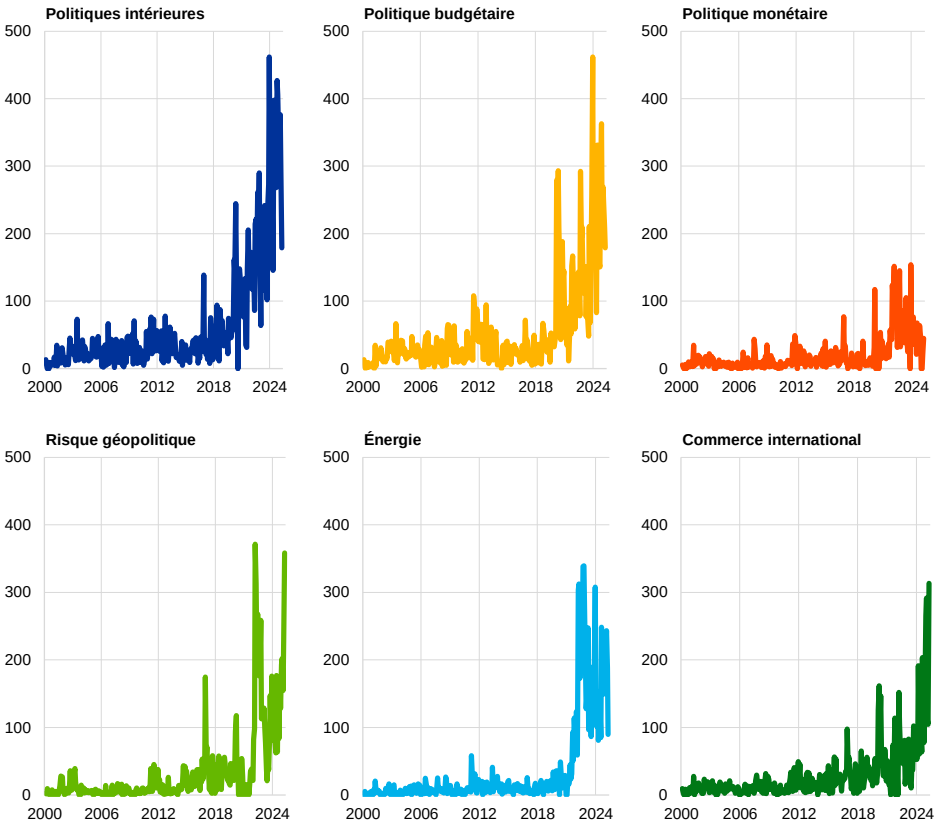
a) Indice de l'incertitude relative à la politique économique et volatilité implicite des marchés en Allemagne

(indice)



b) Incertitude relative à la politique économique en Allemagne par thème

(indice)



Sources : Dow Jones Factiva et calculs des services de la BCE.
Notes : La partie a) compare l'indice original de l'incertitude relative à la politique économique proposé par Baker, Bloom et Davis et sa version répliquée avec le VDAX. La partie b) montre la décomposition de thèmes extraite de l'indice répliqué de l'incertitude relative à la politique économique à l'aide d'un grand modèle de langage (LLM). Chaque article peut être assigné à des catégories multiples. Les dernières observations se rapportent à avril 2025.

Une analyse thématique d'articles de journaux à l'aide d'un grand modèle de langage (*large langage model*, LLM) montre que les incertitudes nationales et mondiales sont à l'origine de la récente poussée de l'incertitude relative à la politique économique en Allemagne. L'analyse s'appuie sur la flexibilité et la compréhension contextuelle des LLM pour extraire les différents thèmes économiques qui caractérisent l'incertitude relative à la politique économique en Allemagne. Plus précisément, le modèle GPT-4o d'OpenAI est utilisé pour identifier de multiples thèmes dans chaque article de journal [5]. Le graphique B, partie b) présente les six catégories d'incertitude identifiées. Les principaux déterminants de la montée de l'incertitude relative à la politique économique en Allemagne comprennent l'incertitude nationale, en particulier concernant les questions de politique et de budget, et l'incertitude mondiale, qui ressort des catégories géopolitiques, énergétiques et, plus récemment, commerciales. La montée de l'incertitude autour des politiques nationales et budgétaires reflète des préoccupations internes, y compris les évolutions de l'économie réelle, de la politique industrielle, du budget, des dynamiques de coalition politique et des élections. En parallèle, le risque géopolitique s'est intensifié à la suite de l'invasion injustifiée de l'Ukraine par la Russie et pendant l'escalade du conflit à Gaza. L'incertitude liée à l'énergie s'est également accentuée à la suite de l'invasion de l'Ukraine par la Russie, et a été amplifiée par la forte dépendance de l'Allemagne vis-à-vis du gaz russe à cette période. L'incertitude liée à la politique monétaire a augmenté en ligne avec les tendances d'inflation après la pandémie, comme le montrent divers indicateurs extraits des instruments de marché. Enfin, l'incertitude autour du commerce international comprend des événements et des chocs importants tels que le Brexit, l'élection présidentielle de 2016 aux États-Unis, la pandémie de COVID-19 et les évolutions récentes des droits de douane américains, autant de facteurs ayant mis à l'épreuve la résilience de la chaîne d'approvisionnement mondiale.

Une analyse empirique formelle peut aider à comprendre les évolutions récentes, y compris à la suite de l'annonce des droits de douane américains le 2 avril, lorsque la forte hausse de la volatilité des marchés financiers s'est alignée sur les niveaux élevés persistants de l'incertitude relative à la politique économique, dans un contexte de cessions massives sur les marchés des actions. À partir de la littérature américaine, cet encadré examine si la relation entre la volatilité des marchés financiers et l'incertitude relative à la politique économique en Allemagne a été affectée par le « momentum » du marché des actions, défini comme le nombre de mois durant lesquels l'indice boursier affiche un rendement positif pour une période donnée. Plus précisément, l'analyse empirique modélise la volatilité implicite (« $\log(\mathrm{VDAX_t})$ ») comme étant une fonction des catégories identifiées de l'incertitude relative à la politique économique [6]. Le graphique C

[5] Sur l'utilisation de LLM pour extraire les catégories d'incertitude, cf. Audrino (F.), Gentner (J.) et Stalder (S.), « *Quantifying uncertainty: a new era of measurement through large language models* », *SNB Working Papers*, n° 12/2024, Banque nationale suisse, octobre 2024.

[6] L'approche empirique suit Białkowski, Dang et Wei, *op. cit*. Elle contrôle notamment par le logarithme du rendement quotidien du marché boursier (« r_t »), par le logarithme de la volatilité réalisée sur 30 jours (« $\log(\mathrm{V_t})$«) et par une approximation du momentum du marché des actions, à savoir le nombre de mois durant lesquels l'indice DAX a affiché un rendement positif au cours des six mois précédents (« PM_t »). La spécification de la régression peut être résumée comme suit :

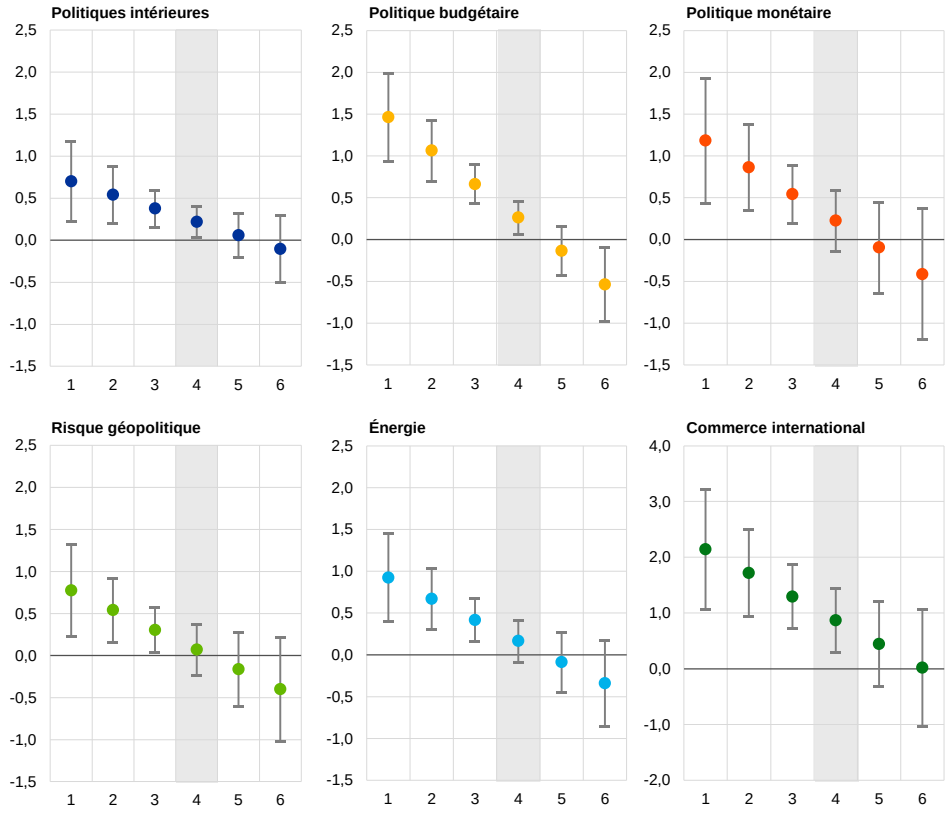
$$\log(\mathrm{VDAX_t}) = \beta_0 + \beta_1 \mathrm{PM_t} + \beta_2 (\mathrm{PM_t} \cdot \mathrm{EPU_{i,t}}) + \beta_3 \mathrm{EPU_{i,t}} + \beta_4 \mathrm{r_t} + \beta_5 \log(\mathrm{V_t}) + \beta_6 \mathrm{Trend_t} + \varepsilon_t$$

présente les effets marginaux d'une augmentation des six catégories d'incertitude sur la volatilité implicite du marché boursier, conditionnellement à la performance du marché des actions. Pour la période de six mois s'achevant en avril 2025, le marché des actions a enregistré quatre mois de rendements positifs (indiqués par les colonnes grises dans les parties).

Graphique C

Effets marginaux des catégories de l'incertitude relative à la politique économique sur la volatilité des marchés financiers

(indice)



Sources : Dow Jones Factiva et calculs des services de la BCE.
Notes : Les parties présentent les coefficients marginaux d'une augmentation des catégories de l'incertitude relative à la politique économique en Allemagne sur $\log(VDAX_t)$, conditionnellement à différents niveaux du nombre de mois de rendement positif au cours des six mois précédents, en utilisant des observations quotidiennes pour la période d'échantillonnage allant du 2 janvier 2000 au 16 avril 2025. Pour l'incertitude entourant la politique commerciale, l'échantillon est limité à la période 2015-2025. Pour la période de six mois s'achevant en avril 2025, quatre mois étaient des mois de rendement positif (indiqués par les colonnes grises dans les parties). Les moustaches grises représentent les intervalles de confiance à 95 %. Les dernières observations se rapportent au 16 avril 2025.

Les résultats indiquent qu'une déconnexion entre la volatilité des marchés financiers et l'incertitude relative à la politique économique est davantage susceptible de se produire lorsque la dynamique des marchés des actions est plus forte. En revanche, une corrélation est plus probable lorsque cette dynamique est faible. Ces résultats sont valables pour les différentes catégories et robustes pour les différentes spécifications. Ce profil est cohérent avec la déconnexion croissante entre la volatilité des marchés financiers et l'indice de l'incertitude relative à la politique économique observée au cours de la période de six mois allant jusqu'à février 2025, laquelle a été caractérisée par une dynamique

particulièrement forte des marchés des actions. De la même manière, les mêmes résultats expliquent également le resserrement de l'écart entre la volatilité des marchés financiers et l'incertitude relative à la politique économique à la suite de l'annonce des droits de douane américains le 2 avril. Pendant cet épisode, le pic de volatilité s'est aligné sur la forte incertitude persistante relative à la politique économique dans un contexte de cessions massives sur le marché des actions. Une interprétation possible de ces résultats est que l'incertitude politique impose une prime de risque plus importante pendant les périodes de performance plus faible du marché boursier, en particulier lorsque l'incertitude est perçue comme ayant des implications importantes pour les résultats économiques.

6 Déterminants des anticipations d'inflation des entreprises dans l'enquête SAFE

Annalisa Ferrando, Sara Lamboglia et Judit Rariga

Le présent encadré examine la formation des anticipations d'inflation de la zone euro ressortant de l'enquête sur l'accès des entreprises au financement (SAFE). Depuis juin 2023, l'enquête SAFE collecte des informations sur les anticipations d'inflation de la zone euro à l'horizon d'un an, de trois ans et de cinq ans [1]. Depuis mars 2024, elle couvre également l'incertitude perçue par les entreprises quant à leurs anticipations d'inflation à cinq ans.

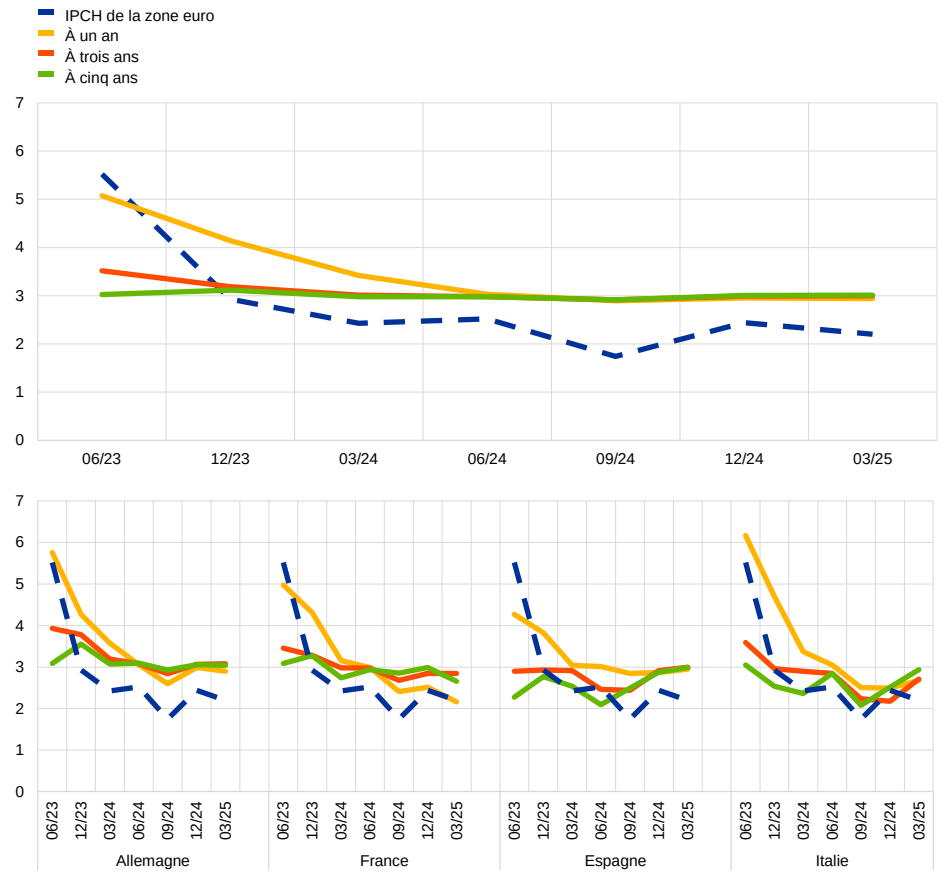
Les anticipations d'inflation à court terme des entreprises sont plus volatiles, d'un pays à l'autre également, que les anticipations à moyen terme et à long terme, qui sont assez stables dans le temps (graphique A). En juin 2023, les anticipations d'inflation médianes à un an des entreprises se sont établies à environ 5 %, reflétant la persistance d'une forte inflation à l'époque. Progressivement, les anticipations d'inflation médianes sont revenues à près de 3 % à l'horizon d'un an, la dynamique des anticipations d'inflation à court terme évoluant globalement en ligne avec l'inflation mesurée par l'indice des prix à la consommation harmonisé (IPCH). Et pourtant, les hétérogénéités entre pays persistent. À l'horizon de trois ans et de cinq ans, les anticipations d'inflation des entreprises sont assez stables et ressortent à 3 %.

[1] Pour plus d'informations sur l'enquête SAFE, cf. l'article intitulé « Enquête sur l'accès des entreprises au financement : politique monétaire, conditions économiques et de financement et anticipations d'inflation », *Bulletin économique*, n° 7, BCE, 2024. Après deux campagnes pilotes, l'enquête SAFE est devenue trimestrielle en mars 2024.

Graphique A

Les anticipations d'inflation dans l'enquête SAFE

(pourcentages annuels)



Sources : Enquête SAFE, Eurostat et calculs de la BCE.
Notes : Ce graphique présente les anticipations médianes, pondérées par les poids de sondage, des entreprises de la zone euro pour l'inflation dans la zone euro à un an, trois ans et cinq ans. Les statistiques sont calculées après avoir tronqué les données spécifiques à chaque pays des premier et 99e percentiles. Les données trimestrielles de l'enquête SAFE se rapportent aux campagnes d'enquête 30-34 (janvier-mars 2024 à janvier-mars 2025) et les données semestrielles aux campagnes d'enquête précédentes. L'IPCH de la zone euro correspond au taux de croissance annuel de l'IPCH dans la zone euro.

Les anticipations d'inflation sont influencées par les caractéristiques des entreprises, par secteur et par pays d'activité sur tous les horizons, tandis que la corrélation avec l'inflation effective de la zone euro est plus élevée pour l'horizon à court terme (graphique B). Une analyse par régression permet d'identifier les principaux déterminants des anticipations d'inflation. Elle prend en compte des facteurs tels que la démographie des entreprises (notamment l'âge, la taille, le statut exportateur, la propriété et les tendances passées en matière de chiffre d'affaires), les décisions commerciales futures liées à l'investissement, l'emploi et le chiffre d'affaires ainsi que les taux d'inflation de la zone euro, le secteur et le pays d'activité des entreprises [2]. Les facteurs spécifiques aux entreprises visent à prendre en compte les fondamentaux des entreprises et sont utilisés comme une approximation du degré d'information d'une entreprise, tandis que les effets fixes liés

[2] Ces facteurs sont communs à plusieurs études. Par exemple, cf. Bryan (M.), Meyer (B.) et Parker (N.), « *The inflation expectations of firms: what do they look like, are they accurate, and do they matter?* », *FRB Atlanta Working Paper*, n° 2014-27, *Federal Reserve Bank of Atlanta*, 2015.

au secteur et au pays tiennent compte de l'environnement macroéconomique plus large qui influence l'entreprise [3].

L'analyse révèle que les entreprises plus petites, plus jeunes et non exportatrices, ainsi que celles des secteurs des services et de la construction, ont tendance à anticiper une hausse de l'inflation à l'horizon d'un an, de trois ans et de cinq ans. Cela est probablement lié au fait que les petites entreprises disposent souvent d'informations limitées lorsqu'elles forment leurs anticipations et qu'elles sont également moins exposées aux marchés internationaux [4]. Pour l'ensemble des campagnes d'enquête, parmi les principaux pays, les entreprises situées en Allemagne font état d'anticipations d'inflation plus élevées en moyenne que celles des autres pays de la zone euro. En outre, les entreprises de l'ensemble des pays font systématiquement état d'une relation positive avec l'inflation réalisée dans la zone euro sur l'ensemble des horizons, l'intensité de la relation étant plus forte pour l'horizon à court terme.

3 Ces caractéristiques peuvent inclure des expériences historiques communes en matière d'inflation, des environnements de politique budgétaire et des normes culturelles et comportementales – autant de facteurs qui influencent la manière dont les entreprises au sein d'un même pays réagissent de façon similaire aux potentielles tensions inflationnistes et forment leurs anticipations d'inflation.

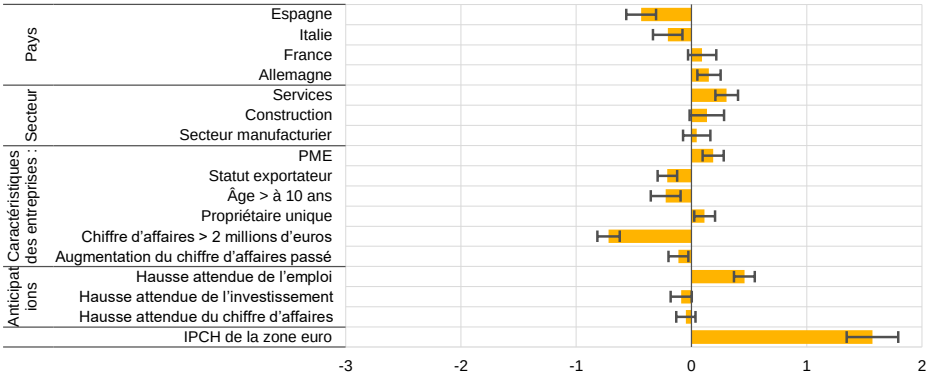
4 Cf. Baumann (U.), Ferrando (A.), Georgarakos (D.), Gorodnichenko (Y.) et Reinelt (T.), « *SAFE to update inflation expectations? New survey evidence on euro area firms* », *Working Paper Series*, n° 2949, BCE, Francfort-sur-le-Main, 2024.

Graphique B

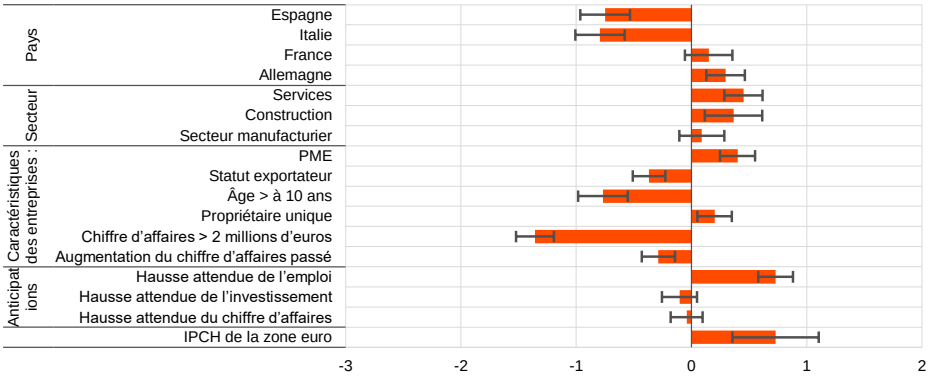
Déterminants des anticipations d'inflation des entreprises à différents horizons

(en point de pourcentage)

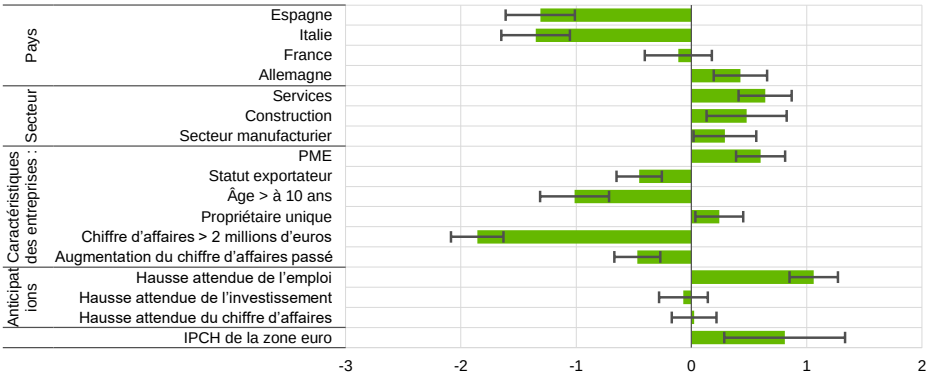
a) À un an



b) À trois ans



c) À cinq ans

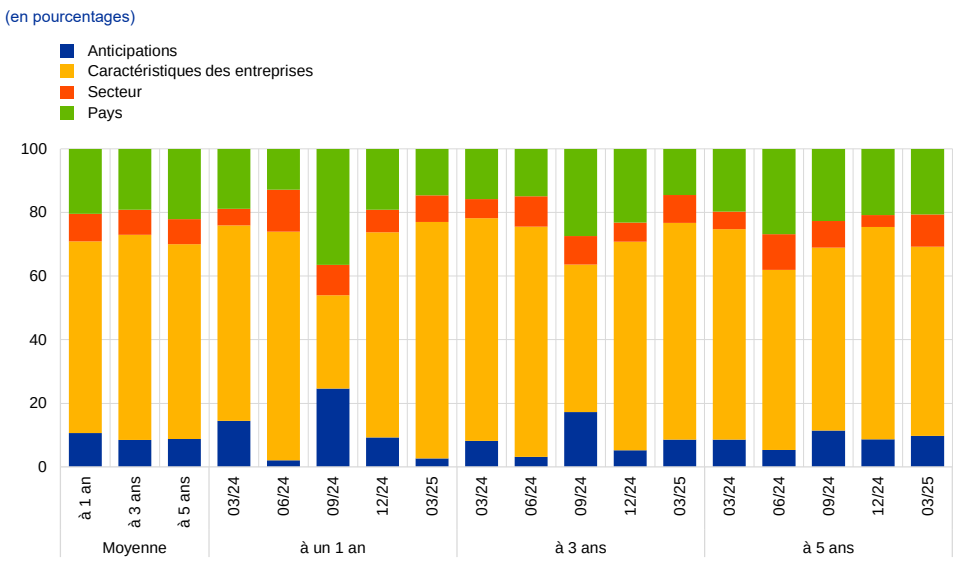


Sources : Enquête SAFE, Eurostat et calculs de la BCE.
Notes : Ce graphique présente les estimations des coefficients issues des régressions des anticipations d'inflation à un an, trois ans et cinq ans pour les covariables indiquées sur l'axe des ordonnées. Les covariables sont toutes mesurées en tant que variables muettes, à l'exception de l'IPCH de la zone euro. Les PME sont des entreprises de moins de 250 employés et le terme « augmentation » indique une variable muette égale à 1 si les entreprises font état d'une augmentation d'un facteur spécifique et à 0 dans le cas contraire. Pour la variable pays, la catégorie omise inclut tous les autres pays de la zone euro, tandis que pour la variable secteur, la catégorie omise est commerce. L'IPCH de la zone euro correspond au taux de croissance annuel de l'inflation mesurée par l'indice des prix à la consommation harmonisé dans la zone euro. Les moustaches représentent les intervalles de confiance à 95 %. Les estimations sont fondées sur les campagnes d'enquête 30-34 (données trimestrielles de janvier-mars 2024 à janvier-mars 2025) et les données semestrielles aux campagnes d'enquête précédentes.

La majeure partie des variations des anticipations d'inflation sur l'ensemble des horizons peut être attribuée aux caractéristiques individuelles des entreprises, suivies par les facteurs spécifiques à chaque pays (graphique C). Une étape supplémentaire dans l'analyse des anticipations d'inflation consiste à déterminer dans quelle mesure leur variation peut être attribuée aux facteurs identifiés ci-dessus [5]. En moyenne, sur l'ensemble des horizons et au fil du temps, les caractéristiques des entreprises contribuent pour l'essentiel à cette variation (62 %), tandis que la contribution des effets fixes par pays s'élève à 21 %. Les anticipations relatives aux décisions commerciales futures et l'affiliation à un secteur représentent un pourcentage similaire, contribuant chacune à moins de 10 %. Si l'on examine les tendances sur les différentes campagnes d'enquête : en septembre 2024, les effets fixes par pays et les anticipations relatives à l'investissement et à l'emploi ont temporairement accru leur influence sur les anticipations d'inflation à court et moyen terme. En revanche, l'importance relative des facteurs influençant les anticipations d'inflation sur les horizons plus longs a affiché une plus grande stabilité au fil du temps.

Graphique C

Principaux déterminants des anticipations d'inflation des entreprises au fil du temps



Sources : SAFE et calculs de la BCE.
Notes : Ce graphique montre la décomposition du R^2 ajusté des régressions dans le graphique B à l'aide des valeurs de Shapley. Pour une description des variables, cf. les notes du graphique B. Les estimations sont fondées sur les campagnes d'enquête 30-34 (données trimestrielles de janvier-mars 2024 à janvier-mars 2025) et les données semestrielles aux campagnes d'enquête précédentes.

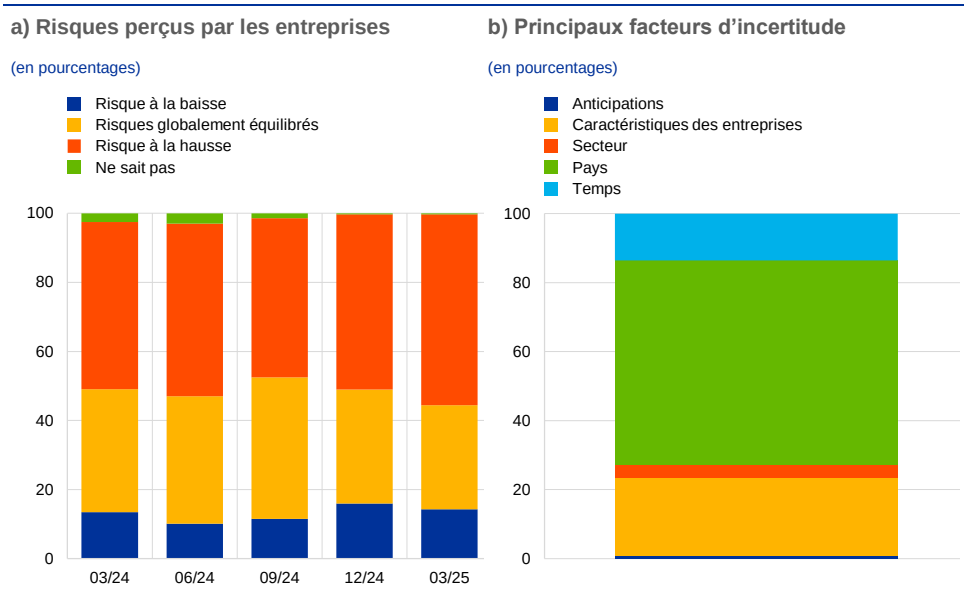
Depuis début 2024, plus de la moitié des entreprises de la zone euro considèrent que l'incertitude entourant leurs anticipations d'inflation à cinq ans est orientée à la hausse (graphique D, partie a). À partir de mars 2024, il a été demandé aux entreprises si elles considéraient que les risques pesant sur les perspectives d'inflation à long terme étaient équilibrés ou orientés à la hausse ou à la baisse par rapport à leurs anticipations de base. Dans la toute dernière enquête

5 Techniquement, la méthode de Shapley-Owen est utilisée pour mesurer la part du R^2 des quatre groupes de variables (caractéristiques des entreprises, secteur, pays, anticipations relatives aux décisions commerciales) inclus dans l'analyse par régression au niveau des entreprises. L'analyse au niveau de la campagne d'enquête ne permet pas d'estimer la contribution de l'IPCH de la zone euro.

pour le premier trimestre 2025, 30 % des entreprises perçoivent les risques pesant sur leurs perspectives d'inflation pour les cinq prochaines années comme globalement équilibrés, tandis que plus de la moitié d'entre elles identifient des risques à la hausse et environ 14 % voient les risques s'orienter à la baisse.

Le niveau d'incertitude entourant les perspectives d'inflation à long terme d'une entreprise est principalement influencé par le pays dans lequel elle exerce ses activités (graphique D, partie b). Les facteurs influençant les anticipations d'inflation expliquent probablement aussi le degré de variance que les entreprises attachent à leurs anticipations [6]. En utilisant une approche similaire à celle décrite ci-dessus, nous identifions la part de variation de l'incertitude attribuable aux différents facteurs. Les caractéristiques propres à chaque pays représentent la majeure partie de la variation globale, suivies des caractéristiques des entreprises. Ce résultat souligne, une fois de plus, l'importance de la localisation d'une entreprise dans la formation de ses anticipations d'inflation à long terme.

Graphique D Incertitude entourant les anticipations d'inflation à cinq ans et facteurs expliquant sa variation



Sources : SAFE et calculs de la BCE.
Notes : La partie a) présente les pourcentages pondérés des poids de sondage de l'incertitude subjective des entreprises concernant les perspectives d'inflation au cours des cinq prochaines années. La partie b) présente la décomposition des valeurs de Shapley du R^2 ajusté d'une régression de l'incertitude (une variable muette égale à 1 si l'entreprise déclare des risques à la hausse pesant sur ses anticipations d'inflation à cinq ans) sur les covariables décrites dans les notes du graphique B. Les estimations sont fondées sur les campagnes d'enquête 30-34 (données trimestrielles de janvier-mars 2024 à janvier-mars 2025).

Globalement, il est essentiel de comprendre ce qui influence les anticipations d'inflation des entreprises pour évaluer dans quelle mesure les changements de leur environnement économique pourraient affecter la manière dont elles forment leurs anticipations. L'analyse montre que, outre les caractéristiques individuelles des entreprises, les pays dans lesquels elles exercent leurs activités jouent un rôle important. Cela souligne l'importance de facteurs communs

6 On trouve des modèles similaires dans Baumann *et al.*, *op.cit.*, et McClure (E. M.), Yaremko (V.), Coibion (O.) et Gorodnichenko (Y.), « *The Macroeconomic Expectations of U.S. Managers* », *Journal of Money, Credit and Banking*, à paraître.

spécifiques à chaque pays, qui incitent les entreprises à ajuster leurs anticipations d’inflation de manière similaire.

7 Conditions de la liquidité et opérations de politique monétaire du 5 février au 22 avril 2025

Samuel Bieber et Anne-Lise Nguyen

Le présent encadré décrit les conditions de la liquidité et les opérations de politique monétaire de l'Eurosystème durant les première et deuxième périodes de constitution de réserves de 2025. Au total, ces deux périodes de constitution se sont déroulées du 5 février au 22 avril 2025 (la « période sous revue »).

L'excédent de liquidité moyen dans le système bancaire de la zone euro a continué de diminuer. La fourniture de liquidité a baissé, en raison d'une diminution des avoirs de l'Eurosystème au titre du programme d'achats d'actifs (*asset purchase programmes*, APP) et du programme d'achats d'urgence face à la pandémie (*pandemic emergency purchasing programme*, PEPP) à la suite de l'arrêt des réinvestissements au titre de l'APP début juillet 2023 et des réinvestissements au titre du PEPP fin décembre 2024. La diminution de la fourniture de liquidité reflète également l'arrivée à échéance de la dernière opération de la troisième série d'opérations de refinancement à plus long terme ciblées (TLTRO III) le 18 décembre 2024, étant donné l'impact que cette opération a continué d'exercer sur les valeurs moyennes de la précédente période sous revue. La baisse a été en partie contrebalancée par la réduction continue de l'absorption de liquidité via le solde des facteurs autonomes.

Besoins de liquidité

Au cours de la période sous revue, le besoin moyen de refinancement quotidien du système bancaire, qui correspond à la somme du solde des facteurs autonomes et des réserves obligatoires, a diminué de 69 milliards d'euros pour s'établir à 1 354 milliards. Cette évolution reflète le fait que les facteurs autonomes de retrait de liquidité ont moins augmenté que les facteurs autonomes d'apport de liquidité (tableau A). Les réserves obligatoires ont augmenté de 3 milliards d'euros, pour s'établir à 167 milliards, n'exerçant qu'un effet marginal sur la variation du besoin global de financement.

Les facteurs autonomes de retrait de liquidité ont augmenté de 61 milliards d'euros au cours de la période sous revue, principalement en raison d'une hausse des autres facteurs autonomes. En moyenne, les autres facteurs autonomes nets ont augmenté de 63 milliards d'euros. Cette évolution a principalement résulté d'une augmentation d'environ 79 milliards d'euros des comptes de réévaluation en raison de la hausse des prix de l'or (cf. le paragraphe consacré aux facteurs autonomes d'apport de liquidité ci-après), qui a été partiellement compensée par une diminution du capital et des réserves après les pertes enregistrées en 2024. Les dépôts des administrations publiques ont légèrement diminué, de 2 milliards d'euros, pour s'établir à 109 milliards. La

diminution globale de ce poste depuis 2022 reflète la normalisation des coussins de liquidité détenus par les trésors publics nationaux et les variations de la rémunération des dépôts des administrations publiques auprès de l'Eurosystème qui ont rendu plus attrayant financièrement le placement de fonds sur le marché. La valeur moyenne des billets en circulation est demeurée stable au cours de la période sous revue, à 1 569 milliards d'euros. La demande de billets est restée globalement stable, après un pic en juillet 2022.

Les facteurs autonomes d'apport de liquidité ont augmenté de 133 milliards d'euros, principalement en raison d'une augmentation de 85 milliards des avoirs extérieurs nets. Cette hausse des avoirs extérieurs nets s'explique principalement par un renchérissement de l'or. Les actifs nets libellés en euros ont augmenté de 48 milliards d'euros au cours de la période sous revue.

Tableau A

Conditions de la liquidité dans l'Eurosystème

Engagements

(moyennes ; en milliards d'euros)

	Période sous revue actuelle : 5 février-22 avril 2025						Période sous revue précédente : 23 octobre 2024 – 4 février 2025	
	Première et deuxième périodes de constitution		Première période de constitution : 5 février – 11 mars 2025.		Deuxième période de constitution : 12 mars – 22 avril 2025		Septième et huitième périodes de constitution	
Facteurs autonomes de retrait de liquidité	2 801	(+61)	2 772	(+16)	2 825	(+53)	2 739	(+54)
Billets en circulation	1 569	(-0)	1 567	(-10)	1 571	(+4)	1 569	(+7)
Dépôts des administrations publiques	109	(-2)	119	(+12)	101	(-18)	111	(-7)
Autres facteurs autonomes (nets) [1]	1 122	(+63)	1 086	(+14)	1 152	(+67)	1 059	(+54)
Excédent des avoirs en compte courant par rapport aux réserves obligatoires	5	(-0)	6	(-1)	5	(-0)	6	(-1)
Réserves obligatoires [2]	167	(+3)	167	(+3)	166	(-0)	164	(+1)
Facilité de dépôt	2 825	(-92)	2 847	(-58)	2 807	(-40)	2 917	(-115)
Opérations de réglage fin de retrait de liquidité	0	(+0)	0	(+0)	0	(+0)	0	(+0)

Source : BCE.
Notes : Tous les chiffres du tableau sont arrondis au milliard d'euros le plus proche. Les chiffres entre parenthèses indiquent la variation par rapport à la précédente période sous revue ou de constitution.
1) Calculé comme la somme des comptes de réévaluation, autres créances et engagements des résidents de la zone euro, et capital et réserves.
2) Cette rubrique qui figure pour mémoire n'apparaît pas au bilan de l'Eurosystème et ne doit donc pas être prise en compte dans le calcul du total des engagements.

Avoirs

(moyennes ; en milliards d'euros)

	Période sous revue actuelle : 5 février-22 avril 2025						Période sous revue précédente : 23 octobre 2024 – 4 février 2025	
	Première et deuxième périodes de constitution		Première période de constitution : 5 février – 11 mars 2025.		Deuxième période de constitution : 12 mars – 22 avril 2025		Septième et huitième périodes de constitution	
Facteurs autonomes de retrait de liquidité	1 613	(+133)	1 560	(+32)	1 657	(+97)	1 480	(+93)
Avoirs extérieurs nets	1 256	(+85)	1 219	(+21)	1 286	(+67)	1 170	(+71)
Avoirs nets libellés en euros	357	(+48)	341	(+12)	371	(+30)	309	(+22)
Instruments de politique monétaire	4 185	(-162)	4 231	(-73)	4 146	(-84)	4 346	(-154)
Opérations d'*open market*	4 185	(-162)	4 231	(-73)	4 146	(-84)	4 346	(-154)
Opérations de crédit	26	(-14)	27	(-2)	24	(-2)	40	(-37)
- MRO	9	(-1)	8	(-2)	10	(+2)	10	(+5)
- LTRO d'une durée de trois mois	16	(+2)	18	(+1)	15	(-4)	14	(+5)
- TLTRO III	0	(-16)	0	(+0)	0	(+0)	16	(-46)
Portefeuilles d'achats fermes de titres [1]	4 159	(-147)	4 204	(-71)	4 122	(-82)	4 306	(-118)
Facilité de prêt marginal	0	(+0)	0	(+0)	0	(-0)	0	(+0)

Source : BCE.
Notes : Tous les chiffres du tableau sont arrondis au milliard d'euros le plus proche. Les chiffres entre parenthèses indiquent la variation par rapport à la précédente période sous revue ou de constitution. « MRO » correspond aux opérations principales de refinancement, « LTRO » aux opérations de refinancement à plus long terme et « TLTRO III » à la troisième série d'opérations de refinancement à plus long terme ciblées.
1) Avec l'arrêt des achats nets d'actifs, la décomposition de chaque portefeuille d'achats fermes de titres n'est plus présentée.

Autres informations fondées sur la liquidité

(moyennes ; en milliards d'euros)

	Période sous revue actuelle : 5 février-22 avril 2025						Période sous revue précédente : 23 octobre 2024 – 4 février 2025	
	Première et deuxième périodes de constitution		Première période de constitution : 5 février – 11 mars 2025.		Deuxième période de constitution : 12 mars – 22 avril 2025		Septième et huitième périodes de constitution	
Besoin global de financement [1]	1 354	(-69)	1 378	(-14)	1 334	(-44)	1 423	(-39)
Solde des facteurs autonomes [2]	1 188	(-72)	1 211	(-17)	1 168	(-44)	1 260	(-40)
Excédent de liquidité [3]	2 830	(-92)	2 852	(-59)	2 812	(-40)	2 923	(-116)

Source : BCE.
Notes : Tous les chiffres du tableau sont arrondis au milliard d'euros le plus proche. Les chiffres entre parenthèses indiquent la variation par rapport à la précédente période sous revue ou de constitution.
1) Calculé comme la somme du solde des facteurs autonomes et des réserves obligatoires.
2) Calculé comme la différence entre les facteurs autonomes de la liquidité du côté des engagements et les facteurs autonomes de la liquidité du côté des avoirs. Dans ce tableau, le solde des facteurs autonomes inclut également les « éléments en cours de règlement ».
3) Calculé comme la somme de l'excédent des avoirs en compte courant par rapport aux réserves obligatoires et du recours à la facilité de dépôt moins le recours à la facilité de prêt marginal.

Évolutions des taux d'intérêt

(moyennes ; pourcentages et points de pourcentage)

	Période sous revue actuelle : 5 février-22 avril 2025				Période sous revue précédente : 23 octobre 2024 – 4 février 2025			
	Première période de constitution : 5 février – 11 mars 2025.		Deuxième période de constitution : 12 mars – 22 avril 2025		Septième période de constitution : 23 octobre – 17 décembre 2024		Huitième période de constitution : 18 décembre 2024 – 4 février 2025	
MRO	2,90	(-0,25)	2,65	(-0,25)	3,40	(-0,25)	3,15	(-0,25)
Facilité de prêt marginal	3,15	(-0,25)	2,90	(-0,25)	3,65	(-0,25)	3,40	(-0,25)
Facilité de dépôt	2,75	(-0,25)	2,50	(-0,25)	3,25	(-0,25)	3,00	(-0,25)
€STR	2,67	(-0,25)	2,42	(-0,25)	3,16	(-0,25)	2,92	(-0,25)
RepoFunds Rate Euro	2,73	(-0,23)	2,49	(-0,25)	3,23	(-0,26)	2,97	(-0,26)

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

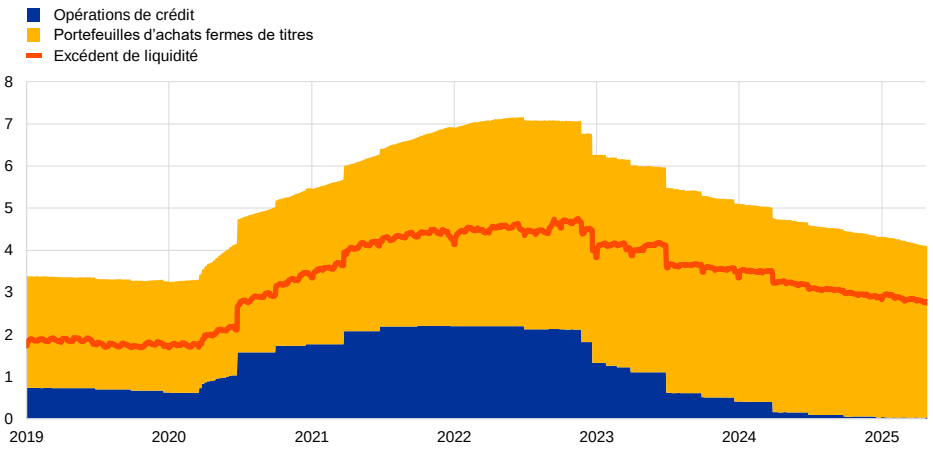
Fourniture de liquidité par le biais des instruments de politique monétaire

Le montant moyen de la liquidité fournie par le biais des instruments de politique monétaire a diminué de 162 milliards d'euros, pour s'établir à 4 185 milliards au cours de la période sous revue (graphique A). Cette diminution de l'offre de liquidité résulte principalement d'une réduction des portefeuilles d'achats fermes de titres de l'Eurosystème et, dans une moindre mesure, des opérations de crédit.

Graphique A

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

(en milliers de milliards d'euros)



Source : BCE.
Note : Les dernières observations se rapportent au 22 avril 2025.

Le montant moyen de la liquidité fournie par le biais des encours des portefeuilles d'achats fermes de titres a diminué de 147 milliards d'euros, pour

s'établir à 4 159 milliards au cours de la période sous revue. Cette baisse s'explique par la poursuite de l'arrivée à échéance des avoirs détenus au titre de l'APP et du PEPP en l'absence de réinvestissements [1].

Le montant moyen de la liquidité fournie par le biais d'opérations de crédit a diminué de 14 milliards d'euros, pour s'établir à 26 milliards au cours de la période sous revue. Cette diminution reflète largement la baisse des encours des TLTRO III à la suite de l'arrivée à échéance de la dernière opération TLTRO III le 18 décembre 2024 (29 milliards d'euros). L'encours moyen des opérations principales de refinancement (MRO) a légèrement diminué, de 1 milliard d'euros, pour ressortir à 9 milliards, tandis que l'encours des opérations de refinancement à plus long terme d'une durée de trois mois (LTRO) a légèrement augmenté, de 2 milliards d'euros, pour s'établir à 16 milliards. La participation relativement limitée des banques à ces opérations régulières, malgré les remboursements au titre des TLTRO, reflète leur situation de liquidité globalement confortable et la disponibilité d'autres sources de financement à des taux de marché et des échéances attractifs.

Excédent de liquidité

L'excédent moyen de liquidité a diminué de 92 milliards d'euros au cours de la période sous revue pour s'établir à 2 830 milliards (graphique A). L'excédent de liquidité correspond à la somme de l'excédent des réserves détenues par les banques par rapport aux réserves obligatoires et de leur recours à la facilité de dépôt, déduction faite de leur recours à la facilité de prêt marginal. Il reflète la différence entre la liquidité totale fournie au système bancaire via les instruments de politique monétaire et la liquidité dont les banques ont besoin pour remplir leurs obligations en matière de constitution de réserves. Après un point haut à 4 748 milliards d'euros en novembre 2022, l'excédent de liquidité a diminué de façon constante.

Évolutions des taux d'intérêt

Au cours de la période sous revue, le Conseil des gouverneurs a décidé à deux reprises de réduire de 25 points de base les trois taux directeurs de la BCE, notamment le taux de la facilité de dépôt, qu'il utilise pour piloter l'orientation de la politique monétaire. Cela a abaissé les taux de la facilité de dépôt, des MRO et de la facilité de prêt marginal à 2,25 %, 2,40 % et 2,65 %, respectivement, à compter du jour suivant immédiatement la fin de la période sous revue.

L'évolution du taux moyen à court terme de l'euro (€STR) au cours de la période sous revue a reflété les baisses de taux de la BCE, tout en maintenant un écart négatif par rapport au taux de la facilité de dépôt. En moyenne, l'€STR

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

s’est établi 8,4 points de base au-dessous du taux de la facilité de dépôt au cours de la période sous revue, demeurant inchangé par rapport aux septième et huitième périodes de constitution de 2024. La transmission des modifications des taux directeurs aux taux du marché monétaire des opérations en blanc a été complète et immédiate.

La transmission des modifications des taux directeurs aux taux *repo* a également été immédiate et sans heurts. Le taux *repo* moyen dans la zone euro, mesuré par l’indice *RepoFunds Rate Euro*, est resté plus proche du taux de la facilité de dépôt que de l’€STR. En moyenne, le taux *repo* s’est établi 1,3 point de base au-dessous du taux de la facilité de dépôt au cours de la période sous revue, contre 2,6 points de base au-dessous de celui-ci au cours des septième et huitième périodes de constitution de 2024. La poursuite du resserrement progressif de l’écart entre les taux *repo* et le taux de la facilité de dépôt reflète la disponibilité croissante de garanties résultant de l’augmentation des émissions nettes, de la libération des garanties mobilisées à la suite de l’arrivée à échéance ou du remboursement des TLTRO et de la diminution des avoirs de l’Eurosystème au titre de l’APP et du PEPP. Une demande accrue de la part des investisseurs à effet de levier pour financer les positions longues sur obligations a encore contribué à la pression à la hausse s’exerçant sur les taux *repo*.

Articles

1 La transmission de la politique monétaire : des taux hypothécaires à la consommation

Pedro Baptista, Maarten Dossche, Andrew Hannon, Dorian Henricot, Omiros Kouvavas, Davide Malacrino et Larissa Zimmermann

1 Introduction

La politique monétaire affecte la consommation via de multiples canaux, avec différents effets sur les décisions des ménages. En préservant la stabilité des prix, la politique monétaire soutient la consommation à moyen terme, car elle protège le pouvoir d'achat des ménages. Toutefois, à court terme, un resserrement de la politique monétaire freine généralement la consommation privée [1]. Premièrement, des taux d'intérêt plus élevés réduisent la consommation présente, car ils augmentent l'attractivité de l'épargne via le « canal de substitution intertemporelle ». Les décisions de consommation réagissent également aux modifications des taux directeurs car elles affectent les prix des actifs financiers et réels et génèrent des effets de richesse (canal du bilan de la politique monétaire). Parallèlement, les modifications de taux d'intérêt ont une incidence sur l'économie réelle et sur l'évolution de la situation sur le marché du travail, modifiant ainsi les perspectives de revenus, avec des conséquences sur les décisions de consommation des ménages. La politique monétaire affecte également les finances des ménages via son impact sur les flux de trésorerie liés à l'endettement et aux actifs des ménages. Le relèvement des taux d'intérêt alourdit les paiements d'intérêts pour les ménages endettés, réduisant les flux de trésorerie disponibles pour les dépenses, tout en accroissant la rémunération des actifs portant intérêts, ce qui augmente les flux de trésorerie perçus par les détenteurs d'actifs. Compte tenu de ces deux forces de sens opposé, l'ampleur et le signe des effets globaux sur les flux de trésorerie d'un ménage donné dépendent de sa situation nette en matière de taux d'intérêt [2]. Ce mécanisme est appelé le canal des flux de trésorerie de la politique monétaire.

Après les hausses de taux directeurs, le canal des flux de trésorerie de la politique monétaire peut durablement peser sur la consommation. Cet article analyse l'impact des décisions de politique monétaire via les variations des coûts du service de la dette et en particulier des paiements hypothécaires, en faisant

---

1 Cf. par exemple, Peersman (G.) et Smets (F.), « *The monetary transmission mechanisms in the euro area: evidence from VAR analysis* », dans Angeloni (I.), Kashyap (A.K.) et Mojon (B.) (eds.), « *Monetary Policy Transmission in the Euro Area* », *Cambridge University Press*, Cambridge, 2003.

2 Auclert (A.), « *Monetary Policy and the Redistribution Channel* », *American Economic Review*, vol. 109, n° 6, 2019, p. 2333-67.

abstraction des autres canaux directs et des effets d'équilibre général [3]. Ce choix est dicté par l'importance des prêts hypothécaires pour les ménages de la zone euro, un ménage sur quatre ayant souscrit un tel prêt, ainsi que par l'hétérogénéité du marché hypothécaire de la zone euro entre les pays et les groupes de revenus. À cette fin, nous présentons de nouveaux éléments en utilisant des informations au niveau des ménages sur le calendrier des variations des paiements hypothécaires et la consommation tirées de l'enquête de la BCE sur les anticipations des consommateurs (*Consumer Expectations Survey*, CES). En particulier, nous montrons qu'en raison a) de la plus grande prévalence qu'auparavant des prêts immobiliers à taux fixe (*fixed-rate mortgages*, FRM) et b) de l'écart plus faible entre les taux d'intérêt sur les encours et les taux d'intérêt appliqués aux contrats nouveaux qu'au début des cycles précédents de resserrement de la politique monétaire, l'impact sur la consommation de ce canal hypothécaire doit avoir duré plus longtemps pour le cycle de resserrement de la politique monétaire de 2022-2023. Nous cherchons à quantifier cet effet spécifique. D'autres facteurs peuvent agir en sens inverse, tels que les évolutions positives des revenus réels liées à la reprise après les crises récentes, et les réductions possibles de l'épargne élevée, qui était dans une certaine mesure motivée par l'incertitude ou des perceptions erronées des revenus [4]. La suite de cet article fera abstraction de ces autres canaux et se concentrera exclusivement sur la quantification des effets retardés du resserrement via le canal des flux de trésorerie qui opère par le biais des prêts hypothécaires.

2 Caractérisation du marché hypothécaire de la zone euro

Les différences de structure des contrats hypothécaires entre les pays déterminent le calendrier de leurs effets. Au cours de la période de resserrement de 2022-2023, les paiements d'intérêts sur les prêts immobiliers à taux variable (*adjustable-rate mortgages*, ARM) ont réagi rapidement. Toutefois, pour de nombreux ménages, l'augmentation des mensualités du prêt immobilier reste à venir au fur et à mesure que leurs taux fixes temporaires (sur cinq ou dix ans, par exemple) arriveront à échéance et seront réévalués aux nouveaux taux du marché. Les nouveaux taux sont susceptibles d'être plus élevés, car un grand nombre de ces prêts ont été contractés au cours d'une période où les taux hypothécaires étaient plus bas. Dans la zone euro, environ un quart des prêts immobiliers sont des prêts purement à taux variables, tandis qu'un peu plus d'un tiers sont assortis de taux fixes pour une durée supérieure à dix ans. Les autres prêts hypothécaires sont à taux fixe pendant plusieurs années et doivent ensuite être réévalués (graphique 1).

---

[3] Di Maggio (M.), Kermani (A.), Keys (B.J.), Piskorski (T.), Ramcharan (R.), Seru (A.) et Yao (V.), « *Interest Rate Pass-Through: Mortgage Rates, Household Consumption, and Voluntary Deleveraging* », *American Economic Review*, vol. 107, n° 11, 2017, p. 3550-88 ; Floden (M.), Kilstrom (M.), Sigurdsson (J.) et Vestman (R.), « *Household Debt and Monetary Policy: Revealing the Cash-Flow Channel* », *Swedish House of Finance Research Paper*, n° 16-8, 2017 ; Kaplan (G.), Moll (B.) et Violante (G.L.), « *Monetary Policy By HANK* », *American Economic Review* , vol. 108, n° 3, 2018, p. 697-743 ; et Slacalek (J.), Tristani (O.) et Violante (G.L.), « *Household bilan channel of monetary policy: A back of the envelope calculation for the uro area* », *Journal of Economic Dynamics and Control*, vol. 115, 2020.

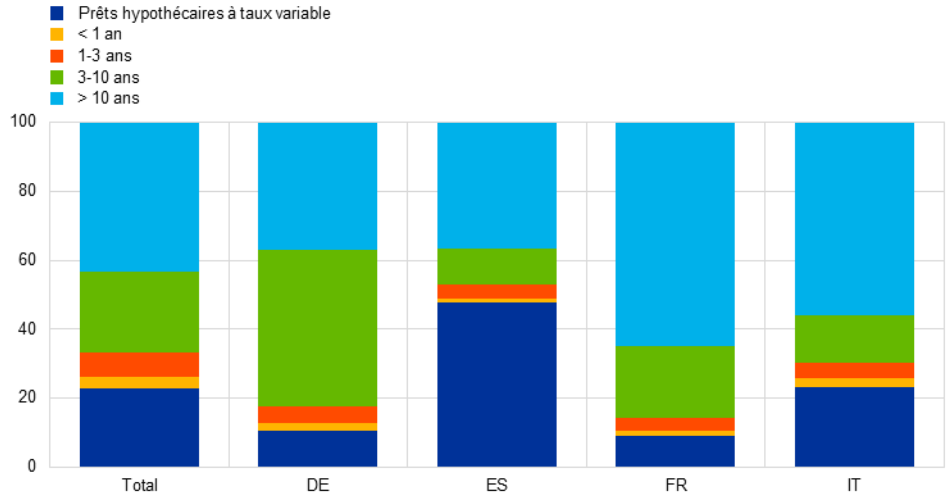
[4] Cf. par exemple les encadrés intitulés « Comment expliquer le taux élevé d'épargne des ménages dans la zone euro ? », *Bulletin économique*, n° 8, BCE, 2024, et « Les revenus réels augmentent-ils ou non ? Les perceptions des ménages et leur rôle dans la consommation », *Bulletin économique*, n° 1, BCE, 2025.

Étant donné la distribution de ces périodes de fixation, on observera une série décalée de réévaluations des taux hypothécaires dans les années à venir, ce qui entraînera des taux d'intérêt plus élevés. Au total, environ 10 % de l'ensemble des prêts ont actuellement un taux d'intérêt fixe qui sera révisé au cours des trois prochaines années, tandis que 20 % seront réévalués d'ici à 2030 [5]. Cette répartition diffère d'un pays à l'autre. Parmi les plus grandes économies de la zone euro, en Espagne et, dans une moindre mesure, en Italie les prêts à taux variable sont traditionnellement plus répandus, tandis qu'en Allemagne et en France, il est plus habituel que les prêts soient assortis de taux d'intérêt au moins en partie fixes. En résumé, en raison de la structure actuelle des prêts, l'effet des modifications de taux d'intérêt sur les montants des mensualités de remboursement est soumis à un décalage considérable.

Graphique 1

Période de fixation des taux d'intérêt restante, par pays

(en pourcentage des accédants)



Sources : BCE (enquête CES) et calculs de la BCE.
Notes : Les statistiques sont calculées à partir du module logement de l'enquête CES réalisé en février 2025. « Total » se rapporte à l'ensemble des pays couverts par l'échantillon de l'enquête CES : la Belgique, l'Allemagne, l'Irlande, la Grèce, l'Espagne, la France, l'Italie, les Pays-Bas, l'Autriche, le Portugal et la Finlande. Les parts sont calculées sur la base des répondants qui ont un prêt hypothécaire en cours et représentent des pourcentages de répondants recalculés en fonction de la pondération de la population couverte par l'enquête annuelle et des soldes individuels de prêts en cours. Les dernières données se rapportent à février 2025.

Le calendrier de réévaluation des taux hypothécaires diffère également d'un pays à l'autre, les périodes de fixation des taux plus courtes étant plus courantes pour les ménages à faibles revenus. Les ménages à faibles revenus ayant un prêt immobilier sont plus susceptibles d'avoir des prêts à taux variable ou des prêts à taux fixe dont les taux devront être révisés dans les années à venir. Pour les ménages situés dans les 20 % inférieurs de la distribution des revenus au niveau d'un pays, 32 % des prêts hypothécaires sont des prêts à taux variable, contre 17 % pour le quintile supérieur (graphique 2, partie a). En outre, pour les ménages à faibles revenus, même les prêts immobiliers dont le taux doit être réévalué dans plus de trois ans ont une période moyenne de fixation plus courte que le même type de prêt immobilier détenu par les ménages plus aisés. Par conséquent, environ 39 %

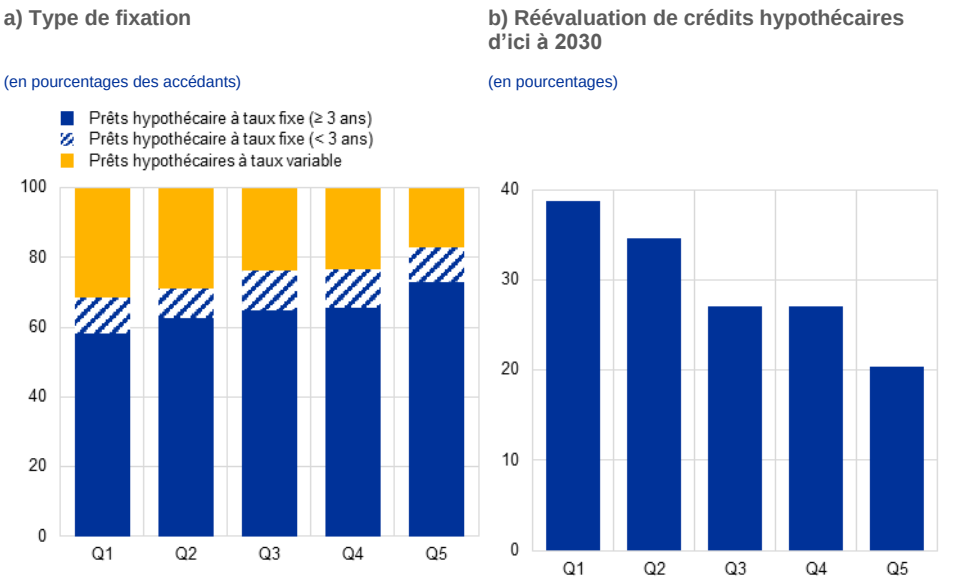
5 Tous les chiffres présentés sont pondérés en utilisant le poids de la population et le montant du prêt.

du total des prêts accordés aux ménages à faibles revenus devraient être réévalués d'ici 2030, contre seulement 20 % environ pour le quintile de revenus supérieur (graphique 2, partie b). La part des accédants exposés à une augmentation des mensualités de leur prêt dans les années à venir est donc beaucoup plus élevée parmi les ménages les plus modestes que parmi les plus aisés, car la distribution des types de prêts immobiliers diffère selon les revenus, même si la réduction des taux d'intérêt à compter de juin 2024 en atténuera l'impact. Les contraintes financières, les contraintes d'information et l'éducation financière peuvent expliquer cette situation. Tout d'abord, il est généralement plus coûteux à court terme d'opter pour un prêt à taux fixe lorsque les taux du marché sont bas. Cela incite les ménages les plus modestes ou ceux qui subissent le plus une contrainte de liquidité à choisir des contrats plus attractifs à court terme en période de taux d'intérêt bas, généralement des prêts à taux variable. Deuxièmement, les ménages à revenus élevés ont accès à des informations et à des services qui améliorent les choix (par exemple, l'accès à des courtiers en prêts ou à d'autres services spécialisés). Enfin, les ménages à revenus élevés ont tendance à avoir un niveau d'éducation financière plus élevé [6]. Cela peut expliquer qu'ils soient plus susceptibles de choisir des prêts hypothécaires à taux fixe sur des périodes plus longues (en régime de taux d'intérêt bas), malgré le coût initial plus élevé qui reflète en partie le coût de la couverture du risque de taux d'intérêt lorsque ce risque est coûteux.

6 Cf. Lusardi (A) et Mitchell (O), « *The Economic Importance of Financial Literacy: Theory and Evidence* », *Journal of Economic Literature*, vol. 52, 2014, p. 5-44.

Graphique 2

Période résiduelle de fixation du taux d'intérêt et part des réévaluations de prêts hypothécaires par quintile de revenu



Sources : BCE (enquête CES) et calculs de la BCE.
Notes : Le graphique montre les différences dans les profils de fixation des prêts hypothécaires entre les groupes de revenus, de Q1 (quintile de revenu inférieur) à Q5 (quintile de revenu supérieur). La partie a) illustre la structure de fixation des prêts hypothécaires pour chaque quintile de revenu – les quintiles sont calculés pour l'ensemble des ménages de chaque pays. La zone bleue striée correspond aux prêts à taux fixe devant être réévalués au cours des trois prochaines années. La zone bleue correspond à la part des prêts à taux fixe dont les horizons de fixation sont plus longs. La partie b) représente la part moyenne des prêts dont le taux est réévalué chaque année (pourcentage exposé au risque de taux d'intérêt) au cours des années de projection (2025-2030) par quintile de revenu. Les dernières données disponibles se rapportent à février 2025.

3 Le resserrement en cours : simulation de l'évolution des taux hypothécaires moyens appliqués aux encours

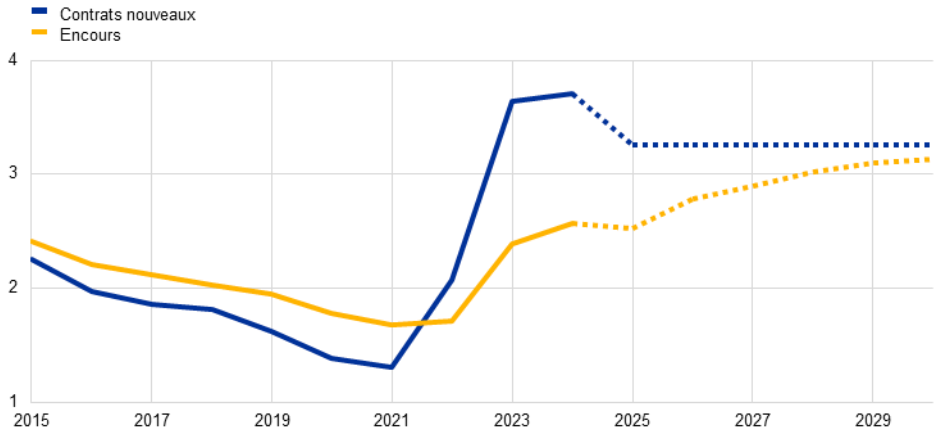
Depuis le début de la réduction des taux directeurs par la BCE, le taux d'intérêt moyen appliqué aux encours de prêts immobiliers est resté globalement stable, malgré la baisse des taux appliqués aux contrats nouveaux. Cela s'explique par deux facteurs distincts. Premièrement, la baisse des taux de marché a entraîné une diminution des taux des prêts à taux variable, mais les prêts hypothécaires assortis de périodes de fixation limitées sont toujours réévalués à des taux plus élevés que ceux auxquels ils ont été accordés. Deuxièmement, les prêts accordés dans le passé avec des conditions d'octroi particulièrement favorables sont progressivement remboursés, tandis que les nouveaux contrats sont assortis de nouvelles conditions. En d'autres termes, la transmission au taux appliqué aux encours du taux débiteur appliqué aux contrats nouveaux dépendra non seulement des évolutions du taux débiteur, mais aussi de la dynamique des prêts et de la distribution conjointe des échéances résiduelles, des périodes de fixation résiduelles et des taux débiteurs moyens actuellement payés sur les encours de prêts. Les prêts immobiliers étant assortis d'échéances longues, cette distribution conjointe dépendra elle-même de l'histoire récente des cycles de politique monétaire et de la dynamique des prêts. Les modèles standard de séries temporelles estimés sur des échantillons courts sont mal adaptés pour rendre compte du rôle joué par ces différents facteurs.

À l’aide des données microéconomiques détaillées tirées de l’enquête CES, nous avons développé une approche par « microsimulation » pour prévoir les évolutions des paiements d’intérêts sur les prêts au niveau des ménages, qui peuvent ensuite être agrégées. L’approche par microsimulation nous permet de simuler des taux appliqués aux encours de prêts hypothécaires cohérents avec la distribution actuelle des prêts hypothécaires. Cette approche utilise la distribution complète des prêts au niveau des ménages, y compris les encours, les taux d’intérêt payés, la durée jusqu’à la prochaine réévaluation du taux d’intérêt et l’échéance. Nous supposons que les taux d’intérêt appliqués aux nouveaux prêts restent constants à leur dernier niveau disponible (ligne bleue en pointillé dans la partie a) du graphique 3). Cela nous permet de faire abstraction de la nouvelle pression à la hausse sur les taux d’intérêt à long terme qui est actuellement présente dans les courbes à terme. Ensuite, nous calculons la trajectoire du taux débiteur pour chaque prêt individuel en ajustant le taux d’intérêt des prêts existants dont les périodes de fixation arrivent à échéance l’année de leur réévaluation (tout en faisant de même chaque année pour les prêts à taux variable) avec le taux d’intérêt prévu pour les contrats nouveaux. Les prêts arrivant à échéance à la fin d’une année de projection sont retirés des encours. Enfin, nous ajoutons de nouveaux prêts, échantillonnés aléatoirement à partir de l’enquête, au taux simulé appliqué aux contrats nouveaux, en supposant que la croissance des prêts reste également constante à son dernier niveau observé. Nous calculons également une prime de risque par quintile de revenu en utilisant les informations sur le revenu des accédants. Nous la calibrons en fonction des primes de risque au niveau des pays et l’appliquons aux simulations spécifiques à chaque pays, à la fois pour les nouveaux prêts et pour la réévaluation des taux appliqués aux prêts hypothécaires. Les taux d’intérêt appliqués aux prêts à taux variable, aux prêts à taux fixe et aux nouveaux prêts hypothécaires sont ensuite agrégés et pondérés par une combinaison de pondérations de la population et des encours.

Graphique 3
Simulations de taux débiteurs

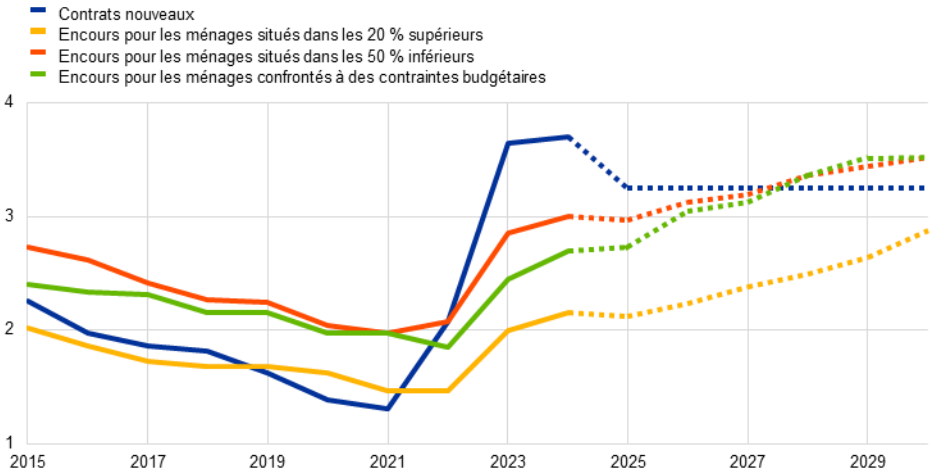
a) Agrégés

(en pourcentage annuel)



b) Par groupe de revenus

(en pourcentage annuel)



Sources : BCE (MIR, BSI, enquête CES), et calculs de la BCE.
Notes : Le graphique présente les trajectoires des taux appliqués aux contrats nouveaux (moyenne annuelle) et aux encours (fin d'année) de prêts hypothécaires accordés aux ménages. La microsimulation (partie a : ligne jaune, partie b : lignes jaune, rouge et verte) prend en compte l'ensemble des informations disponibles au niveau individuel ; de 2025 à 2030, il s'agit d'une projection du taux appliqué aux encours réalisée en utilisant les informations sur la période restante de fixation des taux d'intérêt appliqués aux prêts hypothécaires au niveau individuel. Pour chaque année de projection, nous calculons le taux d'intérêt sur la base de l'échantillon de prêts hypothécaires de février 2025, en ajustant le taux des prêts existants avec des périodes de fixation expirant l'année de leur échéance, et les prêts à taux variable avec les dernières informations disponibles relative au pays pour le taux appliqué aux nouveaux contrats. Nous calculons une prime de risque par quantile de revenu en utilisant les informations sur le revenu des ménages, nous l'appliquons aux trajectoires spécifiques à chaque pays du taux appliqué aux contrats nouveaux et nous la calibrons sur les primes de risques macroéconomiques des pays. Pour générer le taux rétrospectif appliqué aux encours tiré de l'enquête CES, nous agrégeons les taux d'intérêt déclarés sur l'encours des prêts hypothécaires à taux fixe de tous les participants à partir de l'année de leur création. Les ménages confrontés à des contraintes budgétaires sont définis comme ceux ayant des dépenses liées au logement et à l'alimentation supérieures à 75 % du revenu total du ménage.
Les dernières données disponibles se rapportent à février 2025 pour l'encours des prêts hypothécaires ressortant de l'enquête CES et à mars 2025 pour les statistiques MIR et BSI.

Les taux débiteurs appliqués aux encours des prêts devraient continuer à augmenter tant qu'ils restent inférieurs aux taux appliqués aux contrats nouveaux. L'exercice montre qu'à partir de mi-2025, les taux débiteurs sur les encours des prêts devraient augmenter (ligne jaune en pointillés du graphique 3, partie a) même si les taux débiteurs appliqués aux contrats nouveaux restent stables et que la hausse attendue des taux à long terme de marché n'est pas prise en

compte. Intuitivement, cette situation devrait se poursuivre tant que le taux des encours restera inférieur au taux appliqué aux contrats nouveaux. Les taux sur les encours se situent actuellement autour de 2,4 %. Ils devraient converger vers le taux appliqué aux contrats nouveaux à un niveau d'équilibre de 3,3 % environ. Selon les projections, la hausse du taux sur les encours des prêts devrait se poursuivre, malgré la baisse du taux appliqué aux contrats nouveaux depuis son pic, ce qui contraste avec ce qui avait été observé lors des cycles d'assouplissement précédents. Cela reflète trois facteurs : 1) une part plus importante de prêts à taux fixe que par le passé, 2) un cycle de relèvement des taux d'un rythme et d'une ampleur exceptionnels, et 3) le fait que ce cycle de relèvement soit intervenu après une période extrêmement longue de taux d'intérêt bas et qu'il a précédé immédiatement le cycle d'assouplissement qui devrait porter les taux d'intérêt appliqués aux contrats nouveaux à des niveaux supérieurs à ceux enregistrés avant 2021. Dans l'encadré 1, nous modélisons les effets hypothétiques qu'aurait eu le cycle d'assouplissement actuel s'il était intervenu dans le contexte de la configuration des taux d'intérêt débiteurs qui prévalait au début du précédent cycle d'assouplissement, en octobre 2008.

Encadré 1

La dépendance de la politique monétaire vis-à-vis de l'état de l'économie : différences de transmission entre les cycles d'assouplissement

Pedro Baptista, Maarten Dossche, Andrew Hannon, Dorian Henricot, Omiros Kouvavas, Davide Malacrino et Larissa Zimmermann

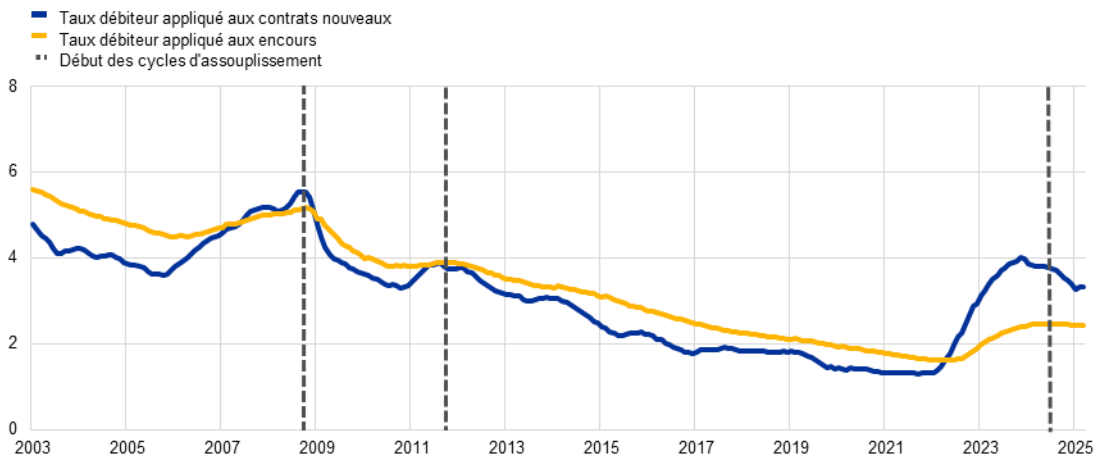
Contrairement aux cycles d'assouplissement précédents, les taux débiteurs appliqués aux encours des prêts devraient continuer d'augmenter malgré les récentes réductions des taux. Cela s'explique par le fait que la transmission des modifications passées des taux directeurs à l'encours des prêts reste moins complète que par le passé. C'est ce que montre une simple statistique synthétique : l'écart entre le taux que les ménages paient sur leur encours de prêts et celui qu'ils paieraient sur tout nouveau prêt [7]. Cet écart est apparu historiquement élevé au début du cycle d'assouplissement actuel : il s'élevait à 1,4 point de pourcentage en mai 2024, contre 0,4 point de pourcentage en octobre 2008 (graphique A). Cela s'explique par la diminution de la part des prêts hypothécaires à taux variable (*adjustable-rate mortgages*, ARM) et par les spécificités de la période autour du dernier cycle de resserrement, comme détaillé dans le corps de l'article.

[7] Cette statistique synthétique est également présentée comme pertinente pour le canal de refinancement de la politique monétaire dans Eichenbaum (M.), Rebelo (S.) et Wong (A.), « *State-dependent effects of monetary policy: The refinancing channel* », *American Economic Review*, vol. 112, n° 3, 2022, p. 721-761.

Graphique A

Taux débiteurs appliqués aux contrats nouveaux et aux encours selon les cycles d'assouplissement

(en pourcentage annuel)



Sources : BCE (MIR) et calculs de la BCE.
Notes : Les lignes verticales sont tracées pour chaque mois précédant la première réduction de taux d'un cycle d'assouplissement. La dernière observation se rapporte à mars 2025.

Afin d'évaluer dans quelle mesure ces effets atténuent l'impact des réductions de taux sur les paiements hypothécaires et la consommation, nous effectuons une simulation contrefactuelle des taux appliqués aux encours en partant de l'écart entre les taux appliqués aux contrats nouveaux et aux encours au début du cycle d'assouplissement précédent (graphique B). À cette fin, nous conservons la même distribution des prêts que dans la dernière enquête sur les anticipations des consommateurs, par échéances résiduelles et périodes de fixation, mais nous réajustons les taux débiteurs dans chaque tranche au niveau de ceux qui prévalaient en octobre 2008 : les prêts issus de la catégorie des prêts à taux variable sont fixés au taux débiteur moyen appliqué aux contrats nouveaux avec une fixation à court terme en octobre 2008 ; les prêts à taux fixe sont établis au taux appliqué aux prêts assortis de périodes de fixation à court ou à long terme qui prévalait quand le prêt a été octroyé [8]. Les mêmes variations des taux débiteurs appliqués aux contrats nouveaux ainsi que les volumes de prêts qui figuraient dans la simulation de base sont ensuite utilisés pour produire une simulation contrefactuelle des taux débiteurs appliqués aux encours à compter d'octobre 2008, qui est *in fine* utilisée pour produire une simulation contrefactuelle à compter de mai 2024.

Si la configuration des taux d'octobre 2008 avait prévalu en mai 2024, le taux moyen aurait diminué plus rapidement jusqu'à mi-2025 et se serait ensuite stabilisé, au lieu de recommencer à augmenter (ligne rouge dans le graphique B). Le taux débiteur de l'encours des prêts aurait été inférieur de 0,6 point de pourcentage environ fin 2027, et cet écart aurait représenté jusqu'à 1,1 point de pourcentage d'ici fin 2030. Si l'on effectue la même simulation contrefactuelle tout en ajustant également la part des ménages emprunteurs à taux variable au niveau observé en octobre 2008 (ligne jaune dans le graphique B) on observe que la part actuellement plus faible des ménages emprunteurs à taux variable explique moins de 10 % du niveau plus élevé des taux appliqués aux encours à fin 2027. Le fait que le taux appliqué aux encours des prêts diminue dans

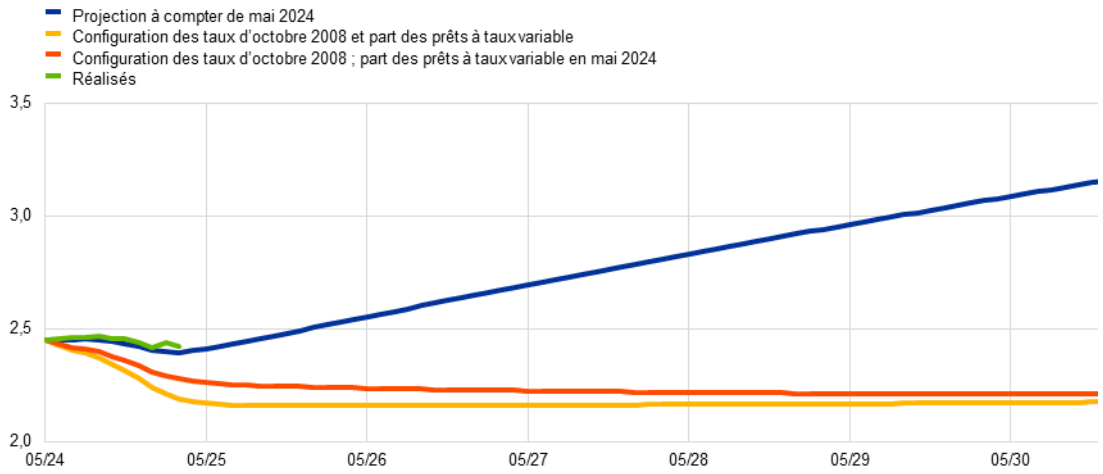
[8] Tous les taux appliqués aux prêts à taux fixe sont ensuite ajustés du même montant pour correspondre au taux agrégé d'octobre 2008 appliqué aux encours.

la simulation contrefactuelle signifie qu'il n'y aurait pas eu de frein supplémentaire sur la consommation.

Graphique B

Variations contrefactuelles des taux appliqués aux encours

(en pourcentage annuel)



Sources : BCE (MIR, BSI, enquête CES), et calculs de la BCE.
Notes : La simulation contrefactuelle à partir de septembre 2008 est réalisée en maintenant inchangée la distribution des prêts par échéance initiale, échéance résiduelle et type de taux, et en retardant les taux débiteurs de départ pour chaque catégorie. Les prêts à taux variable sont fixés au taux moyen appliqué aux contrats nouveaux assortis de périodes de fixation courtes conclus entre août et septembre 2008 ; les prêts à taux fixe sont fixés au taux appliqué aux prêts assortis de périodes de fixation courtes ou longues en vigueur au moment de l'émission du prêt. Tous les prêts à taux fixe sont ajustés du même montant pour correspondre au taux agrégé appliqué aux encours qui prévalait en septembre 2008. Le montant des prêts à taux variable est ensuite recalculé pour correspondre à l'agrégat de septembre 2008 pour la simulation contrefactuelle, en tenant compte également de la part plus importante des prêts à taux variable dans le passé. Les valeurs réalisées et les projections relatives aux variations des taux débiteurs et à la croissance des prêts à compter de mai 2024 sont ensuite tirées de l'exercice global de projections macroéconomiques actuel et utilisées pour créer une prévision à partir des niveaux de septembre 2008. Les dernières données se rapportent à février 2025 pour l'enquête CES et à mars 2025 pour les statistiques MIR et BSI.

Le taux hypothécaire moyen appliqué aux encours a davantage augmenté pour les ménages plus modestes et ceux davantage confrontés à des contraintes budgétaires. Le resserrement a entraîné une hausse du taux d'intérêt moyen en 2024 à 3 % environ pour les ménages qui se situent dans la moitié inférieure de la distribution des revenus au niveau d'un pays, et à 2,7 % environ pour ceux qui sont confrontés à des contraintes budgétaires [9] (en partant de niveaux déjà plus élevés que la moyenne), contre un taux moyen de 2,2 % pour les ménages du quintile supérieur de la distribution des revenus (graphique 3, partie b). Cela est directement lié à la distribution des prêts hypothécaires par groupe de revenus : les périodes pendant lesquelles les taux sont fixes sont plus courtes pour les ménages plus modestes, ce qui signifie que leurs charges d'intérêts sont ajustées plus rapidement. À l'avenir, les taux débiteurs devraient continuer d'augmenter pour toutes les catégories de revenus, à l'exception d'une légère diminution en 2025 en raison de la révision à la baisse des taux appliqués aux prêts à taux variable. La hausse devrait être encore légèrement plus marquée pour les ménages à faible revenu en 2025-2026, puis s'accélérer pour les ménages à revenu élevé, en raison de leur part plus importante dans les prêts hypothécaires assortis d'une période de fixation plus longue et dont le prix ne sera révisé que progressivement. Sur l'ensemble de la période d'analyse, les taux auront encore continué d'augmenter légèrement plus pour les ménages plus modestes, comme le montre l'écart plus

9 Les ménages confrontés à des contraintes budgétaires sont définis comme ceux ayant des dépenses liées au logement et à l'alimentation supérieures à 75 % du revenu total du ménage.

important entre les deux catégories d'accédants à la propriété en 2030 par rapport à 2021. Cela peut être lié à deux facteurs. Premièrement, les tensions existantes en amont plus fortes pour les ménages à revenu élevé pourraient persister en 2030 en raison de leurs périodes de fixation des taux plus longues. Deuxièmement, la courbe des rendements était particulièrement plate au début du cycle de resserrement, ce qui a entraîné un petit écart entre les prêts à taux variable et les prêts à taux fixe, qui devrait augmenter d'ici fin 2030.

4 Transmission aux ménages et consommation totale

Les tensions en amont devraient continuer de peser sur la consommation des accédants via le canal des flux de trésorerie au cours des prochaines années. Les estimations fondées sur la consommation et les données relatives aux revenus dans l'enquête CES suggèrent que la propension marginale à consommer (PMC) diminue à mesure que le quintile de revenu augmente : de 70 % pour le quintile de revenu inférieur elle ne représente plus que 36 % pour le quintile supérieur [10]. Nous tenons également compte des effets de la croissance du revenu sur la consommation : nous ajustons les PMC spécifiques au revenu au cours de la période de projection pour prendre en compte les hausses prévues du revenu réel. Ces PMC sont ensuite multipliées par les variations du revenu disponible dues à l'ajustement des paiements hypothécaires du ménage sur la base des variations simulées des taux immobiliers, au cours de l'année où le taux du prêt immobilier du ménage doit être révisé. Ce faisant, nous supposons que les ménages sont myopes, c'est-à-dire qu'ils ne lissent pas les effets de hausses attendues des taux d'intérêt (l'encadré 2 examine l'effet d'un relâchement de cette hypothèse). Les évolutions de la consommation via le canal des flux de trésorerie, simulées de la sorte au niveau des ménages, sont ensuite agrégées au fil du temps, en pondérant chaque ménage par les parts de consommation individuelles. Les résultats de cet exercice, résumés dans le graphique 4, suggèrent qu'une grande partie de l'ajustement de la consommation via le canal des flux de trésorerie s'est déjà produite au cours de la période 2022-2024, lorsque la BCE a relevé ses taux directeurs, ce qui s'est traduit par une réévaluation à la hausse des taux des prêts à taux variables. Toutefois, de nouveaux ajustements importants sont attendus dans les prochaines années. L'impact cumulé de ce canal sur la consommation est estimé à environ 1 point de pourcentage de la part de la consommation de l'ensemble des accédants entre 2022 et 2030. Environ deux tiers de ces effets s'étaient matérialisés à fin 2024, mais le plus important, c'est qu'un autre tiers de ces effets est attendu dans les prochaines

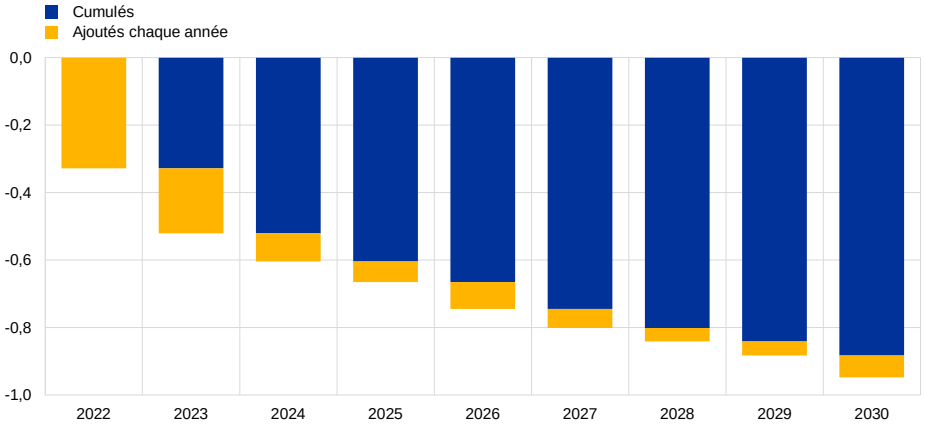
[10] Les PMC sont estimées en combinant l'élasticité-revenu de la consommation avec la propension moyenne à consommer (*average propensity to consume*, APC) par quintile de revenu. L'élasticité-revenu est estimée pour l'échantillon complet sur la base des données trimestrielles relatives à la consommation nominale et des données annuelles relatives au revenu des ménages. L'APC est calculée en combinant les données relatives à la consommation et aux revenus et en les agrégeant par quintile de revenus. Ces estimations se rapportent à des chocs transitoires et sont légèrement plus élevées que – mais globalement en ligne avec – Ampudia (M.), Cooper (R.), Le Blanc (J.) et Zhu (G.), « *MPC Heterogeneity and the Dynamic Response of Consumption to Monetary Policy* », *American Economic Journal: Macroeconomics, vol. 16, n° 3, 2024, p. 343-388.* Toutefois, elles sont inférieures aux propensions marginales à consommer des chocs permanents, qui sont plus proches de 1. Pour une analyse complète de la littérature sur les PMC, cf. également Kaplan (G.) et Violante (G.L.), « *The marginal propensity to consume in heterogeneous agent models* », *Annual Review of Economics*, vol. 14, 2022, p. 747-775.

années. L'encadré 2 montre que, même en tenant compte du fait que les ménages anticipent une hausse des paiements de taux d'intérêt et lissent partiellement la consommation au fil du temps, 35 % de l'effet modérateur sur la consommation peut encore être attendu d'ici fin 2030.

Graphique 4

Effets cumulés sur la consommation, depuis le début du resserrement (pas d'anticipation)

(variation cumulée en pourcentage, variation annuelle en pourcentage)



Sources : BCE (BSI, MIR, CES) et calculs de la BCE.
Notes : Le graphique illustre l'impact cumulé de l'augmentation des paiements hypothécaires sur la consommation dans l'hypothèse d'une absence d'anticipation des effets sur la consommation (myopie). Pour 2022 et 2023, les variations de la consommation moyenne reflètent principalement l'influence des hausses des taux d'intérêt sur les prêts hypothécaires à taux variable. En utilisant les ajustements des taux individuels résultant du graphique 3, la nouvelle différence de taux en glissement annuel est multipliée par l'encours amorti (calculé en déduisant les remboursements au titre du principal sur 12 mois), et la variation mensuelle des remboursements qui en résulte est soustraite de la consommation projetée de l'année précédente. Cet ajustement est mis à l'échelle par les PMC spécifiques aux revenus et par une PMC de 1 pour les ménages vivant au jour le jour. La consommation agrégée pour chaque année est calculée et la variation annuelle de la consommation moyenne est calculée. Les dernières données se rapportent à février 2025 pour le stock de prêts hypothécaires dans l'enquête CES, à avril 2025 pour la consommation dans l'enquête CES et à janvier 2025 pour le MIR et les BSI.

Encadré 2

Les hypothèses relatives aux anticipations et le moment auquel interviennent leurs effets sur la consommation

Pedro Baptista, Maarten Dossche, Andrew Hannon, Dorian Henricot, Omiros Kouvavas, Davide Malacrino et Larissa Zimmermann

Les ménages sont conscients des variations des taux d'intérêt, en particulier en périodes de resserrement important de la politique monétaire [11]. Ils connaissent aussi généralement la structure de leur prêt hypothécaire et le moment où celui-ci doit être révisé. Par conséquent, les ménages ayant un comportement prospectif exposés au risque de taux d'intérêt pourraient ajuster leur comportement de dépense en prévision des futures variations de taux. Dans cet encadré, nous présentons des éléments indiquant que ces effets d'anticipation sont limités et nous montrons comment le moment auquel l'impact intervient sur la consommation varie en fonction des différentes hypothèses [12].

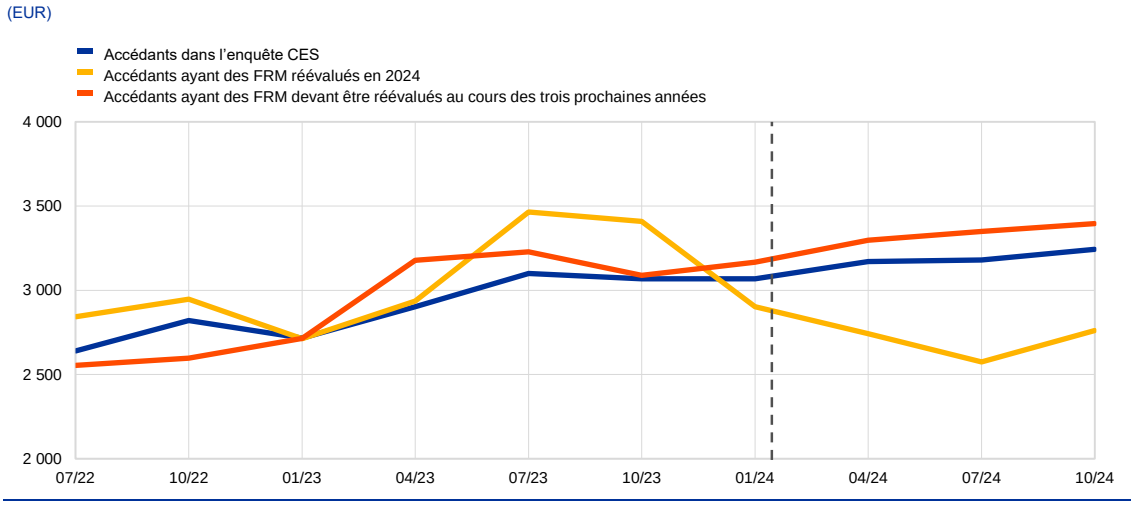
11 Cf., par exemple, Charalambakis (E.), Kouvavas (O.) et Neves (P.), « *Rate hikes: How financial knowledge affects people's reactions* », *The ECB Blog*, BCE, 15 août 2024.

12 Cela est cohérent avec la littérature rejetant l'hypothèse du revenu permanent. Cf., par exemple, Johnson (S.D.), Parker (A.J.) et Souleles (N.S.), « *Household Expenditure and the Income Tax Rebates of 2001* », *American Economic Review,* vol. 96, n° 5, 2006, p. 1589-1610.

Le graphique A montre les trajectoires de consommation des différents types de ménages ayant souscrit un prêt immobilier au cours des trois dernières années. Premièrement, nous observons que les ménages ayant un prêt immobilier dont le taux d'intérêt devait changer en 2024 (ligne jaune) ont commencé à réduire leur consommation au dernier trimestre 2023, et l'ont pour la plupart réduite en 2024 – contrairement aux accédants dont le taux ne doit pas être réévalué au cours des trois prochaines années (ligne bleue), qui ont continué à augmenter progressivement leur consommation sans point d'inflexion autour de 2024. Deuxièmement, nous observons que les accédants dont le prêt immobilier devrait être réévalué entre 2025 et 2027 (ligne rouge) n'ont encore montré aucun signe de réduction de la consommation et ont eu un comportement plus proche de celui des accédants dont le taux ne doit pas être réévalué.

Graphique A

Consommation nominale par groupe d'accédants autour d'une année de réévaluation



Sources : BCE (enquête CES) et calculs de la BCE.
Notes : Le graphique présente la trajectoire de consommation rétrospective des accédants dans l'enquête CES, de ceux ayant des prêts hypothécaires dont le taux fixe a été réévalués en 2024 et de ceux dont ayant des prêts hypothécaires dont le taux fixe devrait être réévalués au cours des trois prochaines années. Dans l'enquête CES, la consommation est déclarée sur une base trimestrielle et les participants sont interrogés sur leurs dépenses consacrées à plusieurs postes au cours du mois précédent. Nous agrégeons ces réponses pour chaque participant et présentons des moyennes mobiles sur deux trimestres.

Afin de mieux évaluer les limites possibles des effets futurs sur la consommation agrégée, nous construisons deux scénarios de cas limite (*corner case)* – un scénario sans anticipation et un scénario d'anticipation totale – ainsi qu'un scénario plus réaliste fondé sur les données : le scénario d'anticipation partielle.

S'agissant du scénario sans anticipation, on fait l'hypothèse que les effets sur la consommation ne se matérialisent que lorsque les paiements hypothécaires augmentent (c'est-à-dire que les ménages sont totalement myopes ou ne présentent aucun comportement de lissage de la consommation). L'augmentation des paiements est ensuite multipliée par les PMC spécifiques aux groupes de revenus, ce qui signifie que seul un pourcentage de l'augmentation effective des coûts est transmis à la consommation. Il s'agit du scénario examiné dans le corps du texte (graphique 4). Nous supposons également une transmission totale pour les ménages confrontés à des contraintes budgétaires.

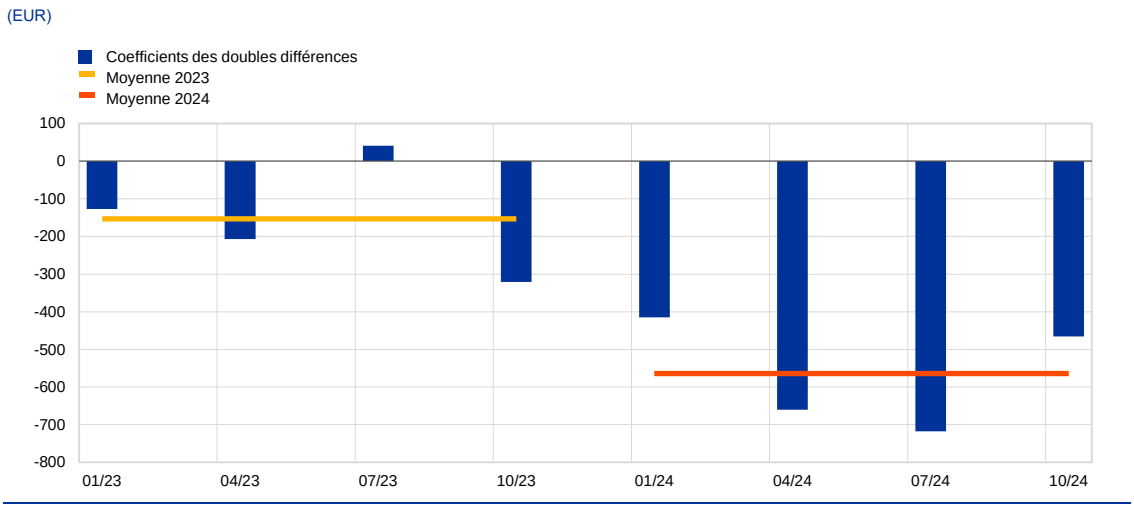
Dans l'hypothèse du revenu permanent et de la préférence des ménages pour le lissage de la consommation, nous pouvons construire l'autre scénario de cas limite (*corner scenario)*, dans lequel les ménages lissent totalement les variations attendues des taux d'intérêt même si leur taux

débiteur n'est censé varier que dans le futur. Si l'on part également de l'hypothèse de prévisions parfaites, leurs anticipations de taux d'intérêt correspondent exactement à celles du marché. Seuls les ménages dont les contraintes budgétaires sont telles qu'ils ne peuvent pas réduire leur consommation au moment considéré sont supposés ne réagir que lorsque les taux d'intérêt individuels varient. Pour le reste, les effets accumulés sur la consommation sont largement anticipés par rapport aux périodes où les taux débiteurs sur les contrats nouveaux ont été ajustés (en 2022 et 2023), reflétant le calendrier du resserrement de la politique monétaire. La proportion d'ajustement de la consommation au cours de chacune des deux années est proportionnelle à l'ampleur des hausses de taux d'intérêt qui ont eu lieu lors de chacune d'entre elles.

Enfin, nous construisons également un scénario plus réaliste en estimant le calendrier et l'ampleur des effets d'anticipation. En nous appuyant sur nos données microéconomiques, nous comparons la consommation des ménages ayant des taux qui devraient être réévalués à la hausse en 2024 avec la consommation des ménages dont le taux ne devrait pas être réévalué au cours des trois prochaines années. Nous identifions peu d'effets d'anticipation : les premiers ne commencent à réduire leur consommation par rapport aux seconds qu'en octobre 2023, c'est-à-dire avec une avance d'un trimestre. À l'aide de la méthode des doubles différences, nous estimons que seulement 27 % environ de l'ajustement global résultant de la variation des taux se produit l'année précédant celle-ci, les 73 % restants se produisant l'année de la variation des taux d'intérêt (graphique B).

Graphique B

Impact estimé sur la consommation d'une révision du taux hypothécaire en 2024



Sources : BCE (enquête CES) et calculs de la BCE.
Notes : Le graphique présente les coefficients issus d'une régression par doubles différences, dans laquelle nous estimons l'effet d'anticipation d'une augmentation des paiements hypothécaires des accédants ayant un prêt hypothécaire à taux fixe réévalué en 2024. Ces résultats alimentent notre scénario d'anticipation partielle : en comparant les effets moyens de 2023 avec ceux de 2024, nous estimons que l'effet d'anticipation à un an représente environ un quart de l'effet total sur la consommation.
La dernière observation se rapporte à octobre 2024.

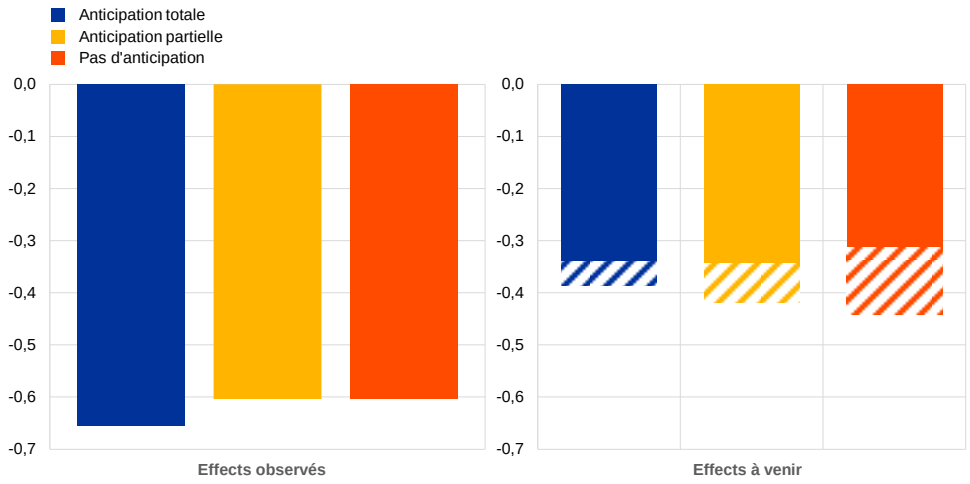
Le graphique C illustre l'impact de l'augmentation des paiements hypothécaires sur la consommation selon les trois séries d'hypothèses. Les scénarios ont été actualisés sur la base de notre principal scénario de maintien des taux sur les contrats nouveaux, qui restent constants à leur dernier niveau (barres pleines). Les barres striées montrent les effets en amont si, en revanche, les taux restent constants à leur niveau légèrement plus élevé de fin 2024. Dans le scénario d'anticipation totale, environ deux tiers des variations totales de la consommation se produisent en 2022-2024. Toutefois, on en observe encore environ un tiers en 2025-2030 en raison de la

présence a) de ménages confrontés à des contraintes budgétaires qui ne peuvent pas ajuster leur consommation immédiatement et b) de contrats nouveaux qui, en moyenne, commencent à des taux d'intérêt plus élevés que ceux qui sont totalement remboursés et qui sortent de l'encours de prêts hypothécaires. Ces deux facteurs signifient que les effets en attente sur la consommation sont toujours significatifs pour le scénario d'anticipation totale. Dans le scénario plus réaliste d'anticipation partielle, 35 % de l'ajustement doit encore se matérialiser d'ici 2030.

Graphique C

Impact sur la consommation selon différentes hypothèses d'anticipation

(variations cumulées en pourcentage)



Sources : BCE (BSI, MIR, CES) et calculs de la BCE.
Notes : Le graphique illustre l'impact cumulé de l'augmentation des paiements hypothécaires sur la consommation selon trois scénarios liés à l'anticipation des effets sur la consommation : pas d'anticipation (myopie), anticipation totale (prévision parfaite) et anticipation partielle. Les barres striées représentent les résultats conditionnels des simulations de décembre 2024 et les barres pleines représentent la mise à jour de mai 2025. Pour 2022 et 2023, les variations de la consommation moyenne reflètent principalement l'influence des hausses des taux directeurs sur les prêts hypothécaires à taux variable. En utilisant les ajustements des taux individuels résultant du graphique 3, la nouvelle différence de taux en glissement annuel est multipliée par l'encours amorti (calculé en déduisant les remboursements au titre du principal sur 12 mois), et la variation mensuelle des remboursements qui en résulte est soustraite de la consommation projetée de l'année précédente. Cet ajustement est ajusté en fonction les PMC spécifiques aux revenus et d'une PMC de 1 pour les ménages vivant au jour le jour. La consommation agrégée pour chaque année est calculée, ce qui permet d'obtenir la variation annuelle de la consommation moyenne. Les dernières observations disponibles se rapportent à février 2025 pour l'enquête CES et à mars 2025 pour les MIR et les BSI.

L'hétérogénéité des revenus des ménages amplifie l'effet des hausses de taux en début de cycle. Les ménages modestes ont une part de prêts immobiliers affectés de révisions à court terme plus élevée, ainsi qu'une propension marginale à consommer plus forte. Ces ménages devraient donc être précocement affectés par les hausses de taux, avec un impact disproportionné sur la consommation par rapport à une situation où ces ménages présenteraient des PMC identiques. À plus long terme, même si les ménages à faible revenu devraient enregistrer une hausse plus lente de leurs paiements hypothécaires, ils pourraient encore réduire davantage leurs dépenses en raison de cette sensibilité plus élevée. Dans le même temps, les ménages des quantiles de revenus inférieurs détiennent des parts plus faibles de l'encours de prêts agrégé et représentent une part plus faible de la consommation totale, ce qui devrait atténuer le rôle de l'hétérogénéité de la PMC pour l'agrégat. Dans un scénario dans lequel les PMC sont les mêmes pour tous les ménages, nous constatons que le frein global sur la consommation entre 2022 et 2030 serait inférieur d'environ 20 % si les PMC des ménages à faibles revenus étaient ramenées à la moyenne des PMC. L'écart est réduit à 15 % si, toutefois, les PMC des ménages à revenus élevés sont relevées au niveau de la moyenne. L'effet

modérateur exercé par les PMC hétérogènes persiste tout au long de la période car les taux débiteurs sur l'encours de prêts devraient augmenter davantage pour les ménages plus modestes au cours de cette période.

Le frein sur la consommation qui doit encore se matérialiser après le dernier cycle de resserrement est important par rapport aux cycles précédents. Le cycle d'assouplissement qui a débuté en juin 2024 a entraîné une brève stabilisation des taux payés par les ménages sur leur encours de prêts hypothécaires, qui devraient encore augmenter à partir de mi-2025. En revanche, lorsque les précédents cycles d'assouplissement ont débuté, les taux payés sur l'encours ont diminué. Le contexte dans lequel le cycle actuel s'est engagé diffère sur trois dimensions importantes du cycle d'assouplissement précédent qui avait débuté en novembre 2008. Premièrement, la part des prêts hypothécaires à taux variable a affiché une tendance baissière au cours de la dernière décennie. Cela implique une transmission plus lente des taux débiteurs appliqués aux contrats nouveaux aux taux débiteurs appliqués à l'encours de prêts. Deuxièmement, le cycle de relèvement 2022-2024 a été exceptionnel en termes de rythme et d'ampleur, laissant une fraction plus importante des anciens prêts non encore réévalués à de nouvelles conditions lorsque les baisses de taux ont commencé. En outre, le cycle de relèvement de 2022 a fait suite à une longue période de faibles taux d'intérêt, ce qui implique que, lorsqu'il a débuté, il n'y avait que des effets en amont limités liés au cycle d'assouplissement précédent qui devaient encore se matérialiser. En outre, le niveau final des taux débiteurs à la fin du cycle d'assouplissement devrait rester plus élevé par rapport à la période précédant le cycle de resserrement. Comme détaillé dans l'encadré 1, le frein restant sur la consommation serait nul dans notre scénario principal si le cycle d'assouplissement avait débuté avec la configuration des taux d'octobre 2008.

5 Conclusion

Dans cet article, nous examinons comment la politique monétaire influe sur la consommation via les variations des taux hypothécaires. Nos simulations utilisant les données au niveau des ménages montrent qu'en raison de la prévalence plus forte que par le passé des prêts hypothécaires à taux fixe et des différentes configurations des taux d'intérêt sur les contrats nouveaux par rapport aux encours de prêts, le canal des flux de trésorerie devrait encore exercer une pression significative sur le durcissement. Toutes choses égales par ailleurs, cela devrait freiner davantage la consommation via une hausse des paiements hypothécaires, malgré le cycle d'assouplissement en cours. Notre analyse souligne l'importance de l'hétérogénéité dans la transmission de la politique monétaire en mettant en évidence les différences entre les contrats de prêts immobiliers selon les pays et les groupes de revenus. Les ménages plus modestes ont tendance à détenir davantage de prêts immobiliers à taux variables ou à taux fixe avec des périodes de fixation plus courtes, ce qui signifie qu'ils sont affectés plus tôt dans le cycle. Dans le cycle actuel, ce sont eux qui auront enregistré la plus forte hausse des paiements d'intérêts fin 2030, avec des effets disproportionnés sur la consommation en raison de leurs propensions marginales à consommer plus élevées.

Dans l’ensemble, l’impact de la politique monétaire sur la consommation via la composante immobilière du canal des flux de trésorerie est estimé comme étant significatif. L’impact sur la consommation des accédants s’élève à 1 point de pourcentage entre 2022 et 2030, dont 40 % des effets ne se sont pas encore matérialisés. Toutefois, il est important de noter que cette analyse se concentre sur un canal d’ajustement spécifique et ne vise pas à fournir une évaluation complète des évolutions de la consommation en cours, qui incluent également des effets positifs du redressement des revenus réels et de la confiance des consommateurs, dans un contexte d’assouplissement de la politique monétaire.

2 Faire progresser l’union des marchés de capitaux : une feuille de route pour l’harmonisation du traitement post-marché des titres

Benjamin Hanssens, David Sandín de Vega et Hannah Franziska Sowa

1 Introduction

Le post-marché représente une part cruciale de l’activité des marchés de capitaux européens. Une fois qu’une opération est effectuée, plusieurs étapes importantes restent à accomplir. Celles-ci incluent le transfert de propriété des produits financiers, tels que des obligations, du vendeur à l’acheteur, et la gestion des actifs utilisés comme garanties dans les transactions financières. Par exemple, une banque souhaitant emprunter des fonds auprès d’une banque centrale doit fournir une partie de ses actifs éligibles en garantie, de la même manière qu’un acheteur utilise une maison en garantie d’un emprunt immobilier. Le post-marché veille à ce que ces processus se déroulent de manière fluide et sécurisée [1]. Des activités de post-marché sûres et efficaces sont indispensables au bon fonctionnement des marchés de capitaux ; elles soutiennent leur attractivité et font baisser les coûts de l’épargne et de l’investissement.

Une approche harmonisée des processus de post-marché est essentielle pour un marché des capitaux efficace en Europe. Le rapport de Mario Draghi sur l’avenir de la compétitivité européenne considère la fragmentation des activités de post-marché en Europe comme un obstacle majeur au développement d’un marché des capitaux vaste et intégré [2]. Pour parvenir à une harmonisation européenne des activités de post-marché aujourd’hui et demain, deux aspects sont pertinents. Premièrement, les pratiques juridiques et opérationnelles existantes au niveau national doivent être harmonisées entre les pays [3]. Deuxièmement, il est essentiel d’élaborer un cadre pour le développement de solutions innovantes pour une union des marchés de capitaux numériques [4]. La BCE observe un besoin urgent

---

1 Les activités de post-marché correspondent aux étapes après l’exécution d’une opération qui visent à garantir sa bonne conclusion. Celles-ci incluent : a) la compensation, un processus de réconciliation des ordres d’achat et de vente permettant de vérifier que les deux parties disposent des fonds et des garanties nécessaires pour conclure la transaction ; b) le règlement, étape durant laquelle les titres et le paiement sont véritablement échangés entre l’acheteur et le vendeur, marquant la finalisation du transfert de propriété ; c) la conservation et les services pour la gestion des actifs (*asset servicing*), qui incluent la conservation des titres ainsi que la gestion des opérations sur titres des sociétés telles que les dividendes, les paiements d’intérêt et d’autres événements portant sur les titres ; et d) le *reporting*, qui consiste en la documentation et la communication des détails de l’opération aux parties concernées et aux instances réglementaires pour en garantir la transparence et la conformité réglementaire.

2 Draghi (M.), « *The future of European competitiveness* », Commission européenne, 9 septembre 2024.

3 Le Conseil des gouverneurs de la BCE a souligné la nécessité de finaliser l’harmonisation des principaux processus post-marché qui n’ont pas encore été intégrés et manquent donc d’efficacité du point de vue des marchés de capitaux européens – tels que les procédures pour le traitement des retenues à la source et des opérations sur titres des sociétés –, de manière à favoriser une union des marchés de capitaux plus forte et plus intégrée. Cf. « Déclaration du Conseil des gouverneurs de la BCE sur les progrès vers l’union des marchés de capitaux », 7 mars 2024.

4 Cipollone (P.), « *Towards a digital capital markets union* », discours prononcé au symposium de la Bundesbank sur l’avenir des paiements, Francfort-sur-le-Main, 7 octobre 2024.

d'intégration des marchés de capitaux européens fragmentés, non seulement dans le domaine du post-marché mais aussi dans la supervision et d'autres domaines [5]. Cet article s'intéresse plus particulièrement à l'environnement actuel des activités de post-marché.

Pour améliorer les processus de post-marché existants, l'Eurosystème recommande d'utiliser un corpus de règles européen unique. Des améliorations sont particulièrement nécessaires dans trois domaines des activités de post-marché : a) le règlement des titres (transfert de titres) ; b) la gestion des garanties (processus pour la gestion des actifs utilisés en garantie des opérations de crédit) ; et c) les services pour la gestion des actifs (*asset servicing*) (par exemple, la gestion des paiements de coupons ou de dividendes et des remboursements). À cette fin, l'Eurosystème s'est associé à des intervenants de marché afin d'élaborer un corpus de normes qui lèvent les obstacles dans ces domaines [6]. Le groupe consultatif de l'Eurosystème sur les infrastructures de marché pour les titres et les garanties (*Advisory Group on Market Infrastructures for Securities and Collateral*, AMI-SeCo) a défini ces normes et appelé à l'adoption du recueil de règles unique [7].

Cet article passe en revue les défis de l'écosystème de post-marché existant et propose une feuille de route pour les relever. La section 2 dresse une vue d'ensemble du paysage fragmenté actuel du post-marché européen. La section 3 décrit le rôle de la banque centrale dans les activités de post-marché, tandis que la section 4 examine les obstacles en matière de règlement des titres, de gestion des garanties et de services pour la gestion des actifs, ainsi que les défis quant à l'adoption et à la mise en œuvre de normes européennes dans ces domaines. Elle présente également les efforts de l'Eurosystème pour supprimer ces obstacles par la promotion active d'un corpus de règles européen unique, qui viserait à harmoniser les processus, les définitions de données et l'échange de données. Enfin, la section 5 propose une feuille de route pour la mise en œuvre du corpus de règles unique dans ces domaines.

---

5 Lagarde (C.), « Sortir de sa zone de confort : l'Europe et le nouvel ordre mondial », discours prononcé lors du 34e Congrès bancaire européen, 22 novembre 2024.

6 La normalisation est le processus d'élaboration et de mise en œuvre de normes techniques sur la base du consensus de plusieurs parties. Des règles et des processus communs permettent des gains d'efficacité. Un traitement plus rapide et/ou l'automatisation bénéficient non seulement au secteur, mais contribuent également à renforcer le système financier, à intensifier la concurrence et à accroître la disponibilité et l'accessibilité des opportunités d'investissement, aidant ainsi à étendre les marchés de capitaux en Europe.

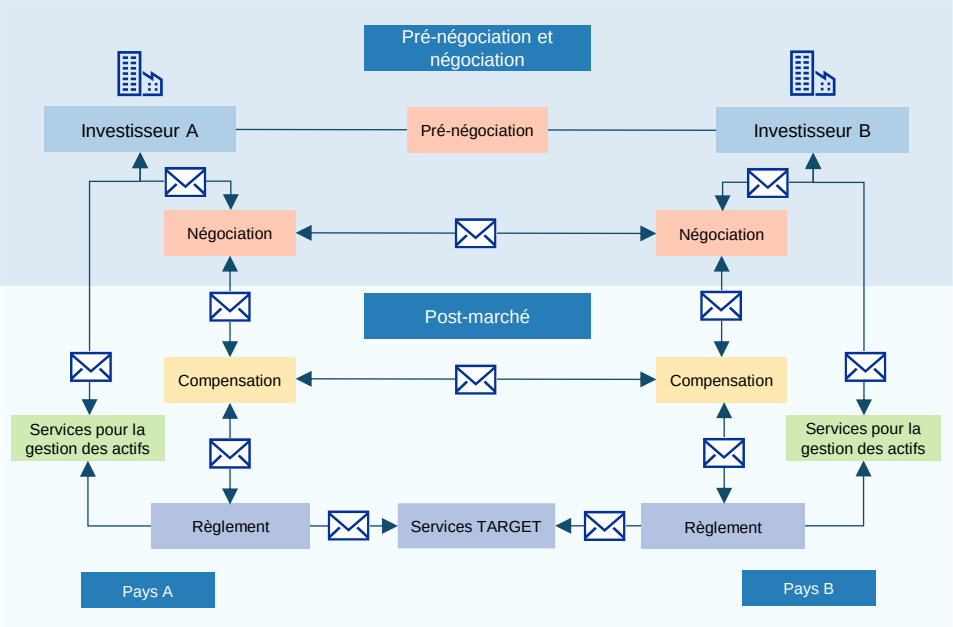
7 L'AMI-SeCo facilite un dialogue actif avec les intervenants de marché sur des questions relatives à la compensation et au règlement des titres ainsi qu'à la gestion des garanties. Il assiste l'Eurosystème dans la promotion d'infrastructures sûres et efficaces pour les marchés financiers.

2 L’Europe ne dispose pas encore d’un marché financier unique

Écosystème de post-marché actuel en Europe

Le marché financier européen repose sur des processus de post-marché propres à chaque pays. Historiquement, les marchés en Europe opèrent indépendamment les uns des autres. C’est pour cette raison que l’émission, la détention, la négociation et le règlement des actifs financiers tels que les obligations ou les actions continuent d’intervenir principalement au niveau national. Toutes les parties impliquées dans la gestion de ces actifs au sein d’un même pays communiquent efficacement tout au long du processus. Néanmoins, lorsque les transactions financières ont lieu entre des pays différents, l’échange d’informations devient compliqué et inefficace. Les entités n’ont pas encore recours à des approches unifiées à travers le continent, et les opérations transfrontières reposent souvent sur des méthodes moins efficaces. Hormis les services TARGET fournis par l’Eurosystème, la plupart des processus ne sont pas encore entièrement intégrés en Europe (figure 1).

Figure 1
Chaîne de valeur des marchés de capitaux, organisée selon les frontières nationales



Note : Les couleurs de la figure correspondent aux mêmes fonctions. Le rose se rapporte à la négociation et à la pré-négociation, le jaune se rapporte à la compensation, le bleu se rapporte au règlement et le vert se rapporte aux services pour la gestion des actifs.

Les dépositaires centraux de titres et les conservateurs sont des parties prenantes majeures des marchés nationaux. Dans l’environnement de post-marché, ils sont essentiels dans deux domaines : a) le règlement d’opérations sur titres lorsque les détails de la transaction sont enregistrés sous forme électronique, garantissant que les acheteurs reçoivent leurs actifs et que les vendeurs soient payés ; et b) la gestion des garanties et les services pour la gestion des actifs. Les

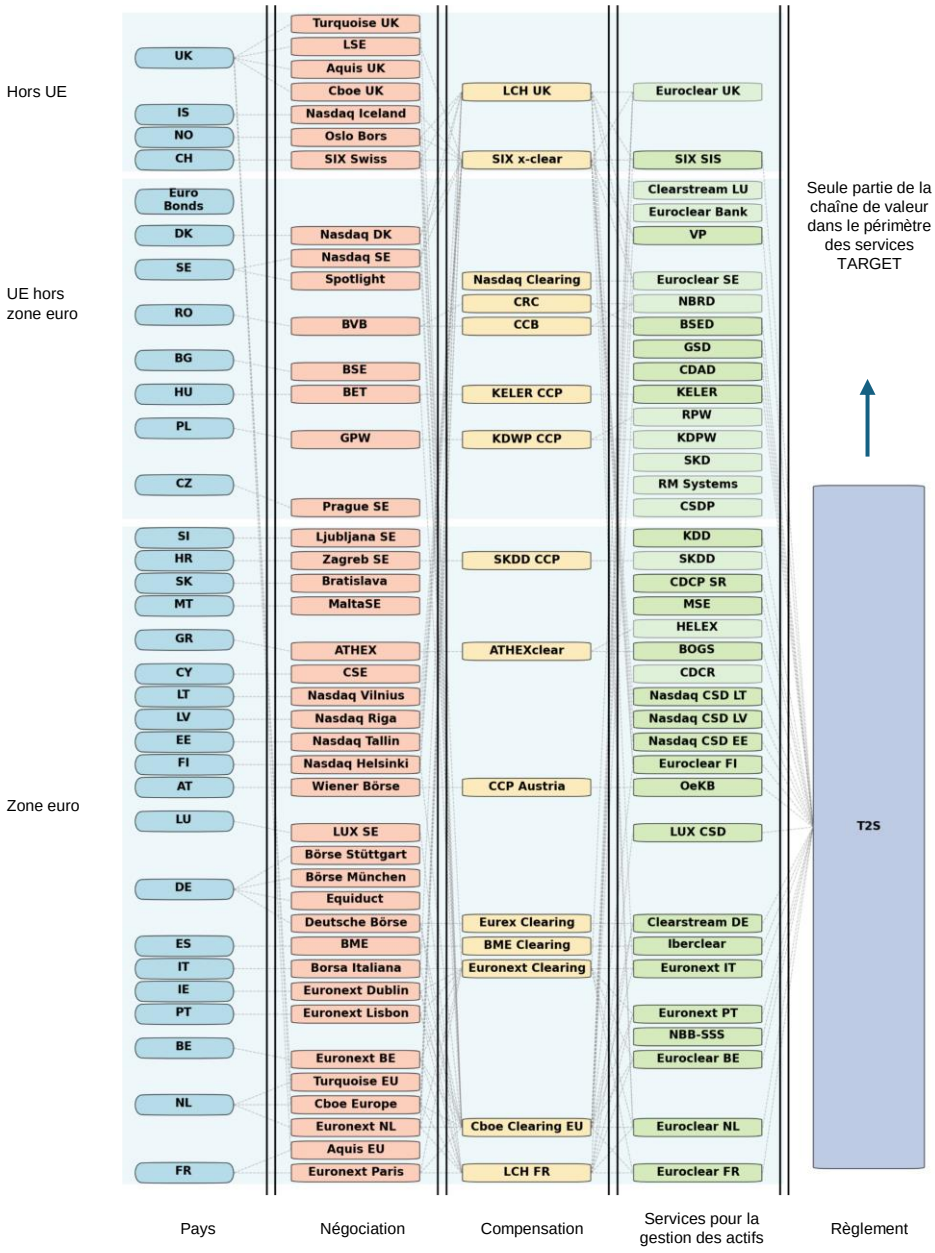
services TARGET apportent un fondement européen solide pour ces parties, avec une trajectoire rationalisée pour le règlement des titres, indispensable à une chaîne de valeur intégrée dans le secteur du post-marché. Toutefois, de nombreuses opérations sur titres sont réglées en dehors des services TARGET, par le biais de flux de règlement internalisés, par exemple au sein de groupes de conservateurs ou de dépositaires centraux de titres, ce qui affaiblit cette trajectoire. Cela reflète principalement la fragmentation dans des domaines tels que les services pour la gestion des actifs. En outre, les dépositaires centraux de titres n'ont pas tous rejoint les services TARGET ni établi de liens avec d'autres dépositaires centraux de titres en Europe [8].

L'emplacement des actifs influe considérablement sur le post-marché, menant à des regroupements nationaux, ce que l'on appelle également le biais domestique. Admettons qu'une entreprise française détenant des actions allemandes souhaite les utiliser en garantie d'un prêt en Italie. En raison des différences de règles et de systèmes entre les pays, gérer ces actions au-delà des frontières devient compliqué, et rend difficile leur utilisation efficace en Italie. Les caractéristiques propres à chaque pays et les pratiques en matière de services pour la gestion des actifs rendent difficile l'utilisation de titres comme garanties au niveau transfrontière. Cela crée des silos verticaux, le regroupement s'étendant aux chaînes nationales de négociation, de compensation et de règlement. Comme le montre la figure 2, la plupart des strates restent largement cantonnées aux frontières nationales.

[8] Ce lien correspond à un compte ouvert par un dépositaire central de titres dans les registres d'un autre dépositaire central de titres, de manière à faciliter le transfert de titres de participants à ces dépositaires centraux de titres.

Figure 2

Vue d'ensemble simplifiée de l'infrastructure de titres européenne



Source : BCE.
Notes : L'Espace économique européen (EEE) est constitué de 90 plateformes de négociation, de 14 contreparties centrales et de 34 dépositaires centraux de titres. Ce chiffre inclut 27 dépositaires centraux de titres issus du secteur privé (pour la liste complète, cf. le registre CSD publié par l'Autorité européenne des marchés financiers) et sept dépositaires centraux de titres opérés par un organe public (des banques centrales, à l'exception d'un cas). Les couleurs de la figure correspondent aux mêmes fonctions.

Bien que certaines entités fusionnent avec des groupes plus importants qui couvrent la chaîne de valeur, le règlement transfrontière reste limité. Dans de nombreux cas, les dépositaires centraux de titres font désormais partie de groupes plus importants et consolidés qui regroupent la négociation, la compensation, les services pour la gestion des actifs et le règlement. Les trois principaux dépositaires centraux de titres en valeur et en volume appartiennent aux groupes Euroclear,

Euronext et Deutsche Börse (graphique 1, partie b) [9]. Néanmoins, les titres restent majoritairement détenus et réglés au sein des dépositaires centraux de titres locaux, et ils circulent très peu en dehors de ceux-ci (graphique 1, partie a). Même lorsque des dépositaires centraux de titres appartiennent à un même groupe, il existe un biais domestique, la plupart des volumes de règlement circulant au sein de chaque dépositaire central de titres du groupe, avec des transactions transfrontières limitées. Pour 2023, près de 98 % des transactions en valeur et plus de 95 % en volume ont été réglées entre des parties au sein du même dépositaire central de titres (autrement dit, la partie fournisseur comme la partie récepteur appartenait au même dépositaire central de titres) [10].

Les regroupements cantonnent le capital aux frontières nationales. Les regroupements pourraient limiter l'investissement transfrontière et réduire le volume de capital disponible. L'absence de normes et de cadre opérationnel harmonisés empêche les émetteurs de trouver d'autres emplacements efficaces. Les entreprises qui émettent des actifs financiers, tels que des actions ou des obligations, opèrent (ou doivent opérer) le plus souvent selon les règles de leur propre pays. Sans un cadre unifié (un corpus de règles européen unique), elles ne peuvent pas choisir facilement d'émettre leurs actifs dans un autre pays qui offrirait de meilleures conditions. Cela limite leur capacité à optimiser leurs opérations et réduit potentiellement leur accès à de plus grands gisements de capital. Il est également plus difficile pour les investisseurs de prendre les décisions les plus efficaces en fonction du risque et du rendement, car ils risquent de ne pas avoir accès aux meilleures opportunités ou de faire face à des coûts plus élevés lorsqu'ils tentent d'investir au-delà des frontières. Ces coûts relèvent de plusieurs domaines, tels que la qualité de l'information (entre 1,6 milliard et 8 milliards d'euros estimés chaque année à l'échelle mondiale), les erreurs de traitement (entre 300 millions et 700 millions d'euros par an), les retards (3,4 millions d'euros) et les processus inefficaces [11]. Si des produits financiers comme les fonds négociés en bourse (ETF) peuvent aider les investisseurs à accroître leur accès aux marchés internationaux, toujours est-il qu'ils ne résolvent pas entièrement le problème car ils dépendent de l'efficacité et de l'accessibilité des marchés sous-jacents.

9 Le règlement est concentré dans trois groupes de dépositaires centraux de titres : Euroclear Group (Euroclear Bank, Euroclear Belgium, Euroclear Finland, Euroclear France, Euroclear Nederland et Euroclear Sweden), Deutsche Börse (Clearstream Banking SA, Clearstream Banking AG et LuxCSD) et Euronext Securities (Euronext Securities Copenhagen, Euronext Securities Milan, Euronext Securities Oslo et Euronext Securities Porto).

10 « *TARGET2-Securities Annual Report 2023* », BCE. Il est souligné que les règlements entre dépositaires centraux de titres ne sont pas le seul canal pour l'investissement transfrontière. Les réseaux de conservateurs sont également utilisés pour faciliter ces transactions, ce qui montre la complexité des services requis.

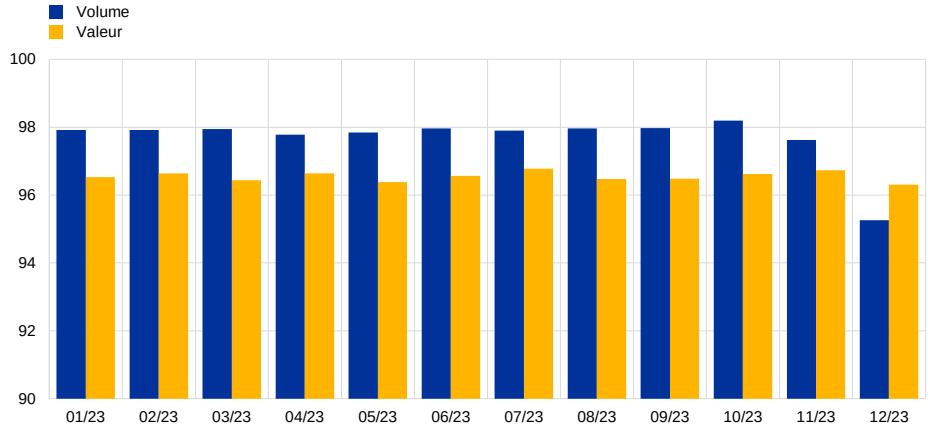
11 Neuhaus (H.) et Hanssens (B.), « *ISO 20022: A migration strategy in the securities market for corporate events and triparty collateral management* », *Journal of Securities Operations & Custody*, vol. 16, nº 3, 2024.

Graphique 1

Règlement au sein des dépositaires centraux de titres dans T2S et valeur totale des règlements par groupes de dépositaires centraux de titres en 2023

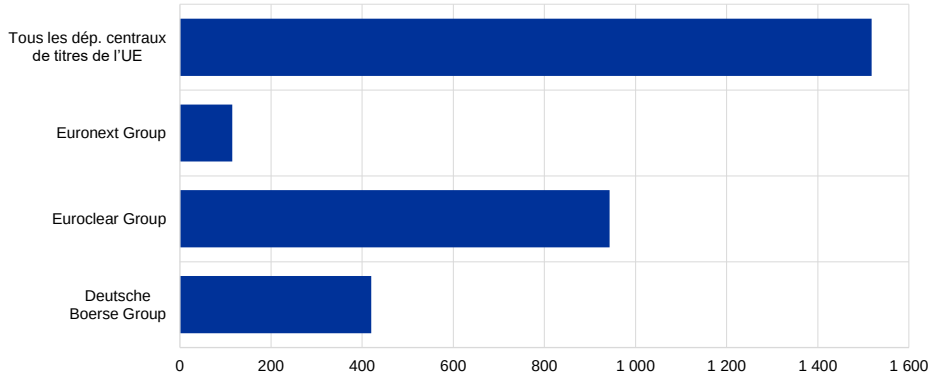
a) Règlement au sein des dépositaires centraux de titres

(en pourcentages, moyennes quotidiennes)



b) Dépositaires centraux de titres par valeur totale des règlements

(valeurs pour 2023 en milliers de milliards d'euros)



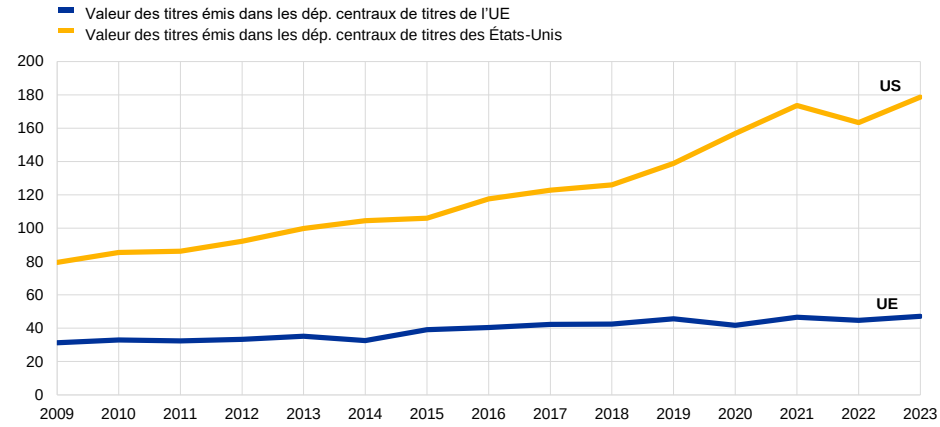
Sources : *TARGET2-Securities Annual Report for 2023* et calculs des services de la BCE.

L'expansion du marché des capitaux de l'UE a constamment accusé un retard par rapport aux États-Unis, en raison de sa fragmentation. Au cours des 15 dernières années, l'activité d'émission aux États-Unis a doublé tandis qu'elle n'a augmenté que d'un tiers dans l'UE, creusant l'écart entre ces deux marchés (le graphique 2 montre le stock de titres émis). La différence est particulièrement notable compte tenu du fait que la population de l'UE dépasse celle des États-Unis de plus de 100 millions de personnes. Aux États-Unis, les émetteurs bénéficient d'un cadre unifié pour les pratiques d'émission et les opérations sur titres qui leur permet d'atteindre tous les investisseurs potentiels. En revanche, les émetteurs européens font face à un environnement complexe caractérisé par des pratiques nationales et des exigences locales spécifiques.

Graphique 2

Émissions dans l'Union européenne et aux États-Unis

(en milliers de milliards d'euros)



Source : Calculs des services de la BCE (statistiques de la BCE et Livre rouge de la BRI).

Deux initiatives, le service d'émission de l'UE (EIS) et le marché d'euro-obligations, sont de bons exemples d'une approche plus intégrée. Depuis janvier 2024, le service d'émission de l'UE offre une plateforme paneuropéenne pour les émissions sur le marché primaire et la distribution initiale de titres de créance de l'UE, considérant l'UE comme un marché intérieur unique [12]. Ce service, employé par la Commission européenne pour émettre des titres de créance de l'UE, propose une approche harmonisée de l'émission de titres de créance avec des services standardisés pour la gestion des actifs (tels que définis dans le recueil de règles unique décrit ci-dessous), facilitant l'accès à une large base d'investisseurs au sein de l'UE. Bien que le champ d'application et l'utilisation du service d'émission de l'UE demeurent limités, il s'agit d'un exemple remarquable de solution financière européenne plus harmonisée et intégrée [13]. De même, le marché des euro-obligations n'est pas lié à un marché national ; il est apparu comme une solution de contournement visant à lever et à surmonter différents obstacles qui empêchent généralement la fluidité des activités financières au-delà des frontières nationales [14].

3 Le rôle de la banque centrale dans le post-marché

L'Eurosystème joue un rôle-clef dans l'infrastructure des marchés financiers. En sa qualité d'opérateur, l'Eurosystème fournit des plateformes et des services communs. Les services TARGET offrent une plateforme unifiée pour le paiement et le règlement des transactions sur titres, garantissant ainsi la sécurité, l'efficacité et

12 Le service d'émission de l'UE comprend le règlement des émissions et la distribution initiale des titres de créance de l'UE ainsi que les services pour la gestion de ces actifs sous forme d'opérations sur titres.

13 *Advisory report on debt issuance and distribution in the European Union*, Banque centrale européenne, décembre 2021.

14 Les euro-obligations sont des titres émis hors du marché national de l'émetteur et non soumis aux règles du marché national, aux conventions du marché obligataire national ou aux pratiques de règlement nationales de l'émetteur ou du pays d'émission. Cf. Chan (D.), Fontan (F.), Rosati (S.) et Russo (D.), « *The Securities Custody Industry* », *Occasional Paper Series*, n° 68, BCE, août 2007.

l'intégration grâce à un *pool* unique de liquidité en euros en monnaie de banque centrale. En tant que catalyseur, l'Eurosystème promeut l'harmonisation et explore de nouvelles technologies pour le règlement en monnaie de banque centrale, favorisant ainsi l'innovation et empêchant une refragmentation. Enfin, comme autorité de surveillance, l'Eurosystème œuvre en faveur d'exigences de surveillance communes visant à améliorer la capacité de résistance et l'efficacité des marchés de capitaux en Europe.

Tableau 1

Le rôle de l'Eurosystème dans le post-marché

Opérations (*via* les services TARGET)	**T2**	Système de paiement de montant élevé : système de règlement brut en temps réel (*real-time gross settlement system*, RTGS) des paiements en euros, qui sont traités et réglés en monnaie de banque centrale, c'est-à-dire en monnaie détenue sur un compte auprès d'une banque centrale.
	T2S	Plateforme de règlement-livraison de titres : plateforme commune opérée par l'Eurosystème sur laquelle les titres et les espèces peuvent être transférés entre investisseurs à travers toute l'Europe à l'aide de règles et de pratiques harmonisées. Les banques règlent des titres sur la plateforme à l'aide du compte qu'elles détiennent auprès de leur banque centrale, la monnaie utilisée pour régler les transactions est donc de la monnaie de banque centrale.
	TIPS	Des paiements plus rapides : service d'infrastructure de marché permettant aux fournisseurs de services de paiement de proposer des transferts de fonds à leurs clients en temps réel, 24 heures sur 24 et 365 jours par an, indépendamment des heures d'ouverture de leur banque locale.
	ECMS	Système de gestion des garanties : système unifié pour la gestion, par les banques centrales de l'Eurosystème, des actifs utilisés en garantie des opérations de crédit de l'Eurosystème. Le système de gestion des garanties de l'Eurosystème remplacera les systèmes existants propres aux banques centrales nationales de la zone euro qui sont utilisés actuellement.
Harmonisation	**SCoRE et normes T2S**	Le règlement unique sur la gestion des garanties pour l'Europe (*Single Collateral management Rulebook for Europe*, SCoRE) établit les règles communes pour la gestion des garanties dans les domaines des opérations sur titres (*corporate actions*), de la gestion tripartite du collatéral et de la facturation. Il facilite les processus de gestion des garanties pour les intervenants de marché, les investisseurs et les entités financières. Les normes T2S visent à harmoniser le règlement-livraison de titres entre les marchés T2S européens.
Surveillance		Le mandat couvre les systèmes de paiement, les instruments de paiement électronique, T2S, les systèmes de règlement-livraison de titres, les fournisseurs de services critiques et les banques correspondantes et conservateurs. Les responsabilités sont partagées entre la BCE et les banques centrales nationales.

L'Eurosystème facilite la normalisation via la coordination des marchés. Par le biais d'initiatives telles que l'AMI-SeCo, l'Eurosystème examine les causes profondes des obstacles techniques présents en Europe. Pour résoudre ces questions, des normes d'harmonisation sont en cours de développement, notamment des règles et des formats uniformes visant à supprimer les différences en matière de post-marché à travers l'Europe, améliorant ainsi la qualité des données pour le traitement des transactions sur titres, y compris le règlement-livraison et les services pour la gestion des actifs. Les normes d'harmonisation définissent également la manière dont les nouvelles technologies pourraient être intégrées dans les processus existants en matière de règlement-livraison et de gestion des garanties. Ces normes sont adoptées par l'AMI-SeCo dans le cadre de la création d'un corpus de règles européen unique.

L'Eurosystème favorise la capacité de résistance des marchés de capitaux. Avec les services TARGET constituant un fondement solide et harmonisé en Europe, il existe une trajectoire (voie rapide) commune pour des règlements-livraisons transfrontières sûrs et efficaces, ainsi que pour la préservation de l'autonomie de la région. L'Eurosystème garantit le règlement sûr des transactions

en utilisant les dépôts/réserves détenus par des institutions financières auprès de la banque centrale, ce que l'on nomme règlement en monnaie de banque centrale. Il fournit des outils pour centraliser des liquidités, ce qui renforce la capacité de résistance en période de tensions sur les marchés et améliore la gestion du risque.

4 Améliorer l'écosystème post-marché européen existant

Une approche holistique, avec un ensemble de règles unique, est nécessaire pour réduire les entraves au règlement-livraison de titres, à la gestion des garanties et aux services pour la gestion des actifs. Adopter un corpus de règles européen unique est essentiel pour supprimer les obstacles liés aux cadres opérationnels, dont les processus opérationnels et normes de messagerie différents restreignent, par exemple, la mobilité des garanties. Si les barrières réglementaires et juridiques affectent également les dispositifs post-marché, celles-ci font en grande partie l'objet d'autres initiatives, notamment les efforts de la Commission européenne en faveur de l'Union pour l'épargne et l'investissement (encadré 1).

Pour supprimer les obstacles opérationnels, les mesures suivantes sont nécessaires :

1. L'harmonisation, afin de supprimer la fragmentation technique : l'harmonisation des règles et des pratiques est nécessaire afin d'améliorer la qualité et la cohérence des données pour les transactions transfrontières. La poursuite de l'harmonisation dans plusieurs domaines conduirait à des cadres opérationnels communs qui réduiraient le poids de la complexité et de la mise en conformité pour les intervenants de marchés participant à des activités transfrontières.

2. La coordination : l'approbation par le secteur financier d'une feuille de route pour le passage à un ensemble de règles unique (corpus de règles) permettrait d'aligner les pratiques nationales spécifiques. On établirait ainsi une source de données cohérente et un ensemble d'exigences en matière de traitement pour les interactions avec les détenteurs d'actifs sur les différents marchés.

3. L'incitation : promouvoir des solutions européennes fondées sur l'harmonisation, qui soutiennent l'interopérabilité des structures des marchés financiers et réduisent les incitations au règlement internalisé. Les services TARGET de l'Eurosystème jouent un rôle-clef de trajectoire européenne, en maintenant la stabilité de la monnaie de banque centrale comme actif de règlement et en garantissant que les nouvelles technologies sont intégrées de façon sûre et efficace au sein des infrastructures de marchés financiers. Il conviendra de mettre l'accent sur la création d'un environnement partagé doté de liens de règlement-livraison pour tous les dépositaires centraux de titres en Europe, visant à réduire les coûts de transaction, à améliorer l'efficacité des marchés et à favoriser l'innovation financière.

Ces mesures doivent être alignées sur des solutions innovantes pour les marchés de capitaux numériques pour éviter une nouvelle fragmentation et contenir le risque. Les transactions financières de gros (ou de montant élevé) sont

actuellement fondées sur le règlement en monnaie de banque centrale via les services TARGET de l'Eurosystème. Les intervenants de marché anticipent de plus en plus que la tokenisation et l'utilisation de la technologie des registres distribués (*distributed ledger technology*, DLT) révolutionneront les transactions financières en permettant que les actifs soient émis ou représentés sous la forme de jetons numériques. L'Eurosystème étend actuellement ses initiatives pour le règlement en monnaie de banque centrale des transactions fondées sur la DLT [15]. En fournissant de la monnaie de banque centrale sur la base d'un corpus de règles harmonisé (aligné sur l'environnement actuel), l'Eurosystème vise à atténuer les risques associés à l'utilisation d'actifs de règlement alternatifs, qui pourraient réintroduire un risque de crédit, une fragmentation de marché et une dépendance à des solutions non-européennes [16].

Encadré 1

Les activités de post-marché : axes d'harmonisation dans le cadre du corpus de règles européen unique

L'harmonisation et l'utilisation de normes communes dans les domaines suivants seraient particulièrement bénéfiques.

- **Les obstacles liés aux cadres réglementaires et juridiques** : éliminer les pratiques et cadres nationaux spécifiques, comme les définitions purement nationales des détenteurs d'actions et d'obligations ou les restrictions portant sur les émissions.
- **Les obstacles liés aux cadres opérationnels**
  - **Règlement-livraison de titres** : poursuivre l'intégration des pratiques de marché et de l'architecture de l'émission et du règlement-livraison de titres, et aligner les normes et exigences entre les différentes juridictions afin d'accélérer le règlement-livraison.
  - **Gestion des garanties :** réduire l'hétérogénéité des processus entre les différents marchés financiers européens afin d'accroître l'utilisation efficace des garanties (mobilité des garanties).
  - **Services pour la gestion des actifs (opérations sur titres, *corporate events*)** : adopter un ensemble de règles unique pour les opérations sur titres (dans le cadre du corpus de règles unique), qui définit des éléments de données, des procédures opérationnelles et des normes de messagerie communs pour l'Europe.

[15] Cf. « *Exploratory work on new technologies for wholesale central bank money settlement* » sur le site internet de la BCE.

[16] Cipollone (P.), « L'avenir numérique des paiements : la voie vers la souveraineté et l'innovation en Europe », intervention prononcée lors de l'événement organisé par le *France Payments Forum* et intitulé « L'euro numérique et le futur des paiements en Europe », 15 mai 2025.

5 Une feuille de route pour harmoniser le paysage post-marché existant

L'Eurosystème propose une voie à suivre claire pour le secteur du post-marché européen. L'action collective et une stratégie de migration – en clair une feuille de route –, sont nécessaires pour mettre collectivement en œuvre le corpus de règles unique, détaillant le paysage futur et les mesures requises à cette fin. La feuille de route est nécessaire pour que la communauté financière organise de manière coordonnée le passage à un ensemble de règles unique et cesse d'avoir recours en parallèle à des formats de messagerie qui diffèrent. Elle devra être portée par l'Eurosystème, les dépositaires centraux de titres (DCT), leurs participants et les conservateurs de titres par le biais de groupes nationaux de parties prenantes existants ou, le cas échéant, de nouveaux groupes.

La feuille de route devra être axée sur des domaines spécifiques : elle visera dans un premier temps la gestion des garanties et les services pour la gestion des actifs. La stratégie de migration a avancé dans le cadre de l'AMI-SeCo en ce qui concerne la gestion des garanties et les services pour la gestion des actifs, et sera présentée pour adoption par la communauté financière. Une adoption en plusieurs vagues permettra une transition sans heurt. Du point de vue de l'Eurosystème, une stratégie cohésive et ambitieuse est pertinente, elle fournit une dynamique, avec un calendrier clair de transition vers un format de message unique, ISO 20022, et un programme qui inclut des jalons spécifiques à mettre en œuvre d'ici 2028 ou plus tôt, ainsi qu'une échéance ambitieuse fixée à 2030 au plus tard. La stratégie sera d'autant plus efficace qu'elle définira des dates claires pour l'arrêt de l'utilisation de normes de messageries différentes.

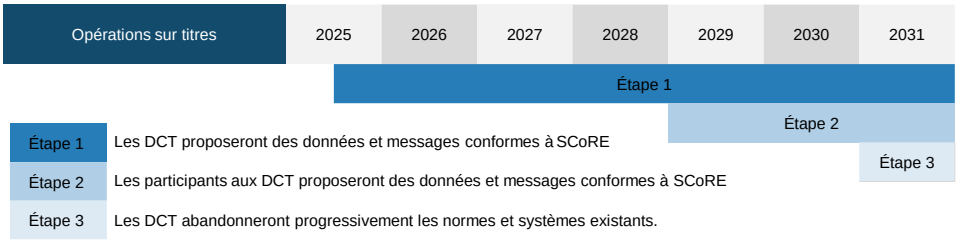
1. **Juin 2025 : l'Eurosystème, les dépositaires centraux de titres et les contreparties relèvent de la première vague.** Le système de gestion des garanties de l'Eurosystème (*Eurosystem Collateral Management System*, ECMS), un service unifié de gestion des actifs utilisés en garantie des opérations de crédit de l'Eurosystème, sera mis en service en juin 2025 et fonctionnera selon les domaines essentiels du corpus de règles, ce qui garantira que la normalisation du traitement des titres admis en garantie des opérations de politique monétaire et des opérations de garantie qui y sont liées via l'adoption de règles et de pratiques, et l'utilisation des normes de messagerie ISO 20022. Les autres parties pourraient rejoindre le processus progressivement.

2. **Fin 2028 : les participants aux dépositaires centraux de titres pourront rejoindre le processus.** Les participants aux dépositaires centraux de titres seront à même de recourir à des interactions harmonisées sur la base du corpus de règles commun, qui inclut des éléments de données, des procédures opérationnelles et des flux de travail (*workflows*) communs, ainsi que les normes de messagerie ISO 20022. Les participants aux dépositaires centraux de titres commenceront également à proposer la messagerie commune à leurs clients.

3. **Fin 2030 : les parties restantes devront avoir rejoint le processus.** À partir de ce stade, la mise en œuvre du corpus de règles unique et des normes de

messagerie ISO 20022 dans ces domaines devra être achevée. Les transactions seront rationalisées, ce qui réduira les coûts et renforcera l'efficacité des marchés financiers européens.

Figure 3
La feuille de route



Source : BCE.

6 Conclusion

L'intégration des activités de post-marché au niveau européen est importante pour développer des marchés de capitaux plus profonds et plus larges au service des citoyens et des entreprises européens. Des solutions harmonisées doivent être mises en œuvre pour améliorer la concurrence transfrontière et renforcer l'efficacité. En s'appuyant sur les avancées des services TARGET, l'attention doit porter sur les domaines non harmonisés liés au règlement de titres, à la gestion des garanties et aux services pour la gestion des actifs.

Le corpus de règles européen unique concernant le post-marché devrait apporter des clarifications sur la forme que prendront dans le futur les structures de marché. Le corpus de règles unique atténuera l'incertitude et stimulera l'innovation. Il devrait apporter des clarifications sur les normes relatives aux échanges de données afin de faciliter le traitement à lecture optique et standardisé de bout en bout, des émetteurs jusqu'aux investisseurs. Remédier à la source aux divergences en matière d'utilisation et d'échange de données est essentiel, car ces divergences sont susceptibles de se propager tout au long de la chaîne de transactions, ce qui souligne la nécessité d'un corpus de règles unique.

L'approbation d'une feuille de route se révèle essentielle pour le passage au corpus de règles unique. Une approche coordonnée dans toute l'Europe devra être adoptée, assortie d'un calendrier de sortie progressive des pratiques nationales actuelles et de mise en œuvre d'une norme unifiée de traitement des titres. Cela contribuera à la réalisation de marchés de capitaux véritablement européens. La feuille de route se concentre dans un premier temps sur la gestion des garanties et les services pour la gestion des actifs, en vue de surmonter ces sources de difficultés existant depuis longtemps dans le secteur des titres.

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)						
							OECD countries						
	G20	United States	United Kingdom	Japan	China	Memo item: euro area	Total	excluding food and energy	United States	United Kingdom (HICP)	Japan	China	Memo item: euro area [2] (HICP)
	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	3,5	2,9	0,4	1,4	5,2	0,4	6,9	7,0	4,1	7,4	3,2	0,2	5,4
2024	3,2	2,9	1,1	0,2	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	0,9	1,0	0,2	5,7	6,1	3,2	2,1	2,7	0,3	2,5
Q3	0,9	0,8	0,0	0,2	1,4	0,4	4,8	5,2	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	.	-0,1	0,7	-0,2	1,2	0,3	.	.	2,7	2,8	3,8	-0,1	2,3
2024 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	-0,7	2,3
Mar.	-	-	-	-	-	-	4,2	4,5	2,4	2,6	3,6	-0,1	2,2
Apr.	-	-	-	-	-	-	4,2	4,6	2,3	3,5	3,6	-0,1	2,2
May [3]	-	-	-	-	-	-	.	.	.	.	.	.	1,9

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.
3) Flash estimate.

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 [2]	United States	United Kingdom	Japan	China	Memo item: euro area	Manufacturing	Services	New export orders	Global	Advanced economies	Emerging market economies
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
2022	-	-	-	-	-	-	-	-	-	3,0	4,6	1,6
2023	-	-	-	-	-	-	-	-	-	0,4	-3,7	4,4
2024	52,9	53,7	52,5	51,3	52,1	50,1	50,7	53,1	49,0	4,2	3,5	4,8
2024 Q2	53,2	53,5	53,1	51,5	53,2	51,6	52,1	53,3	50,1	1,2	1,9	0,5
Q3	52,9	54,3	53,1	52,5	50,9	50,3	49,8	53,4	48,4	1,5	1,7	1,2
Q4	53,0	54,8	50,9	50,1	51,8	49,3	49,9	53,3	48,4	1,0	0,9	1,0
2025 Q1	52,0	52,6	50,8	50,6	51,5	50,4	50,9	52,1	49,7	3,6	8,6	-1,0
2024 Dec.	53,2	55,4	50,4	50,5	51,4	49,6	49,2	53,8	48,2	1,0	0,9	1,0
2025 Jan.	52,0	52,7	50,6	51,1	51,1	50,2	50,7	52,2	49,4	1,9	4,1	0,0
Feb.	51,7	51,6	50,5	52,0	51,5	50,2	51,5	51,5	49,6	2,8	6,4	-0,4
Mar.	52,3	53,5	51,5	48,9	51,8	50,9	50,4	52,6	50,1	3,6	8,6	-1,0
Apr.	50,9	50,6	48,5	51,2	51,1	50,4	50,5	50,8	47,3	.	.	.
May	.	52,1	49,4	.	.	50,2	49,1	.	48,0	.	.	.

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 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
2025 Q1	0,3	.	.	.	.	.	.	.	-	-	.	.
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 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
2025 Q1	1,2	.	.	.	.	.	.	.	-	-	.	.
contributions to quarter-on-quarter percentage changes in GDP; percentage points												
2024 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	-	-
2025 Q1	0,3	.	.	.	.	.	.	.	.	.	-	-
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 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	-	-
2025 Q1	1,2	.	.	.	.	.	.	.	.	.	-	-

Sources: Eurostat and ECB calculations.
1) Exports and imports cover goods and services and include cross-border intra-euro area trade.
2) Including acquisitions less disposals of valuables.

2 Economic activity

2.2 Value added by economic activity

(quarterly data seasonally adjusted; annual data unadjusted)

	Gross value added (basic prices)											Taxes less subsidies on products
	Total	Agriculture, forestry and fishing	Manufac-turing energy and utilities	Const-ruction	Trade, transport, accomo-dation and food services	Infor-mation and commu-nication	Finance and insurance	Real estate	Pro-fessional, business and support services	Public administra-tion, education, health and social work	Arts, entertain-ment 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									
		Employees	Self-employed	Agriculture forestry and fishing	Manufacturing, energy and utilities	Construction	Trade, transport, accommodation and food services	Information and communication	Finance and insurance	Real estate	Professional, business and support services	Public administration, education, health and social work	Arts, entertainment and other services
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
Persons employed													
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 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
2025 Q1	0,8	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
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 [3]
			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 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
2025 Q1	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.		2,4
2024 Nov.	-	-	10,619	6,2	-	8,323	5,3	2,297	14,5	5,463	6,0	5,156	6,4		-
Dec.	-	-	10,722	6,2	-	8,448	5,4	2,273	14,4	5,493	6,0	5,229	6,5		-
2025 Jan.	-	-	10,813	6,3	-	8,490	5,4	2,324	14,7	5,521	6,0	5,293	6,6		-
Feb.	-	-	10,798	6,3	-	8,458	5,4	2,340	14,7	5,486	6,0	5,312	6,6		-
Mar.	-	-	10,887	6,3	-	8,541	5,5	2,346	14,8	5,572	6,1	5,316	6,6		-
Apr.	-	-	10,680	6,2	-	8,408	5,4	2,272	14,4	5,452	6,0	5,228	6,5		-

Sources: Eurostat and ECB calculations.
1) Where annual and quarterly Labour Force Survey data have not yet been published, they are estimated as simple averages of the monthly data. There is a break in series from the first quarter of 2021 due to the implementation of the Integrated European Social Statistics Regulation. Owing to technical issues with the introduction of the new German system of integrated household surveys, including the Labour Force Survey, the figures for the euro area include data from Germany, starting in the first quarter of 2020, which are not direct estimates from Labour Force Survey microdata, but based on a larger sample including data from other integrated household surveys.
2) Not seasonally adjusted.
3) The job vacancy rate is equal to the number of job vacancies divided by the sum of the number of occupied posts and the number of job vacancies, expressed as a percentage. Data are non-seasonally adjusted and cover industry, construction and services (excluding households as employers and extra-territorial organisations and bodies).

2.5 Short-term business statistics

	Industrial production						Construc-tion production	Retail sales				Services produc-tion [1]	New passenger car regis-trations
	Total (excluding construction)		Main Industrial Groupings					Total	Food, beverages, tobacco	Non-food	Fuel		
	Total	Manu-facturing	Inter-mediate 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	-6,1	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	0,0	-0,3	-1,0	1,2	0,5	1,7	0,6	1,7	-0,1
2024 Q2	-4,0	-4,2	-5,4	-6,5	0,6	-0,4	-1,7	0,3	0,3	0,5	0,1	1,5	2,8
Q3	-1,8	-2,0	-3,7	-3,8	2,6	1,0	-2,2	2,1	0,8	2,9	2,3	1,0	-9,0
Q4	-1,6	-1,9	-2,4	-4,2	2,6	0,0	0,0	2,1	0,9	3,0	0,8	2,3	-1,9
2025 Q1	1,5	1,5	-1,4	-1,3	9,2	0,8	-0,5	1,8	1,1	2,4	1,0	.	-2,5
2024 Nov.	-2,0	-2,2	-2,2	-3,1	-0,6	-0,2	0,2	1,8	1,1	2,2	1,2	2,8	0,0
Dec.	-1,8	-2,1	-2,0	-7,3	6,1	0,7	0,3	2,2	0,7	3,5	0,1	2,0	-1,3
2025 Jan.	-0,4	-0,2	-1,3	-3,2	5,8	-1,6	-0,1	1,9	1,2	2,9	0,2	3,0	-3,6
Feb.	1,0	0,5	-2,7	-1,9	7,7	2,2	-0,6	1,9	1,5	2,1	2,0	1,7	1,2
Mar.	3,6	3,8	-0,2	1,0	13,8	2,2	-1,1	1,5	0,6	2,3	0,9	.	-4,9
Apr.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	4,9
month-on-month percentage changes (s.a.)													
2024 Nov.	0,3	0,4	0,5	0,3	-0,1	2,1	0,9	0,1	0,0	-0,1	1,2	0,4	3,9
Dec.	-0,6	-1,1	-1,2	-1,9	5,5	1,5	0,4	-0,1	-0,4	0,3	-0,4	-0,2	-1,8
2025 Jan.	0,8	1,0	1,0	0,0	-2,1	-1,1	0,3	0,0	0,5	0,0	0,2	0,4	-1,2
Feb.	1,1	1,1	0,6	0,8	1,7	0,6	-1,2	0,2	0,1	0,0	0,4	-0,1	3,4
Mar.	2,6	2,5	0,6	3,2	2,3	-0,5	0,1	-0,1	-0,1	-0,1	0,4	.	-1,7
Apr.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	3,0

Sources: Eurostat, ECB calculations and European Automobile Manufacturers Association (col. 13).
1) Excluding trade and financial services.

2 Economic activity

2.6 Opinion surveys
(seasonally adjusted)

	European Commission Business and Consumer Surveys (percentage balances, unless otherwise indicated)								Purchasing Managers' Surveys (diffusion indices)			
	Economic sentiment indicator (long-term average = 100)	Manufacturing industry		Consumer confidence indicator	Construction confidence indicator	Retail trade confidence indicator	Service industries		Purchasing Managers' Index (PMI) for manufacturing	Manufacturing output	Business activity for services	Composite output
		Industrial confidence indicator	Capacity utilisation (%)				Services confidence indicator	Capacity utilisation (%)				
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
1999-20	99,7	-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 Q3	96,1	-11,0	78,2	-13,0	-5,0	-8,6	6,1	90,2	45,5	45,4	52,1	50,3
Q4	95,2	-12,7	77,4	-13,4	-3,8	-5,7	5,7	90,4	45,4	45,1	50,9	49,3
2025 Q1	95,5	-11,4	77,3	-14,1	-3,4	-5,8	4,3	90,3	47,6	48,8	51,0	50,4
Q2	.	.	77,5	.	.	.	.	89,8	.	.	.	.
2024 Dec.	93,5	-14,3	.	-14,3	-3,8	-4,6	5,4	.	45,1	44,3	51,6	49,6
2025 Jan.	95,2	-12,4	77,3	-14,1	-2,9	-5,3	5,7	90,3	46,6	47,1	51,3	50,2
Feb.	96,2	-11,0	.	-13,7	-3,5	-5,2	5,0	.	47,6	48,9	50,6	50,2
Mar.	95,1	-10,6	.	-14,5	-3,7	-7,0	2,3	.	48,6	50,5	51,0	50,9
Apr.	93,8	-11,0	77,5	-16,6	-4,1	-8,9	1,6	89,8	49,0	51,5	50,1	50,4
May	94,8	-10,3	.	-15,2	-3,6	-7,0	1,5	.	49,4	51,5	49,7	50,2

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

2.7 Summary accounts for households and non-financial corporations
(current prices, unless otherwise indicated; not seasonally adjusted)

	Households							Non-financial corporations					
	Saving rate (gross)	Debt ratio	Real gross disposable income	Financial investment	Non-financial investment (gross)	Net worth [2]	Housing wealth	Profit rate [3]	Saving rate (gross)	Debt ratio [4]	Financial investment	Non-financial investment (gross)	Financing
	Percentage of gross disposable income (adjusted) [1]		Annual percentage changes					Percentage of gross value added		Percentage of GDP	Annual percentage changes		
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
2022	13,6	91,1	0,5	2,2	12,5	2,1	7,7	37,5	5,1	72,9	4,9	9,7	3,4
2023	14,3	85,0	1,2	1,9	3,5	3,8	1,6	35,7	5,1	68,7	1,6	2,2	0,8
2024	15,3	82,1	2,2	2,4	-1,8	4,6	3,4	33,3	3,0	67,2	1,8	-2,9	0,9
2024 Q1	14,6	83,8	2,5	1,9	-3,1	3,7	1,7	34,9	4,5	67,9	1,8	-6,0	0,9
Q2	15,0	83,3	1,7	2,2	-1,7	3,8	2,4	34,2	3,9	67,9	2,0	-8,5	1,0
Q3	15,2	82,6	2,2	2,3	-0,9	5,7	2,9	33,6	3,6	67,6	2,1	2,6	1,0
Q4	15,3	82,1	2,3	2,4	-1,5	4,6	3,4	33,3	3,0	67,2	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	Balance	Credit	Debit	Credit	Debit	Credit	Debit	Credit	Debit	Credit	Debit
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
2024 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
2025 Q1	1 540,9	1 409,1	131,8	766,3	646,0	398,5	359,4	329,5	320,7	46,5	83,0	30,2	26,0
2024 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	466,4	40,3	248,4	206,7	132,1	120,2	111,1	110,8	15,1	28,6	12,4	11,8
Feb.	516,3	475,7	40,6	253,4	218,3	136,3	121,8	111,0	109,8	15,6	25,8	7,1	6,4
Mar.	517,9	467,0	50,9	264,6	221,0	130,1	117,4	107,5	100,0	15,7	28,5	10,8	7,8
12-month cumulated transactions													
2025 Mar.	5 991,7	5 553,2	438,5	2 893,2	2 507,1	1 550,7	1 378,1	1 351,7	1 298,1	196,1	369,9	110,3	87,7
12-month cumulated transactions as a percentage of GDP													
2025 Mar.	39,5	36,6	2,9	19,1	16,5	10,2	9,1	8,9	8,6	1,3	2,4	0,7	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.)					
			Total				Memo item:	Total				Memo items:	
	Exports	Imports	Total	Intermediate goods	Capital goods	Consumption goods	Manufacturing	Total	Intermediate goods	Capital goods	Consumption goods	Manufacturing	Oil
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
Values (EUR billions; annual percentage changes for columns 1 and 2)													
2024 Q2	1,5	-4,4	715,7	337,6	137,2	223,9	592,3	671,9	384,1	109,7	163,1	480,9	78,9
Q3	2,2	0,3	711,0	338,9	137,0	219,0	590,2	675,3	380,3	112,5	165,3	490,9	75,0
Q4	1,2	2,1	716,6	336,6	139,4	224,3	594,7	683,4	381,0	111,5	171,3	493,5	70,1
2025 Q1	7,8	7,4	771,1	.	.	.	640,3	706,8	.	.	.	503,1	.
2024 Oct.	2,4	3,4	233,9	111,3	44,5	73,9	195,5	227,7	128,0	36,6	57,4	165,6	23,9
Nov.	-1,7	-0,5	241,3	113,1	47,7	74,8	199,6	229,2	128,2	37,8	57,0	165,2	23,2
Dec.	3,0	3,6	241,4	112,2	47,2	75,7	199,6	226,5	124,8	37,2	56,9	162,7	23,0
2025 Jan.	3,0	7,9	246,1	117,3	47,2	76,4	203,2	232,5	130,9	37,2	58,0	166,1	23,8
Feb.	6,4	5,5	258,7	128,1	47,2	76,8	214,9	236,0	133,6	38,2	58,9	167,9	22,8
Mar.	13,7	8,7	266,3	.	.	.	222,1	238,3	.	.	.	169,1	.
Volume indices (2000 = 100; annual percentage changes for columns 1 and 2)													
2024 Q1	-3,6	-6,7	97,0	90,3	97,0	107,8	96,9	97,5	94,1	94,1	103,8	96,9	129,7
Q2	-1,2	-4,3	95,5	89,4	92,0	108,4	95,4	98,5	94,8	96,9	104,9	98,2	133,1
Q3	-0,6	-1,0	94,5	89,0	90,7	106,1	94,6	98,8	94,8	99,2	105,5	99,7	129,8
Q4	-2,4	1,4	93,9	87,4	90,3	107,2	94,1	99,8	95,1	96,4	109,4	99,9	133,0
2024 Sep.	-2,1	0,0	94,1	88,6	92,0	103,9	94,4	99,0	94,9	98,8	105,8	100,2	129,2
Oct.	-0,5	4,3	92,7	87,5	88,5	104,9	93,3	100,2	96,3	95,2	109,7	100,9	132,1
Nov.	-4,9	-0,9	95,2	88,2	92,7	108,0	95,4	100,3	96,0	97,3	108,4	99,7	134,6
Dec.	-1,8	0,4	93,7	86,3	89,7	108,6	93,8	98,9	93,1	96,6	110,0	99,1	132,3
2025 Jan.	-3,2	2,4	95,7	89,0	92,4	108,8	95,8	99,3	95,2	94,3	108,6	99,1	127,8
Feb.	-1,5	-1,0	98,0	93,7	92,1	107,1	98,3	100,7	96,2	97,9	109,2	100,4	133,8

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	Unprocessed food	Non-energy industrial goods	Energy (n.s.a.)	Services	Total HICP excluding administered prices	Administered 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	0,5	-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	0,2	-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	0,4	0,5	0,2	2,9	0,8	2,2	3,7
2024 Dec.	127,1	2,4	2,7	1,2	4,0	0,2	0,2	-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	0,1	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	0,0	0,1	0,8	0,0	-1,4	0,3	2,0	3,5
Apr.	128,8	2,2	2,7	0,7	4,0	0,1	0,0	0,7	0,0	-2,3	0,7	2,0	3,3
May [3)]	128,7	1,9	2,3	.	3,2	-0,1	0,6	-0,3	0,1	-1,2	-0,2	.	.

	Goods						Services					
	Food (including alcoholic beverages and tobacco)			Industrial goods			Housing		Transport	Communication	Recreation and personal care	Miscellaneous
	Total	Processed food	Unprocessed 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 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
Apr.	3,0	2,4	4,9	-0,6	0,6	-3,6	3,3	3,0	5,7	-1,9	4,4	4,0
May [3)]	3,3	2,9	4,4	.	0,6	-3,6	.	.	.	.	.	.

Sources: Eurostat and ECB calculations.
1) Data refer to the changing composition of the euro area.
2) In May 2016 the ECB started publishing enhanced seasonally adjusted HICP series for the euro area, following a review of the seasonal adjustment approach as described in Box 1, Economic Bulletin, Issue 3, ECB, 2016 (https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/ecbu/eb201603.en.pdf).
3) Flash estimate.

3 Prices and costs

3.2 Industry, construction and property prices

(annual percentage changes, unless otherwise indicated)

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

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 consumption	Government consumption	Gross fixed capital formation				Total	Food	Non-food	Total	Food	Non-food
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15
% of total										100,0	45,5	54,6	100,0	50,4	49,6
2022	107,3	5,1	7,0	6,7	4,5	8,2	12,8	17,4	95,0	18,3	28,8	9,6	19,3	27,7	10,9
2023	113,7	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	.	.	.	.	.	.	.	.	.	19,8	27,8	11,3	19,1	24,6	12,2
2024 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.	-	-	-	-	-	-	-	-	.	23,1	32,7	12,9	21,4	27,5	13,6
Mar.	-	-	-	-	-	-	-	-	.	12,8	15,1	10,4	12,1	12,7	11,4
Apr.	-	-	-	-	-	-	-	-	.	-3,6	-1,8	-5,7	-3,2	-1,6	-5,3

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	Input prices		Prices charged	
	Manu-facturing	Retail trade	Services	Construction		Manu-facturing	Services	Manu-facturing	Services
	1	2	3	4	5	6	7	8	9
1999-20	4,7	5,8	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	14,9	4,3	56,7	49,9	60,5	48,6	54,6
Q3	6,8	13,6	13,8	2,8	50,4	52,0	57,9	50,1	53,0
Q4	7,4	13,9	14,8	4,9	48,8	49,1	58,0	48,2	53,3
2025 Q1	10,3	16,7	14,8	4,7	50,3	52,2	60,1	50,0	54,1
2024 Dec.	7,8	14,3	15,5	6,6	50,3	50,0	59,6	48,6	53,9
2025 Jan.	10,0	17,3	16,7	6,8	51,6	52,0	60,8	50,0	53,9
Feb.	9,9	16,5	14,0	4,1	49,8	52,2	60,8	49,8	54,7
Mar.	11,0	16,5	13,6	3,0	49,5	52,4	58,7	50,4	53,6
Apr.	10,6	17,0	14,5	4,6	48,7	48,9	58,2	51,3	52,9
May	7,9	14,9	14,2	3,0	50,2	47,8	58,3	49,2	52,6

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)	Total	By component		For selected economic activities		Memo item: Indicator of negotiated wages [1)]
			Wages and salaries	Employers' social contributions	Business economy	Mainly non-business economy	
	1	2	3	4	5	6	7
% of total in 2020	100,0	100,0	75,3	24,7	69,0	31,0	
2022	105,7	4,5	3,7	7,0	5,1	3,4	2,9
2023	110,7	4,7	4,6	4,9	5,0	4,1	4,4
2024	115,8	4,6	4,6	4,5	4,6	4,6	4,5
2024 Q2	119,8	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
2025 Q1	111,9	3,2	3,3	3,0	3,8	1,9	2,4

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

3 Prices and costs

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

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

	Total (index: 2020 =100)	Total	By economic activity									
			Agriculture, forestry andfishing	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 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
2025 Q1	105,0	0,4	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
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 deposity (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 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
Apr.	2,34	2,24	2,25	2,20	2,14	4,35	0,48
May	2,17	2,10	2,09	2,12	2,08	4,31	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 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
Apr.	1,88	1,74	1,70	1,99	2,56	0,82	0,35	0,81	1,63	1,74	2,65	3,40
May	1,86	1,78	1,78	2,08	2,61	0,83	0,34	0,78	1,73	1,87	2,70	3,42

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 Dec.	507,4	4 918,3	932,6	283,1	151,7	118,8	245,5	996,6	1 065,8	381,4	331,4	816,9	6 012,2	39 297,0
2025 Jan.	523,1	5 098,1	939,9	292,0	149,6	123,8	258,2	1 024,4	1 103,1	380,9	334,7	859,5	5 979,5	39 298,0
Feb.	553,7	5 420,0	1 008,0	305,6	155,4	128,1	282,1	1 084,2	1 154,8	387,0	364,1	901,7	6 038,7	38 735,3
Mar.	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
Apr.	520,6	4 994,0	938,6	256,5	158,1	118,1	290,6	1 028,5	972,3	428,7	363,4	799,9	5 369,5	34 343,0
May	562,6	5 358,5	991,5	270,2	165,8	126,5	317,9	1 146,4	1 088,5	446,5	374,1	824,3	5 810,9	37 490,5

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					
	Overnight	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 May	0,39	1,76	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	1,77	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	1,77	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	1,77	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	1,77	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	1,77	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	1,76	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	1,76	2,45	2,51	7,91	16,84	6,77	7,48	8,26	4,36	4,15	3,57	3,36	3,09	3,65	3,39
2025 Jan.	0,34	1,75	2,33	2,42	7,80	16,77	7,16	7,69	8,50	4,40	4,06	3,49	2,88	2,97	3,34	3,25
Feb.	0,32	1,55	2,20	2,37	7,75	16,69	6,79	7,66	8,38	4,45	4,00	3,53	3,37	3,09	3,61	3,33
Mar.	0,31	1,52	2,10	2,26	7,73	16,63	6,96	7,57	8,28	4,35	3,92	3,51	3,36	3,10	3,58	3,32
Apr.	0,29	1,50	1,97	2,33	7,53	16,58	6,94	7,57	8,29	4,29	3,84	3,48	3,32	3,03	3,52	3,27

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
	Overnight	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 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	4,47	4,13	3,76	4,31	4,06	3,62	4,36
2025 Jan.	0,76	2,67	2,58	4,48	4,35	4,60	4,82	4,33	4,02	3,75	4,19	3,87	3,65	4,25
Feb.	0,72	2,50	2,73	4,33	4,37	4,54	4,79	4,22	3,81	3,69	3,98	3,75	3,58	4,11
Mar.	0,67	2,33	2,54	4,21	4,02	4,54	4,81	3,98	3,77	3,68	3,67	3,78	3,65	3,93
Apr.	0,60	2,15	2,66	4,03	3,90	4,23	4,78	3,86	3,59	3,70	3,54	3,51	3,66	3,79

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	1 386,6	483,4	141,1	51,0	95,1	667,0	621,7	480,2	179,8	115,8	48,3	50,6	133,9	97,1
2023	1 570,6	619,8	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	1 565,9	564,9	188,4	69,9	71,0	741,6	674,7	470,6	179,7	117,0	44,4	39,3	134,7	108,2
2024 Nov.	1 573,3	576,2	192,1	68,5	80,1	725,0	665,7	490,9	187,1	132,1	48,1	31,7	139,9	125,8
Dec.	1 565,9	564,9	188,4	69,9	71,0	741,6	674,7	447,4	170,9	127,8	51,2	28,9	119,8	91,5
2025 Jan.	1 548,9	582,1	181,7	67,9	79,4	705,6	636,1	596,1	266,2	145,2	54,4	41,7	143,1	116,6
Feb.	1 542,6	577,7	187,4	68,3	83,6	693,9	628,8	524,9	231,5	138,5	54,3	36,9	118,0	97,0
Mar.	1 551,4	587,5	184,9	68,7	78,7	700,3	632,1	526,8	221,4	133,4	53,9	36,7	135,3	110,0
Apr.	1 531,0	552,8	188,1	64,7	88,3	701,9	629,9	553,4	226,2	142,7	53,2	51,5	133,0	109,8
Long-term														
2022	17 698,4	3 896,2	3 107,6	1 321,1	1 421,7	9 272,9	8 560,9	292,1	76,5	68,0	28,1	17,1	130,4	121,0
2023	19 331,5	4 438,7	3 249,8	1 316,9	1 536,9	10 106,1	9 366,2	320,4	92,9	67,7	25,6	21,4	138,4	129,9
2024	20 479,1	4 768,3	3 553,5	1 354,4	1 642,6	10 514,7	9 743,0	349,2	89,3	86,9	24,5	26,8	146,1	135,5
2024 Nov.	20 682,4	4 793,1	3 533,9	1 344,5	1 656,1	10 699,3	9 918,6	317,1	67,7	94,7	32,4	27,5	127,1	120,4
Dec.	20 479,1	4 768,3	3 553,5	1 354,4	1 642,6	10 514,7	9 743,0	253,4	69,0	96,7	31,4	16,9	70,9	64,9
2025 Jan.	20 690,8	4 834,8	3 561,8	1 345,0	1 655,4	10 638,7	9 856,3	487,8	163,5	79,9	20,8	30,0	214,4	190,7
Feb.	20 899,5	4 864,4	3 596,8	1 348,2	1 663,8	10 774,5	9 981,2	394,0	96,9	81,2	20,8	23,0	192,8	177,0
Mar.	20 658,5	4 811,2	3 595,8	1 361,4	1 642,7	10 608,8	9 823,8	398,2	94,8	103,8	39,3	30,1	169,6	153,3
Apr.	20 820,0	4 778,3	3 589,4	1 359,3	1 640,9	10 811,5	10 022,1	345,2	55,4	98,7	27,4	24,5	166,7	159,3

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	19 085,0	4 379,6	3 248,7	1 372,1	1 516,7	9 939,9	9 182,6	8 698,7	524,9	1 287,4	6 885,7
2023	20 902,0	5 058,5	3 412,1	1 382,1	1 623,5	10 807,9	10 025,4	9 673,2	619,8	1 415,2	7 637,7
2024	22 044,9	5 333,2	3 741,9	1 424,2	1 713,5	11 256,3	10 417,6	10 167,7	750,4	1 589,8	7 827,0
2024 Nov.	22 255,8	5 369,2	3 726,0	1 413,0	1 736,2	11 424,4	10 584,3	10 171,8	721,1	1 586,4	7 863,9
Dec.	22 044,9	5 333,2	3 741,9	1 424,2	1 713,5	11 256,3	10 417,6	10 167,7	750,4	1 589,8	7 827,0
2025 Jan.	22 239,7	5 416,9	3 743,6	1 412,9	1 734,8	11 344,4	10 492,5	10 853,2	829,3	1 683,5	8 339,9
Feb.	22 442,2	5 442,1	3 784,1	1 416,5	1 747,5	11 468,4	10 610,0	11 115,1	933,6	1 744,5	8 436,5
Mar.	22 209,9	5 398,7	3 780,7	1 430,1	1 721,4	11 309,1	10 455,9	10 626,4	936,4	1 721,2	7 968,4
Apr.	22 351,0	5 331,0	3 777,4	1 423,9	1 729,2	11 513,3	10 652,0	10 527,5	930,2	1 714,3	7 882,6
Growth rate [1]											
2024 Sep.	4,6	6,0	4,4	-1,2	3,6	4,2	4,0	-0,2	-2,2	-0,6	0,1
Oct.	4,7	5,5	4,0	-1,3	3,7	4,7	4,6	0,2	-2,3	-0,6	0,6
Nov.	4,5	4,3	5,3	0,6	3,4	4,5	4,5	0,2	-2,0	-0,7	0,6
Dec.	4,3	3,7	6,0	1,1	2,8	4,3	4,1	0,1	-2,6	-0,6	0,5
2025 Jan.	4,3	3,3	4,5	-0,4	3,3	4,8	4,7	0,1	-2,4	-0,6	0,5
Feb.	4,1	2,8	4,8	0,3	3,2	4,7	4,6	0,1	-2,1	-0,6	0,4
Mar.	3,8	1,9	5,9	1,5	3,0	4,2	4,1	0,0	-1,9	-0,7	0,3
Apr.	3,8	1,1	6,8	1,9	2,2	4,4	4,4	-0,2	-1,9	-0,3	0,0

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-18						EER-41	
	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	84,4	64,8	83,3	116,1	90,9
2023	98,1	94,0	97,8	88,9	67,5	87,2	121,8	94,7
2024	98,4	94,4	97,9	89,6	68,1	88,4	124,1	95,0
2024 Q2	98,7	94,6	98,2	89,7	68,6	88,7	124,1	95,1
Q3	99,0	95,0	98,5	90,0	68,0	88,9	125,1	95,5
Q4	97,6	93,6	97,0	89,1	66,9	87,8	123,6	94,2
2025 Q1	97,1	93,3	96,4	.	.	.	122,9	93,5
2024 Dec.	96,9	93,0	96,4	-	-	-	122,7	93,5
2025 Jan.	96,7	92,9	95,8	-	-	-	122,3	93,1
Feb.	96,3	92,6	95,5	-	-	-	121,8	92,7
Mar.	98,3	94,4	97,9	-	-	-	124,5	94,7
Apr.	100,5	96,5	100,5	-	-	-	127,7	96,9
May	100,1	96,1	100,4	-	-	-	127,0	96,3
Percentage change versus previous month								
2025 May	-0,4	-0,4	-0,1	-	-	-	-0,5	-0,6
Percentage change versus previous year								
2025 May	1,3	1,4	2,1	-	-	-	2,1	1,1

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

4.9 Bilateral exchange rates

(period averages; units of national currency per euro)

	Chinese renminbi	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
2022	7,079	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 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.	7,576	25,075	7,459	403,001	158,104	4,171	0,831	4,9770	11,245	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
Apr.	8,185	25,039	7,465	406,437	161,671	4,265	0,854	4,9775	10,974	0,937	1,121
May	8,135	24,923	7,460	403,939	163,144	4,254	0,843	5,0714	10,881	0,936	1,128
Percentage change versus previous month											
2025 May	-0,6	-0,5	-0,1	-0,6	0,9	-0,3	-1,2	1,9	-0,8	-0,1	0,6
Percentage change versus previous year											
2025 May	4,0	0,4	0,0	4,3	-3,2	-0,6	-1,4	1,9	-6,3	-4,8	4,3

Source: ECB.

4 Financial market developments

4.10 Euro area balance of payments, financial account

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

	Total [1]			Direct investment		Portfolio investment		Net financial derivatives	Other investment		Reserve assets	Memo: Gross external debt
	Assets	Liabilities	Net	Assets	Liabilities	Assets	Liabilities		Assets	Liabilities		
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
Outstanding amounts (international investment position)												
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 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	-
2025 Q1	549,7	475,2	74,5	49,1	-16,6	137,3	125,2	1,9	362,4	366,6	-1,0	-
2024 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.	304,4	305,7	-1,3	22,1	-9,3	79,5	62,2	6,2	198,1	252,8	-1,5	-
Feb.	211,8	171,9	39,8	9,4	10,2	42,6	44,2	-0,3	158,8	117,5	1,3	-
Mar.	33,5	-2,5	36,0	17,6	-17,4	15,2	18,7	-4,0	5,6	-3,8	-0,8	-
12-month cumulated transactions												
2025 Mar.	1 208,1	758,1	450,0	110,2	-101,1	697,6	782,1	32,9	364,9	77,1	2,5	-
12-month cumulated transactions as percentage of GDP												
2025 Mar.	8,0	5,0	3,0	0,7	-0,7	4,6	5,2	0,2	2,4	0,5	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					
	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		Repos	Money market fund shares	Debt securities with a maturity of up to 2 years	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	9 021,6	10 578,5	2 528,1	2 469,1	4 997,2	15 575,6	255,8	886,5	28,4	1 170,7	16 746,3
2024 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	1 144,1	16 543,9
Q4	1 556,9	9 021,6	10 578,5	2 528,1	2 469,1	4 997,2	15 575,6	255,8	886,5	28,4	1 170,7	16 746,3
2025 Q1 [(p)]	1 564,3	9 120,0	10 684,3	2 483,0	2 491,0	4 974,1	15 658,3	238,6	909,5	45,6	1 193,6	16 852,0
2024 Nov.	1 550,9	8 996,8	10 547,7	2 560,0	2 433,8	4 993,8	15 541,4	245,6	867,7	37,9	1 151,2	16 692,6
Dec.	1 556,9	9 021,6	10 578,5	2 528,1	2 469,1	4 997,2	15 575,6	255,8	886,5	28,4	1 170,7	16 746,3
2025 Jan.	1 555,8	9 040,9	10 596,8	2 511,9	2 472,0	4 983,9	15 580,7	267,7	889,0	46,2	1 202,9	16 783,6
Feb.	1 559,5	9 098,7	10 658,2	2 491,1	2 475,0	4 966,1	15 624,3	267,8	920,2	35,1	1 223,0	16 847,3
Mar.	1 564,3	9 120,0	10 684,3	2 483,0	2 491,0	4 974,1	15 658,3	238,6	909,5	45,6	1 193,6	16 852,0
Apr. [(p)]	1 559,6	9 196,4	10 755,9	2 446,9	2 494,1	4 941,0	15 696,9	256,6	906,7	41,2	1 204,5	16 901,4
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	167,8	189,1	200,9	9,0	210,0	399,1	76,3	136,0	-37,2	175,2	574,3
2024 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	15,2	162,8	178,0	-74,1	44,0	-30,1	147,9	20,3	24,8	-20,7	24,4	172,3
2025 Q1 [(p)]	7,4	116,7	124,1	-39,7	15,0	-24,7	99,4	-15,8	19,8	11,5	15,5	114,9
2024 Nov.	5,3	97,6	102,9	-1,6	6,0	4,4	107,3	-5,4	8,9	-13,2	-9,7	97,6
Dec.	6,0	20,8	26,8	-34,0	35,3	1,2	28,0	15,0	17,5	-8,3	24,2	52,2
2025 Jan.	-1,1	20,2	19,1	-16,0	1,9	-14,0	5,1	11,7	1,4	12,5	25,6	30,7
Feb.	3,7	57,7	61,4	-21,0	3,5	-17,5	43,9	0,1	30,1	-13,1	17,1	61,0
Mar.	4,8	38,8	43,6	-2,7	9,5	6,8	50,4	-27,6	-11,7	12,1	-27,2	23,2
Apr. [(p)]	-4,8	89,6	84,9	-29,7	3,3	-26,4	58,5	19,7	-3,6	-4,9	11,2	69,7
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	41,7	18,3	-57,5	17,7	3,6
2024 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	1,4	1,9	1,8	8,8	0,4	4,4	2,6	41,7	18,3	-57,5	17,7	3,6
2025 Q1 [(p)]	2,5	4,1	3,9	0,7	2,3	1,5	3,1	25,4	13,9	-47,1	11,9	3,7
2024 Nov.	1,1	1,5	1,5	13,3	-0,6	6,1	2,9	39,3	18,7	-49,0	17,8	3,8
Dec.	1,4	1,9	1,8	8,8	0,4	4,4	2,6	41,7	18,3	-57,5	17,7	3,6
2025 Jan.	1,5	2,9	2,7	5,7	1,1	3,3	2,9	47,6	16,0	-50,0	16,6	3,7
Feb.	1,7	3,7	3,4	2,2	1,7	2,0	3,0	49,8	18,4	-60,9	18,2	3,9
Mar.	2,5	4,1	3,9	0,7	2,3	1,5	3,1	25,4	13,9	-47,1	11,9	3,7
Apr. [(p)]	1,8	5,3	4,7	-1,3	2,5	0,6	3,4	27,9	12,3	-52,7	10,8	3,9

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 [2)]	Insurance corporations and pension funds	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	3 437,4	2 500,8	791,8	133,7	11,1	8 756,3	5 199,1	1 254,2	2 301,5	1,5	1 300,5	232,1	548,2
2024 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	3 437,4	2 500,8	791,8	133,7	11,1	8 756,3	5 199,1	1 254,2	2 301,5	1,5	1 300,5	232,1	548,2
2025 Q1 [(p)]	3 413,5	2 475,5	787,4	140,2	10,6	8 788,9	5 256,0	1 216,1	2 315,7	1,1	1 361,9	229,0	539,3
2024 Nov.	3 408,7	2 453,7	812,0	129,8	13,2	8 699,3	5 165,8	1 261,5	2 271,2	0,8	1 335,2	229,4	563,5
Dec.	3 437,4	2 500,8	791,8	133,7	11,1	8 756,3	5 199,1	1 254,2	2 301,5	1,5	1 300,5	232,1	548,2
2025 Jan.	3 430,8	2 472,9	809,0	136,0	12,8	8 752,1	5 203,1	1 245,7	2 301,9	1,3	1 330,9	230,0	548,8
Feb.	3 440,0	2 479,8	811,0	136,4	12,8	8 771,8	5 235,5	1 230,2	2 304,9	1,2	1 348,0	232,7	540,1
Mar.	3 413,5	2 475,5	787,4	140,2	10,6	8 788,9	5 256,0	1 216,1	2 315,7	1,1	1 361,9	229,0	539,3
Apr. [(p)]	3 431,0	2 483,3	794,8	141,4	11,5	8 803,8	5 288,1	1 196,1	2 318,7	0,9	1 379,1	242,5	537,5
Transactions													
2022	122,9	-89,2	207,7	5,9	-1,5	295,8	166,8	74,9	54,0	0,1	-10,2	6,2	12,5
2023	-31,6	-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	94,1	75,9	15,2	2,9	0,2	297,7	55,7	233,8	8,2	0,1	55,1	4,0	3,2
2024 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	61,0	88,9	-35,5	8,1	-0,5	133,1	106,7	-9,3	35,2	0,5	-38,4	0,7	-3,4
2025 Q1 [(p)]	-17,1	-20,6	-2,4	6,2	-0,2	33,6	63,9	-37,4	7,5	-0,4	71,1	-2,2	-9,3
2024 Nov.	26,3	29,0	-5,2	2,3	0,3	38,6	43,7	-8,7	3,8	-0,2	8,8	8,3	14,5
Dec.	25,3	45,0	-21,3	3,9	-2,3	57,0	33,4	-7,4	30,3	0,8	-32,3	2,4	-15,3
2025 Jan.	-6,6	-27,8	17,2	2,3	1,7	-5,2	4,1	-8,5	-0,6	-0,2	31,0	-2,1	0,7
Feb.	9,2	6,9	2,0	0,3	0,0	19,9	32,1	-15,6	3,6	-0,2	17,6	2,8	-9,2
Mar.	-19,6	0,3	-21,6	3,6	-1,9	18,8	27,7	-13,3	4,5	-0,1	22,5	-2,9	-0,8
Apr. [(p)]	24,5	12,2	9,7	1,3	1,3	17,9	33,9	-18,8	3,0	-0,2	28,0	14,3	-1,8
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	2,0	3,5	1,1	23,0	0,4	6,1	4,5	1,8	0,6
2024 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	2,8	3,1	2,0	2,2	2,0	3,5	1,1	23,0	0,4	6,1	4,5	1,8	0,6
2025 Q1 [(p)]	2,2	4,0	-3,9	9,7	-2,8	3,5	3,4	7,2	1,9	5,4	8,3	2,9	-0,8
2024 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	2,0	3,5	1,1	23,0	0,4	6,1	4,5	1,8	0,6
2025 Jan.	2,8	3,5	0,3	6,2	12,1	3,3	1,7	16,5	0,8	19,1	8,2	3,0	3,0
Feb.	3,0	4,1	-0,6	6,6	3,9	3,4	2,7	10,8	1,5	15,7	9,4	4,3	-0,7
Mar.	2,2	4,0	-3,9	9,7	-2,8	3,5	3,4	7,2	1,9	5,4	8,3	2,9	-0,8
Apr. [(p)]	2,6	4,4	-3,8	11,2	7,0	3,4	4,0	3,2	2,2	-9,2	10,1	15,5	1,0

Sources: ECB.
1) Data refer to the changing composition of the euro area.
2) In accordance with the ESA 2010, in December 2014 holding companies of non-financial groups were reclassified from the non-financial corporations sector to the financial corporations sector. These entities are included in MFI balance sheet statistics with financial corporations other than MFIs and insurance corporations and pension funds (ICPFs).
3) Including non-profit institutions serving households.
4) Refers to the general government sector excluding central government.

5 Financing conditions and credit developments

5.3 Credit to euro area residents [1)]

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

	Credit to general government			Credit to other euro area residents								
	Total	Loans	Debt securities	Total	Loans						Debt securities	Equity and non-money market fund investment fund shares
					Total		To non-financial corporations [3)]	To households [4)]	To financial coprorations other than MFIs and ICPFs [3)]	To insurance corporations and pension funds		
					Total	Adjusted loans [2)]						
	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	6 258,9	988,5	5 244,4	15 780,1	13 246,6	13 501,9	5 182,6	6 677,2	1 246,7	140,0	1 579,9	953,7
2024 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	5 139,8	6 661,3	1 209,6	132,8	1 561,0	928,7
Q4	6 258,9	988,5	5 244,4	15 780,1	13 246,6	13 501,9	5 182,6	6 677,2	1 246,7	140,0	1 579,9	953,7
2025 Q1	6 268,3	995,5	5 246,9	15 875,2	13 338,1	13 594,9	5 204,0	6 720,8	1 276,5	136,8	1 560,8	976,3
2024 Nov.	6 276,4	990,4	5 260,2	15 694,0	13 179,3	13 419,7	5 149,5	6 673,8	1 221,5	134,5	1 576,0	938,7
Dec.	6 258,9	988,5	5 244,4	15 780,1	13 246,6	13 501,9	5 182,6	6 677,2	1 246,7	140,0	1 579,9	953,7
2025 Jan.	6 305,2	996,4	5 282,8	15 834,0	13 280,9	13 526,7	5 192,4	6 696,6	1 255,1	136,8	1 577,8	975,3
Feb.	6 299,6	1 001,5	5 272,2	15 890,8	13 334,9	13 572,7	5 202,4	6 711,1	1 285,6	135,7	1 574,3	981,6
Mar.	6 268,3	995,5	5 246,9	15 875,2	13 338,1	13 594,9	5 204,0	6 720,8	1 276,5	136,8	1 560,8	976,3
Apr.	6 307,3	994,8	5 286,5	15 882,6	13 362,8	13 623,2	5 208,0	6 740,5	1 278,2	136,0	1 562,0	957,8
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	53,8	24,5	72,3	-5,7	7,7	30,7	-8,2	-16,0	45,4
2024	-63,3	-1,4	-62,4	287,5	228,9	271,2	77,0	44,8	105,4	1,8	10,6	47,9
2024 Q2	-2,8	2,4	-5,4	18,2	37,6	47,7	16,3	5,2	22,5	-6,5	-15,1	-4,3
Q3	-4,4	-3,2	-1,2	68,2	59,7	53,5	18,7	20,0	19,0	2,1	3,7	4,8
Q4	5,7	11,0	-5,4	139,5	100,5	125,4	44,2	22,3	27,1	6,9	13,5	25,4
2025 Q1	32,0	6,6	25,4	115,7	113,8	114,4	35,0	48,3	33,8	-3,3	-17,9	19,7
2024 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.	5,4	-2,4	7,7	89,7	72,1	87,4	34,5	8,5	23,7	5,4	3,5	14,1
2025 Jan.	50,1	7,9	42,2	49,8	39,7	29,9	13,8	21,2	7,9	-3,2	-2,8	12,9
Feb.	-14,4	5,1	-19,5	59,1	56,0	48,8	13,1	15,4	29,2	-1,6	-5,4	8,5
Mar.	-3,7	-6,4	2,7	6,8	18,1	35,7	8,2	11,8	-3,4	1,5	-9,7	-1,7
Apr.	11,6	-1,1	12,6	19,4	35,3	37,2	12,1	16,8	6,9	-0,5	2,1	-18,0
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	0,3	0,2	0,5	-0,1	0,1	2,8	-5,5	-1,0	5,3
2024	-1,0	-0,1	-1,2	1,9	1,8	2,0	1,5	0,7	9,4	1,3	0,7	5,3
2024 Q2	-1,4	-0,4	-1,6	0,8	0,9	1,1	0,3	0,3	8,4	-8,5	-1,8	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	1,9	1,8	2,0	1,5	0,7	9,4	1,3	0,7	5,3
2025 Q1	0,5	1,7	0,3	2,2	2,4	2,6	2,2	1,4	8,8	-0,7	-1,0	4,9
2024 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	1,9	1,8	2,0	1,5	0,7	9,4	1,3	0,7	5,3
2025 Jan.	0,3	1,2	0,2	2,1	2,2	2,3	2,0	1,2	9,5	1,7	-0,9	5,9
Feb.	0,4	1,9	0,1	2,3	2,4	2,4	2,2	1,4	9,8	-0,6	-1,1	6,3
Mar.	0,5	1,7	0,3	2,2	2,4	2,6	2,2	1,4	8,8	-0,7	-1,0	4,9
Apr.	0,5	1,9	0,2	2,3	2,6	2,7	2,5	1,7	7,9	-0,2	-0,1	3,5

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	5 182,6	5 203,5	922,4	1 098,1	3 162,1	6 677,2	6 928,7	745,0	5 255,2	676,9
2024 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	5 139,8	5 161,9	912,5	1 089,7	3 137,7	6 661,3	6 899,1	742,3	5 245,1	674,0
Q4	5 182,6	5 203,5	922,4	1 098,1	3 162,1	6 677,2	6 928,7	745,0	5 255,2	676,9
2025 Q1	5 204,0	5 227,6	922,9	1 114,7	3 166,4	6 720,8	6 973,1	750,8	5 293,1	676,9
2024 Nov.	5 149,5	5 165,8	919,2	1 087,1	3 143,2	6 673,8	6 918,6	741,3	5 250,4	682,1
Dec.	5 182,6	5 203,5	922,4	1 098,1	3 162,1	6 677,2	6 928,7	745,0	5 255,2	676,9
2025 Jan.	5 192,4	5 205,7	925,1	1 101,1	3 166,2	6 696,6	6 941,9	747,3	5 272,5	676,8
Feb.	5 202,4	5 213,8	926,1	1 104,5	3 171,9	6 711,1	6 956,1	747,3	5 286,0	677,8
Mar.	5 204,0	5 227,6	922,9	1 114,7	3 166,4	6 720,8	6 973,1	750,8	5 293,1	676,9
Apr.	5 208,0	5 230,7	930,3	1 108,5	3 169,2	6 740,5	6 991,2	753,6	5 311,4	675,5
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	77,0	88,1	21,9	14,2	40,9	44,8	77,0	26,6	28,3	-10,1
2024 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	44,2	45,5	7,8	10,9	25,6	22,3	36,3	10,7	10,6	1,1
2025 Q1	35,0	35,8	2,3	21,6	11,1	48,3	50,4	8,9	39,2	0,2
2024 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	4,0	12,7	17,8	8,5	14,8	5,4	4,6	-1,6
2025 Jan.	13,8	5,7	2,6	4,7	6,5	21,2	15,3	2,8	17,7	0,7
Feb.	13,1	11,0	1,3	5,0	6,8	15,4	15,9	2,0	13,6	-0,3
Mar.	8,2	19,2	-1,5	11,9	-2,2	11,8	19,2	4,1	7,9	-0,2
Apr.	12,1	9,9	7,4	-2,5	7,2	16,8	15,4	2,8	14,6	-0,5
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 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	1,9	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
2025 Q1	2,2	2,4	4,6	3,4	1,2	1,4	1,7	3,7	1,4	-0,7
2024 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	2,1	4,6	2,2	1,5	1,4	1,5	3,8	1,3	-0,9
Mar.	2,2	2,4	4,6	3,4	1,2	1,4	1,7	3,7	1,4	-0,7
Apr.	2,5	2,6	5,8	3,3	1,3	1,7	1,9	4,0	1,6	-0,5

Source: ECB.
1) Data refer to the changing composition of the euro area.
2) In accordance with the ESA 2010, in December 2014 holding companies of non-financial groups were reclassified from the non-financial corporations sector to the financial corporations sector. These entities are included in MFI balance sheet statistics with financial corporations other than MFIs and insurance corporations and pension funds (ICPFs).
3) Including non-profit institutions serving households.
4) Adjusted for loan sales and securitisation (resulting in derecognition from the MFI statistical balance sheet) as well as for positions arising from notional cash pooling services provided by MFIs.

5 Financing conditions and credit developments

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

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

	MFI liabilities						MFI assets			
	Central government holdings [2)]	Longer-term financial liabilities vis-à-vis other euro area residents					Net external assets	Other		
		Total	Deposits with an agreed maturity of over 2 years	Deposits redeemable at notice of over 3 months	Debt securities with a maturity of over 2 years	Capital and reserves		Total	Repos with central counter-parties [3)]	Reverse repos to central counter-parties [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	7 837,7	1 844,0	116,5	2 588,3	3 288,9	2 693,3	229,5	140,4	135,9
2024 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	377,9	7 837,7	1 844,0	116,5	2 588,3	3 288,9	2 693,3	229,5	140,4	135,9
2025 Q1 [(p)]	366,8	7 939,1	1 834,3	121,1	2 573,6	3 410,1	2 811,4	203,0	182,9	161,3
2024 Nov.	424,2	7 805,9	1 839,8	115,9	2 575,6	3 274,6	2 642,5	309,9	176,8	164,0
Dec.	377,9	7 837,7	1 844,0	116,5	2 588,3	3 288,9	2 693,3	229,5	140,4	135,9
2025 Jan.	404,5	7 928,1	1 839,5	117,4	2 593,1	3 378,1	2 765,6	211,4	163,2	146,6
Feb.	425,3	7 953,6	1 842,6	118,5	2 599,8	3 392,8	2 826,9	208,9	196,1	159,7
Mar.	366,8	7 939,1	1 834,3	121,1	2 573,6	3 410,1	2 811,4	203,0	182,9	161,3
Apr. [(p)]	447,0	7 909,7	1 830,0	123,4	2 536,5	3 419,7	2 870,2	198,1	194,7	173,4
Transactions										
2022	-93,4	51,9	-88,8	-4,6	13,2	132,2	-68,9	-206,2	10,4	18,0
2023	-198,2	323,8	25,2	40,0	227,1	31,5	456,1	-217,7	17,1	9,0
2024	-69,1	288,7	16,4	26,2	164,1	81,9	570,8	-1,0	-11,7	-16,7
2024 Q2	15,7	42,7	-0,8	6,0	31,8	5,7	149,6	52,8	4,6	2,3
Q3	-7,7	63,0	7,5	4,4	38,3	12,9	173,0	-31,5	2,4	12,0
Q4	-25,4	72,7	5,6	2,2	5,6	59,3	110,5	-36,1	-44,5	-52,6
2025 Q1 [(p)]	-10,7	27,9	-6,5	5,7	10,7	18,0	8,5	-24,1	42,4	25,3
2024 Nov.	-21,5	6,5	5,5	0,2	-0,5	1,4	12,2	64,6	7,2	-8,2
Dec.	-46,5	54,3	3,1	0,6	0,8	49,7	55,3	-90,2	-36,3	-28,1
2025 Jan.	26,5	25,0	-4,4	1,8	6,7	20,9	-6,7	-10,9	22,8	10,6
Feb.	21,1	4,2	3,4	1,1	5,4	-5,6	35,6	6,1	32,9	13,2
Mar.	-58,3	-1,4	-5,5	2,8	-1,3	2,7	-20,4	-19,2	-13,3	1,6
Apr. [(p)]	80,3	-17,2	-0,9	2,4	-5,5	-13,2	91,4	10,4	11,8	12,2
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	2,6	-	-	-7,7	-10,9
2024 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	0,5	-	-	20,5	15,4
Q4	-15,5	3,9	0,9	29,1	6,8	2,6	-	-	-7,7	-10,9
2025 Q1 [(p)]	-7,1	2,7	0,3	17,6	3,5	3,0	-	-	2,7	-7,4
2024 Nov.	0,2	3,4	0,7	37,4	7,6	0,9	-	-	5,7	1,2
Dec.	-15,5	3,9	0,9	29,1	6,8	2,6	-	-	-7,7	-10,9
2025 Jan.	-10,0	3,3	0,6	23,5	5,5	2,4	-	-	0,0	-8,2
Feb.	-1,0	3,1	0,7	19,0	5,0	2,5	-	-	18,5	-7,9
Mar.	-7,1	2,7	0,3	17,6	3,5	3,0	-	-	2,7	-7,4
Apr. [(p)]	1,8	2,3	0,4	16,8	2,3	2,9	-	-	19,0	-2,3

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
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	-3,5	-3,5	-0,2	-0,2	0,4	-1,8
2024	-3,1	-2,7	-0,3	-0,2	0,1	-1,2
2024 Q1	-3,5	.	.	.	.	-1,7
Q2	-3,5	.	.	.	.	-1,6
Q3	-3,3	.	.	.	.	-1,4
Q4	-3,1	.	.	.	.	-1,2

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
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	12,4	14,5	0,8	49,5	44,2	9,8	5,9	1,7	22,3	5,3
2024	46,5	45,7	13,4	12,4	14,8	0,8	49,6	44,6	10,0	6,0	1,9	22,9	5,0
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	45,5	13,3	12,4	14,7	0,8	49,7	44,4	9,9	5,9	1,8	22,6	5,3
Q3	46,4	45,6	13,4	12,4	14,7	0,8	49,7	44,6	10,0	6,0	1,9	22,8	5,1
Q4	46,5	45,8	13,4	12,4	14,8	0,8	49,6	44,6	10,0	6,0	1,9	22,9	5,0

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

6.3 Government debt-to-GDP ratio

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

	Total	Financial instrument			Holder			Original maturity		Residual maturity			Currency	
		Currency and deposits	Loans	Debt securities	Resident creditors		Non-resident creditors	Up to 1 year	Over 1 year	Up to 1 year	Over 1 and up to 5 years	Over 5 years	Euro or participating currencies	Other currencies
					Total	MFIs								
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
2021	93,9	2,9	13,9	77,1	54,4	40,9	39,4	9,8	84,1	17,3	29,8	46,8	92,5	1,4
2022	89,5	2,6	13,2	73,7	52,5	39,6	37,0	8,7	80,9	16,0	28,4	45,2	88,6	0,9
2023	87,3	2,4	12,2	72,7	49,3	35,9	38,1	7,8	79,5	15,0	28,1	44,3	86,5	0,8
2024	87,4	2,2	11,8	73,5	46,9	33,9	40,6	7,7	79,7	14,5	28,4	44,5	86,7	0,8
2024 Q1	87,8	2,3	12,0	73,6	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
Q2	88,1	2,2	11,8	74,0	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
Q3	88,1	2,2	11,8	74,1	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
Q4	87,5	2,2	11,8	73,5	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.

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
2021	-2,7	3,7	-0,1	0,6	0,4	0,1	0,0	0,1	-0,1	-0,6	-6,2	5,1
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	-2,2	1,8	-0,3	-0,4	-0,5	-0,2	0,1	0,1	0,6	-0,5	-3,7	2,6
2024	0,1	1,2	0,2	0,0	-0,3	0,0	0,2	0,1	0,3	0,0	-1,3	3,1
2024 Q1	-1,5	1,7	-0,5	-0,6	-0,7	-0,1	0,1	0,1	0,4	-0,3	-2,7	2,6
Q2	-0,7	1,6	-0,3	-0,5	-0,5	-0,1	0,1	0,1	0,4	-0,2	-2,0	2,8
Q3	-0,2	1,4	0,0	-0,2	-0,3	-0,1	0,1	0,0	0,3	-0,1	-1,6	2,9
Q4	0,1	1,2	0,2	0,0	-0,3	0,0	0,2	0,1	0,3	0,0	-1,3	3,1

Sources: ECB for annual data; Eurostat for quarterly data.
1) Intergovernmental lending in the context of the financial crisis is consolidated except in quarterly data on the deficit-debt adjustment.
2) Calculated as the difference between the government debt-to-GDP ratios at the end of the reference period and a year earlier.

6.5 Government debt securities [1)]

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

	Debt service due within 1 year [2)]					Average residual maturity in years [3)]	Average nominal yields [4)]						
	Total	Principal		Interest			Outstanding amounts					Transactions	
		Total	Maturities of up to 3 months	Total	Maturities of up to 3 months		Total	Floating rate	Zero coupon	Fixed rate		Issuance	Redemption
										Total	Maturities of up to 1 year		
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
2022	12,9	11,7	4,1	1,2	0,3	8,0	1,6	1,2	0,4	1,9	2,0	1,1	0,5
2023	12,9	11,6	4,1	1,4	0,3	8,1	2,0	1,2	1,9	2,0	1,6	3,6	1,9
2024	12,5	11,0	4,1	1,4	0,4	8,2	2,1	1,3	1,9	2,2	1,9	3,5	2,9
2024 Q2	12,6	11,2	3,5	1,4	0,4	8,3	2,1	1,3	2,1	2,1	1,6	3,8	2,8
Q3	12,5	11,1	3,8	1,4	0,4	8,2	2,1	1,3	2,3	2,1	1,6	3,7	2,9
Q4	12,5	11,0	4,1	1,4	0,4	8,2	2,1	1,3	1,9	2,2	1,9	3,5	2,9
2025 Q1	12,4	11,0	3,8	1,5	0,4	8,3	2,1	1,3	1,8	2,2	1,9	3,3	2,9
2024 Nov.	12,6	11,2	3,6	1,4	0,4	8,2	2,1	1,3	2,0	2,1	1,8	3,6	2,9
Dec.	12,5	11,0	4,1	1,4	0,4	8,2	2,1	1,3	1,9	2,2	1,9	3,5	2,9
2025 Jan.	12,5	11,0	4,0	1,5	0,4	8,2	2,1	1,3	1,9	2,2	1,9	3,5	2,9
Feb.	12,6	11,2	4,1	1,4	0,4	8,3	2,1	1,3	1,9	2,2	1,9	3,4	2,9
Mar.	12,4	11,0	3,8	1,5	0,4	8,3	2,1	1,3	1,8	2,2	1,9	3,3	2,9
Apr.	13,1	11,6	3,8	1,5	0,4	8,3	2,1	1,3	1,9	2,2	1,9	3,3	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	Germany	Estonia	Ireland	Greece	Spain	France	Croatia	Italy	Cyprus
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
	Government deficit (-)/surplus (+)									
2021	-5,4	-3,2	-2,6	-1,4	-7,1	-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	2,7
2023	-4,1	-2,5	-3,1	1,5	-1,4	-3,5	-5,4	-0,8	-7,2	1,7
2024	-4,5	-2,8	-1,5	4,3	1,3	-3,2	-5,8	-2,4	-3,4	4,3
2024 Q1	-4,0	-2,7	-3,1	1,3	-0,7	-3,6	-5,4	-0,8	-6,6	3,3
Q2	-4,1	-2,8	-3,6	1,7	0,1	-3,2	-5,4	-1,8	-6,3	4,0
Q3	-4,4	-2,8	-3,0	4,6	0,8	-3,0	-5,6	-2,1	-5,3	4,0
Q4	-4,5	-2,8	-1,5	4,3	1,3	-3,2	-5,8	-2,4	-3,4	4,3
	Government debt									
2021	108,5	68,1	18,4	52,6	197,3	115,7	112,8	78,2	145,8	96,5
2022	102,7	65,0	19,1	43,1	177,0	109,5	111,4	68,5	138,3	81,1
2023	103,2	62,9	20,2	43,3	163,9	105,1	109,8	61,8	134,6	73,6
2024	104,7	62,5	23,6	40,9	153,6	101,8	113,0	57,6	135,3	65,0
2024 Q1	106,6	62,6	24,1	42,5	161,8	106,3	110,7	62,0	134,9	72,5
Q2	106,6	62,0	23,8	42,8	160,1	105,3	112,3	60,0	136,7	70,2
Q3	105,7	62,4	24,0	42,3	158,3	104,4	113,7	59,6	136,2	69,2
Q4	104,7	62,5	23,6	40,9	153,6	101,8	113,1	57,7	135,3	65,0

	Latvia	Lithuania	Luxembourg	Malta	Netherlands	Austria	Portugal	Slovenia	Slovakia	Finland
	11	12	13	14	15	16	17	18	19	20
	Government deficit (-)/surplus (+)									
2021	-7,2	-1,2	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	-3,4	-0,3	-3,0	-1,7	-0,2
2023	-2,4	-0,7	-0,8	-4,7	-0,4	-2,6	1,2	-2,6	-5,2	-3,0
2024	-1,8	-1,3	1,0	-3,7	-0,9	-4,7	0,7	-0,9	-5,3	-4,4
2024 Q1	-2,5	-0,6	0,0	-3,9	-0,4	-2,8	0,8	-1,9	-4,8	-3,4
Q2	-4,7	-0,9	0,5	-3,5	-0,4	-3,3	1,0	-1,9	-4,9	-3,8
Q3	-2,7	-1,4	0,3	-3,0	-0,3	-3,8	0,7	-1,7	-4,9	-4,4
Q4	-1,8	-1,3	1,0	-3,7	-0,9	-4,7	0,7	-0,9	-5,3	-4,4
	Government debt									
2021	45,9	43,3	24,2	49,8	50,5	82,4	123,9	74,8	60,2	73,2
2022	44,4	38,1	24,9	49,5	48,4	78,4	111,2	72,7	57,7	74,0
2023	44,6	37,3	25,0	47,9	45,2	78,5	97,7	68,4	55,6	77,5
2024	46,8	38,2	26,3	47,4	43,3	81,8	94,9	67,0	59,3	82,1
2024 Q1	45,9	39,1	26,4	47,5	44,0	80,9	99,1	70,0	60,6	78,4
Q2	45,9	37,4	26,1	46,5	43,3	82,9	100,3	69,4	60,4	80,4
Q3	47,2	38,4	25,8	45,9	42,2	83,2	97,1	66,7	60,3	82,0
Q4	46,8	38,2	26,3	47,4	43,3	81,8	94,9	67,0	59,7	82,1

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 et la Banque nationale de Belgique).

La date d'arrêté des statistiques figurant dans cette publication est le 4 juin 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-01-25-071-FR-N (PDF)

Directeur de la publication : Claude Piot

Secrétaire général