



BANQUE CENTRALE EUROPÉENNE
EUROSYSTEME

Bulletin économique

Numéro 5 / 2025



Sommaire

Évolutions économiques, financières et monétaires	3
Synthèse	3
1 Environnement extérieur	7
2 Activité économique	12
3 Prix et coûts	20
4 Évolutions sur les marchés financiers	27
5 Conditions de financement et évolutions du crédit	31
Encadrés	41
1 Confiance des consommateurs et décisions de consommation des ménages	41
2 La concurrence croissante de la Chine : quelles conséquences pour l'emploi dans la zone euro ?	49
3 Principales conclusions tirées des contacts récents de la BCE avec les sociétés non financières	55
4 Rattrapage des salaires réels dans la zone euro	60
5 Incertitude relative aux hausses des prix des services corrigées des variations saisonnières : le rôle de Pâques et des voyages	67
6 La hausse des dépenses de défense et son impact sur les anticipations des ménages	73
7 Aspects budgétaires des dépenses de défense européennes : implications pour les projections macroéconomiques de la zone euro et risques associés	81
Articles	87
1 Lever le voile sur les coûts cachés des dépendances critiques	87
Encadré 1 Faire face aux dépendances critiques : l'approche de l'UE	89
Encadré 2 Une méthodologie fondée sur les données pour identifier les dépendances critiques	94
Encadré 3 Une analyse de réseau complémentaire	101

2	Activité et découverte des prix sur les marchés des <i>swaps</i> indexés sur l'inflation de la zone euro	112
	Encadré 1 La réactivité des contreparties sur le marché des <i>swaps</i> indexés sur l'inflation de la zone euro	121
3	Les espèces : bien vivantes...et plutôt jeunes ? Distinguer les effets d'âge, de période et de cohorte s'agissant de l'utilisation des espèces en euros	127
	Statistiques	149

Évolutions économiques, financières et monétaires

Synthèse

Lors de sa réunion du 24 juillet 2025, le Conseil des gouverneurs a décidé de laisser inchangés les trois taux directeurs de la BCE. L'inflation se situe actuellement au niveau de la cible de 2 % à moyen terme. Dans l'ensemble, les informations disponibles sont conformes à la précédente évaluation, par le Conseil des gouverneurs, des perspectives d'inflation. Les tensions d'origine interne sur les prix se sont encore relâchées, avec un ralentissement de la hausse des salaires. En partie sous l'effet des réductions antérieures des taux directeurs décidées par le Conseil des gouverneurs, l'économie a, jusqu'à présent, globalement bien résisté dans un contexte mondial difficile. L'environnement reste extrêmement incertain, en particulier en raison des tensions commerciales.

Le Conseil des gouverneurs est déterminé à assurer la stabilisation de l'inflation au niveau de sa cible de 2 % à moyen terme. Il suivra une approche s'appuyant sur les données pour déterminer, réunion par réunion, l'orientation appropriée de la politique monétaire. Plus particulièrement, les décisions du Conseil des gouverneurs relatives aux taux d'intérêt seront fondées sur son évaluation des perspectives d'inflation et des risques entourant ces perspectives, 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

Au premier trimestre 2025, l'économie a crû plus fortement qu'anticipé, notamment du fait de l'anticipation par les entreprises de leurs exportations en vue des hausses attendues des droits de douane. Mais la croissance a aussi été soutenue par la hausse de la consommation privée et de l'investissement.

Les enquêtes récentes signalent une légère expansion globale dans le secteur manufacturier comme dans les services. Dans le même temps, face à des droits de douane effectifs et attendus plus élevés, à l'appréciation de l'euro et aux incertitudes géopolitiques persistantes, les entreprises hésitent davantage à investir.

La vitalité du marché du travail, la hausse des salaires réels et la solidité des bilans du secteur privé continuent de soutenir la consommation. À 6,3 % en mai, le taux de chômage s'est établi à un niveau proche de son point le plus bas depuis l'introduction de l'euro. L'assouplissement des conditions de financement favorise la demande intérieure, y compris sur le marché de l'immobilier résidentiel. Avec le temps,

l'augmentation des investissements publics dans la défense et les infrastructures devrait également soutenir la croissance.

Le Conseil des gouverneurs considère plus que jamais qu'il est essentiel de renforcer, sans attendre, la zone euro et son économie dans l'environnement géopolitique actuel. Les politiques budgétaires et structurelles devraient améliorer la productivité, la compétitivité et la capacité de résistance de l'économie. Il appartient aux gouvernements de privilégier les réformes structurelles et les investissements stratégiques favorables à la croissance tout en assurant la pérennité des finances publiques. Il importe d'achever l'union pour l'épargne et l'investissement ainsi que l'union bancaire, selon un calendrier clair et ambitieux, et de rapidement mettre en place le cadre législatif nécessaire à l'introduction éventuelle d'un euro numérique. Le Conseil des gouverneurs salue l'engagement de l'Eurogroupe à améliorer l'efficacité, la qualité et la composition des finances publiques et soutient les efforts des autorités européennes visant à préserver les bénéfices mutuels du commerce mondial.

Inflation

L'inflation en rythme annuel est ressortie à 2,0 % en juin 2025, après 1,9 % en mai. Les prix de l'énergie ont augmenté en juin mais restent plus bas qu'en 2024. L'augmentation des prix des produits alimentaires s'est quant à elle quelque peu ralentie, à 3,1 %. La progression des prix des biens a légèrement fléchi en juin, à 0,5 %, alors que la hausse des prix des services s'est accélérée, à 3,3 %, après 3,2 % en mai.

Les indicateurs de l'inflation sous-jacente sont globalement conformes à la cible du Conseil des gouverneurs de 2 % à moyen terme. La modération des coûts de main-d'œuvre s'est poursuivie. La croissance annuelle de la rémunération par tête s'est ralentie pour s'établir à 3,8 % au premier trimestre 2025, après 4,1 % au quatrième trimestre 2024. Conjuguée à la progression plus forte de la productivité, cette évolution a entraîné un ralentissement de la croissance des coûts unitaires de main-d'œuvre. Les indicateurs prospectifs, y compris l'outil de suivi des salaires de la BCE et les enquêtes sur les anticipations relatives aux salaires des entreprises, des consommateurs et des prévisionnistes professionnels, signalent un nouvel affaiblissement de la hausse des salaires.

Les anticipations d'inflation à court terme des consommateurs ont diminué en mai et en juin, inversant l'augmentation des mois précédents. 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.

Évaluation des risques

Les risques pesant sur la croissance économique restent orientés à la baisse. En particulier, une nouvelle aggravation des tensions commerciales dans le monde et

les incertitudes associées pourraient limiter les exportations et freiner 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, notamment liées 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, une résolution rapide des tensions commerciales et géopolitiques pourrait stimuler la confiance et l'activité. Une augmentation des dépenses consacrées à la défense et aux infrastructures, associée à des réformes visant à accroître la productivité, favoriserait la croissance. Et une plus grande confiance des entreprises faciliterait aussi les investissements privés.

Les perspectives d'inflation sont plus incertaines que d'ordinaire, en raison de la volatilité des politiques commerciales dans le monde. Avec l'appréciation de l'euro, le ralentissement de l'inflation pourrait être plus marqué qu'attendu. L'inflation pourrait aussi être plus faible si l'augmentation des droits de douane provoquait une baisse de la demande d'exportations adressée à la zone euro et une réorientation des 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 ainsi également reculer l'inflation. En revanche, l'inflation pourrait être plus forte si une fragmentation des chaînes d'approvisionnement mondiales poussait les prix à l'importation à la hausse et renforçait les contraintes de capacité 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 de marché ont diminué depuis la réunion de politique monétaire de juin 2025 du Conseil des gouverneurs, en particulier sur les échéances plus longues. Dans le même temps, les réductions passées des taux d'intérêt décidées par le Conseil des gouverneurs continuent d'abaisser le coût des emprunts des entreprises. Le taux d'intérêt moyen appliqué aux nouveaux prêts aux entreprises est revenu à 3,7 % en mai, après 3,8 % en avril. Le coût du financement par endettement de marché a aussi baissé pour s'établir à 3,6 % en mai. Si le taux de croissance des prêts aux entreprises s'est modéré en mai, à 2,5 %, celui des émissions d'obligations d'entreprises s'est accru, à 3,4 % en glissement annuel.

Selon l'enquête de juillet 2025 sur la distribution du crédit bancaire dans la zone euro, les critères d'octroi de prêts aux entreprises sont demeurés largement inchangés au deuxième trimestre 2025. Les inquiétudes des banques face aux risques économiques auxquels leurs clients sont confrontés ont eu un effet de durcissement des critères d'octroi, qui a toutefois été largement compensé par le renforcement de la

concurrence entre prêteurs. Parallèlement, la demande de prêts des entreprises a légèrement progressé, soutenue par la baisse des taux d'intérêt, même si les entreprises sont restées prudentes au vu de l'incertitude et des tensions commerciales au niveau mondial.

Le taux d'intérêt moyen sur les nouveaux prêts hypothécaires n'a pratiquement pas changé depuis début 2025 et s'est élevé à 3,3 % en mai. La croissance des prêts hypothécaires s'est légèrement accélérée en mai, à 2,0 %, dans le contexte d'une nette augmentation de la demande, alors que les critères d'octroi se sont légèrement durcis au deuxième trimestre.

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 restent inchangés, à respectivement 2,00 %, 2,15 % et 2,40 %.

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 24 juillet 2025, le Conseil des gouverneurs a décidé de laisser inchangés les trois taux directeurs de la BCE. Le Conseil des gouverneurs est déterminé à assurer la stabilisation de l'inflation au niveau de sa cible de 2 % à moyen terme. Il suivra une approche s'appuyant sur les données pour déterminer, réunion par réunion, l'orientation appropriée de la politique monétaire. Les décisions du Conseil des gouverneurs relatives aux taux d'intérêt seront fondées sur son évaluation des perspectives d'inflation et des risques entourant ces perspectives, 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

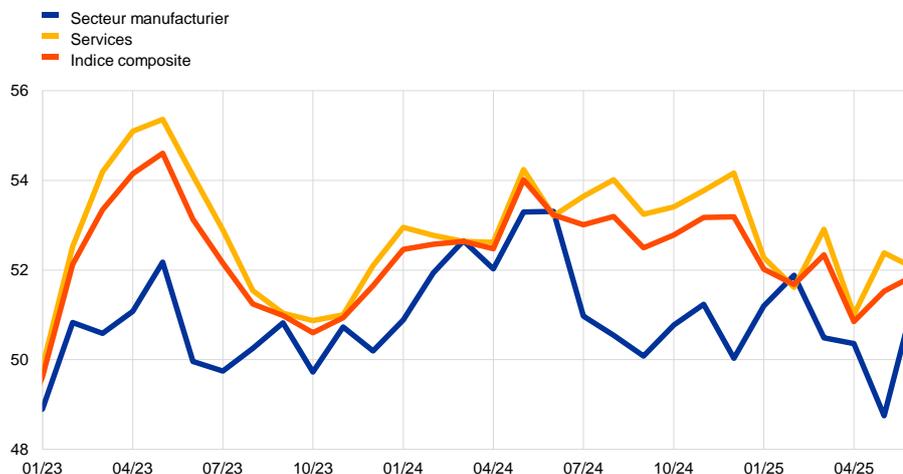
L'incertitude au sujet de la politique commerciale reste élevée. Lors des négociations qui ont fait suite à la trêve commerciale entre les États-Unis et la Chine, les deux parties ont validé un accord-cadre prévoyant que la Chine accélère la délivrance de ses agréments d'exportation de terres rares et que les États-Unis lèvent certaines restrictions sur les visas et les exportations. L'expiration de la trêve est prévue le 12 août. Dans un contexte de progrès limités des autres négociations commerciales en cours, les États-Unis ont prolongé la suspension des droits de douane du 9 juillet au 1^{er} août. Si le nouvel accord-cadre entre les États-Unis et l'UE constitue une certaine avancée, l'incertitude persiste. L'environnement de politique économique actuel fait donc peser des risques substantiels sur les perspectives, notamment pour le commerce et l'activité au niveau mondial.

La croissance mondiale devrait rester modérée en dépit d'un élan temporaire lié à la suspension des droits de douane. La croissance du PIB mondial est revenue à 0,7 % en rythme trimestriel au premier trimestre 2025, après 1,1 % fin 2024. Les indicateurs à haute fréquence disponibles suggèrent une croissance modeste au cours des prochains trimestres. L'indice composite des directeurs d'achat (PMI) mondial (hors zone euro) a légèrement augmenté en juin (graphique 1), mais la moyenne pour le deuxième trimestre (51,4) se situe au-dessous de celle du premier trimestre (52,0). L'indice PMI mondial relatif à la production manufacturière a diminué dans l'ensemble au deuxième trimestre, même s'il a retrouvé sa moyenne historique en juin (ressortant à 51,3 en juin, après 48,8 en mai). Ce rebond émane principalement des États-Unis, où les stocks de produits finis ont augmenté après la concentration des importations en début d'année. La forte hausse de l'activité dans le secteur manufacturier pourrait ne pas être durable, car elle reflète très probablement une accumulation de stocks de précaution et pas nécessairement une véritable croissance de la demande finale. L'indice PMI mondial relatif aux services a également légèrement diminué en juin, même s'il demeure supérieur à l'indice PMI relatif au secteur manufacturier.

Graphique 1

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

(indices de diffusion)



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

La dynamique du commerce mondial devrait rester volatile à court terme, dans un contexte d'incertitude généralisée quant à la politique commerciale.

Les importations mondiales (hors zone euro) ont augmenté de 2,2 % en rythme trimestriel au premier trimestre, soutenues par une forte concentration en début de période des importations aux États-Unis, en prévision de la hausse des droits de douane. Les données disponibles confirment les anticipations d'une baisse des importations mondiales au deuxième trimestre, compensant en partie la forte hausse observée plus tôt dans l'année. Si la hausse des droits de douane américains est susceptible de redéfinir les flux commerciaux mondiaux et de poser des défis logistiques, les tensions généralisées sur les chaînes d'approvisionnement mondiales sont actuellement contenues. Néanmoins, des signes de tensions apparaissent au niveau sectoriel, par exemple dans les secteurs de l'aluminium, de l'acier et du textile. Ces tensions sont toutefois beaucoup plus modérées que dans l'environnement post-pandémique. L'incertitude entourant la politique commerciale reste élevée et devrait continuer de peser sur les perspectives.

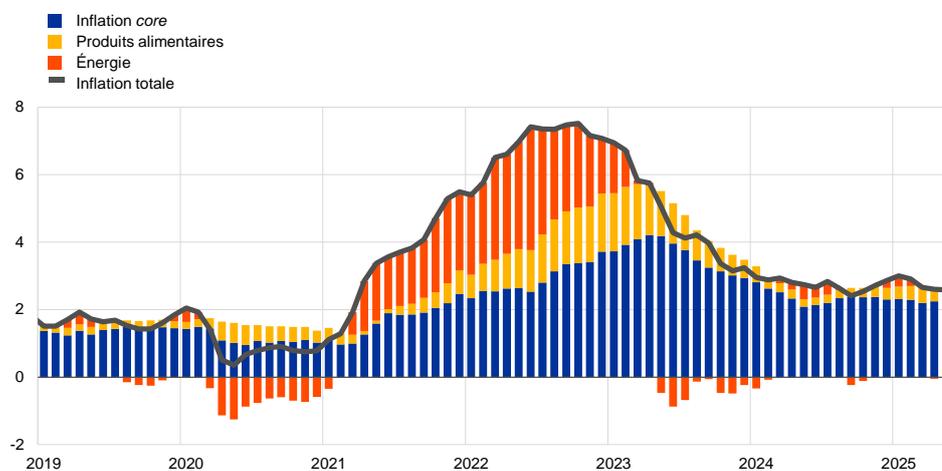
L'inflation totale dans les pays membres de l'Organisation de coopération et de développement économiques (OCDE) a continué de baisser progressivement.

En mai 2025, le taux annuel de la hausse de l'indice des prix à la consommation (IPC) dans les pays membres de l'OCDE a continué de diminuer progressivement (revenant à 4 % après 4,2 % en avril) ; à l'exclusion de la Turquie, il est demeuré globalement inchangé, à 2,6 % (graphique 2). Cette évolution résulte principalement de la baisse des prix de l'énergie et d'un ralentissement de l'inflation *core*, qui est revenue à 3 % (après 3,1 % le mois précédent), tandis que la hausse des prix des produits alimentaires s'est légèrement accentuée. L'effet de la hausse des droits de douane n'est pas encore visible dans les chiffres de l'inflation totale mondiale, mais les enquêtes PMI sur les prix des consommations intermédiaires et les prix à la production signalent une légère accélération à court terme dans les économies avancées, principalement sous l'effet des évolutions aux États-Unis.

Graphique 2

Hausse de l'IPC dans la zone OCDE

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



Sources : OCDE et calculs des services de la BCE.

Notes : L'agrégat de l'OCDE exclut la Turquie et est calculé en utilisant les pondérations annuelles de l'IPC pour l'OCDE. Les dernières observations se rapportent à mai 2025.

Les prix de l'énergie ont affiché une volatilité importante au cours de la période sous revue, en raison des tensions au Moyen-Orient.

Les prix du pétrole ont augmenté de 6 % dans l'ensemble, mais cette hausse a été marquée par de fortes fluctuations, car les prix ont atteint un point haut à la suite des frappes israéliennes et américaines sur l'Iran et ont ensuite diminué lorsque l'attaque de représailles lancée par l'Iran contre une base américaine a été perçue comme largement symbolique. Toutefois, malgré la montée des tensions géopolitiques, la hausse initiale des prix du pétrole est apparue comme relativement modérée dans l'ensemble, les prix demeurant inférieurs à 80 dollars par baril. Deux grands facteurs expliquent probablement cette réaction modérée du marché. Premièrement, les investisseurs semblent attribuer une faible probabilité à un blocus du détroit d'Ormuz, cette décision pouvant être considérée comme contreproductive pour l'Iran. Deuxièmement, le marché mondial du pétrole reste bien approvisionné, en particulier à la suite des hausses récentes inattendues de la production de l'OPEP+. Le cartel ayant augmenté son offre pendant quatre mois consécutifs, il est très probable que l'OPEP+ continue de lever ses restrictions sur la production, exerçant ainsi une pression à la baisse sur les prix du pétrole. Les prix du gaz en Europe ont également enregistré une hausse de courte durée en ligne avec les tensions au Moyen-Orient. Dans l'ensemble, toutefois, ils sont revenus au-dessous des niveaux initiaux et ont diminué de 7 % au cours de la période sous revue, reflétant la diminution des importations chinoises de gaz naturel liquéfié (GNL) dans un contexte d'importantes livraisons russes par gazoduc et d'atonie de la demande intérieure. Les prix des produits alimentaires ont diminué de 12 %, principalement en raison d'une baisse des prix du café, les conditions météorologiques favorables au Brésil ayant dopé les anticipations d'offre, tandis que les prix des métaux ont augmenté de 1 % et ont affiché une forte volatilité due aux prix du cuivre, en raison de la concentration en début de période de la demande en provenance des États-Unis face aux droits de douane.

L'activité économique américaine devrait rebondir à court terme avant de s'affaiblir plus tard dans l'année. Le PIB en volume des États-Unis devrait rebondir au deuxième trimestre, après avoir reculé légèrement au premier trimestre (de 0,1 % en rythme trimestriel). Les dernières évolutions des principales composantes du PIB confirment ce tableau. Les taux de croissance devraient rester plutôt bas pour la seconde moitié de l'année, mais ils restent conditionnés au niveau final des droits de douane. Parallèlement, le marché du travail américain montre des signes de modération mais demeure solide.

L'inflation totale mesurée par l'IPC ainsi que l'inflation core ont augmenté en mai aux États-Unis, montrant les premiers signes des effets des droits de douane. L'inflation totale mesurée par l'indice relatif aux dépenses de consommation privée (*personal consumption expenditure*, PCE) aux États-Unis a augmenté pour s'établir à 2,3 % en mai (en hausse de 0,1 point de pourcentage par rapport à avril), tandis que l'inflation core mesurée par l'indice PCE a atteint 2,6 % (en hausse de 0,1 point de pourcentage). Les dernières évolutions de l'inflation mesurée par l'indice PCE indiquent un effet moins marqué des droits de douane qu'anticipé auparavant, ce qui peut être partiellement associé à un effet plus retardé. Le projet de loi budgétaire signé par le président Trump, qui prolonge les réductions d'impôts de son premier mandat, devrait aggraver le déficit budgétaire fédéral (les estimations disponibles suggèrent une augmentation du déficit de 0,9 point de pourcentage du PIB en moyenne au cours des dix prochaines années). Comme attendu, le Comité fédéral de l'*open market* a maintenu inchangée la fourchette cible pour le taux des fonds fédéraux, qui se situe entre 4,25 % et 4,5 %, tandis que les nouvelles projections tablent sur une accélération de l'inflation et un ralentissement de la croissance.

L'activité en Chine montre un regain de vigueur à la suite de l'accord commercial conclu avec les États-Unis, mais le retrait des aides budgétaires devrait freiner la croissance plus tard dans l'année. La dynamique de croissance de la Chine a mieux résisté que prévu au deuxième trimestre, mais la faiblesse sous-jacente signale un ralentissement de l'activité économique. La croissance du PIB en volume s'est légèrement ralentie, ressortant à 1,1 % en rythme trimestriel au deuxième trimestre, après 1,2 % au premier trimestre, principalement soutenue par une contribution plus forte que prévu des exportations nettes. La production industrielle a rebondi en juin, stimulée par une forte croissance des exportations après la désescalade partielle des droits de douane entre les États-Unis et la Chine début mai. Les ventes au détail se sont légèrement modérées, mais sont demeurées soutenues grâce à une augmentation des ventes de biens dans le cadre du dispositif de reprise des biens de consommation, qui accorde des subventions aux consommateurs en remplacement de produits durables plus anciens. En revanche, la croissance des investissements en actifs fixes a été inférieure aux attentes. Pour la période à venir, la demande intérieure reste faible en dehors des secteurs soutenus par la politique économique, avec une faiblesse persistante du marché de l'immobilier résidentiel et une atonie des dépenses de consommation au-delà des biens subventionnés. La hausse de l'IPC chinois s'est légèrement accentuée en juin, tandis que l'inflation mesurée par l'indice des prix à la production a encore diminué. Les droits de douane américains sur les importations chinoises demeurant élevés dans un

contexte d'atonie de la demande intérieure, les tensions inflationnistes devraient rester modérées.

La croissance du PIB au Royaume-Uni devrait diminuer au deuxième trimestre, tandis que l'inflation ne s'est que légèrement ralentie. Le PIB en volume a augmenté de 0,7 % (en rythme trimestriel) au premier trimestre de cette année, soutenu en grande partie par une anticipation des hausses des droits de douane et des taxes. Avec la dissipation de ces facteurs idiosyncratiques, l'activité devrait se ralentir au deuxième trimestre, une anticipation largement étayée par les données à haute fréquence récentes. L'inflation totale annuelle a augmenté pour s'établir à 3,6 % en juin (après 3,4 % auparavant) et demeure nettement supérieure à l'objectif de la Banque d'Angleterre. Cette évolution résulte à la fois de la persistance de l'inflation dans les services et de la hausse de l'inflation *core*. Les tensions sur le marché du travail britannique semblent s'atténuer, et la croissance des salaires a montré des signes de modération.

2 Activité économique

L'économie de la zone euro a enregistré une croissance plus soutenue qu'attendu au premier trimestre 2025, en grande partie en raison de l'impulsion temporaire donnée par la concentration des exportations en début de période en prévision de la hausse des droits de douane imposés par l'administration américaine. S'agissant des composantes de la demande, la consommation privée, l'investissement total et les exportations ont contribué positivement à la croissance, tandis les variations de stocks ont apporté une contribution légèrement négative. Dans les différents secteurs, l'activité industrielle a constitué le principal moteur de la croissance, même en excluant la contribution exceptionnellement importante de la production irlandaise. L'activité dans les secteurs des services et de la construction a également progressé, mais à un rythme plus modéré. Toutefois, les données disponibles indiquent un ralentissement de l'activité au deuxième trimestre 2025, à mesure que les effets de l'anticipation des exportations commencent à s'estomper et que le secteur des services, davantage orienté vers l'intérieur, se ralentit, tandis que l'incertitude reste élevée ¹. Pour l'avenir, la montée observée du protectionnisme, la hausse des droits de douane et les mesures de distorsion commerciale, ainsi que l'appréciation supplémentaire de l'euro devraient continuer d'affecter le secteur manufacturier de façon disproportionnée par rapport aux autres pans de l'économie ². En outre, les évolutions récentes au Moyen-Orient ont de nouveau renforcé l'incertitude géopolitique, accentuant les risques à la baisse dans le secteur manufacturier. Le marché du travail a continué de se tempérer mais reste robuste. Dans l'ensemble, la reprise projetée devrait être soutenue par les récents gains de pouvoir d'achat et par des crédits plus abordables, en partie en raison des réductions passées des taux d'intérêt.

Le PIB en volume a augmenté de 0,6 % en rythme trimestriel au premier trimestre 2025, reflétant largement l'impulsion temporaire donnée par la concentration des exportations en début de période en prévision de la hausse des droits de douane imposés par l'administration américaine (graphique 3).

Hors Irlande, la croissance du PIB de la zone euro s'est établie à 0,3 % en rythme trimestriel au premier trimestre 2025. La croissance du PIB en volume de la zone euro a été soutenue par la consommation privée, l'investissement et les exportations, tandis que les variations de stocks ont apporté une contribution légèrement négative. L'investissement des entreprises a dépassé les anticipations, principalement en raison d'une forte augmentation des investissements irlandais dans les droits de propriété intellectuelle et les équipements de transport. Les exportations nettes ont également apporté une contribution positive, soutenues par la robustesse des exportations pharmaceutiques provenant d'Irlande, probablement effectuées par anticipation en prévision d'une hausse des droits de douane américains. D'un point de vue sectoriel, le secteur industriel a été le principal contributeur à la croissance, même

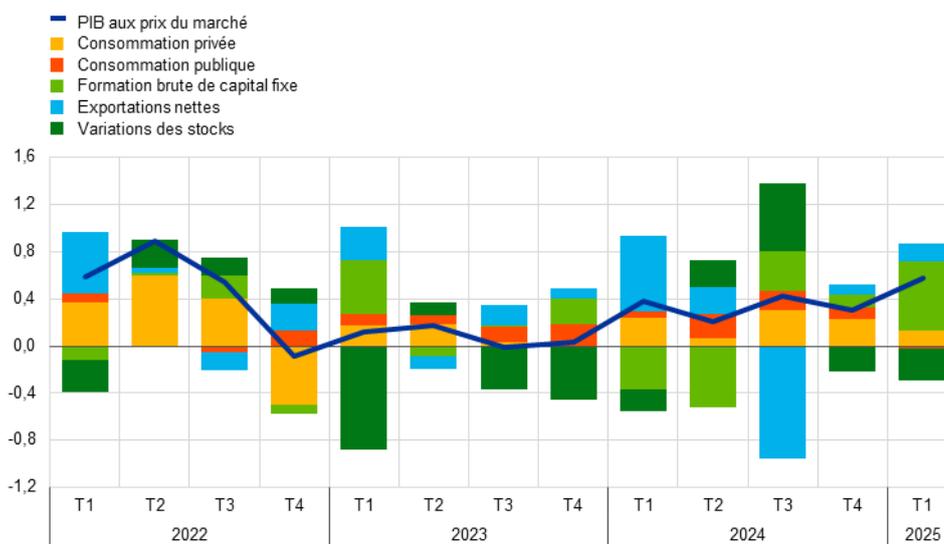
¹ Selon l'estimation rapide publiée par Eurostat le 30 juillet, le PIB en volume de la zone euro a augmenté de 0,1 % au deuxième trimestre de l'année. Cette estimation n'était pas disponible au moment de la réunion du Conseil des gouverneurs de juillet.

² Le 27 juillet, la Commission européenne et les États-Unis ont conclu un accord commercial provisoire imposant un droit de douane de référence de 15 % sur la plupart des exportations de l'UE vers les États-Unis, un taux inférieur aux menaces initiales de taux allant de 30 % à 50 %, mais les détails de l'accord restent à déterminer.

sans tenir compte des performances exceptionnelles de l'Irlande. Les secteurs des services et de la construction ont également progressé, reflétant une dynamique généralisée de l'économie de la zone euro.

Graphique 3 PIB en volume de la zone euro et ses composantes

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



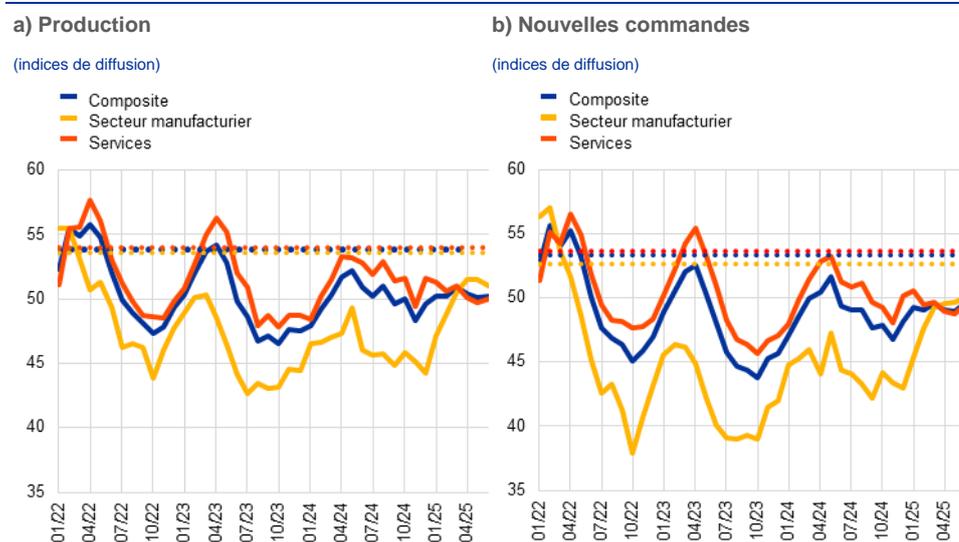
Sources : Eurostat et calculs de la BCE.

Note : Les dernières observations se rapportent au premier trimestre 2025.

Les dernières données disponibles confirment un ralentissement notable de la croissance économique au deuxième trimestre et indiquent une modération de la dynamique à court terme, dans un contexte d'incertitude élevée. Après la dynamique vigoureuse observée au premier trimestre – qui implique également des acquis de croissance positifs pour le deuxième trimestre, la production industrielle a fortement diminué en avril et s'est redressée en mai, suggérant une inversion partielle des effets de l'anticipation des exportations, accentuée par l'appréciation de l'euro et une hausse des droits de douane. L'indice composite des directeurs d'achat (PMI) pour la production est resté stable au deuxième trimestre à un niveau (50,4) qui suggère une légère hausse ou une stagnation de la production. Cette évolution masque une forte augmentation de l'indice PMI pour la production manufacturière, qui est ressorti à 51,3 (après 48,8 au premier trimestre), l'indicateur affichant une moyenne trimestrielle supérieure au seuil de 50 pour la première fois en trois ans. En revanche, l'indice PMI pour l'activité dans le secteur des services a diminué, revenant à 50,1 au deuxième trimestre après 51,0 au premier trimestre, signalant un ralentissement dans ce secteur (graphique 4, partie a). Dans le même temps, l'indice des directeurs d'achat relatif aux délais de livraison des fournisseurs suggère que les goulets d'étranglement du côté de l'offre n'ont pas freiné l'activité jusqu'en juin. Pour l'avenir, les droits de douane plus élevés et la montée du protectionnisme – ainsi que l'incertitude associée – continueront de peser sur les perspectives à court terme. L'indice PMI relatif aux nouvelles commandes, qui est par nature plus prospectif, dresse un tableau analogue, suggérant qu'il n'y a pas de différence importante entre les évolutions en cours perçues et les anticipations à court terme (graphique 4,

partie b). Les composantes prospectives de l'indicateur du climat économique de la Commission européenne suggèrent des anticipations légèrement plus modérées que l'évaluation de la situation actuelle. Après les effets positifs, bien que temporaires, de l'augmentation de la production due aux exportations effectuées par anticipation au premier trimestre, 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. En outre, les évolutions récentes au Moyen-Orient ont accentué l'incertitude géopolitique, pesant sur le secteur manufacturier. Dans le même temps, la dernière enquête de la BCE réalisée par téléphone auprès des entreprises (*Corporate Telephone Survey, CTS*) suggère un ralentissement généralisé dans le secteur manufacturier et les services à l'avenir (cf. encadré 3).

Graphique 4
Indices PMI dans les différents secteurs de l'économie



Source : S&P Global Market Intelligence.

Notes : Les lignes en pointillés se rapportent aux moyennes sur la période 2015-2019. Les dernières observations se rapportent à juin 2025.

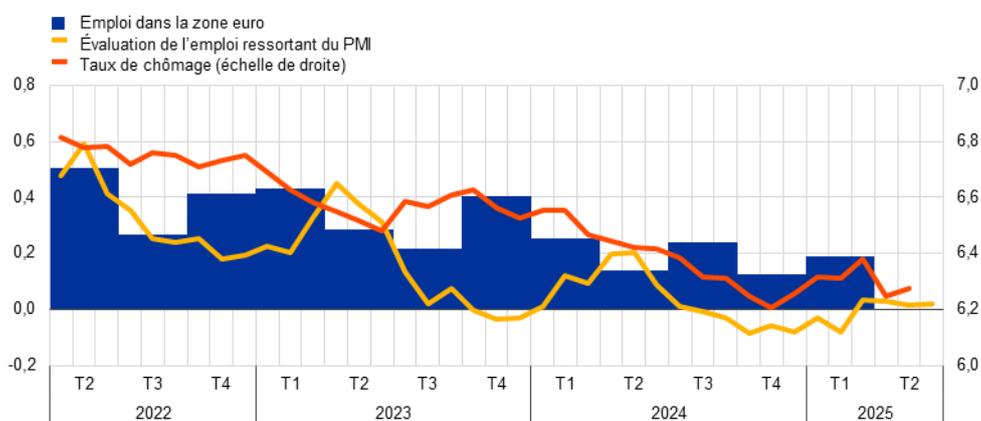
L'emploi a augmenté de 0,2 % au premier trimestre 2025, tandis que le nombre total d'heures travaillées a diminué de 0,2 %. Après une hausse plus modérée de 0,1 % au quatrième trimestre 2024, la croissance de l'emploi a augmenté au premier trimestre 2025, s'établissant à 0,2 % (graphique 5). Dans le même temps, le taux de chômage s'est établi à 6,3 % en mai, étant resté globalement à ce niveau depuis mi-2024. Parallèlement, on a observé une augmentation de 0,6 % de la population active entre le quatrième trimestre 2024 et le premier trimestre 2025. Entre le premier trimestre 2024 et le premier trimestre 2025, les travailleurs étrangers ont représenté 42 % environ de la croissance de la population active. 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 ³.

³ Cf. également l'encadré 2 du présent *Bulletin économique*.

Graphique 5

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

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



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

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

Les indicateurs à court terme du marché du travail signalent une croissance de l'emploi globalement étale au deuxième trimestre.

L'indice composite mensuel des directeurs d'achat (PMI) relatif à l'emploi s'est établi à 50,3 en juin, soit 0,1 point de pourcentage de plus qu'en mai et au même niveau qu'en avril, suggérant une croissance de l'emploi globalement atone. L'indice PMI relatif à l'emploi dans le secteur des services a légèrement augmenté pour ressortir à 51,0 en juin, après à 50,9 en mai, tandis que l'indice PMI relatif à l'emploi dans le secteur manufacturier a diminué, revenant de 48,1 à 47,9.

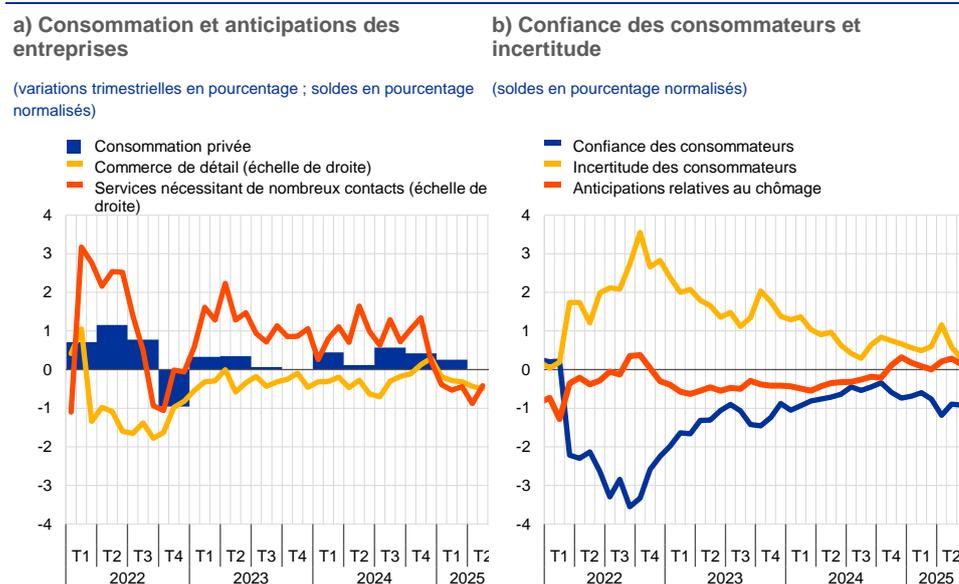
La consommation privée a augmenté à un rythme modéré au premier trimestre 2025 et a probablement maintenu un rythme similaire au deuxième trimestre.

Après avoir augmenté de 0,5 % au quatrième trimestre 2024, en rythme trimestriel (graphique 6, partie a), la consommation privée a augmenté de 0,3 % au premier trimestre 2025, reflétant des dépenses modérées dans les services et un nouveau ralentissement de la consommation de biens. Ce ralentissement s'est traduit par un taux d'épargne toujours élevé, à 15,4 %, contre 15,2 % au quatrième trimestre 2024. Les dernières données indiquent que la dynamique de croissance des dépenses des ménages continuera de se modérer à court terme. La production de services a reculé en avril et n'est restée que légèrement supérieure à son niveau du premier trimestre, tandis que le volume du commerce de détail est demeuré supérieur de 0,3 % (en moyenne pour avril-mai) au niveau observé au cours de la même période de référence malgré une baisse en mai. Les résultats récents de l'indicateur de la Commission européenne relatif à la confiance des consommateurs se sont légèrement redressés par rapport à la baisse enregistrée en avril, mais sont demeurés modérés dans l'ensemble, les perceptions relatives à la situation financière future des ménages et à l'économie générale oscillant bien au-dessous des moyennes d'avant la pandémie (graphique 6, partie b). De même, un indicateur alternatif relatif à la

confiance des consommateurs calculé à partir de l'enquête de la BCE sur les anticipations des consommateurs (*Consumer Expectations Survey*) montre que les évolutions de la confiance des consommateurs ont été principalement liées à des anticipations modérées concernant l'économie au cours des derniers mois, avec une forte volatilité en avril à la suite des tensions commerciales récentes (cf. encadré 1). Si l'incertitude des consommateurs a diminué en juin, le sentiment général pessimiste des ménages s'est reflété dans une nouvelle baisse des indicateurs de la Commission européenne relatifs aux attentes des entreprises en matière de demande dans l'ensemble des services, le commerce de détail et les services nécessitant de nombreux contacts. Toutefois, la dernière enquête de la BCE sur les anticipations des consommateurs indique que les dépenses attendues en matière de vacances restent robustes. Pour l'avenir, l'incertitude actuelle concernant la politique économique, en particulier dans le contexte des évolutions économiques mondiales, y compris les tensions commerciales persistantes, devrait continuer de peser sur les décisions de dépenses des ménages. Néanmoins, la croissance de la consommation devrait continuer de bénéficier des récents gains de pouvoir d'achat et des conditions de financement favorables.

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 premier trimestre 2025 pour la consommation privée, à juillet 2025 pour la confiance des consommateurs et à juin 2025 pour toutes les autres rubriques.

L'investissement des entreprises a reflété les investissements réalisés en anticipation des droits de douane au premier trimestre 2025 ; une inversion partielle de ces effets devrait être observée au second semestre de l'année.

L'investissement des entreprises, hors actifs incorporels irlandais volatils, a augmenté de 0,9 % dans la zone euro, en glissement trimestriel, au premier trimestre 2025. Parmi les actifs, l'investissement des entreprises en droits de propriété intellectuelle (hors Irlande) ont apporté la contribution positive la plus importante à ce chiffre, compensant la baisse au titre des machines et des équipements. La dynamique positive semble s'être poursuivie au deuxième trimestre, la production industrielle dans le secteur des biens d'équipement augmentant de 1,4 % en avril-mai par rapport à la moyenne pour le premier trimestre 2025. Toutefois, l'enquête téléphonique réalisée par la BCE auprès des entreprises suggère que les investissements anticipés ont constitué un facteur important de la dynamique du secteur des biens d'équipement au premier semestre 2025 (cf. encadré 3), ce qui sous-entend qu'ils ne sont pas nécessairement liés à des améliorations des fondamentaux sous-jacents. Les données tirées d'enquêtes brossent un tableau atone pour le second semestre 2025, en ligne avec des perspectives de croissance faibles, dans un contexte de hausse des droits de douane, d'appréciation de l'euro et d'incertitude élevée persistante. L'enquête téléphonique auprès des entreprises indique une probable modération, les entreprises adoptant une approche attentiste ⁴. De même, l'enquête sur la distribution du crédit bancaire ne suggère qu'une augmentation nette modérée des besoins de financement nets à des fins d'investissement au troisième trimestre 2025. D'autres mesures qualitatives, telles que les indicateurs de confiance (graphique 7, partie a), demeurent également atones. De la même manière, la persistance d'une forte incertitude et les incitations limitées à investir (comme le reflète un Q de Tobin bas), indiquent des perspectives d'investissement faibles.

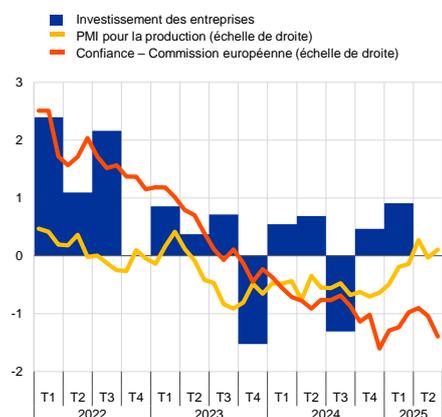
⁴ Cf. l'encadré 3 du présent *Bulletin économique*.

Graphique 7

Dynamique de l'investissement réel et données d'enquêtes

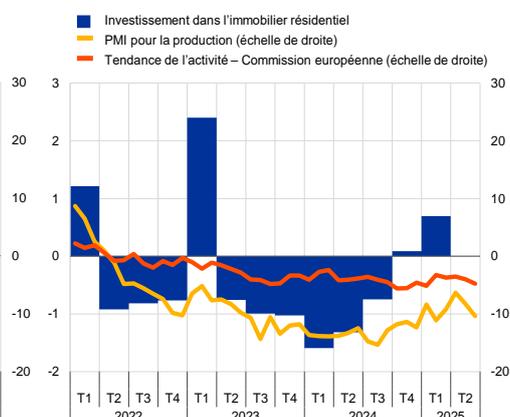
a) Investissement des entreprises

(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 (CE), 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. L'indicateur de confiance de la Commission européenne relatif aux biens d'équipement est normalisé pour la moyenne entre 1999 et 2019 et l'écart type de la série. 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 premier trimestre 2025 pour l'investissement et à juin 2025 pour l'indice PMI relatif à la production et les indicateurs de la Commission européenne.

L'investissement dans l'immobilier résidentiel a augmenté au premier trimestre 2025 et devrait continuer à se redresser au deuxième trimestre.

Après avoir augmenté de 0,1 %, en glissement trimestriel, au quatrième trimestre 2024, l'investissement dans l'immobilier résidentiel s'est accru de 0,7 % au premier trimestre 2025, marquant la fin d'une baisse prolongée amorcée au premier trimestre 2022. D'après les indicateurs à haute fréquence, l'investissement dans l'immobilier résidentiel a continué de se redresser au deuxième trimestre. La production dans la construction de bâtiments et les activités de construction spécialisées en avril et en mai se sont établies, en moyenne, 1,7 % au-dessus des niveaux enregistrés au premier trimestre (graphique 7, partie b). Toutefois, les indicateurs tirés d'enquêtes, tels que l'indicateur de la Commission européenne relatif aux tendances récentes de l'activité dans la construction de bâtiments et la construction spécialisée, et l'indice des directeurs d'achat pour la production dans l'immobilier résidentiel, se sont détériorés d'avril à juin, indiquant ainsi des perspectives de croissance modérée pour le deuxième trimestre. À plus long terme, l'investissement dans l'immobilier résidentiel devrait encore bénéficier de l'amélioration de l'accessibilité au logement, grâce à des conditions de financement plus favorables et au redressement des salaires. Cela se reflète également dans la demande soutenue de prêts au logement, d'après l'enquête sur la distribution du crédit bancaire de juillet. Toutefois, une modeste hausse des permis de construire pour des logements au premier trimestre 2025, ainsi qu'une baisse marquée de l'évaluation par la Commission européenne des carnets de commandes des entreprises du secteur de la construction de bâtiments et de la construction

spécialisée en juin, indiquent une activité limitée dans l'immobilier résidentiel au cours des prochains mois. Globalement, l'investissement dans l'immobilier résidentiel devrait rester sur une trajectoire de reprise modérée.

Les exportations de biens de la zone euro sont demeurées stables en mai.

Après un pic en mars, résultant principalement des exportations irlandaises de produits chimiques vers les États-Unis, les exportations sont revenues à leurs niveaux habituels en avril et en mai. Pour l'avenir, les indicateurs tirés d'enquêtes suggèrent une contraction continue des exportations de services, avec des exportations manufacturières pratiquement neutres. L'appréciation de l'euro devrait continuer de peser sur la compétitivité des exportations. Ajoutant aux difficultés, les exportateurs de la zone euro continuent de faire face à une forte incertitude concernant les politiques commerciales, dans le contexte de la discussion d'un nouvel accord commercial avec l'administration américaine imposant un droit de douane maximal de 15 % sur les biens de l'UE. Dans le même temps, les importations de la zone euro ont légèrement baissé en mai, en lien avec les États-Unis. Les importations en provenance de Chine ont fortement augmenté depuis le début de l'année, intensifiant la concurrence avec les producteurs domestiques (cf. encadré 2). Avec la surcapacité chinoise toujours élevée et les droits de douane américains encourageant éventuellement une réorientation des échanges commerciaux, des tensions sur les prix supplémentaires sur les importations de la zone euro semblent probables ces prochains mois.

Globalement, les perspectives relatives à l'activité dans la zone euro demeurent très incertaines en raison de droits de douane plus élevés et de tensions géopolitiques persistantes, et en dépit d'importants facteurs favorables.

Un niveau d'incertitude élevé devrait encore réduire la confiance des ménages et des entreprises. Dans le même temps, le protectionnisme accru au niveau mondial, des droits de douane élevés et des mesures entraînant des distorsions commerciales, ainsi que la poursuite de l'appréciation de l'euro, constituent une menace pour les perspectives de la zone euro. Les récentes évolutions au Moyen-Orient ont contribué à l'incertitude géopolitique élevée. Néanmoins, les récents gains de pouvoir d'achat du marché du travail ainsi que sa capacité de résistance persistante permettront aux ménages d'augmenter leurs dépenses, tandis que l'investissement public lié aux dépenses consacrées à la défense et aux infrastructures soutiendront de plus en plus la croissance (cf. encadré 7). Combinée à des conditions de financement plus favorables, cette évolution devrait soutenir la résilience de l'économie face aux chocs mondiaux.

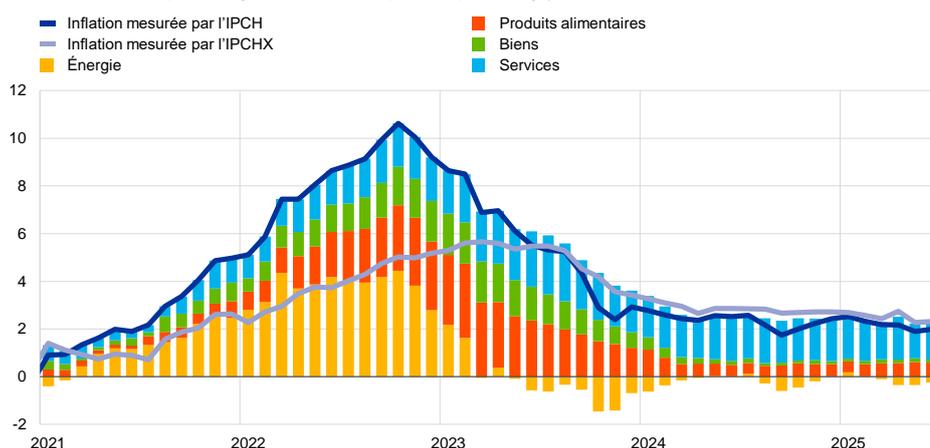
3 Prix et coûts

L'inflation totale dans la zone euro est ressortie à 2,0 % en juin 2025, en légère hausse après 1,9 % en mai⁵. Cette hausse résulte principalement d'un renchérissement de l'énergie, qui a plus que compensé un ralentissement de la hausse des prix des produits alimentaires. La plupart des mesures de l'inflation sous-jacente sont globalement cohérentes avec la cible de 2 % à moyen terme de la BCE. Les tensions d'origine interne sur les prix ont continué de s'atténuer, principalement en raison de la modération de la croissance des salaires. La croissance annuelle de la rémunération par tête s'est établie à 3,8 % au premier trimestre 2025, après 4,1 % au quatrième trimestre 2024. Conjuguée à une croissance de la productivité plus forte, cette évolution a entraîné un ralentissement de la croissance des coûts unitaires de main-d'œuvre. La plupart des mesures des anticipations d'inflation à plus long terme continuent de s'établir autour de 2 %, soutenant la stabilisation de l'inflation au niveau de la cible.

L'inflation totale dans la zone euro, telle que mesurée par l'indice des prix à la consommation harmonisé (IPCH), est ressortie en légère hausse, à 2,0 % en juin, après 1,9 % en mai (graphique 8). Cette hausse résulte d'une variation moins négative des prix de l'énergie, qui a plus que compensé le ralentissement de la hausse des prix des produits alimentaires. Les chiffres de l'inflation pour le deuxième trimestre 2025 (2,0 %) sont globalement en ligne avec les projections macroéconomiques de juin 2025 établies par les services de l'Eurosystème pour la zone euro.

Graphique 8
Inflation totale et ses composantes principales

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



Sources : Eurostat et calculs de la BCE.

Notes : La rubrique « Biens » se rapporte aux biens industriels non énergétiques. Les dernières observations se rapportent à juin 2025.

Les prix de l'énergie restent volatils : la variation des prix de l'énergie est demeurée négative en juin, mais elle est passée à -2,6 % après -3,6 % en mai.

⁵ La date d'arrêt pour les données incluses dans ce numéro du *Bulletin économique* est le 23 juillet 2025. D'après l'estimation rapide d'Eurostat, l'inflation mesurée par l'IPCH est restée inchangée à 2,0 % en juillet 2025.

Cette évolution reflète principalement un effet de base positif dû à la baisse des prix des carburants destinés aux transports en juin 2024. La ventilation détaillée fait apparaître une hausse du taux d'inflation annuel pour les carburants destinés aux transports (liée à la hausse des prix du pétrole), qui n'a été que partiellement contrebalancée par une baisse des prix de l'électricité et du gaz.

L'inflation pour les produits alimentaires a légèrement diminué, revenant à 3,1 % en juin 2025, après 3,2 % en mai. Cette baisse résulte d'une diminution du taux de variation annuel des prix des produits alimentaires transformés (à 2,6 % en juin, après 2,9 % en mai), qui n'a pas été entièrement contrebalancée par la hausse des prix des produits alimentaires non transformés (à 4,6 % en juin, après 4,3 % en mai). Le renchérissement des produits alimentaires non transformés s'explique principalement par une hausse du taux d'inflation annuel pour la viande et les fruits qui n'a été compensée que partiellement par une baisse du taux d'inflation pour les légumes. Dans le même temps, la baisse du taux de croissance annuel des prix des produits alimentaires transformés est principalement attribuable à l'atténuation des tensions liées à la hausse des prix du tabac. Cela étant, le taux de variation annuel pour les produits alimentaires transformés hors tabac s'est également inscrit en légère baisse, à 2,1 % en juin après 2,2 % en mai.

L'inflation mesurée par l'IPCH hors énergie et produits alimentaires (IPCHX) est demeurée inchangée à 2,3 % en juin. L'inflation dans le secteur des biens industriels non énergétiques s'est légèrement ralentie, à 0,5 % en juin après 0,6 % en mai. Ce fléchissement a été contrebalancé par une légère hausse de l'inflation dans les services, qui s'est établie à 3,3 % en juin, après 3,2 % en mai. Ce renchérissement des services s'explique par une inflation plus élevée dans les services de transport ainsi qu'une inflation annuelle en hausse dans les composantes communication et loisirs. La baisse de l'inflation pour les biens industriels non énergétiques est cohérente avec les tensions modérées actuellement observées sur les prix, liées à une faible croissance des prix à l'importation et à un euro plus fort. La baisse du taux d'inflation annuel pour les biens industriels non énergétiques est attribuable à un ralentissement de l'inflation dans le secteur des biens semi-durables, bien que celui-ci ait été en partie compensé par une hausse de l'inflation pour les biens durables.

La plupart des mesures de l'inflation sous-jacente sont globalement cohérentes avec la cible de 2 % à moyen terme de la BCE (graphique 9) ⁶.

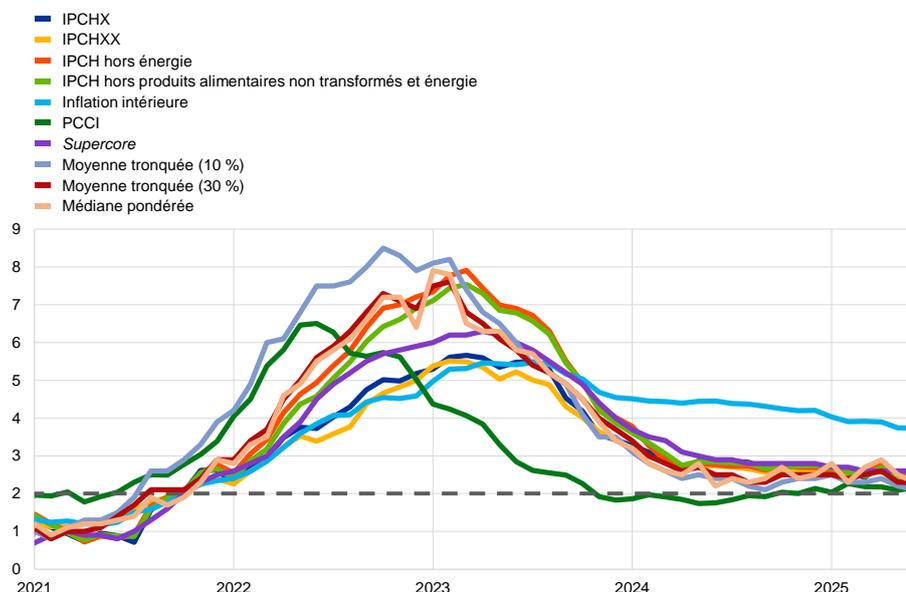
La majorité des valeurs d'indicateurs étaient comprises entre 2,1 % et 2,6 %. L'inflation sous-jacente est demeurée inchangée d'après toutes les mesures reposant sur des exclusions permanentes. Certaines mesures reposant sur des exclusions temporaires, telles que la médiane pondérée et la moyenne tronquée à 10 %, ont continué de diminuer en juin. S'agissant des mesures fondées sur des modèles, l'indicateur *Supercore* (qui comprend les rubriques de l'IPCH sensibles au cycle d'activité) est resté inchangé à 2,6 % en juin. Dans le même temps, l'indicateur PCCI (*Persistent and Common Component of Inflation*) a légèrement augmenté, passant

⁶ Pour des informations sur les différentes mesures de l'inflation sous-jacente, cf. Lane (P.R.), « *Underlying inflation: an update* », discours prononcé lors de l'*Inflation: Drivers and Dynamics Conference 2024* organisée par la Banque fédérale de réserve de Cleveland et la BCE, 24 octobre 2024.

de 2,1 % en mai à 2,2 % en juin. L'inflation intérieure est demeurée inchangée, à 3,7 %, un niveau élevé persistant.

Graphique 9 Indicateurs de l'inflation sous-jacente

(variations annuelles en pourcentage)



Sources : Eurostat et calculs de la BCE.

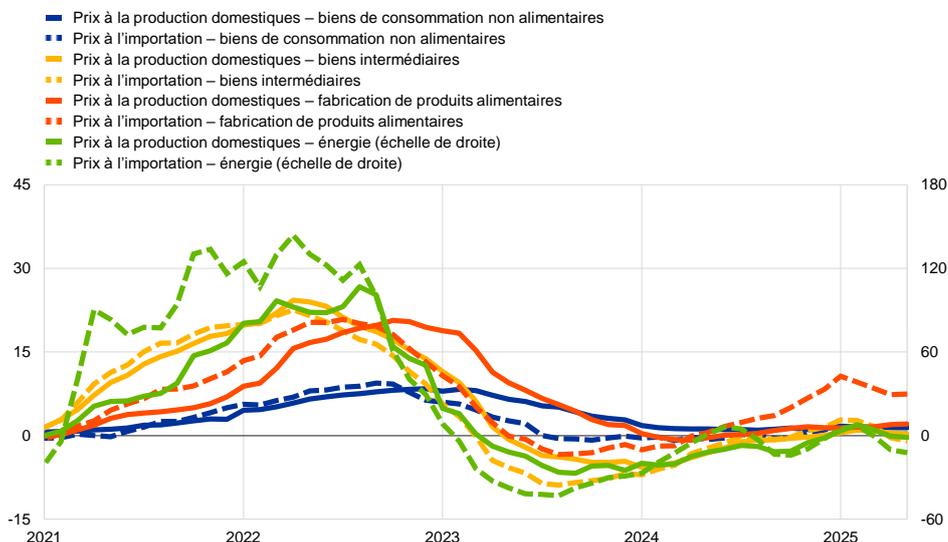
Notes : L'IPCHXX se rapporte à l'IPCH hors énergie, produits alimentaires et composantes liées au voyage, à l'habillement et à la chaussure. La ligne grise en pointillés représente la cible d'inflation de 2 % à moyen terme de la BCE. Les dernières observations se rapportent à juin 2025.

En mai, les tensions observées sur les prix des biens ont continué de se modérer en amont de la chaîne des prix, tandis qu'en aval, elles sont restées globalement stables (graphique 10). En amont de la chaîne des prix, la hausse des prix à la production pour les ventes domestiques de biens intermédiaires s'est encore ralentie, revenant à 0,3 % en mai après 0,4 % en avril. En aval, le taux de croissance annuel des prix à la production des biens de consommation non alimentaires est resté inchangé, à 1,4 %. Le taux de croissance annuel des prix à l'importation pour les biens de consommation non alimentaires a légèrement augmenté, à 0,3 % en mai après 0,2 % en avril, tandis que la variation des prix à l'importation des biens intermédiaires est revenue à -1,0 % après -0,4 %. Le taux de croissance annuel des prix à la production pour les produits alimentaires manufacturés a légèrement augmenté, ressortant à 2,1 % après 2,0 % sur la même période, ce qui suggère des tensions sur les coûts plus persistantes dans le segment des produits alimentaires manufacturés. La hausse des prix à l'importation pour les produits alimentaires manufacturés est restée inchangée à 7,4 % en mai, reflétant potentiellement le niveau élevé des prix internationaux des matières premières alimentaires. Dans l'ensemble, les données suggèrent que, si les tensions en amont sur les prix des biens de consommation se sont globalement atténuées, le segment des produits alimentaires affiche les signes d'une dynamique inflationniste plus persistante.

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 mai 2025.

Les tensions d'origine interne sur les coûts, mesurées par la croissance du déflateur du PIB, ont continué de s'atténuer au premier trimestre 2025, le taux de croissance annuel revenant à 2,3 % après 2,6 % au trimestre précédent (graphique 11). Cela reflète une baisse significative par rapport au pic de 6,4 % enregistré au premier trimestre 2023. Le ralentissement du déflateur du PIB résulte de la baisse des contributions des coûts unitaires de main-d'œuvre (1,7 point de pourcentage, après 2,0 points de pourcentage au trimestre précédent) et des impôts unitaires (0,4 point de pourcentage, après 0,7 point de pourcentage). À l'inverse, la contribution des bénéfices unitaires a augmenté, ressortant à 0,2 point de pourcentage après une contribution négative de -0,1 point de pourcentage au quatrième trimestre 2024. La modération des coûts unitaires de main-d'œuvre reflète la combinaison d'une croissance des salaires plus faible, mesurée en termes de rémunération par tête (3,8 % au premier trimestre 2025 après 4,1 % au trimestre précédent), et d'une hausse de la croissance de la productivité (à 0,8 % après 0,6 % au trimestre précédent). La modération de la rémunération par tête reste généralisée à l'ensemble des secteurs et des pays. De plus, le ralentissement de son taux de croissance reflète une forte baisse de la croissance des salaires négociés (2,5 % au premier trimestre 2025, après 4,1 % au trimestre précédent), partiellement compensée par une augmentation du glissement des salaires (*wage drift*)⁷. Pour l'avenir, l'outil de suivi des salaires de la BCE, qui intègre des données relatives aux accords salariaux négociés jusqu'à fin juin 2025, suggère que les tensions sur la croissance des salaires continueront de s'atténuer tout au long de 2025. Cette nouvelle modération est confirmée par les derniers indicateurs tirés d'enquêtes relatifs à la croissance des salaires, comme l'enquête téléphonique de la BCE auprès des

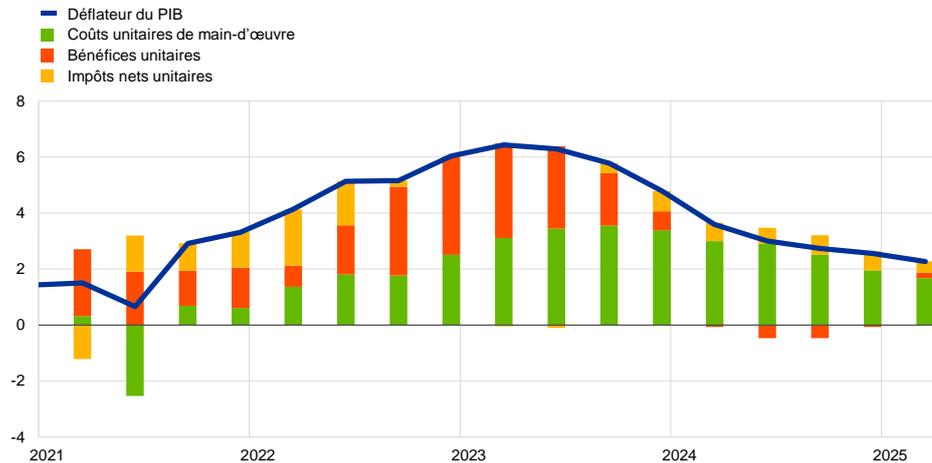
⁷ Pour plus d'informations sur les évolutions récentes, cf. l'encadré intitulé « [Les évolutions récentes des salaires et le rôle du glissement des salaires \(*wage drift*\)](#) », *Bulletin économique*, n° 6, BCE, 2024.

entreprises, dans laquelle les anticipations relatives à la croissance des salaires s'établissent à 3,3 % en 2025 et à 2,8 % en 2026 ⁸.

Graphique 11

Décomposition du déflateur du PIB

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



Sources : Eurostat et calculs de la BCE.

Notes : La rémunération par tête apporte une contribution positive aux variations des coûts unitaires de main-d'œuvre. La productivité du travail apporte une contribution négative. Les dernières observations se rapportent au premier trimestre 2025.

Depuis la réunion de juin du Conseil des gouverneurs, les indicateurs tirés d'enquêtes et extraits des instruments de marché relatifs aux anticipations d'inflation à long terme sont restés stables, la plupart s'établissant autour de 2 % (graphique 12, partie a). Dans l'enquête réalisée en juillet 2025 par la BCE auprès des analystes monétaires (*Survey of Monetary Analysts, SMA*) et dans l'enquête de la BCE auprès des prévisionnistes professionnels (EPP) pour le troisième trimestre 2025, la médiane et la moyenne des anticipations d'inflation à plus long terme étaient inchangées, à 2 %. Les mesures à plus long terme de la compensation de l'inflation extraites des instruments de marché (fondées sur l'IPCH hors tabac) ont légèrement augmenté depuis la réunion de juin du Conseil des gouverneurs, le taux des *swaps* indexés sur l'inflation à cinq ans dans cinq ans s'établissant à 2,1 % environ. Les estimations fondées sur des modèles des véritables anticipations d'inflation, à l'exclusion des primes de risque sur l'inflation, indiquent que les intervenants de marché continuent de s'attendre à ce que l'inflation à plus long terme s'établisse autour de 2 %.

Les mesures de la compensation de l'inflation à court terme extraites des instruments de marché, comme l'indiquent les *inflation fixings*, restent inférieures à 2 %, mais se sont inscrites en légère hausse au cours de la période sous revue. À la suite de la décision prise par le Conseil des gouverneurs en juin d'abaisser les taux directeurs de la BCE de 25 points de base, ces mesures à court ou moyen terme des anticipations des marchés concernant l'inflation mesurée par l'IPCH hors tabac se sont déplacées vers le haut et ont continué d'augmenter modestement depuis lors. Les investisseurs prévoient actuellement que l'inflation

⁸ Pour plus d'informations, cf. l'encadré 3 du présent *Bulletin économique*.

demeurera autour de 2 % au cours des prochains mois avant de fléchir vers la fin de l'année, puis de rebondir pour s'établir un peu en-dessous de 2 % d'ici à mi-2026. À plus long terme, le taux des *swaps* indexés sur l'inflation à un an dans un an a aussi légèrement augmenté, atteignant 1,8 % environ.

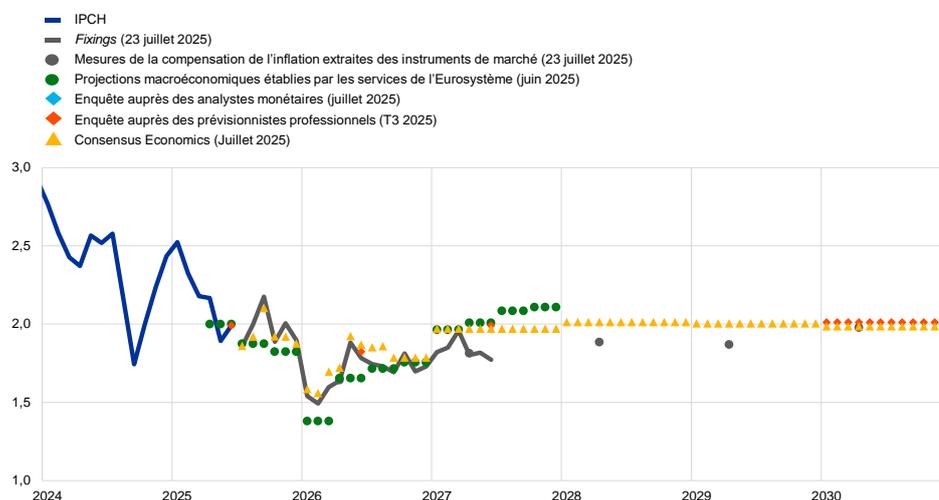
Les anticipations d'inflation à court terme des consommateurs ont baissé en mai comme en juin, inversant la légère hausse observée au cours des mois précédents (graphique 12, partie b). Selon l'enquête de la BCE sur les anticipations des consommateurs (*Consumer Expectations Survey*) de juin 2025, les anticipations médianes relatives à l'inflation totale pour l'année à venir ont diminué, revenant à 2,6 % après 2,8 % en mai, et 3,1 % en avril, tandis que les anticipations d'inflation à trois ans sont demeurées inchangées, à 2,4 %. La modération des anticipations d'inflation à court terme peut refléter une atténuation de l'incertitude relative à l'inflation et une amélioration du sentiment économique des participants à l'enquête par rapport à la campagne d'avril.

Graphique 12

Inflation totale, projections d'inflation et anticipations

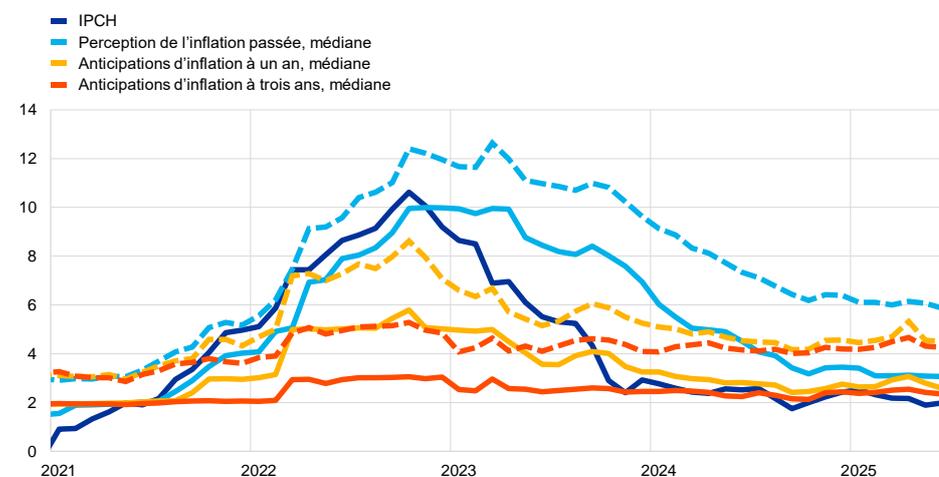
a) Inflation totale, mesures de la compensation de l'inflation extraites des instruments de marché, projections d'inflation et indicateurs des anticipations d'inflation tirés d'enquêtes

(variations annuelles en pourcentage)



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

(variations annuelles en pourcentage)



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

Notes : Dans la partie a), les séries relatives aux mesures de la compensation de l'inflation extraites des instruments de marché se fondent sur le taux d'inflation au comptant à un an et sur les taux anticipés à un an dans un an, dans 2 ans et dans 3 ans. Pour les mesures de la compensation de l'inflation extraites des instruments de marché, les observations se rapportent au 23 juillet 2025. Les *inflation fixings* correspondent à des contrats de *swaps* liés à des publications mensuelles spécifiques de la variation annuelle de l'IPCH hors tabac dans la zone euro. Pour le troisième trimestre 2025, l'EPP a été réalisée entre le 1^{er} et le 3 juillet 2025. Pour juillet 2025, l'enquête SMA a été réalisée entre le 7 et le 9 juillet. La date d'arrêt pour les prévisions à long terme de Consensus Economics est le 14 juillet 2025. Les projections macroéconomiques de juin 2025 établies par les services de l'Eurosystème pour la zone euro ont été finalisées le 21 mai 2025 et la date d'arrêt des hypothèses techniques est le 14 mai 2025. Dans la partie b), pour l'enquête CES, les lignes en pointillés représentent la moyenne et les lignes continues représentent la médiane. Les dernières observations se rapportent à juin 2025.

4 Évolutions sur les marchés financiers

Au cours de la période sous revue, du 5 juin au 23 juillet 2025, les mouvements sur les marchés financiers de la zone euro ont été relativement modérés dans l'ensemble, malgré la persistance des tensions géopolitiques et les nouvelles incertitudes commerciales. Le taux à court terme de l'euro (€STR) s'est négocié au sein d'une fourchette étroite, à la suite de la décision prise par le Conseil des gouverneurs lors de sa réunion du 5 juin 2025 d'abaisser les trois taux d'intérêt directeurs de la BCE de 25 points de base. La courbe des taux à terme est demeurée globalement stable, les intervenants de marché intégrant dans leurs prix environ 25 points de base de réductions cumulées des taux d'intérêt d'ici la fin de l'année. Les écarts de rendement des obligations souveraines à long terme par rapport aux taux sans risque se sont légèrement resserrés. Cela a reflété des rendements des obligations souveraines globalement inchangés dans la zone euro parallèlement à une hausse simultanée du taux des swaps au jour le jour (OIS), dans un contexte d'anticipations d'une augmentation de l'émission de dette publique. Les écarts de rendement des obligations d'entreprises dans la zone euro se sont resserrés dans l'ensemble, reflétant un regain d'appétence pour le risque après leur élargissement en avril. Les marchés d'actions de la zone euro, en revanche, ont légèrement diminué au cours de la période sous revue, après avoir rebondi précédemment sous l'effet de l'annonce des droits de douane américains du 2 avril. Cette diminution souligne la prudence persistante des investisseurs, en particulier dans les secteurs sensibles aux risques relatifs aux échanges commerciaux. Sur les marchés des changes, l'euro s'est de nouveau apprécié vis-à-vis du dollar américain et sur une base pondérée des échanges commerciaux.

Les taux sans risque de la zone euro sont demeurés globalement stables au cours de la période sous revue, malgré la persistance d'incertitudes commerciales et géopolitiques élevées. L'€STR s'est établi à 1,92 % à la fin de la période sous revue, à la suite de la décision largement anticipée du Conseil des gouverneurs, lors de sa réunion de juin 2025, d'abaisser les trois taux d'intérêt directeurs de la BCE de 25 points de base. L'excédent de liquidité a diminué de 53 milliards d'euros environ pour s'établir à 2 655 milliards. Cette variation s'explique principalement par la diminution des portefeuilles de titres détenus à des fins de politique monétaire, l'Eurosystème ne réinvestissant plus les remboursements au titre du principal des titres arrivant à échéance dans ses programmes d'achats d'actifs. La courbe à terme des taux sans risque à court terme s'est déplacée vers le haut le jour de la décision du Conseil des gouverneurs puis s'est négociée au sein d'une fourchette étroite au cours de la période sous revue. Cette évolution s'est produite malgré l'incertitude accrue entourant l'expiration de la pause tarifaire de 90 jours décidée le 9 juillet, qui a ensuite été prolongée jusqu'au 1^{er} août, et les tensions géopolitiques élevées au Moyen-Orient, qui ont contribué à une hausse temporaire des prix du pétrole et à une hausse de courte durée de la volatilité sur les marchés financiers, mais qui n'ont eu que peu d'impact sur la trajectoire extraite des instruments de marché des taux directeurs de la BCE. À la fin de la période sous revue, les intervenants de marché intégraient dans leurs prix des baisses cumulées des taux d'intérêt de 25 points de base environ d'ici fin 2025. La courbe des OIS s'est pentifiée, les taux demeurant globalement inchangés à des horizons allant jusqu'à

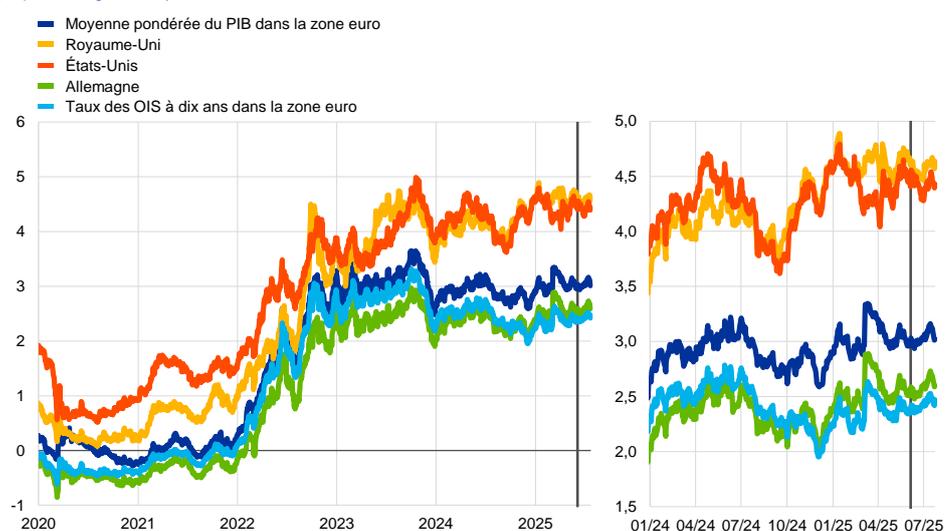
cinq ans et augmentant de 6 points de base pour s'établir à 2,5 % pour l'échéance à dix ans.

Les écarts de rendement des obligations souveraines de la zone euro à long terme par rapport aux taux sans risque se sont légèrement resserrés au cours de la période sous revue (graphique 13). Le rendement pondéré du PIB des obligations souveraines à dix ans de la zone euro est demeuré globalement inchangé, à 3,0 %, au cours de la période sous revue, tandis que le taux OIS à dix ans a augmenté de 6 points de base. Par conséquent, la variation globale des primes de risque souverain a été modeste, comme le reflète le resserrement de 7 points de base des écarts de rendement, les rendements enregistrant des mouvements globalement similaires entre les différents émetteurs souverains de la zone euro. La croissance des taux sans risque nominaux résulte en partie d'une hausse de la compensation de l'inflation et en partie d'une hausse des taux d'intérêt réels. En dehors de la zone euro, les rendements des titres du Trésor américain à dix ans et des obligations souveraines à dix ans au Royaume-Uni ont enregistré des variations minimales, s'établissant à 4,4 % et 4,6 %, respectivement, à la fin de la période sous revue.

Graphique 13

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

(en pourcentage annuel)



Sources : LSEG et calculs de la BCE.

Notes : La ligne verticale grise indique le début de la période sous revue (5 juin 2025). Les dernières observations se rapportent au 23 juillet 2025.

Les prix des actions de la zone euro ont légèrement diminué au cours de la période sous revue, reflétant la prudence persistante des investisseurs dans le contexte actuel d'incertitudes économiques. Après le rebond des prix des actions à la suite de l'annonce des droits de douane américains du 2 avril, les indices boursiers larges ont fléchi de 0,4 % au cours de la période sous revue, les sociétés non financières (SNF) enregistrant des pertes de 0,1 % et les sociétés financières une hausse de 1,4 %, ce qui indique un sentiment de prudence général. Si le secteur de l'énergie a bénéficié de la hausse des prix du pétrole, les prix des actions ont diminué

dans plusieurs autres secteurs. Ceux dont l'exposition au commerce international est importante ont affiché des résultats plus mauvais, malgré le calme apparent sur les marchés dans un contexte de négociations commerciales en cours. En revanche, après la correction observée en avril, les marchés boursiers américains ont enregistré des performances nettement meilleures que leurs homologues de la zone euro, les indices larges enregistrant un rebond de 7,0 %. Ces solides performances ont été soutenues par les gains de 7,0 % enregistrés à la fois par les sociétés financières et par les SNF. La croissance des actions des SNF américaines a été soutenue par une amélioration du sentiment des investisseurs, reflétant des signes de progrès dans les négociations commerciales, et par la poursuite d'une forte demande d'actions du secteur de la technologie, en particulier celles liées à l'intelligence artificielle.

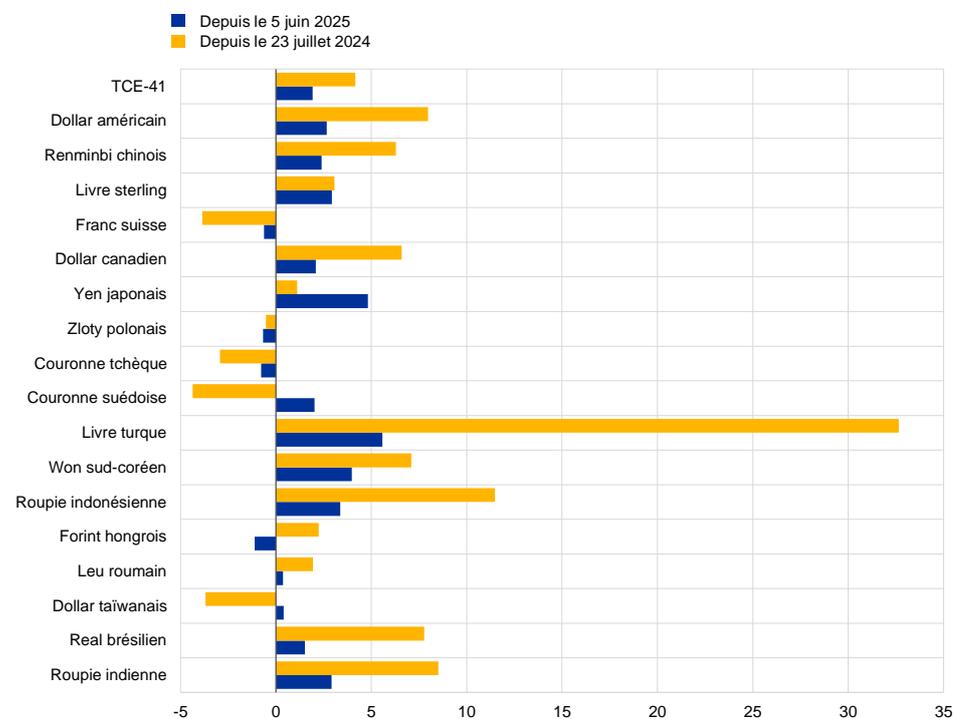
Les écarts de rendement des obligations d'entreprises dans la zone euro se sont resserrés après l'élargissement prononcé observé en avril, reflétant un regain d'appétence pour le risque des investisseurs. Au début de la période sous revue, les écarts de rendement sont demeurés globalement stables, les investisseurs ayant évalué les implications potentielles d'un regain de tensions commerciales mondiales sur les bénéfices des entreprises et l'activité économique. Par la suite, toutefois, avec l'amélioration de la confiance, ces écarts se sont resserrés de 8 et 10 points de base, respectivement, sur le compartiment bien noté (*investment-grade*) et le compartiment à rendement élevé (*high-yield*). Ce resserrement a concerné l'ensemble des émetteurs financiers et non financiers.

Sur les marchés des changes, l'euro s'est de nouveau apprécié vis-à-vis du dollar américain et sur une base pondérée des échanges commerciaux (graphique 14). Au cours de la période sous revue, le taux de change effectif nominal de l'euro, mesuré par rapport aux monnaies des 41 principaux partenaires commerciaux de la zone euro, s'est renforcé de 2,1 %. L'euro s'est apprécié de 3,0 % par rapport au dollar américain, soutenu par des fondamentaux relativement robustes dans la zone euro, parallèlement aux préoccupations relatives à la soutenabilité budgétaire aux États-Unis, dans un contexte d'incertitudes commerciales persistantes. La trajectoire haussière de l'euro a généralement persisté en juin malgré l'aggravation des risques géopolitiques, notamment le conflit entre Israël et l'Iran. À partir de début juillet, cette trajectoire haussière s'est légèrement inversée par rapport au dollar américain et en termes pondérés des échanges commerciaux, les investisseurs réévaluant la portée attendue d'un nouvel assouplissement de la politique monétaire américaine au vu de données relatives à l'inflation plus élevées que prévu. L'appréciation de l'euro a été relativement généralisée, l'euro se renforçant vis-à-vis de la plupart des grandes devises et des devises des marchés émergents. L'euro a enregistré des gains notables par rapport au yen japonais (4,5 %), en raison des incertitudes liées aux droits de douane américains et des perspectives politiques et en matière de politique monétaire au Japon. À l'inverse, il s'est légèrement déprécié, de 0,7 %, par rapport au franc suisse, reflétant la demande continue pour cette monnaie comme valeur refuge en cette période d'incertitudes accrues.

Graphique 14

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

(variations en pourcentage)



Source : Calculs de la BCE.

Notes : Le « TCE-41 » est le taux de change effectif nominal de l'euro par rapport aux monnaies des 41 principaux partenaires commerciaux de la zone euro. Une variation positive (négative) correspond à une appréciation (dépréciation) de l'euro. Toutes les évolutions sont calculées en utilisant les taux de change enregistrés le 23 juillet 2025.

5 Conditions de financement et évolutions du crédit

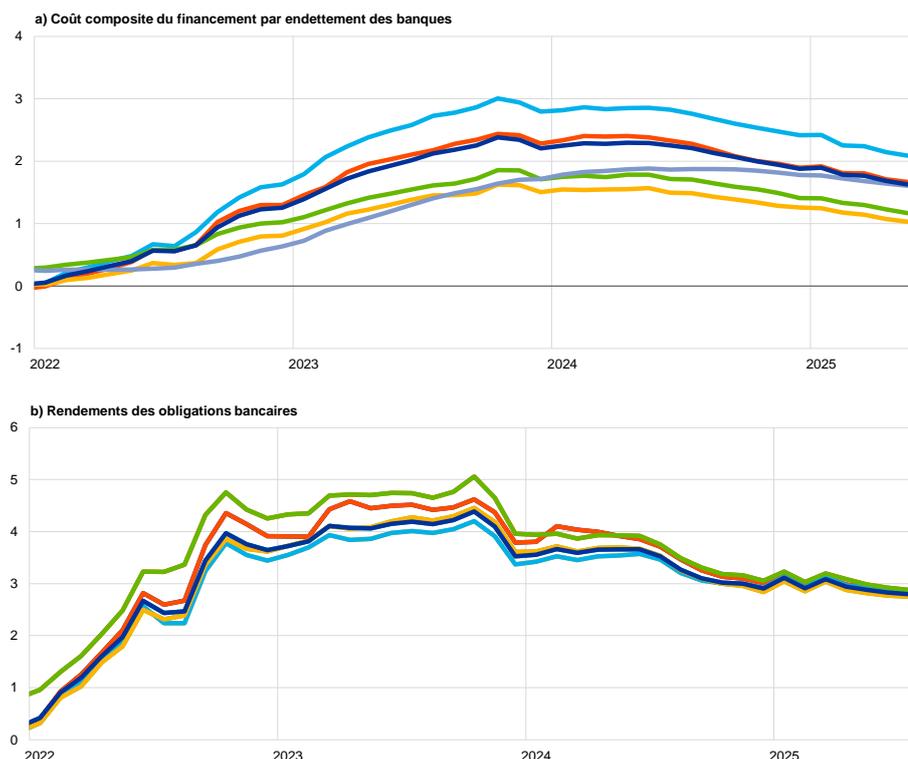
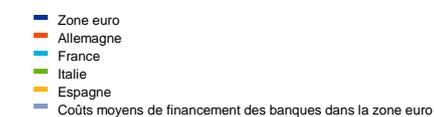
En mai, les coûts de financement des banques ont continué de diminuer, reflétant la baisse des taux directeurs. Les taux d'intérêt moyens des nouveaux prêts aux entreprises sont revenus à 3,7 % en mai, tandis que les taux d'intérêt moyens sur les nouveaux prêts hypothécaires consentis aux ménages ont peu varié depuis le début de l'année et sont ressortis à 3,3 %. La croissance des prêts aux entreprises et aux ménages a été globalement stable en mai, mais est restée bien inférieure aux moyennes historiques, reflétant également l'incertitude élevée. Au cours de la période sous revue allant du 5 juin au 23 juillet 2025, le coût du financement par fonds propres et par endettement de marché a légèrement diminué pour les entreprises. Selon l'enquête de la BCE de juillet 2025 sur la distribution du crédit bancaire dans la zone euro, les critères d'octroi pour les prêts aux entreprises sont restés globalement inchangés au deuxième trimestre 2025, tandis que la demande de prêts a légèrement augmenté. Les critères d'octroi des prêts au logement se sont légèrement durcis, tandis que la demande a continué d'augmenter fortement pour cette catégorie de prêts. Dans l'enquête de la BCE sur l'accès des entreprises au financement (Survey on the Access to Finance of Enterprises, SAFE) pour le deuxième trimestre 2025, qui a été réalisée entre le 30 mai et le 27 juin 2025, les entreprises ont continué de faire état d'une baisse des taux d'intérêt bancaires, tout en indiquant un léger durcissement des autres conditions des prêts. Le taux de croissance annuel de l'agrégat monétaire large (M3) est demeuré stable à 3,9 % en mai.

Les coûts de financement des banques ont légèrement diminué en mai 2025, reflétant la baisse des taux directeurs. 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, a légèrement baissé en mai (graphique 15, partie a), reflétant les réductions des taux directeurs de la BCE. La baisse a résulté des taux des dépôts et des taux interbancaires. Dans le même temps, les rendements des obligations bancaires ont fluctué autour de 3,0 % depuis le début de l'année, dans un contexte de volatilité accrue sur les marchés financiers, notamment depuis avril, en partie en lien avec l'incertitude relative aux droits de douane américains (graphique 15, partie b). Le taux de dépôt composite a légèrement diminué en mai, ressortant à 1,0 % après un pic à 1,4 % en mai 2024. Cette baisse a principalement résulté de la baisse des taux d'intérêt appliqués aux dépôts à terme des entreprises et des ménages. Les taux des dépôts à vue sont demeurés globalement stables et, tout en restant significatif, l'écart entre les taux appliqués aux dépôts à terme et ceux appliqués aux dépôts à vue pour les entreprises et pour les ménages s'est encore réduit.

Graphique 15

Coûts composites du 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 mai 2025 pour le coût composite du financement par endettement des banques (partie a) et au 23 juillet 2025 pour les rendements des obligations bancaires (partie b).

Les taux débiteurs bancaires appliqués aux entreprises ont poursuivi leur baisse, tandis que les taux des prêts hypothécaires consentis aux ménages sont demeurés globalement inchangés, reflétant des différences en matière de périodes de fixation des prêts. En mai 2025, les taux débiteurs appliqués aux nouveaux prêts consentis aux sociétés non financières (SNF) ont diminué de 15 points de base pour s'établir à 3,65 %, soit une baisse d'environ 1,6 point de pourcentage par rapport à leur point haut d'octobre 2023 (graphique 16, partie a). Ce recul a été généralisé dans les principaux pays de la zone euro et s'explique par les prêts à court terme d'une durée inférieure ou égale à un an, en ligne avec la baisse des taux de marché à court terme. Les taux débiteurs appliqués aux encours ont également diminué, mais dans une moindre mesure. L'écart entre les taux d'intérêt appliqués aux prêts de faible montant et de montant élevé consentis aux entreprises a atteint 59 points de base en mai, avec des variations d'un pays à l'autre, un niveau nettement supérieur à son point bas de 31 points de base enregistré en janvier 2025,

mais sensiblement inférieur à sa moyenne de long terme. Pour les ménages, les taux débiteurs appliqués aux nouveaux prêts au logement sont restés globalement stables en mai, à 3,30 %, soit environ 80 points de base au-dessous de leur pic de novembre 2023, malgré quelques variations d'un pays à l'autre (graphique 16, partie b). Cette évolution reflète une certaine variabilité selon les périodes de fixation et les pays, les taux diminuant pour les prêts assortis de périodes de fixation inférieures ou égales à cinq ans et augmentant pour les prêts assortis de périodes de fixation plus longues. Les taux débiteurs appliqués aux encours sont également restés stables à 2,40 %. La disparité entre les taux débiteurs consentis aux ménages et ceux 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 dans de nombreuses juridictions, ce qui les rend moins sensibles aux fluctuations des taux de marché à court terme.

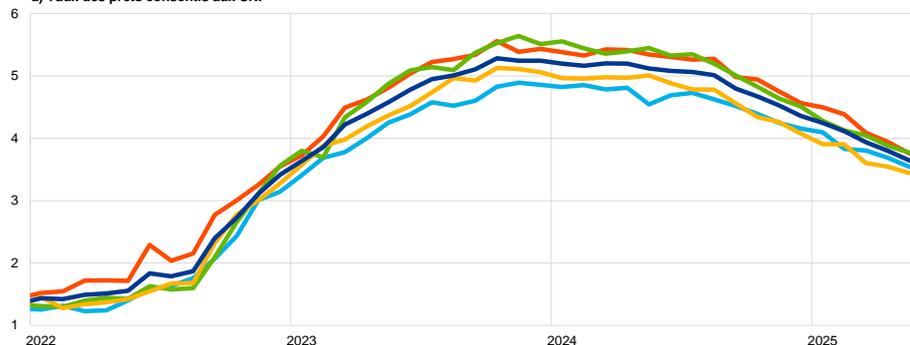
Graphique 16

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

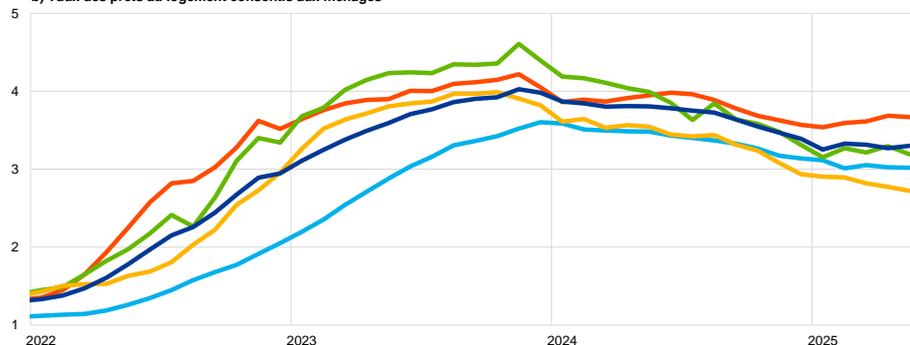
(pourcentages annuels)

- Zone euro
- Allemagne
- France
- Italie
- Espagne

a) Taux des prêts consentis aux SNF



b) Taux des prêts au logement consentis aux ménages



Sources : BCE et calculs de la BCE.

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

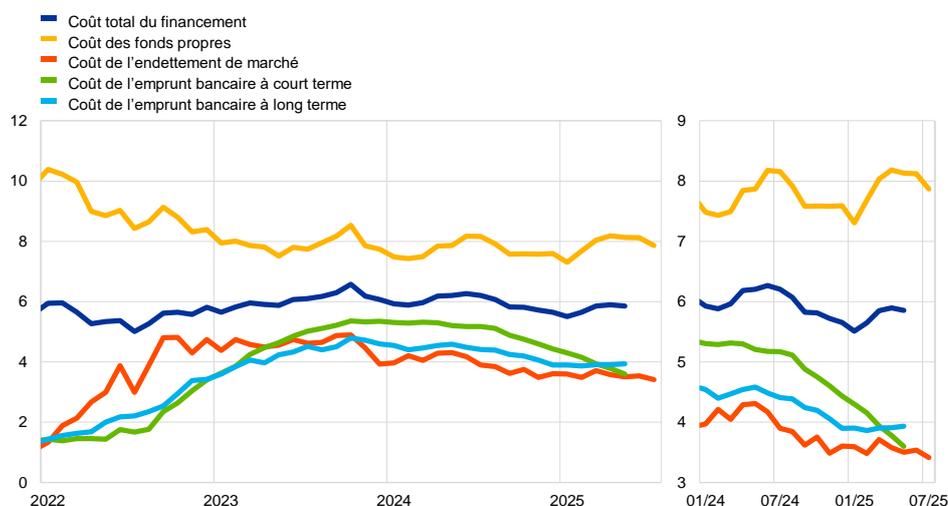
Au cours de la période sous revue allant du 5 juin au 23 juillet 2025, le coût du financement par fonds propres et par endettement de marché a légèrement

diminué pour les entreprises. Le coût total du financement pour les SNF – c'est-à-dire le coût composite de l'endettement bancaire, de l'endettement de marché et des fonds propres – a légèrement diminué en mai par rapport au mois précédent et s'est établi à 5,9 % (graphique 17) ⁹. Cette évolution résulte d'une baisse de toutes les composantes du coût total de financement des SNF, à l'exception du coût de l'emprunt à long terme auprès des banques, qui est resté inchangé. Les données quotidiennes pour la période sous revue allant du 5 juin au 23 juillet 2025 font apparaître une nouvelle légère baisse du coût du financement par fonds propres et du financement par endettement de marché. Une compression des écarts de rendement des obligations d'entreprises tant pour le segment bien noté (*investment-grade*) que pour le segment à haut rendement (*high-yield*) a plus que compensé une légère hausse des taux sans risque à long terme, ce qui a entraîné une légère baisse du coût de l'endettement de marché. De même, la baisse du coût du financement par fonds propres sur la même période a reflété une diminution de la prime de risque sur actions qui, bien que faible, a été plus importante que la hausse du taux sans risque à long terme, estimé par le taux des *swaps* au jour le jour à dix ans.

Graphique 17

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

(pourcentages annuels)



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

Notes : Le coût total du financement des sociétés non financières 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 23 juillet 2025 pour le coût de l'endettement de marché et le coût des fonds propres (données quotidiennes) et à mai 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 été globalement stable en mai, mais elle est restée nettement inférieure aux moyennes historiques.

Le taux de croissance annuel des prêts bancaires aux entreprises est revenu à 2,5 % en mai 2025, après 2,6 % en avril, restant ainsi nettement inférieur à sa moyenne historique de 4,3 % depuis janvier 1999 (graphique 18, partie a). Cette

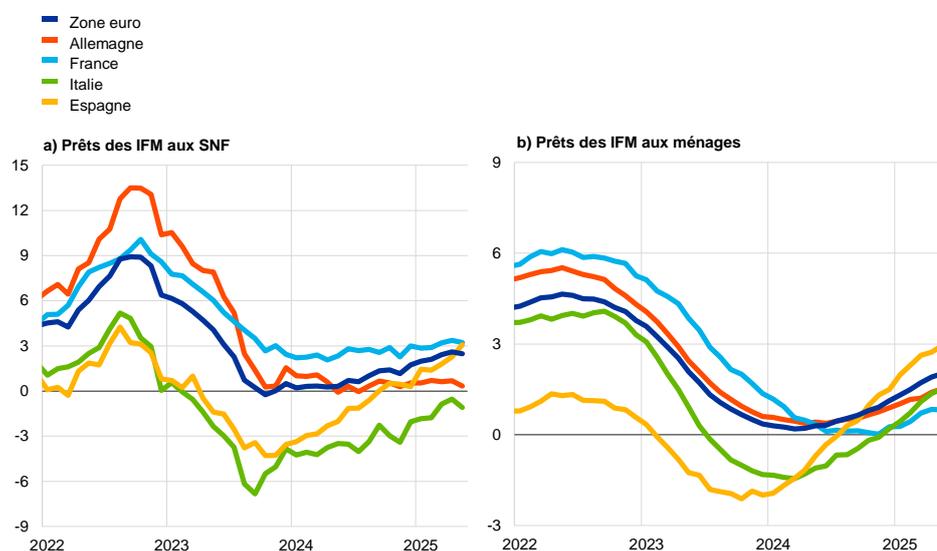
⁹ En raison de décalages dans la disponibilité des données relatives au coût de l'emprunt auprès des banques, les données relatives au coût total du financement des SNF ne sont disponibles que jusqu'à mai 2025.

évolution reflète des dynamiques à court terme plus faibles des prêts bancaires accordés aux entreprises, dans un contexte de fortes émissions nettes de titres de créance des entreprises. Le taux de croissance annuel des émissions de titres de créance des entreprises a rebondi à 3,4 % en mai, après 2,2 % en avril. Le taux de croissance annuel des prêts aux ménages s'est légèrement amélioré pour atteindre 2,0 % en mai, après 1,9 % en avril, même si ce niveau demeure bien inférieur à sa moyenne historique de 4,1 % (graphique 18, partie b). Les prêts au logement ont continué d'être le principal déterminant de cette tendance haussière, tandis que le taux de croissance annuel du crédit à la consommation est resté stable à de 4,3 % en mai. Néanmoins, la reprise des prêts aux ménages semble s'être essouffée, comme l'indique la baisse des flux mensuels entraînée sous l'effet des prêts hypothécaires. 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 amélioré en mai. Selon l'enquête de la BCE sur les anticipations des consommateurs de mai, le pourcentage de ménages percevant un durcissement de l'accès au crédit a diminué, mais demeure supérieur au pourcentage de participants percevant un assouplissement de l'accès au crédit. À plus long terme, les ménages prévoient un léger assouplissement de l'accès au crédit au cours des douze prochains mois.

Graphique 18

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

(variations annuelles en pourcentage)



Sources : BCE et calculs de la BCE.

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

Selon l'enquête de juillet 2025 sur la distribution du crédit bancaire dans la zone euro, les banques ont déclaré des critères d'octroi des prêts ou des lignes de crédit aux entreprises globalement inchangés au deuxième trimestre 2025 et un léger durcissement net des critères d'octroi des prêts au logement (graphique 19).

Les critères d'octroi des prêts et des lignes de crédit aux entreprises de la zone euro sont demeurés globalement inchangés au deuxième trimestre 2025, alors que les

banques avaient indiqué, lors de la précédente campagne d'enquête, qu'elles s'attendaient à un durcissement net. Les risques perçus liés aux perspectives économiques ont continué de contribuer à un durcissement des critères d'octroi, tandis que la concurrence a eu un effet d'assouplissement. La plupart des banques de la zone euro n'ont fait état d'aucun effet durcisseur spécifique supplémentaire sur leurs critères d'octroi lié à l'incertitude géopolitique et aux tensions commerciales, même si elles ont intensifié leur suivi des secteurs et des entreprises les plus exposés. En revanche, les banques ont fait état d'un léger durcissement net des critères d'octroi des prêts au logement et d'un durcissement net plus prononcé pour les crédits à la consommation. Les modifications de la perception des risques et de la tolérance au risque des banques ont été les principaux facteurs à l'origine du durcissement observé pour les deux segments des prêts consentis aux ménages. Les banques ont fait état d'une faible augmentation nette de la part des demandes de prêt rejetées pour les entreprises, d'une augmentation nette plus prononcée pour les crédits à la consommation et d'une part globalement inchangée pour les prêts au logement. Pour le troisième trimestre 2025, les banques de la zone euro s'attendent à une stabilité des critères d'octroi des prêts aux entreprises, à un léger assouplissement pour les prêts au logement et à un nouveau durcissement pour les crédits à la consommation.

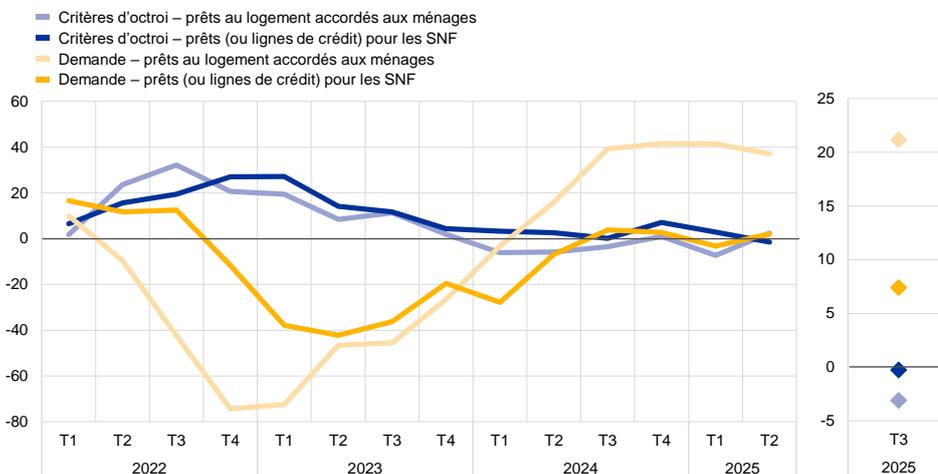
Au deuxième trimestre 2025, les banques ont fait état d'une légère augmentation de la demande de prêts aux entreprises et d'une nouvelle augmentation substantielle de la demande de prêts au logement.

La demande de prêts des entreprises a été soutenue au deuxième trimestre 2025 par la baisse des taux débiteurs, tandis que l'investissement fixe, les stocks et le fonds de roulement ont eu une incidence neutre. Plusieurs banques ont évoqué un effet modérateur sur la demande de prêts de l'incertitude mondiale et des tensions commerciales qui y sont associées. S'agissant des prêts au logement, la forte hausse de la demande résulte principalement de la baisse des taux d'intérêt, de l'amélioration des perspectives sur le marché de l'immobilier résidentiel et, dans une moindre mesure, de la hausse de la confiance des consommateurs. La demande de crédit à la consommation a également été soutenue par la baisse des taux d'intérêt, ainsi que par d'autres facteurs, qui ont contrebalancé les contributions négatives de la baisse de la confiance des consommateurs et des dépenses en biens durables. Pour le troisième trimestre 2025, les banques s'attendent à une poursuite de la hausse de la demande de prêts des entreprises, à une forte hausse de la demande de prêts au logement et à une demande globalement inchangée de crédits à la consommation.

Graphique 19

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

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



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

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

D'après les réponses des banques aux questions *ad hoc*, l'accès au financement s'est légèrement amélioré, tandis que les risques perçus pour la qualité du crédit ont eu un effet durcisseur sur les critères d'octroi. Au deuxième trimestre 2025, l'accès des banques au financement de détail et au financement de gros s'est légèrement amélioré, porté par le financement de détail à court terme, les marchés monétaires et les titres de créance, et est resté globalement inchangé pour les titrisations. Les banques ont indiqué que les variations de l'excédent de liquidité détenu auprès de l'Eurosystème au premier semestre 2025 ont eu une incidence neutre sur les conditions d'octroi des prêts bancaires. En revanche, les banques de la zone euro ont déclaré un effet durcisseur des ratios de prêts non performants et d'autres indicateurs de la qualité du crédit sur leurs critères d'octroi pour toutes les catégories de prêts au deuxième trimestre 2025. Les évolutions des critères d'octroi et de la demande de prêts ont été hétérogènes entre les principaux secteurs économiques au premier semestre 2025. Les critères d'octroi de crédit se sont durcis dans l'immobilier commercial, le secteur manufacturier, le commerce de gros et de détail et, dans une moindre mesure, dans la construction, tandis qu'ils se sont légèrement assouplis dans la plupart des services (à l'exception des services financiers et de l'immobilier) et dans l'immobilier résidentiel.

D'après les résultats d'enquêtes, les risques liés au climat et les mesures associées ont contribué au durcissement des conditions d'octroi de prêts aux entreprises à fortes émissions de carbone. Les banques de la zone euro ont indiqué que les risques liés au climat et les mesures prises par les entreprises pour faire face au changement climatique ont continué à exercer un effet de durcissement net sur les politiques de prêt aux entreprises fortement émettrices (les entreprises qui

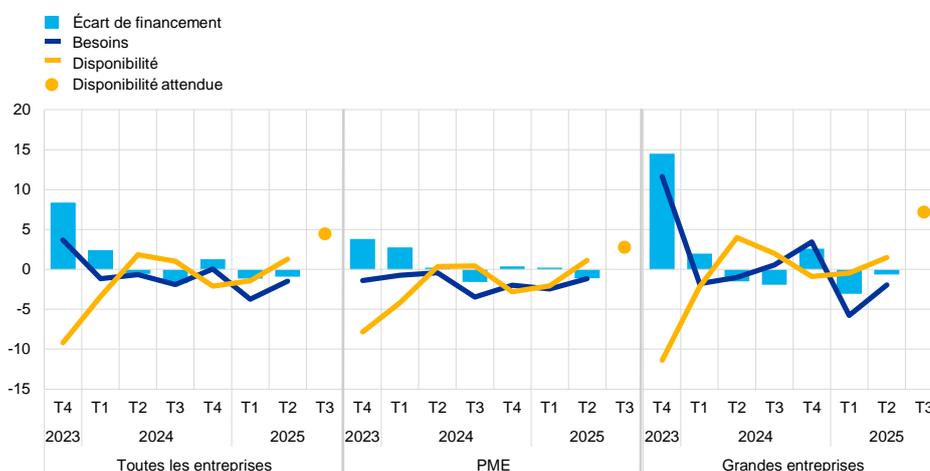
contribuent significativement au changement climatique et qui n'ont pas encore commencé la transition ou ont réalisé peu de progrès en la matière) au cours des douze derniers mois. Le risque physique et le risque de transition des entreprises ont eu un effet de durcissement net modéré sur la politique de prêt des banques, tandis que le soutien budgétaire lié au climat a continué d'avoir un effet d'assouplissement. Les banques ont également fait état d'une augmentation nette de la demande de prêts aux entreprises en transition et aux entreprises vertes en raison du changement climatique, tandis que l'incertitude relative à la réglementation climatique future a été perçue comme un obstacle important à la demande de prêts. Sur la base d'une nouvelle question relative à l'impact du changement climatique sur les prêts au logement, les banques ont fait état d'un effet d'assouplissement sur les critères d'octroi pour les bâtiments à haute performance énergétique et d'un effet de durcissement pour les bâtiments à faible performance énergétique au cours des douze derniers mois. Le risque physique pesant sur l'immobilier a toutefois été un déterminant important de la poursuite du durcissement net des conditions du crédit dans leur ensemble. Les banques ont également indiqué que le changement climatique avait un impact positif sur la demande de prêts pour les bâtiments à haute et moyenne performance énergétique, mais un impact négatif pour ceux à faible performance énergétique. L'investissement dans la performance énergétique a été le facteur clé de la demande de prêts liés au climat, soutenu par les taux débiteurs préférentiels pour les investissements visant à accroître la durabilité, tandis que l'incertitude relative à la réglementation climatique future a été déclarée comme un facteur modérateur pour la demande de prêts.

Dans la dernière enquête sur l'accès des entreprises au financement (SAFE), les entreprises ont fait état d'une nouvelle baisse des taux d'intérêt bancaires, dans un contexte de durcissement continu des autres conditions de prêt. Au deuxième trimestre 2025, un pourcentage net de 4 % des entreprises a fait état d'une baisse des taux d'intérêt des banques, après un pourcentage net de 12 % au trimestre précédent. En particulier, un pourcentage net plus élevé de grandes entreprises (31 %) a observé une baisse des taux d'intérêt, tandis qu'un pourcentage net de 2 % de petites et moyennes entreprises (PME) a fait état d'une augmentation. Dans le même temps, un pourcentage net de 16 % des entreprises (contre 24 % au premier trimestre 2025) a indiqué une hausse des autres coûts de financement, tels que les charges, les frais et les commissions, et un pourcentage net de 11 % des entreprises (contre 13 %) a fait état d'exigences de garanties plus strictes.

Graphique 20

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

(en pourcentages nets de participants)



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

Notes : « PME » signifie « petites et moyennes entreprises ». Les pourcentages nets correspondent à la différence entre le pourcentage d'entreprises faisant état d'une augmentation de la disponibilité des prêts bancaires (besoins et disponibilité attendue, respectivement) et le pourcentage signalant une baisse de la disponibilité au cours des trois derniers mois. L'indicateur de l'évolution perçue de l'écart de financement prend une valeur égale à 1 (-1) si le besoin augmente (diminue) tandis que la disponibilité diminue (augmente). Si les entreprises ne perçoivent qu'une hausse (baisse) unilatérale de l'écart de financement, on assigne à la variable une valeur de 0,5 (-0,5). Une valeur positive de l'indicateur signale un élargissement de l'écart de financement. Les valeurs sont multipliées par 100 pour obtenir des soldes nets pondérés en pourcentages. La disponibilité attendue a été décalée d'une période afin de permettre une comparaison directe avec les réalisations. Les chiffres se rapportent au pilote 2 et aux campagnes 30 à 35 de l'enquête SAFE (octobre-décembre 2023 à avril-juin 2025).

Les entreprises ont déclaré que leurs besoins en prêts bancaires et la disponibilité de ces prêts étaient globalement inchangés, et elles anticipent une nouvelle amélioration de la disponibilité au cours des trois prochains mois (graphique 20). Le pourcentage net d'entreprises faisant état d'une hausse de la disponibilité des prêts bancaires s'est établi à 1 % (par rapport à un pourcentage net de 1 % indiquant une baisse au trimestre précédent). Les PME ont indiqué une plus faible hausse de la disponibilité des prêts bancaires que les grandes entreprises.

Ces évolutions sont cohérentes avec les critères d'octroi globalement inchangés mis en évidence dans l'enquête sur la distribution du crédit bancaire dans la zone euro au cours de la même période. L'indicateur de l'écart de financement pour les prêts bancaires – un indice rendant compte de la différence entre les variations des besoins et celles de la disponibilité – est resté globalement stable, à un pourcentage net de -1 %, par rapport au trimestre précédent. Pour les trois prochains mois, les entreprises s'attendent à une nouvelle amélioration de la disponibilité du financement bancaire.

La croissance de l'agrégat monétaire large (M3) est demeurée stable en mai 2025, dans un contexte d'incertitude élevée (graphique 21). La croissance annuelle de M3 est demeurée inchangée, à 3,9 % en mai. La croissance annuelle de l'agrégat monétaire étroit (M1), qui comprend les composantes les plus liquides de M3, a augmenté pour s'établir à 5,1 % en mai après 4,7 % en avril. Cette évolution peut être attribuée à une hausse du taux de croissance annuel des dépôts à vue détenus par les entreprises et les ménages, qui est ressorti à 5,6 % en mai,

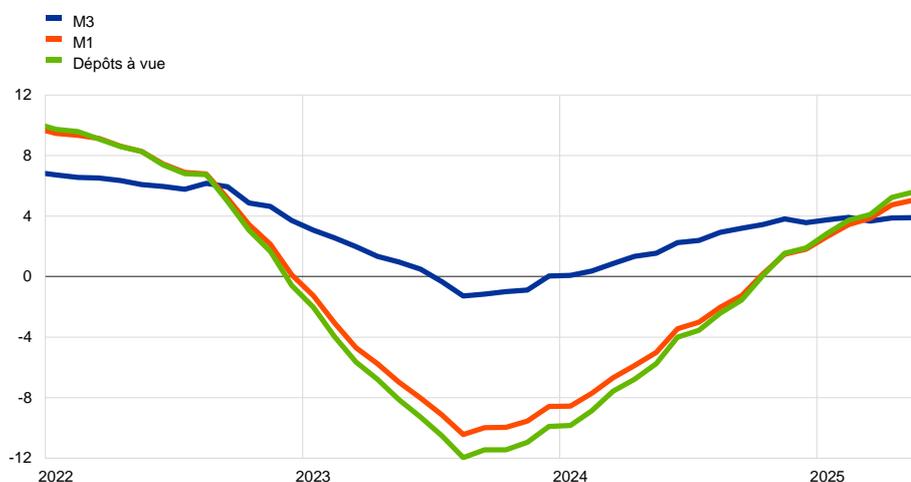
après 5,2 % en avril, reflétant probablement une préférence des investisseurs pour la

liquidité dans un environnement incertain et la diminution des taux d'intérêt sur les dépôts d'épargne. S'agissant des différentes contreparties, la croissance de la monnaie au sens large résulte principalement des flux entrants nets étrangers, ce qui indique un plus grand intérêt de la part des investisseurs étrangers pour les actifs libellés en euros depuis avril. Les prêts bancaires aux entreprises et aux ménages ont apporté une contribution modeste à la création monétaire, et les émissions nettes d'obligations bancaires à plus long terme ont rebondi après une baisse des émissions en avril. Dans le même temps, la contraction en cours du bilan de l'Eurosystème a continué de peser sur la croissance de M3.

Graphique 21

M3, M1 et dépôts à vue

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



Source : BCE

Note : Les dernières observations se rapportent à mai 2025.

Encadrés

1 Confiance des consommateurs et décisions de consommation des ménages

Adam Baumann, Luca Caprari, Maarten Dossche, Georgi Kocharkov et Omiros Kouvavas

La confiance des consommateurs joue un rôle important pour déterminer l'activité économique. Les analystes et les décideurs suivent attentivement les indicateurs de confiance des consommateurs qui, grâce à une disponibilité rapide et à un co-mouvement étroit avec l'activité économique, les aident à évaluer la vigueur de l'économie (Barsky et Sims, 2012 ; Dees et Brinca, 2013 ; Ludvigson, 2004). Ces indicateurs synthétisent généralement les informations concernant la perception par les consommateurs de la situation économique actuelle et future et les anticipations relatives à la situation financière des ménages et à leurs projets de dépenses. Dans cet encadré, nous présentons un nouvel indicateur de confiance des consommateurs (*Consumer Confidence Indicator*, CCI) tiré de l'enquête de la BCE sur les anticipations des consommateurs (*Consumer Expectations Survey*, CES) et nous utilisons des microdonnées additionnelles afin d'étudier la relation entre la confiance des consommateurs et les dépenses réelles au niveau des ménages.

L'indicateur de confiance des consommateurs fondé sur l'enquête CES (indicateur CES CCI) rend compte des perceptions qu'ont les individus de la situation économique et de leurs perspectives financières. L'indicateur CES CCI utilise une méthodologie très proche de celle de l'indicateur largement utilisé de la Commission européenne relatif à la confiance des consommateurs (indicateur EC CCI), ce qui garantit un cadre solide et standardisé pour mesurer la confiance des consommateurs ¹. L'indicateur CES CCI est fondé sur quatre questions qualitatives de l'enquête CES portant sur la situation financière personnelle passée et future des participants, sur leurs anticipations relatives à la croissance économique agrégée pour les 12 prochains mois et sur leurs intentions d'effectuer des achats importants au cours des 12 prochains mois ². Des pondérations égales sont attribuées au score de réponse de chaque question. Les scores pondérés pour les quatre questions sont agrégés afin de calculer un indice de confiance individuel. La somme pondérée par la population de tous les indices de confiance individuels est ensuite utilisée pour obtenir le score de l'indicateur. La capacité à calculer, à partir des observations individuelles

¹ CF. DG-ECFIN (2025), « *The Joint Harmonised EU Programme of Business and Consumer Surveys – User Guide* », Commission européenne.

² Pour leur situation financière passée (il y a 12 mois) et leur situation financière future (dans 12 mois), les participants évaluent leur situation en utilisant les options suivantes : « Nettement moins bonne », « Moins bonne », « Sans changement », « Meilleure » et « Nettement meilleure », qui correspondent respectivement à des scores de réponse de -1, -½, 0, ½ et 1. De même, s'agissant des anticipations relatives à l'économie agrégée dans 12 mois, les participants ont le choix entre les options suivantes : « En contraction », « Sans changement » et « En croissance », qui se voient attribuer des scores de réponse de -1, 0 et 1, respectivement. Enfin, les participants répondent par « Oui » ou par « Non » s'agissant de leur intention de procéder à des achats importants dans 12 mois, ce qui correspond à des scores de réponse de -1 et 1, respectivement.

de l'enquête, un indicateur spécialisé relatif à la confiance des consommateurs pour tout groupe sociodémographique constitue une caractéristique essentielle de cette méthodologie. En outre, la confiance des consommateurs peut se décomposer additivement entre les contributions associées à chacune de ses quatre composantes. Par conséquent, l'indicateur fournit également une perspective à la fois sur les situations financières individuelles et sur les perspectives économiques générales.

La confiance des consommateurs demeure en territoire négatif en 2025 ³.

L'indicateur CES CCI est étroitement aligné avec l'indicateur EC CCI largement utilisé, comme le montre la partie a) du graphique A. Depuis son point bas d'octobre 2022, l'indicateur CES CCI a augmenté de 19 points d'indice ; la confiance agrégée des consommateurs s'est légèrement améliorée au second semestre 2024, mais cette évolution a été suivie d'une baisse en avril 2025 et d'un redressement partiel en mai. Ces fluctuations soulignent la nature changeante de la confiance des consommateurs en réponse aux évolutions des conditions économiques.

La confiance des consommateurs peut être analysée par quintile de revenu et niveau de culture financière. Les niveaux de l'indicateur de confiance des consommateurs diffèrent fortement entre les ménages situés dans les 20 % supérieurs et les 20 % inférieurs des tranches de revenu, comme le montre la partie a) du graphique A. Cela peut s'expliquer par le fait que les participants à l'enquête ayant des revenus élevés sont plus optimistes dans les quatre dimensions prises en compte par l'indicateur. La majeure partie de l'écart résulte de leur optimisme relatif s'agissant des achats importants prévus (comme le montrent également les parties b) et c) du graphique B). Le niveau de culture financière constitue un autre facteur de différenciation pour la confiance des consommateurs au niveau individuel (graphique A, partie b). Ici, les participants ayant des niveaux plus élevés de culture financière ont une confiance plus forte en moyenne, mais réagissent également davantage aux évolutions des conditions économiques (par exemple lors de la poussée inflationniste de 2022-2023).

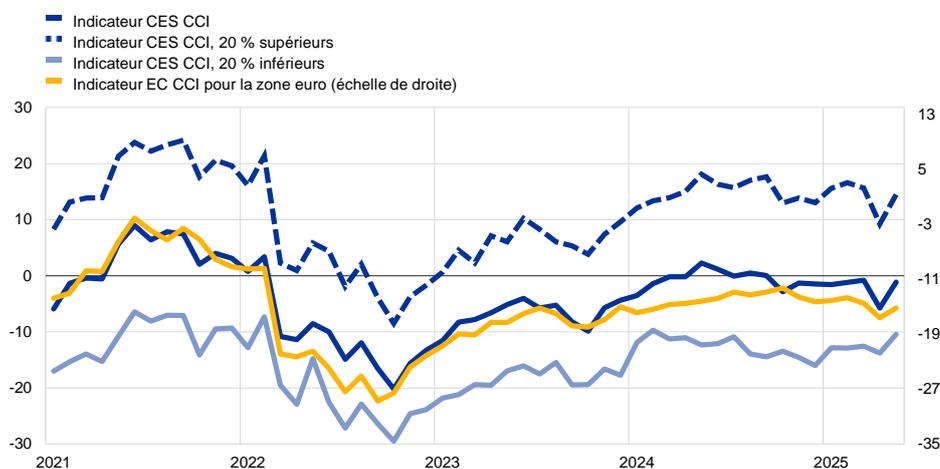
³ L'indicateur est fondé sur des soldes nets pondérés, ce qui signifie que les valeurs négatives indiquent un volume plus élevé de réponses négatives. La valeur zéro pour l'indicateur CES CCI correspond à la moyenne historique de - 11 pour l'indicateur EC CCI. Par conséquent, la courbe pour l'indicateur EC CCI est alignée sur - 11.

Graphique A

Évolution de l'indicateur de confiance des consommateurs

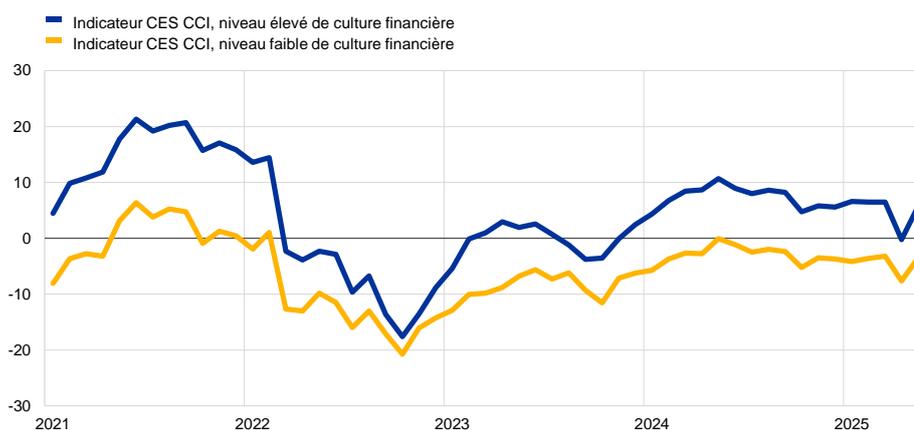
a) Indicateurs CES CCI et EC CCI pour la zone euro

(score)



b) Indicateur CES CCI, par niveau de culture financière

(score)



Sources : BCE (enquête CES) et Commission européenne.

Notes : Dans la partie a), la corrélation entre l'indicateur CES CCI et l'indicateur EC CCI est de 0,94. Les quintiles de revenu sont calculés à partir du revenu net des ménages déclaré par pays et par vague d'enquête. L'alignement des axes entre l'indicateur CES CCI et l'indicateur EC CCI est fondé sur leurs moyennes de long terme approximées, reflétant des différences dans la construction des scores de réponse pour chaque indicateur. Dans la partie b), la culture financière est divisée en deux groupes : les personnes obtenant un score de 4 sur une échelle allant de 0 à 4 dans le « quiz » consacré à la culture financière de l'enquête CES (niveau élevé de culture financière) et celles obtenant un score inférieur (niveau faible de culture financière). Les dernières observations se rapportent à mai 2025.

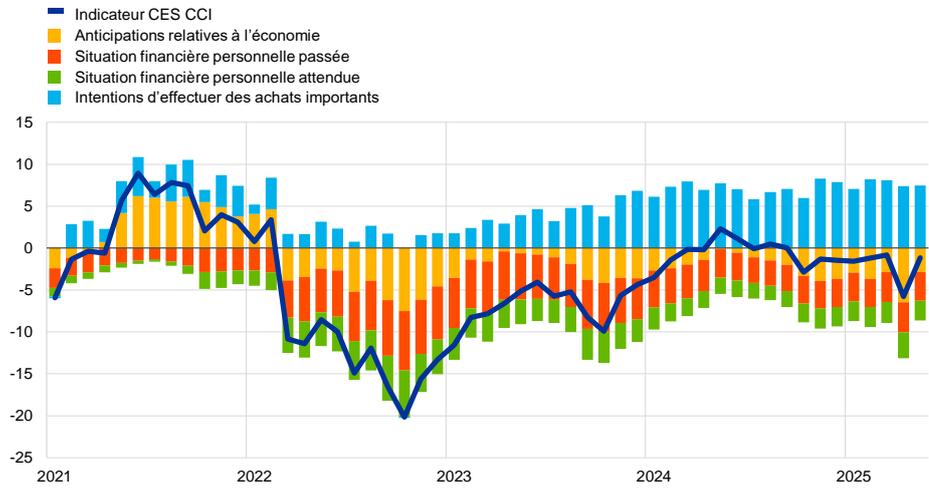
La décomposition de l'indicateur CES CCI entre ses quatre composantes montre que les scores relatifs aux anticipations économiques agrégées et à la consommation prévue sont ceux qui varient le plus au fil du temps. L'évolution de la confiance des consommateurs pour les différents ménages est principalement déterminée par les anticipations relatives à l'économie et les projets d'achats importants (graphique B, partie a). Alors que les anticipations relatives à la situation économique future influencent l'ensemble des ménages, la consommation prévue joue un rôle plus important pour appréhender la confiance des ménages à revenu élevé (graphique B, parties b et c). Au cours des derniers mois, les évolutions ont été principalement liées à la faiblesse des anticipations relatives à l'économie, avec une forte volatilité constatée en avril 2025 à la suite des tensions commerciales récentes.

Graphique B

Composantes de l'indicateur relatif à la confiance des consommateurs

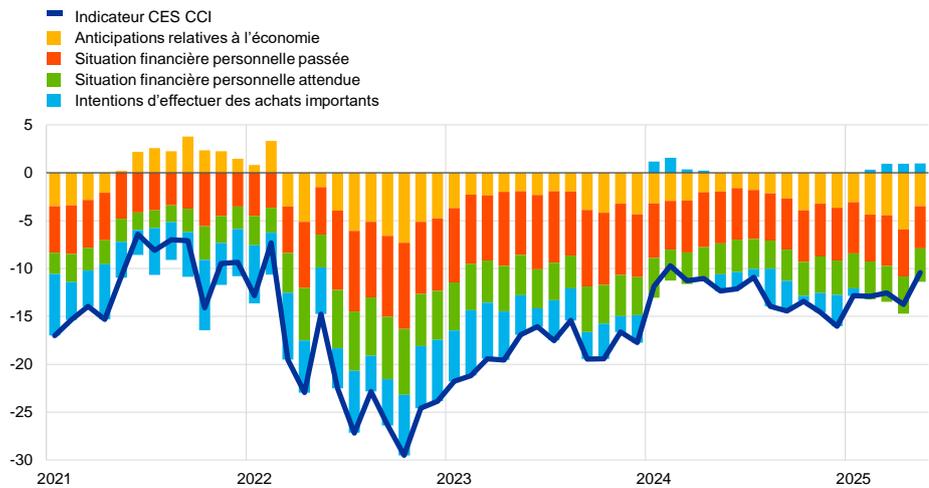
a) Décomposition de l'indicateur CES CCI entre ses composantes

(scores)



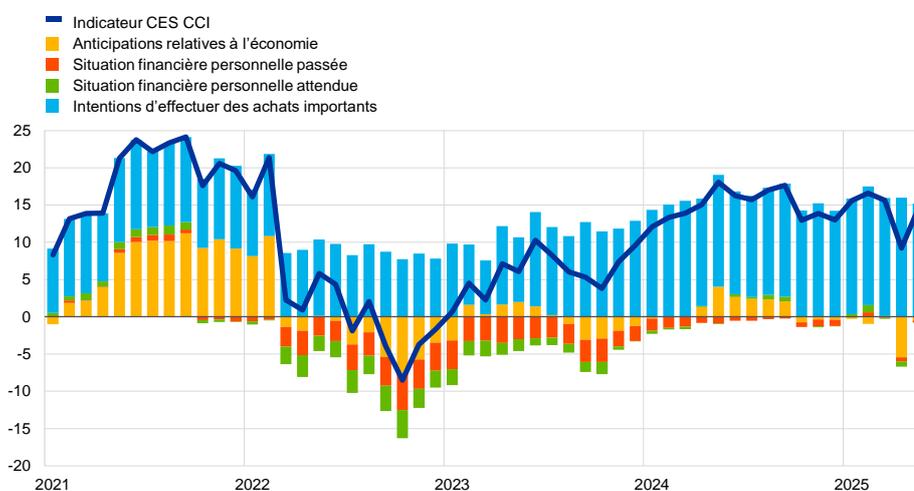
b) Décomposition de l'indicateur CES CCI pour les ménages situés dans les 20 % inférieurs des tranches de revenu

(scores)



c) Décomposition de l'indicateur CES CCI pour les ménages situés dans les 20 % supérieurs des tranches de revenu

(scores)



Source : BCE (enquête CES).

Notes : L'indicateur CES CCI est calculé à partir des réponses individuelles à l'enquête. Le score agrégé de l'indicateur CES CCI correspond à la moyenne pondérée des différents individus. L'indicateur peut être décomposé entre ses quatre questions contributives. Pour la décomposition, chaque question contributive est divisée par quatre afin d'obtenir les valeurs après pondération. Dans les parties b) et c), les quintiles de revenu sont calculés à partir du revenu net des ménages déclaré par pays et par vague d'enquête. Les dernières observations se rapportent à mai 2025.

La confiance des consommateurs au niveau individuel est étroitement liée à la consommation effective des ménages.

Une caractéristique unique de l'enquête CES tient au fait qu'elle permet de comprendre le lien entre la confiance des consommateurs individuels et la consommation totale auto-déclarée par ménage, qui est mesurée par une séquence de questions trimestrielles figurant dans l'enquête. À la différence de Barsky et Sims (2012), l'indicateur CES CCI s'appuie sur des données individuelles. La partie gauche du graphique C, partie a) illustre la relation entre la croissance de la consommation totale individuelle et les variations de la confiance des consommateurs individuels par quintile de revenu, en contrôlant par une série de caractéristiques individuelles. En moyenne, une variation de 10 points du score de l'indicateur CES CCI au niveau individuel est associée à une variation de 1,2 % de la consommation individuelle. Au-delà, la variation de la consommation des ménages situés dans les 20 % supérieurs des tranches de revenu passe à environ 1,6 % pour la même hausse de la confiance. Comme le montre la partie droite du graphique C, partie a), l'association positive entre les variations de la confiance et la croissance de la consommation résulte presque entièrement de la composante discrétionnaire de la consommation totale⁴. Cette composante représente également une part plus importante de la consommation totale parmi les ménages à revenu élevé. Ce résultat coïncide avec les conclusions récentes sur les dépenses de consommation non essentielles (Andreolli *et al.*, 2024), qui sont davantage procycliques et représentent une part plus élevée du panier de consommation des ménages à revenu élevé.

⁴ La consommation est divisée en deux groupes : 1) la consommation discrétionnaire, et 2) la consommation de base. La consommation discrétionnaire comprend les dépenses en loisirs, voyages, restaurants et bars, articles ménagers volumineux, articles de luxe et achats de voitures, tandis que la consommation nécessaire est définie comme comprenant les dépenses en matière de logement, de services collectifs, d'alimentation et de santé.

Les évolutions récentes de la confiance des consommateurs, en particulier pour les ménages situés dans les 20 % supérieurs des tranches de revenu, vont dans le sens d'une croissance modérée de la consommation dans l'ensemble en 2025⁵. L'utilisation des estimations spécifiques à chaque quintile conjointement avec les parts de chaque quintile de revenu dans la consommation agrégée permet de calculer l'impact marginal d'une variation de la confiance sur la consommation agrégée, toutes choses égales par ailleurs (graphique C, partie b). Cet exercice montre qu'une baisse de 10 points du score de l'indicateur CES CCI correspond généralement à une baisse de 1,3 % de la consommation agrégée, les quintiles les plus élevés représentant plus de la moitié de l'impact.

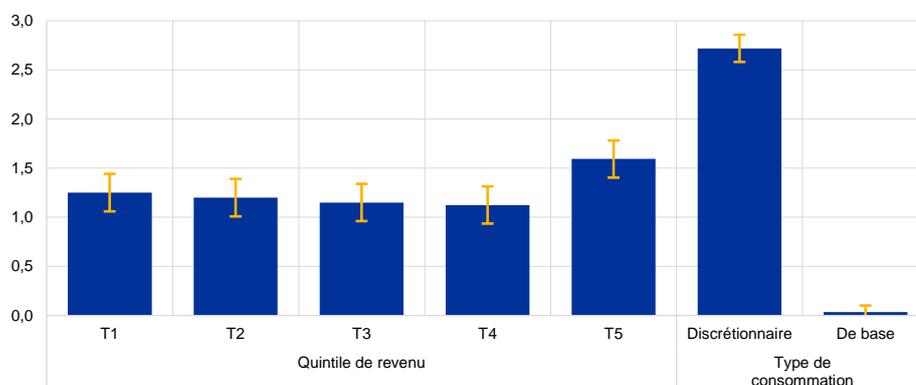
⁵ L'impact de la confiance des consommateurs sur la consommation complète d'autres canaux qui contribuent à la réaction modérée de la consommation (cf. Baumann *et al.* (2025) pour l'impact des perceptions erronées des revenus et Baptista *et al.* (2025) pour l'impact du canal des flux de trésorerie via les prêts hypothécaires).

Graphique C

Impact sur la consommation d'une variation du score de l'indicateur CES CCI

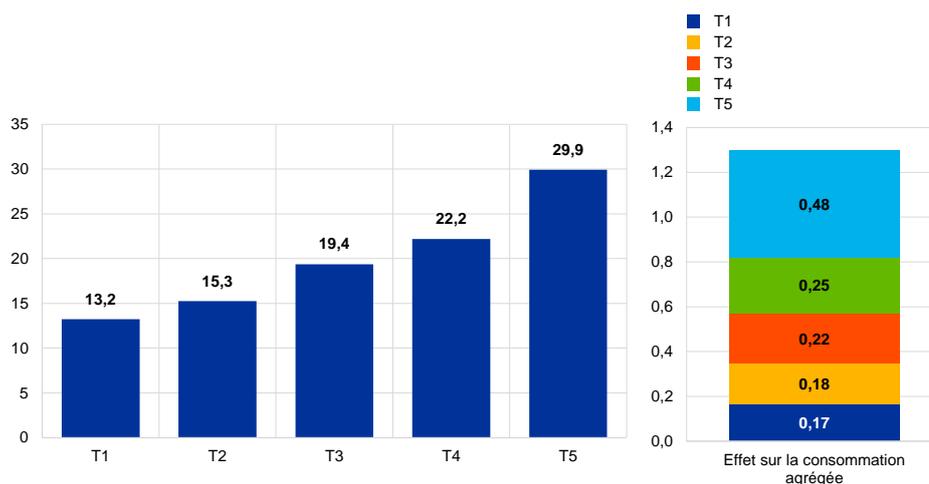
a) Effet sur la consommation individuelle d'une variation de 10 points du score de l'indicateur CES CCI

(en pourcentages)



b) Parts de la consommation agrégée et score de l'indicateur CES CCI, par quintile de revenu

(en pourcentages)



Source : BCE (enquête CES).

Notes : Les quintiles de revenu sont calculés à partir du revenu net des ménages déclaré par pays et par vague d'enquête. Dans la partie a), les coefficients sont calculés à partir d'une régression linéaire de la variation annuelle de la consommation individuelle logarithmique sur la variation annuelle du score de l'indicateur de confiance des consommateurs avec des interactions liées aux quintiles de revenu, des contrôles et des effets fixes liés au pays/à la vague d'enquête. Les moustaches jaunes indiquent les intervalles de confiance à 90 % des coefficients estimés. Dans la partie b), pour calculer la décomposition, la part de la consommation agrégée de chaque quintile de revenu est multipliée par l'effet de l'indicateur de confiance des consommateurs sur la consommation individuelle (coefficient de régression précédent).

Bibliographie

Andreolli (M.), Rickard (N.) et Surico (P.) (2024), « *Non-Essential Business Cycles* », *CEPR Discussion Papers*, n° 19773, Centre for Economic Policy Research.

Baptista (P.), Dossche (M.), Hannon (A.), Henricot (D.), Kouvas (O.), Malacrino (D.) et Zimmermann (L.) (2025), « *La transmission de la politique monétaire : des taux hypothécaires à la consommation* », *Bulletin économique*, n° 4, BCE.

Barsky (R.B.) et Sims (E.R.) (2012), « *Information, Animal Spirits, and the Meaning of Innovations in Consumer Confidence* », *American Economic Review*, vol. 102, n° 4, p. 1343-77.

Baumann (A.), Caprari (L.), Kocharkov (G.) et Kouvavas (O.) (2025), « [Les revenus réels augmentent-ils ou non ? Les perceptions des ménages et leur rôle dans la consommation](#) », *Bulletin économique*, n° 1, BCE.

Dees (S.) et Brinca (P.) (2013), « *Consumer confidence as a predictor of consumption spending: Evidence for the United States and the Euro area* », *International Economics*, vol. 134, p. 1-14.

Ludvigson (S.C.) (2004), « *Consumer Confidence and Consumer Spending* », *Journal of Economic Perspectives*, vol. 18, n° 2, p. 29-50.

La concurrence croissante de la Chine : quelles conséquences pour l'emploi dans la zone euro ?

Clémence Berson, Claudia Foroni, Vanessa Gunnella et Laura Lebastard

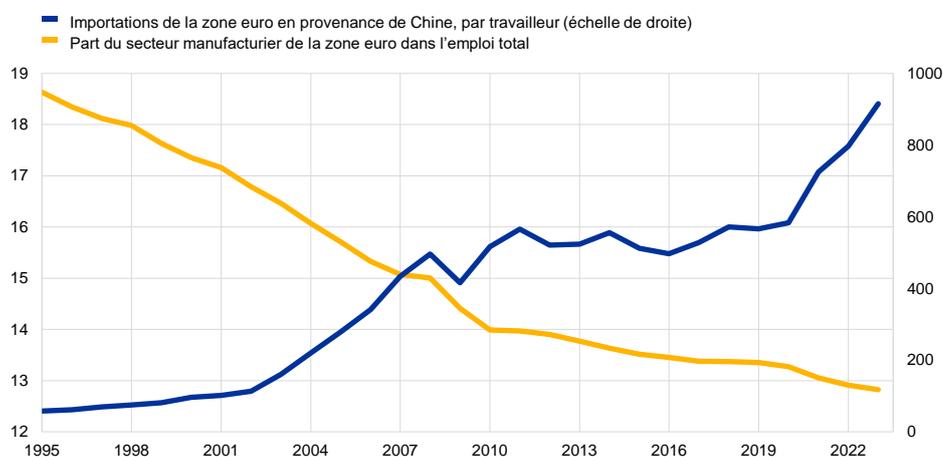
La concurrence accrue de la Chine sur les marchés d'exportation mondiaux a affecté le marché du travail de la zone euro ces dernières années. À mesure que la Chine s'est déplacée en amont de la chaîne de valeur, ses exportations ont constitué un défi croissant pour les entreprises européennes, tant sur le plan intérieur que sur les marchés de pays tiers (Banin *et al.*, 2025). Cette concurrence ne se limite plus aux biens à bas coût ; elle s'étend désormais aux secteurs à forte valeur ajoutée, tels que les véhicules et les machines spéciales (Al-Haschimi *et al.*, 2024). Les droits de douane élevés appliqués par les États-Unis à la Chine pourraient encore accroître la concurrence pour les producteurs de la zone euro si les exportateurs chinois se développaient ou cherchaient de nouveaux marchés en Europe. Cet encadré analyse les implications de la concurrence accrue de la Chine pour l'emploi dans la zone euro en explorant comment les modifications de la demande de main-d'œuvre sont liées aux évolutions de la pénétration des importations et de la structure des échanges commerciaux.

Nous pouvons évaluer la pénétration des importations en mesurant la hausse des importations chinoises par travailleur sur les marchés européens, définie comme le ratio importations de la zone euro en provenance de Chine/emploi total dans la zone euro. Cette mesure met en lumière la présence croissante des biens chinois sur les marchés de la zone euro (graphique A). Depuis l'adhésion de la Chine à l'Organisation mondiale du commerce en 2001, ses exportations vers la zone euro ont fortement augmenté : malgré une stabilisation entre 2010 et 2020, elles ont bondi de 60 % après la pandémie, la part de la Chine dans les importations de biens de la zone euro augmentant de deux points de pourcentage, à 15,6 % en 2024.

Graphique A

Importations de la zone euro en provenance de Chine par travailleur et part de l'emploi dans le secteur manufacturier de la zone euro

(échelle de gauche : pourcentage ; échelle de droite : milliers d'euros)



Sources : Eurostat et Trade Data Monitor.

Les importations en provenance de Chine ont fortement augmenté dans

certains secteurs. Ce sont les véhicules et les produits chimiques qui ont enregistré les plus fortes hausses des importations en provenance de Chine, augmentant de 150 % et 140 %, respectivement, au cours des cinq dernières années (graphique B) ¹. D'autres secteurs ont également affiché une croissance soutenue des importations chinoises, par exemple l'industrie du papier, l'imprimerie et les équipements électriques ont chacun augmenté de 85 %. Ces statistiques soulignent l'ampleur de la pénétration des importations chinoises dans un large éventail de secteurs, du secteur manufacturier traditionnel aux technologies avancées.

¹ Plusieurs entreprises européennes dans le secteur des véhicules et, dans une moindre mesure, dans le secteur de la chimie disposent d'usines et de coentreprises en Chine afin de servir le marché intérieur – toutefois, celles-ci servent également le reste du monde, notamment la zone euro.

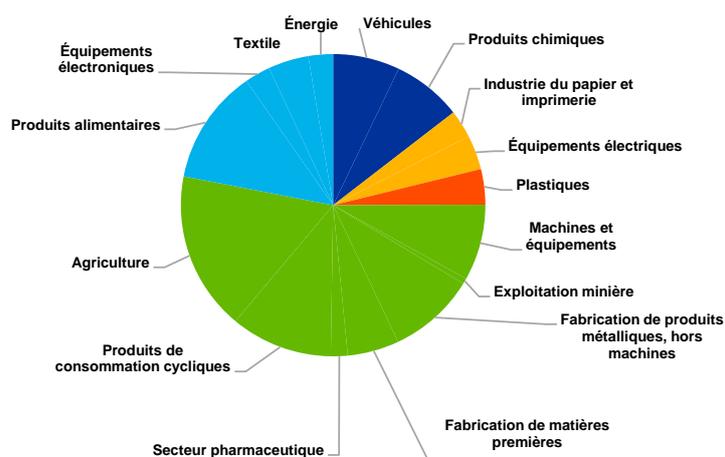
Graphique B

Exposition de l'emploi aux variations des importations chinoises dans la zone euro

(pourcentage)



Hausse des importations en provenance de Chine



Sources : Eurostat et Trade Data Monitor.

Notes : Les couleurs dans ce graphique illustrent les évolutions des importations de la zone euro en provenance de Chine entre 2019 et 2024. Les dernières observations relatives aux parts d'emploi se rapportent à 2022.

L'augmentation de la concurrence chinoise exerce des conséquences directes sur les marchés du travail de la zone euro. Les secteurs particulièrement exposés à la concurrence de la Chine, c'est-à-dire les secteurs où les importations en provenance de Chine ont fortement augmenté, employaient 29 millions de personnes, soit environ 27 % de l'emploi total dans la zone euro, en 2024. Sur la base des données de cette année-là, le secteur manufacturier en représente une part significative, parce qu'il emploie 24 millions de personnes et qu'il est particulièrement exposé aux chocs commerciaux et à la pénétration des importations chinoises². Même si les secteurs les plus exposés à la pénétration accrue des importations chinoises (comme les véhicules et les produits chimiques) ne sont pas les employeurs les plus importants, ils restent essentiels pour l'économie de la zone euro. Le secteur des véhicules ne représente que 1 % du total de l'emploi dans la zone euro, mais contribue à hauteur de près de 10 % à la valeur ajoutée réelle du secteur manufacturier et à un peu moins de 2 % du PIB de la zone. Lorsque l'on tient compte des liens intersectoriels, la pertinence du secteur des véhicules double presque, ce qui prouve son importance vitale pour l'économie (De Santis *et al.*, 2024). À eux deux, le secteur des véhicules et le secteur de la chimie emploient quatre millions de personnes, soit 2,5 % de l'emploi total de la zone euro. Les autres secteurs exposés,

² Les cinq millions de travailleurs restants sont employés dans l'agriculture, l'exploitation minière et l'énergie.

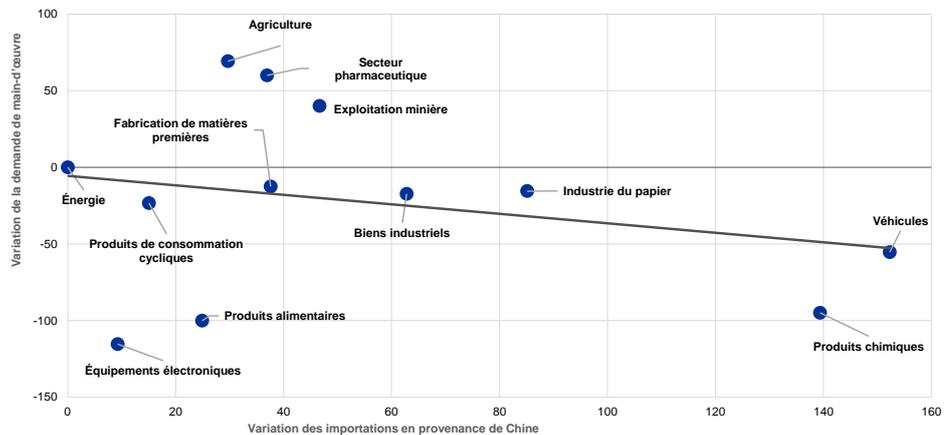
notamment l'industrie du papier, les équipements électriques et les plastiques, représentent trois millions de travailleurs supplémentaires, soit 1,7 % de l'emploi total.

La demande de main-d'œuvre s'est davantage réduite dans les secteurs où l'exposition à la Chine a le plus fortement augmenté entre 2019 et 2024. À l'aide des données tirées des téléconférences sur les résultats et de la méthodologie de Foroni et Schroeder (2025), nous avons construit un indicateur sectoriel des tensions sur la demande de main-d'œuvre à partir d'une liste de mots-clés qui font référence aux pressions auxquelles les entreprises sont confrontées en raison de la demande de main-d'œuvre non satisfaite. Dans la zone euro, la demande de main-d'œuvre a été confrontée à des chocs majeurs, tels que la pandémie et la crise de l'énergie, et d'autres dynamiques dans des secteurs spécifiques (comme la faible demande de voitures en Europe) peuvent aussi avoir eu un impact. Le graphique C illustre le lien entre les variations de la demande de main-d'œuvre dans la zone euro et les évolutions des importations en provenance de Chine. Les secteurs confrontés à une concurrence accrue de la Chine ont enregistré de plus fortes baisses des emplois vacants publiés – un signal de diminution de la demande de main-d'œuvre. Entre 2019 et 2024, la demande de main-d'œuvre a baissé de 55 % dans le secteur des véhicules et, selon les estimations, de 95 % dans l'industrie chimique. À l'inverse, les secteurs moins exposés à la concurrence chinoise ont affiché, en moyenne, une demande de main-d'œuvre relativement stable au cours de la même période.

Graphique C

Dynamique des importations chinoises et variations de la demande de main d'œuvre dans la zone euro par secteur

(pourcentage)



Sources : NL Analytics, Trade Data Monitor et calculs des services de la BCE.

Notes : La demande de main-d'œuvre est mesurée à l'aide des données extraites des téléconférences sur les résultats (Faroni et Schroeder, 2025). Les variations concernent la période 2019-2024.

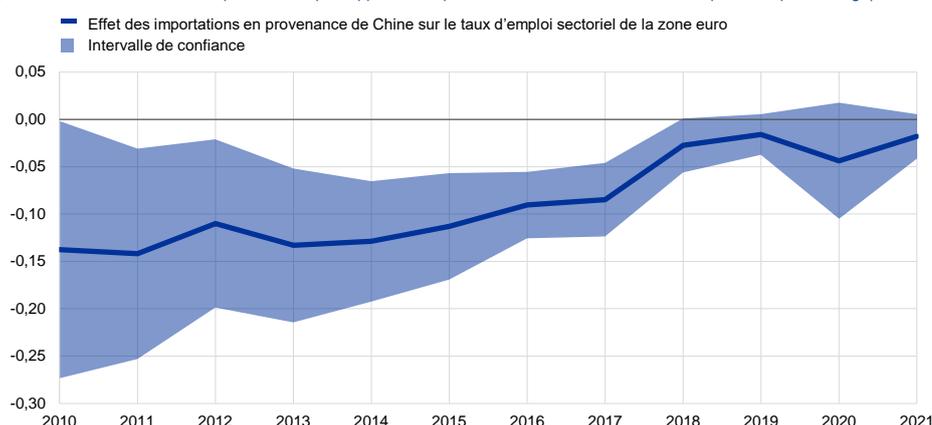
Une hausse des importations par travailleur dans un secteur entraîne une perte correspondante d'emploi dans ce secteur. En appliquant l'analyse d'Autor *et al.* (2013) aux pays de la zone euro, le graphique D montre l'impact sur les taux d'emploi sectoriels des pays de la zone euro, en 2022, d'une hausse des importations en

provenance de Chine par travailleur chaque année entre 2010 et 2021³. La longueur de la période permet d'observer un impact significatif sur les taux d'emploi qui se fait sentir progressivement, dans la mesure où les effets des licenciements et l'adaptation de la main-d'œuvre à la situation économique peuvent mettre du temps à pleinement se réaliser. En particulier, les effets sont plus importants lorsque l'on considère les évolutions depuis 2010 et s'inscrivent en baisse progressive quand on examine des périodes de temps plus courtes. Par exemple, une hausse de 1000 euros des importations en provenance de Chine par travailleur dans un secteur donné entre 2015 et 2022 entraîne une baisse de 0,1 point de pourcentage du taux d'emploi dans ce secteur au cours de la même période. Cela représente, au niveau de la zone euro, environ 240 000 emplois qui ont disparu ou ont été redistribués vers des secteurs moins exposés.

Graphique D

Effet d'une hausse des importations en provenance de Chine par travailleur par année sur le taux d'emploi sectoriel de la zone euro en 2022

(variation cumulée du taux d'emploi en 2022 par rapport à chaque année sur l'axe des abscisses en points de pourcentage)



Sources : Eurostat et calculs des services de la BCE.

Notes : Le graphique présente le β estimé de plusieurs régressions transversales à l'aide de la spécification économétrique suivante : $L_{si,2022} - L_{si,2022-x} = \beta (M_{si,2022} - M_{si,2022-x}) / L_{si,2022} + FE_i + \epsilon_{si}$ avec $L_{si,2022}$ étant le taux d'emploi dans le secteur s , pays i en 2022 et $M_{si,2022}$, étant les importations en provenance de Chine du pays i en 2022 de biens produits par le secteur s . Cela est pondéré par l'emploi L dans le même secteur et le même pays. x détermine le décalage de la régression, qui varie entre 1 et 12 (ce qui correspond aux années 2010 à 2021). De plus, d'après Autor *et al.* (2013), nous avons instrumenté $(M_{si,2022} - M_{su,2022-x}) / L_{si,2022}$ par $(M_{su,2022} - M_{su,2022-x}) / L_{su,2022-x}$ qui représente les importations correspondantes en provenance de Chine vers les pays u comparables à la zone euro, à savoir l'Australie, le Canada, l'Islande, Israël, le Japon, la Nouvelle-Zélande, la Norvège et la Corée du Sud. Ces pays sont affectés par un choc comparable lié à la hausse des importations chinoises, mais ce choc n'affecte pas directement l'emploi dans la zone euro. Nous utilisons l'emploi décalé, parce que l'emploi simultané peut être affecté par les échanges commerciaux anticipés de la Chine. La base de données est un panel de pays de la zone euro classés par secteur NACE2, entre 2010 et 2022. La zone ombrée bleue représente un intervalle de confiance à 90 %.

La politique commerciale actuelle des États-Unis et l'imposition de droits de douane devraient accroître la concurrence chinoise. À la suite des annonces de l'administration Trump d'une hausse des droits de douane américains sur les biens chinois, les exportateurs chinois sont susceptibles de se développer ou de chercher de nouveaux marchés ailleurs et de réorienter de façon croissante leurs échanges commerciaux vers l'Europe. Cette réorientation des échanges commerciaux peut amplifier la pénétration des importations en provenance de Chine sur les marchés de la zone euro, affectant les producteurs (Gunnella *et al.*, 2025). Même si les entreprises

³ Par exemple, l'estimation présentée pour 2010 représente l'effet qu'une hausse sectorielle de 1 000 euros des importations en provenance de Chine par travailleur entre 2010 et 2022 exerce sur la variation du taux d'emploi sectoriel correspondant pour la même période.

de la zone euro pourraient obtenir un avantage concurrentiel sur les marchés américains par rapport à la Chine du fait de droits de douane appliqués par les États-Unis à la Chine comparativement plus élevés, il est peu probable que cela compense les pertes sur le marché intérieur ⁴.

Au total, la compétitivité en hausse des exportations chinoises pose d'importants défis pour les marchés du travail de la zone euro. Si à l'heure actuelle l'impact est concentré dans des secteurs comme les véhicules et les produits chimiques, des implications plus larges pourraient s'étendre à près du tiers de l'emploi de la zone euro. La réorientation des échanges commerciaux au détriment des États-Unis, conjuguée à la compétitivité croissante de la Chine dans des secteurs à forte valeur ajoutée, suggère que les entreprises de la zone euro doivent s'adapter à un environnement mondial de plus en plus concurrentiel. Les chocs commerciaux peuvent entraîner des perturbations à court terme et des transferts d'emplois entre secteurs. Toutefois, à long terme, il est possible que l'emploi total évolue peu dans la mesure où l'économie s'ajuste par le biais de variations de salaires et par le passage de travailleurs d'un secteur à l'autre. Néanmoins, des défis tels que les inefficacités du marché du travail, les coûts d'ajustement et les politiques publiques pourraient entraîner des perturbations temporaires avant que le nouvel équilibre ne soit atteint.

Bibliographie

Al-Haschimi (A.), Emter (L.), Gunnella (V.), Ordoñez Martínez (I.), Schuler (T.) et Spital (T.) (2024), « [Why competition with China is getting tougher than ever](#) », *Le blog de la BCE*, BCE, 3 septembre.

Autor (D.), Dorn (D.) et Hanson (G.) (2013), « *The China Syndrome: Local Labor Market Effects of Import Competition in the United States* », *American Economic Review*, vol. 103, n° 6, octobre, p. 2121-68.

Banin (M.), Di Nino (V.), Lebastard (L.), Lecourt (N.) et Schaefer (S.) (2025), « [Les exportations de la zone euro ont-elles manqué le train de la tech ?](#) », *Bulletin économique*, n° 2, BCE.

De Santis (R.A.), Di Nino (V.), Furbach (N.), Neumann (U.) et Neves (P.) (2024), « [Le secteur automobile de la zone euro va-t-il se redresser ?](#) », *Bulletin économique*, n° 4, BCE.

Faroni (C.) et Schroeder (C.) (2025), « [Utiliser les téléconférences sur les résultats \(earnings calls\) des entreprises pour prévoir la demande de main-d'œuvre dans la zone euro](#) », *Bulletin économique*, n° 2, BCE.

Gunnella (V.), Stamato (G.) et Kobayashi (A.) (2025), « [Les implications pour la zone euro des tensions commerciales entre les États-Unis et la Chine – enseignements tirés des droits de douane imposés par la première administration Trump](#) », *Bulletin économique*, n° 3, BCE.

⁴ Les gains potentiels seraient probablement très faibles en raison de la composition différente des exportations vers les États-Unis en provenance de la zone euro et de la Chine (Gunnella *et al.*, 2025).

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

Alex Melemenidis, Richard Morris et Moreno Roma

Cet encadré présente une synthèse des conclusions tirées des contacts récents entre les services de la BCE et les représentants de 72 grandes sociétés non financières opérant dans la zone euro. Ces échanges ont eu lieu entre le 23 juin et le 2 juillet 2025 ¹.

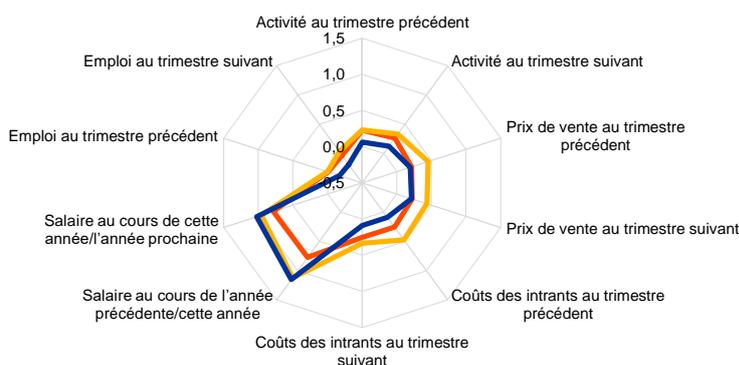
Les sociétés contactées ont fait état d'un ralentissement de l'activité au cours des derniers mois, les droits de douane, les tensions géopolitiques et l'incertitude qui en résulte ayant entamé la confiance des entreprises et des consommateurs (graphique A et graphique B). Leurs commentaires sont cohérents avec une croissance très modeste aux deuxième et troisième trimestres. Si les commandes dans le secteur manufacturier se sont redressées au cours des premiers mois de l'année, de nombreuses sociétés contactées ont fait état d'un ralentissement de la dynamique à un moment ou un autre au deuxième trimestre. La croissance dans les services semble également s'être ralentie.

Graphique A

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

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

- Campagne actuelle
- Campagne précédente
- Moyenne historique



Source : BCE.

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

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

Dans le secteur manufacturier, la situation favorable enregistrée en début d'année semble ne pas avoir perduré.

Même si les déclarations varient, de nombreuses sociétés contactées ont indiqué qu'elles avaient été surprises positivement par les évolutions intervenues au cours des premiers mois de l'année, mais que les commandes avaient commencé à se ralentir à un certain moment au deuxième trimestre. Ce profil de la demande a été le plus couramment décrit par les sociétés contactées dans le secteur des biens intermédiaires ainsi que par certains producteurs de biens d'équipement et de biens de consommation durables. Les avis ont été partagés sur la question de savoir si ce ralentissement était dû à une résorption des exportations réalisées en début de période en anticipation d'éventuelles hausses des droits de douane américains ou à un fléchissement plus global de la demande. Néanmoins, un large consensus s'est dégagé sur le rôle croissant de la concurrence des importations, en particulier en provenance de Chine. En dépit d'un climat plus morose lors de la présente campagne qu'il y a trois mois, des évolutions positives ont continué d'être constatées. Par exemple, l'industrie pharmaceutique a continué de connaître une forte croissance, soutenue par une anticipation de l'activité avant une hausse des droits de douane. En outre, la demande de semi-conducteurs et de véhicules poids lourds a montré des signes de reprise. Dans le secteur de la construction, les sociétés contactées ou les fournisseurs se sont également montrés plus optimistes, continuant d'estimer que l'activité s'était redressée, soutenue par les baisses récentes des taux d'intérêt.

Graphique B

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

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



Source : BCE.

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

Les déclarations relatives aux dépenses de consommation et l'activité dans les services font également état d'un ralentissement de la dynamique.

Les sociétés contactées dans les secteurs des biens de consommation et du commerce de détail ont décrit l'activité comme plutôt atone dans l'ensemble. En particulier, les fabricants de biens de consommation électroniques et d'appareils électroménagers, qui avaient été plus optimistes lors de la précédente campagne d'enquête, font désormais état d'une activité atone ou en baisse. Les détaillants en vêtements et autres équipements personnels ont également dressé un tableau similaire, caractérisé par une faiblesse

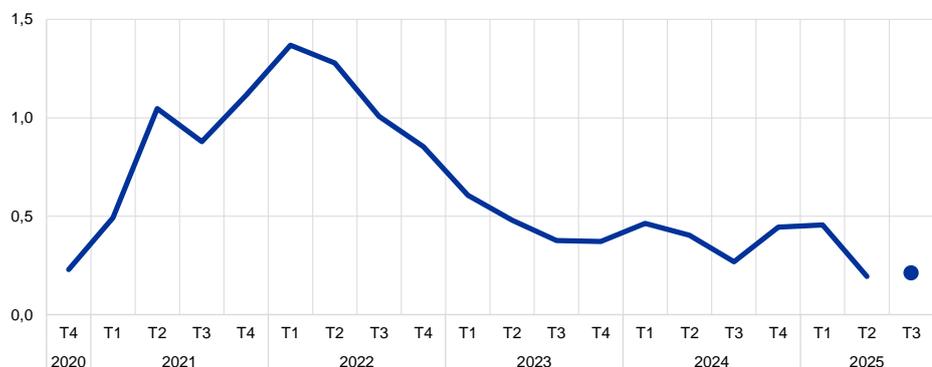
persistante des dépenses. Les commerces de détail de produits alimentaires et leurs fournisseurs ont de nouveau souligné à quel point les consommateurs restent très sensibles aux prix, citant souvent une confiance faible ou en baisse de la part des consommateurs. Dans le secteur des services de tourisme, les sociétés contactées ont indiqué une modération de la croissance, qui se situe toutefois à un niveau élevé. Les destinations touristiques populaires sont confrontées à des contraintes de capacité persistantes dans les hôtels, et les consommateurs deviennent davantage sensibles aux prix, réservant de plus en plus à la dernière minute et réduisant les autres dépenses liées aux voyages, telles que les repas au restaurant. D'autres fournisseurs de services aux entreprises et aux consommateurs ont décrit des évolutions légèrement contrastées : les services liés à l'informatique, en particulier, ont continué de connaître une croissance soutenue, mais l'environnement global du marché est resté difficile.

Avec le ralentissement de la dynamique de croissance, les perspectives en matière d'emploi se sont également légèrement détériorées. Les réductions d'effectifs sont restées fréquentes – voire se sont intensifiées – dans le secteur manufacturier, reflétant une faible demande, des surcapacités et la poursuite des restructurations dans de nombreuses entreprises. En outre, les sociétés contactées ont mentionné une stabilisation ou même une diminution de l'emploi dans certaines parties du secteur des services, qui affichaient auparavant une forte croissance, comme le tourisme. Les agences de placement ont continué de faire état d'un environnement difficile, en particulier s'agissant des postes de cadres et des contrats à durée indéterminée, qui continuent de diminuer, car les entreprises retardent leurs décisions d'embauche et favorisent les solutions de recrutement temporaires. Des poches de croissance ont toutefois été observées, plus particulièrement dans les secteurs de la construction (malgré les pénuries de main-d'œuvre perçues), de l'énergie, de la défense et dans le secteur pharmaceutique.

Graphique C

Opinions sur les évolutions et les perspectives en matière de prix

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



Source : BCE.

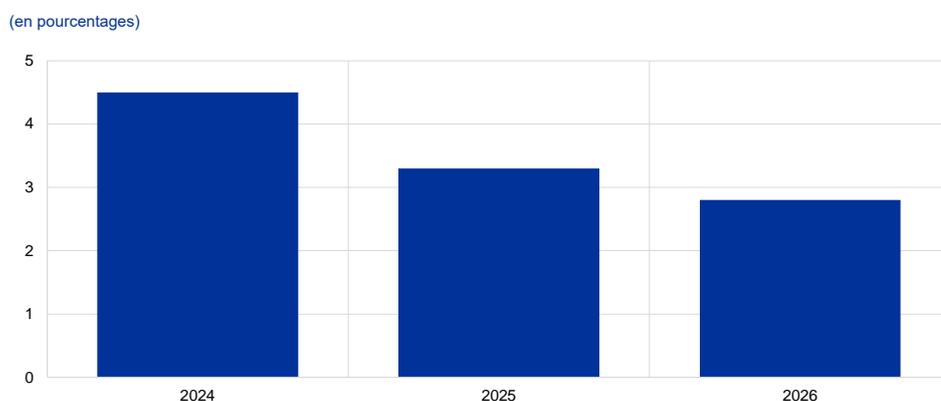
Notes : Les scores reflètent la moyenne des scores attribués par les services de la BCE dans leur évaluation des déclarations des contacts à propos des évolutions trimestrielles des prix de vente. Les scores vont de - 2 (baisse significative) à + 2 (hausse significative). Un score de 0 indique qu'aucun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

Les sociétés contactées ont fait état d'un léger ralentissement de la dynamique des prix de vente au cours des derniers mois (graphique A et graphique C).

Celui-ci résulte principalement des évolutions dans le secteur manufacturier, et en particulier dans les secteurs des biens d'équipement et des biens intermédiaires, où les prix ont baissé sous l'effet d'une demande plus faible et d'une concurrence accrue des importations, ainsi que d'une diminution des coûts des intrants hors main-d'œuvre. Cela contraste légèrement avec le tableau plus optimiste d'un redressement des prix décrit il y a quelques mois. La croissance des prix dans une grande partie du secteur des services est demeurée relativement robuste, en particulier dans les services de transport et de tourisme (en partie en raison des coûts réglementaires et des contraintes de capacité). Toutefois, les sociétés contactées dans le secteur du commerce de détail et dans les services tels que le conseil, l'informatique et les télécommunications ont eu tendance à faire état d'une croissance des prix modérée – ou se ralentissant – face à une concurrence forte et à une clientèle soucieuse des coûts.

Les contacts interrogés demeurent confiants dans un ralentissement de la croissance des salaires (graphique D). En moyenne, les indications quantitatives fournies iraient dans le sens d'un ralentissement de la croissance des salaires, de 4,5 % en 2024 à 3,3 % en 2025 puis à 2,8 % en 2026. Même si ces indications sont supérieures de 0,2 à 0,3 point de pourcentage à celles qui ressortaient de la précédente campagne d'enquête, elles indiquent toujours le même sens d'évolution ².

Graphique D
Évaluation quantitative de la croissance des salaires



Source : BCE.
Notes : Moyennes des perceptions des personnes contactées concernant la croissance des salaires dans leur secteur en 2024 et leurs anticipations pour 2025 et 2026. Les moyennes pour 2024, 2025 et 2026 se fondent sur les indications fournies par 63, 65 et 51 participants, respectivement.

L'effet des droits de douane américains sur l'activité et les prix dans la zone euro est principalement considéré comme négatif à l'heure actuelle, mais avec peu ou pas d'impact sur les prix pour le consommateur final. Les pressions à la baisse sur l'activité et sur les prix reflètent une diminution de la demande, en partie due à une réorientation des échanges commerciaux en provenance d'Asie (et de Chine en particulier), les exportateurs de la région cherchant des alternatives au

² On peut s'attendre à des différences entre les campagnes d'enquête, en raison de la rotation du panel des sociétés contactées.

marché américain. Cette évolution a été accentuée par l'appréciation de l'euro. En cohérence avec cette tendance, les sociétés contactées dans le secteur des transports et de la logistique ont fait état d'une forte croissance des importations et d'une diminution des exportations. Jusqu'à présent, la concurrence accrue des importations a principalement affecté les biens intermédiaires et en particulier les produits en amont, plus standardisés. Toutefois, les sociétés contactées prévoient que cette tendance s'étendra aux produits en aval avec un contenu à plus forte valeur ajoutée au cours des mois et trimestres à venir. En revanche, les sociétés contactées dans les secteurs du commerce de détail et des services aux consommateurs ont fait état d'un impact minime, voire nul, sur leur activité ou leurs prix à ce jour, et n'anticipent pas d'impact significatif dans un avenir proche.

Colm Bates, Katalin Bodnár, Vasco Botelho et Flavie Rousseau

Les salaires réels dans la zone euro se sont largement redressés après leur recul au cours de la période de forte inflation en 2022. Les salaires nominaux ont récemment augmenté plus rapidement que les prix. Par conséquent, les salaires réels, qui sont mesurés en déflatant les salaires nominaux par des indicateurs du coût de la vie, se rapprochent désormais des niveaux observés avant la forte poussée de l'inflation. Par exemple, au premier trimestre 2025, la rémunération par tête déflatée par l'indice des prix à la consommation harmonisé (IPCH) n'était inférieure que de 0,5 % environ à son niveau du quatrième trimestre 2021 – au début de la forte poussée inflationniste –, tandis qu'au quatrième trimestre 2022, elle était inférieure de 5 % à ce niveau (graphique A, partie a). D'autres indicateurs salariaux déflatés par l'IPCH ou le déflateur de la consommation privée affichent des tendances similaires de rattrapage. La récupération progressive récente du pouvoir d'achat perdu devrait limiter les revendications salariales à l'avenir. Toutefois, les travailleurs peuvent encore percevoir une baisse de leur niveau de vie. Par exemple, ils auraient continué de percevoir un écart considérable de salaire réel au premier trimestre 2025 s'ils comparaient leur salaire nominal aux prix des achats directs fréquents (*frequent out-of-pocket purchases*, FROOPP) augmentés des prix de l'énergie mesurés par l'IPCH plutôt qu'à l'IPCH global ¹.

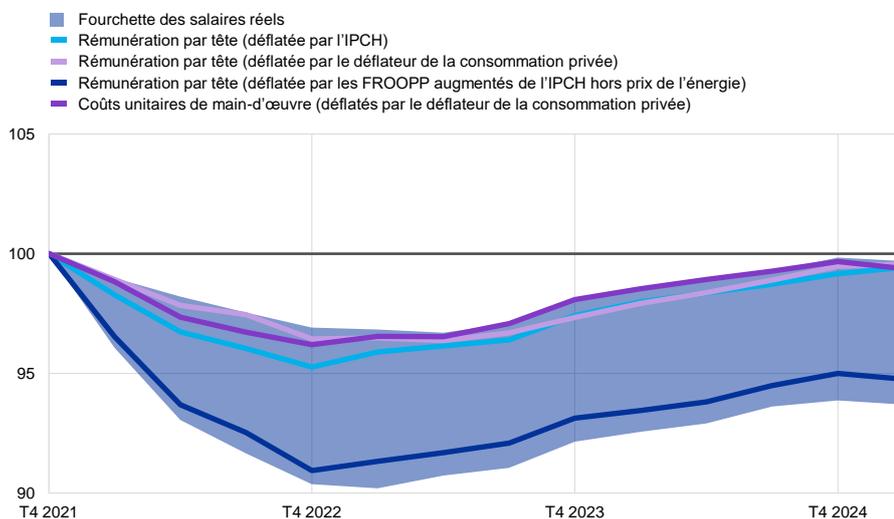
¹ Les **achats directs fréquents** (FROOPP) sont une sous-catégorie de l'IPCH. Cette sous-catégorie est compilée à partir des sous-indices considérés comme représentant principalement les achats effectués par les consommateurs, généralement au moins tous les mois et réglés directement et activement. Les principales catégories de biens incluses dans les FROOPP sont les produits pharmaceutiques, les appareils électriques et autres appareils électroménagers, les biens ménagers non durables et les produits et services liés aux animaux de compagnie, y compris les soins vétérinaires. Nous ajoutons à ce panier de biens une composante énergétique, qui est susceptible d'influer sur le pouvoir d'achat perçu des consommateurs.

Graphique A

Indicateurs des salaires pour la zone euro

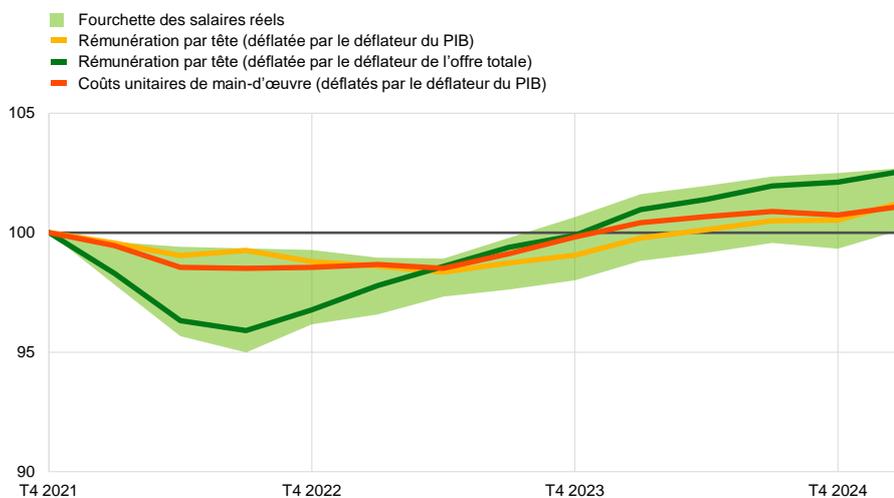
a) Salaires réels – consommateurs

(indice : T4 2021 = 100)



b) Salaires réels – producteurs

(indice : T4 2021 = 100)



Sources : Eurostat et calculs des services de la BCE.

Notes : Le graphique montre la fourchette des salaires réels, calculés en utilisant la rémunération par tête, la rémunération horaire, les salaires et traitements par tête, l'indice du coût de main-d'œuvre (coût total, salaires et traitements) et les indices des coûts unitaires de main-d'œuvre horaire et par tête. La ligne pour les coûts unitaires de main-d'œuvre dans chaque partie représente l'indice du coût unitaire de main-d'œuvre par tête. La partie a) présente la fourchette des indicateurs de salaire déflatés par l'IPCH, le déflateur de la consommation privée et les achats directs fréquents (FROOPP) augmentés des prix de l'énergie mesurés par l'IPCH, tandis que la partie b) utilise le déflateur du PIB et le déflateur de l'offre totale. Les dernières observations se rapportent au premier trimestre 2025.

La nature des tensions inflationnistes ces dernières années a creusé l'écart entre les « salaires réels calculés du point de vue des consommateurs » et les « salaires réels calculés du point de vue des producteurs ». Pour les travailleurs, les salaires sont un facteur de revenu qui contribue à leur bien-être. Pour les employeurs, en revanche, ils représentent un facteur de coût qui, généralement, est

étroitement lié aux évolutions de la productivité du travail ². De leur point de vue, la mesure pertinente des salaires réels est calculée par rapport aux prix qu'ils facturent pour la production de leurs biens et services, qui sont pris en compte par le déflateur du PIB, le déflateur de l'offre totale ou les déflateurs de la valeur ajoutée sectorielle ³. Définis ainsi, les salaires réels du point de vue des producteurs ont déjà dépassé leurs niveaux d'avant la forte poussée de l'inflation (graphique A, partie b) ⁴. Les différences d'évolution entre les salaires réels calculés du point de vue des consommateurs et des producteurs reflètent largement le fait que les prix plus élevés de l'énergie et les perturbations de la chaîne d'approvisionnement ont poussé les prix à l'importation à la hausse, entraînant une détérioration des termes de l'échange ⁵.

Au niveau sectoriel, les salaires réels ont dépassé leurs niveaux d'avant la forte poussée de l'inflation dans les services marchands, mais doivent encore regagner du terrain dans les secteurs de l'industrie et de la construction ainsi que dans le secteur des services publics (graphique B, partie a). L'inflation

touche tous les travailleurs de manière similaire, quel que soit leur emploi.

Les salaires nominaux n'ont pas augmenté du même montant ou au même rythme dans tous les secteurs. Au premier trimestre 2025, le processus de rattrapage des salaires réels s'est achevé dans le secteur des services marchands, tandis que les salaires réels des consommateurs affichaient toujours un retard dans les secteurs de l'industrie et de la construction et dans le secteur des services publics. Les salaires réels calculés du point de vue des producteurs montrent dans quelle mesure les coûts salariaux ont augmenté par rapport aux prix facturés par les entreprises dans chaque secteur. Les employeurs dans les services marchands ont été moins touchés par le choc énergétique et ont bénéficié le plus fortement des effets de réouverture à la suite de la pandémie de COVID-19, faisant face par conséquent à de plus grandes pénuries de main-d'œuvre, ce qui a soutenu la croissance des salaires dans l'ensemble. Les salaires réels calculés du point de vue des producteurs ont également augmenté dans les services publics, les salaires pesant davantage sur les coûts du secteur que dans le passé. En revanche, les employeurs dans les secteurs de l'industrie et de la construction – un secteur à forte intensité de capital qui est davantage exposé aux coûts plus élevés de l'énergie – ont subi la plus grande partie du choc d'inflation. Par conséquent, alors que les salaires réels calculés du point de vue des consommateurs dans l'industrie et la construction ont affiché une dynamique similaire à ceux du secteur des services publics, les salaires réels calculés du point de vue des producteurs restent nettement inférieurs aux niveaux enregistrés au quatrième trimestre 2021.

² Arce et Sondermann (2024) montrent que la croissance de la productivité a été relativement faible au cours des dernières années. Consolo et Foroni (2024) avancent que la baisse des salaires réels pendant la forte poussée de l'inflation en 2022, associée à la croissance globalement stagnante de la productivité, est l'un des facteurs sous-tendant la résilience de la croissance de l'emploi dans la zone euro.

³ Le déflateur de l'offre totale est une approximation du coût total des intrants et est définie par la somme du PIB et des importations. Cf. Hahn et Renault (2024).

⁴ La nomenclature des salaires réels du point de vue du consommateur et du producteur suit Bodnár *et al.* (2022). Toutefois, le prix de la production, tel que mesuré par les déflateurs employés ici, ne reflète pas l'indicateur des prix à la production mesuré par l'indice des prix à la production.

⁵ Cf. Arce *et al.* (2023).

Les salaires réels calculés du point de vue des consommateurs ont retrouvé ou dépassé leurs niveaux d'avant la forte poussée de l'inflation dans plusieurs pays de la zone euro, tandis qu'ils restent inférieurs à ces niveaux dans d'autres pays (graphique B, partie b). Cela reflète plusieurs facteurs combinés : a) des problématiques structurelles, qui se sont traduites par un schéma de pertes de salaire réel dans certains pays sur une période plus longue ; b) un degré élevé de variation des taux d'inflation pendant la période de forte inflation ; et c) des différences dans la rapidité et la structure de la fixation des salaires et des négociations associées selon les pays ⁶.

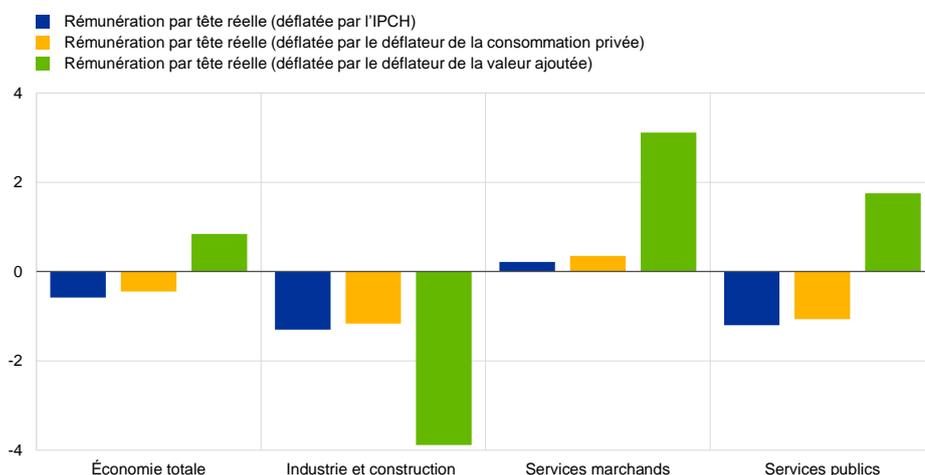
⁶ Cf. Allayioti et Beschin (2024).

Graphique B

Rattrapage des salaires réels au premier trimestre 2025 : différences entre secteurs et entre pays

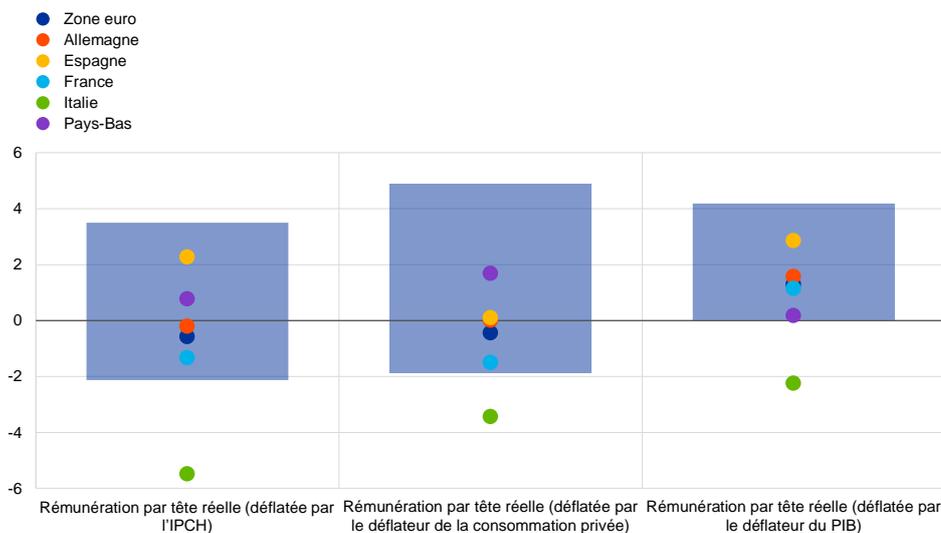
a) Entre secteurs

(en pourcentages, évolutions cumulées par rapport au quatrième trimestre 2021)



b) Entre pays

(en pourcentages, évolutions cumulées par rapport au quatrième trimestre 2021)



Sources : Eurostat et calculs des services de la BCE.

Notes : Partie a) : les déflateurs de la valeur ajoutée sectorielle sont utilisés pour calculer les salaires réels du point de vue des producteurs. Pour l'économie totale, le déflateur de la valeur ajoutée utilisé correspond au déflateur du PIB. Partie b) : la zone ombrée se rapporte à l'intervalle interquartile entre pays pour les indicateurs respectifs. Les dernières observations se rapportent au premier trimestre 2025.

Les données d'enquêtes montrent que les consommateurs continuent d'avoir des perceptions contrastées concernant le rattrapage des salaires réels, malgré quelques améliorations. Les évolutions des salaires réels fondées sur les indicateurs macroéconomiques agrégés sont susceptibles de ne pas refléter

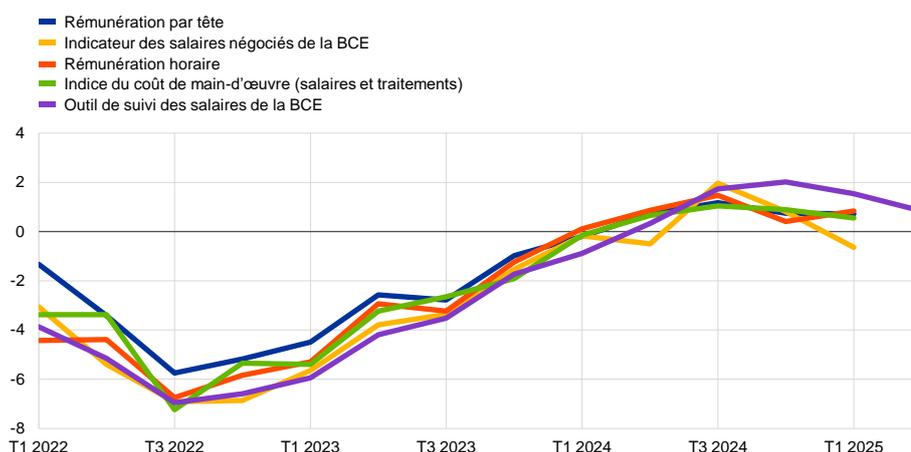
entièrement les perceptions des consommateurs concernant leurs salaires réels.

Au deuxième trimestre 2024, la croissance de la rémunération annuelle par tête a dépassé les perceptions d'inflation des consommateurs, comme le rapporte l'enquête de la BCE sur les anticipations des consommateurs (CES), pour la première fois

depuis la forte poussée de l'inflation en 2022 (graphique C). En dépit d'une certaine modération, un écart positif persistait encore au premier trimestre 2025. Les perceptions des consommateurs concernant le rattrapage des salaires réels ont des implications sur leur confiance et leurs décisions de consommation. Baumann *et al.* (2025) constatent qu'une large part des consommateurs perçoivent que la croissance de leur salaire nominal n'a pas dépassé la croissance des prix au cours des 12 mois précédents, d'après l'enquête CES. En avril 2025, l'enquête a répété la même série de questions concernant le rattrapage des salaires réels, et les résultats sont restés inchangés : une part toujours importante des consommateurs estimait que la croissance de leur salaire n'avait pas dépassé celle des prix ⁷. Cela suggère que les consommateurs ont tendance à se concentrer sur d'autres paniers de consommation et que les variations importantes des prix pourraient continuer à se refléter dans leurs perceptions sur une période prolongée. Un rattrapage soutenu des salaires réels, associé à la stabilité des prix, est donc susceptible de renforcer la confiance des consommateurs et de contribuer à la croissance dans la zone euro. Les données présentées dans cet encadré confirment que, dans l'ensemble, le choix de l'indice des prix est important pour évaluer le rattrapage des salaires réels. Comme souligné, il existe une différence entre les prix à la consommation et les prix pratiqués par les entreprises domestiques. Mais même lorsque les résultats se concentrent plus étroitement sur le pouvoir d'achat des consommateurs, les différents paniers de consommation ont toujours des implications importantes sur la perception qu'ont les consommateurs de leurs salaires réels.

Graphique C Croissance des salaires réels déflatés par les perceptions d'inflation des consommateurs

(variations annuelles en pourcentage)



Sources : Outil de suivi des salaires de la BCE, Eurostat, enquête sur les anticipations des consommateurs de la BCE (CES) et calculs de la BCE.

Notes : Le graphique montre la différence entre les taux de croissance annuels des indicateurs de salaires nominaux constatés et les perceptions des consommateurs concernant l'inflation sur 12 mois, telles qu'elles sont enregistrées dans l'enquête CES. Pour plus de détails sur l'outil de suivi des salaires de la BCE, cf. Bates *et al.* (2024). Les dernières observations se rapportent au deuxième trimestre 2025 pour l'outil de suivi des salaires de la BCE et au premier trimestre 2025 pour le reste des indicateurs.

⁷ Une variante de ces questions a été introduite en mai 2025, afin d'étudier la perception des consommateurs concernant l'évolution des salaires par rapport à celle des prix au cours des quatre dernières années. La question originale portait sur une période plus courte (au cours de l'année passée). Les résultats restent concordants sur les deux horizons.

Bibliographie

Allayioti (A.) et Beschin (A.) (2024), « [La dynamique des différentiels d'inflation dans la zone euro](#) », *Bulletin économique*, n° 5, BCE.

Arce (Ó.), Hahn (E.) et Koester (G.) (2023), « [How tit-for-tat inflation can make everyone poorer](#) », *Le blog de la BCE*, BCE, 30 mars.

Arce (Ó.) et Sondermann (D.) (2024), « [Low for long? Reasons for the recent decline in productivity](#) », *Le blog de la BCE*, 6 mai.

Bates (C.), Bodnár (K.), Healy (P.) et Roca I Llevadot (M.) (2025), « [Les évolutions des salaires pendant et après la période d'inflation élevée](#) », *Bulletin économique*, n° 1, BCE.

Bates (C.), Botelho (V.), Holton (S.), Roca I Llevadot (M.) et Stanislao (M.) (2024), « [The ECB wage tracker: your guide to euro area wage developments](#) », *Le blog de la BCE*, BCE, 18 décembre.

Baumann (A.), Caprari (L.), Kocharkov (G.) et Kouvavas (O.) (2025), « [Les revenus réels augmentent-ils ou non ? Les perceptions des ménages et leur rôle dans la consommation](#) », *Bulletin économique*, n° 1, BCE.

Bodnár (K.), Gonçalves (E.), Górnicka (L.), et Koester (G.) (2022), « [Les évolutions des salaires et leurs déterminants depuis le début de la pandémie](#) », *Bulletin économique*, n° 8, BCE.

Consolo (A.) et Foroni (C.) (2024) « [Les déterminants de la croissance de l'emploi dans la zone euro après la pandémie : une perspective fondée sur un modèle](#) », *Bulletin économique*, n° 4, BCE.

Hahn (E.) et Renault (T.) (2024), « [Des indicateurs de profits tenant compte du rôle des coûts totaux pour analyser l'inflation](#) », *Bulletin économique*, n° 4, BCE.

Incertitude relative aux hausses des prix des services corrigées des variations saisonnières : le rôle de Pâques et des voyages

Martin Eiglsperger, Mario Porqueddu et Elisabeth Wieland

Lors de l'évaluation des évolutions de l'inflation, la BCE complète le suivi des taux d'inflation annuels en analysant des mesures du « *momentum* » pour évaluer les évolutions à court terme. Le *momentum* est défini comme la variation en pourcentage en glissement sur trois mois de l'indice des prix corrigé des variations saisonnières et des effets de calendrier (annualisée pour des raisons de comparabilité) ¹. Les taux annualisés à court terme doivent être interprétés avec prudence, notamment en raison d'effets exceptionnels susceptibles d'accroître considérablement les incertitudes relatives à la correction des variations saisonnières et des effets de calendrier, comme illustré dans cet encadré.

Le *momentum* des services mesurés par l'IPCH s'est fortement accéléré de mars à avril 2025 et est resté élevé en mai et en juin, reflétant en particulier les fluctuations du taux de variation en glissement mensuel corrigé des variations saisonnières et des effets de calendrier en raison des postes liés aux voyages (graphique A, partie a). Si une partie de l'accélération du *momentum* de la hausse des prix des services début 2025 a reflété certains effets de réévaluations annuels, la hausse exceptionnelle des services liés aux voyages en avril indique un impact plus fort que d'habitude de la période des fêtes de Pâques cette année (graphique A, partie b) ². Les services liés aux voyages généralement associés à des effets de vacances – notamment celles de Pâques – englobent le transport aérien, les voyages organisés et les services d'hébergement. Étant donné que le taux de variation corrigé des variations saisonnières et des effets de calendrier des rubriques des services de l'IPCH extrait uniquement les effets moyens des fêtes de Pâques, les effets exceptionnels des voyages liés à Pâques demeurent dans la série corrigée ³. Cela explique la fluctuation brutale du taux de variation en glissement mensuel corrigé des variations saisonnières et des effets de calendrier, qui est passé de 0,3 % en mars à 0,7 % en avril, avant de reculer à – 0,1 % en mai et d'augmenter à 0,5 % en juin.

¹ Cf. Lane (2023). L'indicateur du *momentum* peut être compris comme une option intermédiaire se situant entre, d'une part, des indicateurs calculés sur une base annuelle (c'est-à-dire le niveau des prix pour un mois donné par rapport au niveau des prix pour le même mois un an auparavant), qui reflètent toujours une certaine inertie, et, d'autre part, des indicateurs calculés sur une base mensuelle, qui risquent d'être affectés par un ratio bruit/signal élevé en raison de facteurs idiosyncratiques dominants dans les données mensuelles relatives à l'inflation.

² Pour d'autres éléments concernant le dispositif de réévaluation, cf. Bodnár *et al.* (2025).

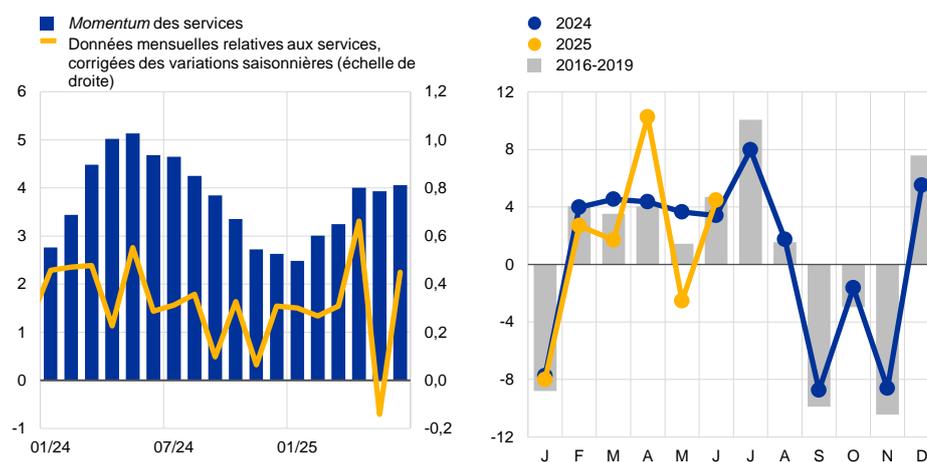
³ En revanche, le taux de variation en glissement mensuel des services liés aux voyages (en données brutes) en juin 2025 a été globalement en ligne avec sa moyenne sur la période 2016-2019.

Graphique A

Dynamique des services corrigée des variations saisonnières et des effets de calendrier et services liés aux voyages

a) *Momentum* des services et taux de variation en glissement mensuel b) Dynamique des prix des services liés aux voyages

(variations en glissement sur trois mois annualisées et variations en pourcentage en glissement mensuel) (variations en pourcentage en glissement mensuel)



Sources : Eurostat et calculs des services de la BCE.

Notes : La partie a) présente des données corrigées des variations saisonnières et des effets de calendrier, tandis que la partie b) présente des données non corrigées pour les rubriques de services de l'IPCH relatives aux voyages (transport aérien, voyages organisés et services d'hébergement). Les dernières observations se rapportent à juin 2025.

La correction des variations saisonnières et des effets de calendrier utilise des estimations statistiques pour supprimer ces effets ; toutefois, la tendance ainsi que les mouvements conjoncturels et irréguliers restent présents après la correction. La correction des variations saisonnières est une technique d'estimation statistique qui extrait de séries chronologiques les variations qui apparaissent chaque année au cours du même mois, qui affectent les séries de manière similaire et qui devraient réapparaître les années suivantes⁴. La BCE procède à des ajustements saisonniers séparés des principales composantes de l'IPCH de la zone euro. L'IPCH pour les services est également corrigé des effets de calendrier pour les fêtes de Pâques, ce qui affecte particulièrement les prix des services liés aux voyages. En supprimant les effets saisonniers et de calendrier, la série corrigée restante se compose de mouvements tendance-cycle et erratiques, y compris des potentielles valeurs aberrantes et des effets ponctuels⁵.

La volatilité récente de l'IPCH corrigé des variations saisonnières et des effets de calendrier pour les services reflète un fort impact des fêtes de Pâques en avril, qui n'a été que partiellement pris en compte par les effets de calendrier de la BCE. Le rôle prépondérant joué par les services liés aux voyages dans la légère hausse des prix des services mesurée par l'IPCH en avril (graphique A, partie b) indique un fort impact de la date tardive des fêtes de Pâques cette année (avril 2025 par rapport à mars 2024), probablement exacerbé par le fait que les fêtes catholiques et orthodoxes ont eu lieu à la même date. La correction des effets de calendrier de la

⁴ Pour plus d'informations, cf. Eurostat.

⁵ Pour des informations sur le rôle des variations saisonnières et des valeurs aberrantes dans la hausse de l'IPCH hors produits alimentaires et énergie, cf. Lis et Porqueddu (2018).

BCE supprime les effets moyens des fêtes de Pâques, accroissant ainsi le taux de variation en glissement mensuel de l'IPCH pour les services d'environ 0,1 point de pourcentage en mars 2025 et diminuant ce taux de 0,1 point de pourcentage en avril 2025. La correction des effets de calendrier identifie l'impact historique moyen de dates mobiles telles que Pâques. Elle est plus incertaine que les estimations des effets saisonniers car les données statistiques sont plus limitées et les calendriers de vacances scolaires varient d'un pays à l'autre. Par conséquent, les effets exceptionnels liés à Pâques qui s'écartent des effets moyens historiques persistent même après correction des variations saisonnières et des effets de calendrier et se répercutent donc sur l'indicateur du *momentum* ⁶.

Une analyse de l'IPCH corrigé des variations saisonnières et des effets de calendrier de la BCE pour les services montre que l'incertitude d'estimation est généralement plus grande au deuxième trimestre de l'année. Les révisions des données rétrospectives corrigées des variations saisonnières interviennent généralement chaque fois que des profils saisonniers sont réestimés, comme cela a été observé pour les séries historiques en temps réel. Le graphique B, partie a) présente la fourchette des valeurs révisées, c'est-à-dire l'intervalle entre les plus grandes et les plus petites valeurs déclarées pour un mois de déclaration donné, sur l'ensemble de la période. Certains mois, le remplacement de la valeur déclarée la plus basse par la valeur la plus élevée modifierait le taux de variation en glissement mensuel corrigé des variations saisonnières et des effets de calendrier jusqu'à 0,3 point de pourcentage. S'agissant plus particulièrement des mois calendaires, les prix des services corrigés des variations saisonnières et des effets de calendrier ont tendance à afficher des fourchettes plus larges de valeurs révisées au deuxième trimestre de l'année, ce qui suggère que les changements de date des vacances scolaires d'une année à l'autre ainsi que l'évolution des profils saisonniers contribuent à des estimations plus incertaines (graphique B, partie b) ⁷.

⁶ Les estimations de ces effets de calendrier peuvent également être affectées négativement par des ruptures structurelles. Des résultats non biaisés doivent être corrigés des ruptures. Le traitement des effets des fêtes de Pâques qui n'apparaissent pas dans les prix des voyages organisés allemands à partir de 2023 en raison d'un changement de méthodologie statistique en constitue un exemple. Les facteurs saisonniers et de calendrier ont été modifiés en conséquence (cf. Schnorrenberger *et al.*, 2024).

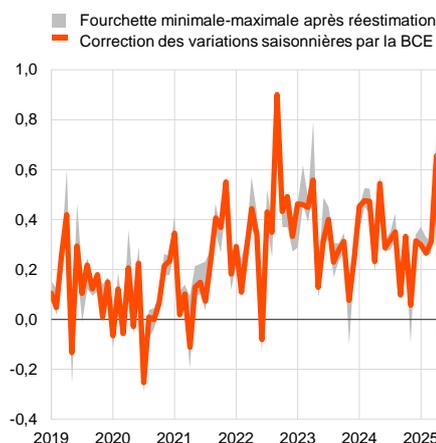
⁷ Ce constat se vérifie également en excluant les révisions de données antérieures à mars 2019 en raison de changements méthodologiques dans le calcul de l'indice des prix des voyages organisés rentrant dans l'IPCH pour l'Allemagne. Ces données ont été révisées début 2015, ce qui a également eu un impact sur la hausse globale des prix des services dans la zone euro (cf. Eiglsperger, 2019). La fourchette moyenne élevée pour novembre résulte de l'effet de nouvelles sources de données sur les prix des vols.

Graphique B

Fourchette historique de l'IPCH corrigé des variations saisonnières pour les services

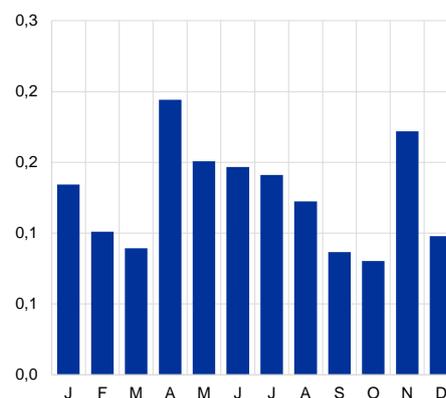
a) Fourchette historique des valeurs révisées pour l'IPCH corrigé des variations saisonnières pour les services

(variations en pourcentage en glissement mensuel)



b) Fourchette moyenne des valeurs révisées par mois calendaires

(variations en pourcentage en glissement mensuel)



Sources : Eurostat et calculs des services de la BCE.

Notes : La partie a) montre le taux de variation en glissement mensuel de l'IPCH pour les services selon la méthode de désaisonnalisation de la BCE (ligne orange) ainsi que la fourchette de valeurs historiques (valeur minimale à valeur maximale) après réestimation (zone ombrée). La partie b) présente la fourchette moyenne des valeurs maximales et minimales du taux en glissement mensuel de l'IPCH (en données corrigées des variations saisonnières) pour les services pour chaque mois calendaire sur la base des séries de données historiques d'avril 2016 et au-delà. Les dernières observations se rapportent à juin 2025.

De plus, les résultats corrigés des variations saisonnières et des effets de calendrier dépendent du choix des modèles et du réglage des paramètres.

Si Eurostat émet des recommandations générales sur la correction des variations saisonnières, il ne produit pas de séries de l'IPCH corrigées des variations saisonnières et des effets de calendrier. Par conséquent, les utilisateurs de données peuvent adopter différentes approches en matière de désaisonnalisation.

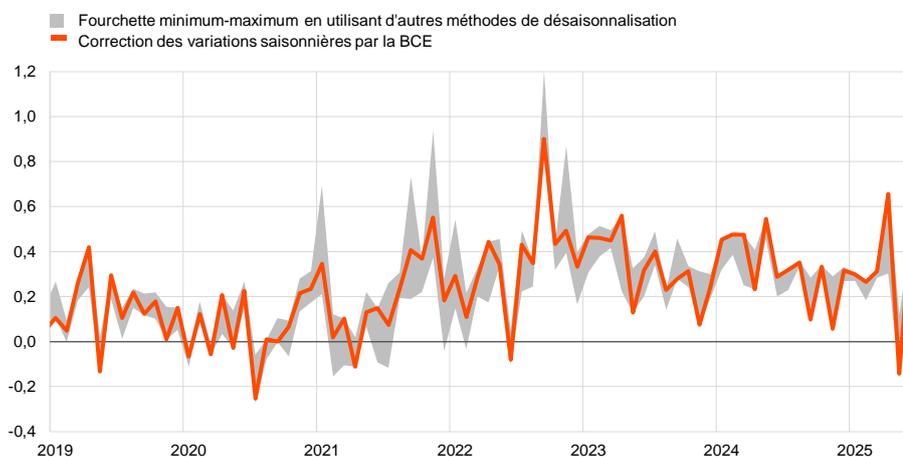
Le graphique C illustre comment des paramètres différents – tels que ceux affectant les valeurs aberrantes, l'estimation de la tendance et les profils saisonniers – peuvent modifier significativement les résultats par rapport à l'approche privilégiée par la BCE. Selon ces méthodes alternatives, la fourchette des différences de taux de variation de la composante services de l'IPCH corrigé des variations saisonnières et des effets de calendrier est, en moyenne, plus élevée que la fourchette des différences résultant de valeurs révisées. Ces approches alternatives peuvent avoir partiellement supprimé les hausses exceptionnelles des prix liés aux voyages en avril 2025 en les attribuant dans une certaine mesure à la saisonnalité, ce qui a entraîné une baisse des taux de variation pour ce mois. En revanche, l'approche privilégiée par la BCE maintient l'effet supérieur à la moyenne séparé, tandis que seuls les effets moyens de Pâques sont extraits⁸.

⁸ L'approche privilégiée par la BCE traite les services en Allemagne séparément, en contrôlant les ruptures structurelles des prix allemands pour les voyages organisés et les services d'hébergement. Le traitement explicite des valeurs aberrantes par la BCE implique une plus grande stabilité de l'estimation des profils saisonniers. Les approches alternatives, telles que présentées dans le graphique C, tendent à être affectées négativement par le fait de ne pas isoler ces ruptures. De manière générale, permettre davantage de variations *ad hoc* lors de l'estimation de la saisonnalité tend à produire une dynamique plus fluide. Toutefois, cela pourrait entraîner des révisions significatives lorsque les valeurs aberrantes s'avèrent être substantielles (cf. Mehrhoff *et al.*, 2011).

Graphique C

Fourchette de l'IPCH corrigé des variations saisonnières pour les services en utilisant d'autres méthodes de désaisonnalisation

(variations en pourcentage en glissement mensuel)



Sources : Eurostat et calculs des services de la BCE.

Notes : Le graphique montre le taux de variation en glissement mensuel de l'IPCH pour les services selon la méthode de désaisonnalisation de la BCE (ligne orange) ainsi que la fourchette (valeur minimale à valeur maximale) selon dix spécifications différentes de désaisonnalisation (zone ombrée), toutes basées sur les dernières données historiques. Les dernières observations se rapportent à juin 2025.

Globalement, la volatilité de la dynamique des services corrigée des variations saisonnières et des effets de calendrier doit être interprétée avec prudence.

Avril 2025 a été marqué par de fortes hausses des prix des services liés aux voyages. Les procédures d'ajustement calendaire s'appuient sur des effets de calendrier moyens basés sur des données actuelles et passées. Dans la correction des variations saisonnières et des effets de calendrier de la BCE, la part supérieure à la moyenne reste présente dans la valeur corrigée d'avril 2025. L'effet est traité comme une valeur aberrante et non comme un mouvement saisonnier ; il est supérieur à un effet normal des fêtes de Pâques, tandis que l'effet moyen des fêtes de Pâques est extrait par la correction des effets de calendrier de la BCE. Cette hausse pourrait s'expliquer en partie par des modifications des préférences en matière de demande de services de tourisme ou par une réorientation de la demande touristique de l'été vers le printemps (reflétant le changement climatique), ce qui pourrait modifier la dynamique saisonnière de façon permanente.

Bibliographie

Bodnár (K.), Fabbri (A.), Rubene (I.) et Zekaite (Z.) (2025), « [Les tensions inflationnistes résultant des révisions de prix : où en sommes-nous ?](#) », *Bulletin économique*, n° 4, BCE.

Eiglsperger (M.) (2019), « [Nouvelle méthode relative à l'indice des prix des voyages organisés en Allemagne et son incidence sur les taux de l'inflation mesurée par l'IPCH](#) », *Bulletin économique*, n° 2, BCE.

Banque centrale européenne (2016), « [Indice harmonisé des prix à la consommation – effet des fêtes de Pâques et désaisonnalisation améliorée](#) », *Bulletin économique*, n° 3, BCE.

Eurostat (2024), « [ESS Guidelines on seasonal adjustment](#) », Office des publications de l'Union européenne, Luxembourg.

Lane (P.) (2023), « [Underlying inflation](#) », conférence, Trinity College Dublin, 6 mars.

Lis (E.) et Porqueddu (M.) (2018), « [Le rôle de la saisonnalité et des valeurs aberrantes dans la hausse de l'IPCH hors produits alimentaires et énergie](#) », *Bulletin économique*, n° 2, BCE.

Mehrhoff (J.), Eiglsperger (M.) et Haine (W.) (2011), « [Seasonal adjustment and reliability of euro area GDP - Increased uncertainty in times of unusual developments?](#) », Verein für Socialpolitik – conférence annuelle.

Schnorrenberger (R.), Schwind (P.) et Wieland (E.) (2024), « [Forecasting HICP package holidays with forward-looking booking data](#) », *Technical Paper*, n° 4, Deutsche Bundesbank.

La hausse des dépenses de défense et son impact sur les anticipations des ménages

Adam Baumann, Cristina Checherita-Westphal, Georgi Kocharkov et Steffen Osterloh

Face à la montée des tensions géopolitiques, les politiques budgétaires de la zone euro sont de plus en plus déterminées par l'accent mis sur les dépenses en matière de défense. La conférence de Munich sur la sécurité de février 2025, le lancement de la stratégie de la Commission européenne pour une union de la préparation en mars et les conclusions du sommet de l'OTAN de juin 2025 ont souligné l'engagement des gouvernements de l'UE à augmenter les dépenses de défense ¹. Le présent encadré utilise les données tirées des campagnes de l'enquête de la BCE sur les anticipations des consommateurs (*Consumer Expectations Survey*, CES) menées en février et mai 2025 pour évaluer les anticipations des ménages de la zone euro s'agissant des dépenses de défense — tant en ce qui concerne l'impact économique dans leurs pays respectifs que les implications pour leur bien-être financier personnel.

La majorité des ménages anticipent une augmentation des déficits publics et des dépenses de défense (graphique A). Selon les résultats de l'enquête CES de mai 2025, 66 % des participants estiment que le déficit public augmentera dans leur pays au cours des 12 prochains mois, près d'un tiers d'entre eux prévoyant une hausse significative et seulement 10 % une baisse (graphique A, première barre). Une part encore plus importante (81 %) des participants considèrent que les dépenses de défense augmenteront au cours des 12 prochains mois, et près de la moitié (47 %) s'attendent à une hausse significative (graphique A, deuxième barre). La différence entre les deux catégories peut s'expliquer en partie par l'idée que se font les ménages de la manière dont l'augmentation des dépenses de défense serait principalement financée. Plus précisément, 43 % des participants estiment que la principale source de financement serait une augmentation de la dette publique. Dans le même temps, 29 % s'attendent à ce qu'une augmentation des dépenses de défense soit financée par une réduction des autres dépenses, et 28 % estiment qu'elle serait financée par des hausses d'impôts (graphique A, troisième barre). Ces deux dernières méthodes limiteraient en principe une augmentation potentielle du déficit public.

Une proportion importante des ménages considèrent le niveau de la dette publique dans leur pays comme problématique. 68 % des personnes interrogées sont plutôt d'accord ou tout à fait d'accord avec l'affirmation selon laquelle le niveau de la dette publique constitue un problème majeur dans le pays où elles vivent, tandis que seulement 12 % ne sont pas d'accord (graphique A, quatrième barre). Cette perspective reflète largement les préoccupations liées aux charges de la dette existantes. L'analyse combinée de ces opinions sur la dette publique et sur le financement des dépenses de défense pourrait permettre de mieux comprendre les

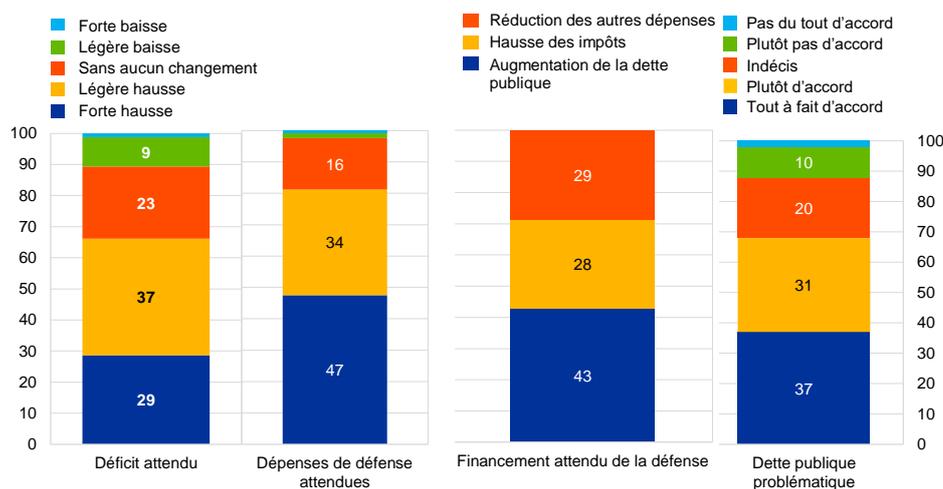
¹ Pour plus de détails, cf. Checherita-Westphal *et al.* (2025) dans le présent *Bulletin économique*.

raisons à l'origine des anticipations des ménages relatives aux effets potentiels d'une augmentation de ces dépenses.

Graphique A

Anticipations des ménages concernant les modifications des politiques budgétaires et opinions sur la dette publique

(pourcentages de participants)



Source : Données pondérées de l'enquête sur les anticipations des consommateurs (enquête CES), mai 2025.
 Notes : Moyenne pondérée des réponses à l'enquête pour la zone euro dans les 11 pays de la zone couverts par l'enquête CES (cf. graphique C). Il a été demandé aux participants : 1) comment, selon eux, le déficit public allait-il évoluer au cours des 12 prochains mois dans le pays où ils vivent actuellement ; 2) comment, selon eux, les dépenses de défense allaient-elles évoluer au cours des 12 prochains mois dans le pays où ils vivent actuellement ; 3) si les dépenses en matière de défense devaient augmenter, comment pensent-ils qu'elles seraient financées principalement ; et 4) dans quelle mesure sont-ils d'accord avec l'affirmation suivante : « Le niveau de la dette publique dans le pays où vous vivez actuellement constitue un problème majeur ».

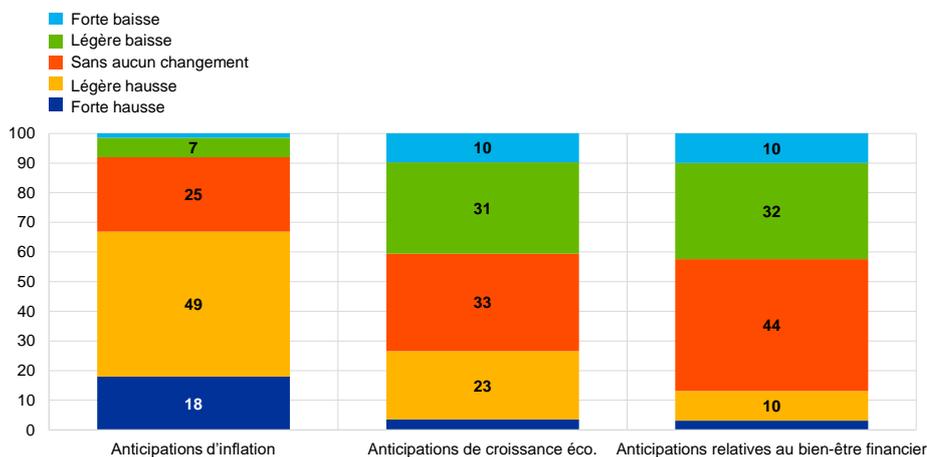
Même si l'impact global des différentes opinions à l'égard des dépenses de défense sur les anticipations reste limité jusqu'à présent, la plupart des ménages s'attendent à ce que l'inflation augmente légèrement en réponse à une augmentation de ces dépenses, tandis que leurs anticipations relatives à l'impact sur la croissance sont plus diverses (graphique B, partie a). Il a été demandé aux participants dans quelle mesure une augmentation potentielle des dépenses de défense dans le pays où ils vivent affecterait les prix, la croissance économique et le bien-être financier de leur ménage. Une part importante des ménages (67 %) estime qu'une augmentation des dépenses de défense entraînera une hausse de l'inflation, la moitié environ anticipant une hausse limitée. Les anticipations relatives aux effets sur la croissance économique sont plus diverses et globalement pessimistes, seulement 27 % des participants anticipant une hausse de l'activité économique et 33 % s'attendant à ce que l'activité reste inchangée, tandis que 41 % prévoient qu'elle baisse (la plupart d'entre eux n'anticipant qu'une légère baisse).

Graphique B

Anticipations des ménages relatives aux effets de l'augmentation des dépenses de défense

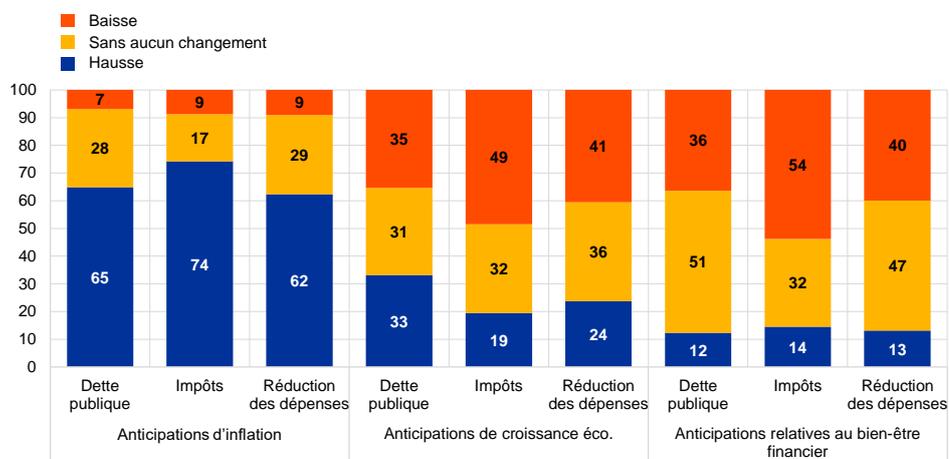
a) Effet attendu de l'augmentation des dépenses de défense sur l'inflation, la croissance économique et le bien-être financier

(pourcentages de participants)



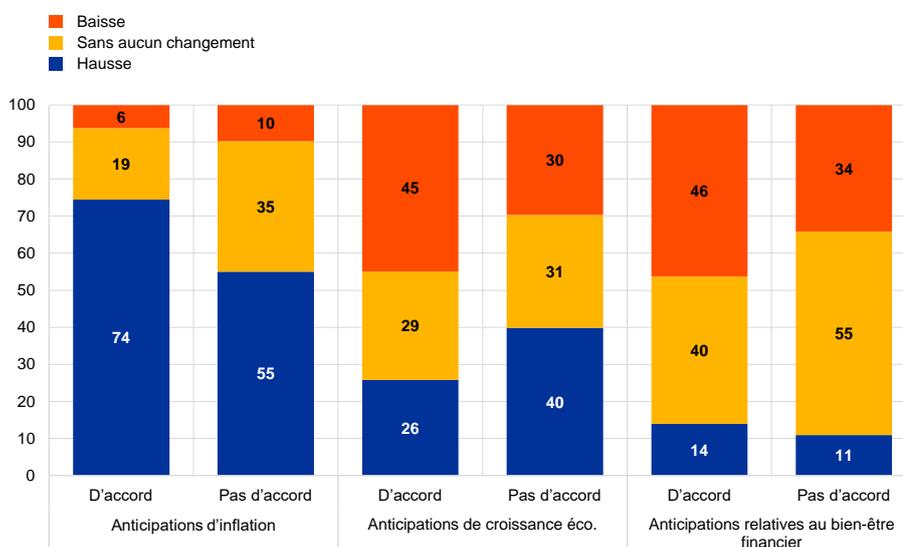
b) Effet attendu de l'augmentation des dépenses de défense par source principale de financement attendue

(pourcentages de participants)



c) Effet attendu de l'augmentation des dépenses de défense en fonction de l'opinion sur la dette publique

(pourcentages de participants)



Source : Données pondérées de l'enquête sur les anticipations des consommateurs (enquête CES).

Notes : Partie a) : il a été demandé aux participants comment, selon eux, une dépense supplémentaire en matière de défense dans le pays où ils vivent actuellement affecterait les prix des biens et services, la croissance économique et le bien-être financier de leur ménage. L'« inflation » correspond à la variation des prix des biens et services. La partie b) ventile les résultats de la partie a) en fonction de la principale source de financement attendue pour l'augmentation des dépenses de défense. La partie c) ventile les résultats de la partie a) selon que les participants sont d'accord ou non avec le fait que le niveau de la dette publique constitue un problème majeur dans le pays où ils vivent actuellement. Partie b) et partie c) : les catégories de la partie a) « Forte hausse » / « Légère hausse » et « Forte baisse » / « Légère baisse » sont combinées respectivement dans les rubriques « Hausse » et « Baisse ». Les dernières observations se rapportent à mai 2025.

Les ménages s'attendent à ce que leur propre bien-être financier demeure globalement le même.

La plupart des ménages estiment également que leur bien-être financier resterait inchangé (44 %) ou diminuerait légèrement (32 %). Cela suggère que la majorité des ménages ne s'attendent pas à ce que les dépenses de défense promises dans les récentes annonces les rendent au final plus confiants pour dépenser plus². Il convient de mentionner que les résultats présentés dans le graphique B, partie a) ne changent pas significativement si l'échantillon est limité aux seuls participants qui s'attendent à une augmentation des dépenses de défense dans leur pays³. Cela étant, l'impact quantitatif des différentes opinions relatives aux dépenses de défense sur les anticipations d'inflation et de croissance reste limité jusqu'à présent.

Les anticipations des ménages quant à l'impact des dépenses de défense sur l'économie et leur bien-être financier sont étroitement liées à leurs opinions concernant les modes de financement de ces dépenses et le niveau de la dette publique de leur pays.

Les ménages qui pensent que les dépenses futures en matière de défense seront financées par une augmentation des impôts sont plus susceptibles de s'attendre à une hausse de l'inflation et d'avoir des opinions pessimistes quant à l'impact qui en résultera sur la croissance économique, par rapport à ceux qui pensent que ces dépenses seront financées par une nouvelle dette

² Pour une analyse détaillée de la confiance des consommateurs dans la zone euro fondée sur un nouvel indicateur, cf. [Baumann et al. \(2025\)](#) dans le présent *Bulletin économique*.

³ Par exemple, la part des participants qui anticipent une hausse passe de 67 % à 71 % pour l'inflation et de 27 % à 29 % pour la croissance économique, tandis que pour le bien-être financier, elle reste constante à 13 %.

ou par des réductions des autres dépenses (graphique B, partie b). La première opinion peut résulter de l'impact inflationniste direct et à court terme des hausses de la fiscalité, en particulier dans le cas de la fiscalité indirecte. Ce profil d'évolution est également plus prononcé pour les ménages qui considèrent la dette publique comme un problème important dans leur pays (graphique B, partie c), peut-être parce qu'ils interprètent l'augmentation des dépenses de défense comme le signal d'une incertitude géopolitique accrue et d'une détérioration des conditions économiques. En outre, certains ménages peuvent percevoir l'augmentation des dépenses de défense comme une mauvaise allocation des ressources. Enfin, le résultat selon lequel une accumulation potentielle de dette publique entraîne une hausse des anticipations d'inflation des ménages – en particulier si la dette est déjà élevée – est cohérent avec les conclusions d'autres enquêtes ⁴

Au niveau des pays, les anticipations relatives au déficit public sont très diverses et les résultats de février et mai diffèrent dans de nombreux pays, reflétant globalement les anticipations concernant les dépenses de défense et leur financement (graphique C, parties a et b). L'hétérogénéité entre les différents pays s'agissant des déficits publics attendus est très importante en général, la part des ménages prévoyant une hausse du déficit allant de 41 % au Portugal à 83 % en Allemagne pour la campagne d'enquête de mai. Les anticipations d'une hausse des déficits ont augmenté dans l'ensemble depuis février, mais elles ont évolué très différemment d'un pays à l'autre. Les pays qui se démarquent en termes de hausses sont l'Allemagne et la Belgique (graphique C, partie a). Cela coïncide avec les projets du gouvernement allemand d'augmenter sensiblement les dépenses au cours des prochaines années, en particulier en matière de défense et d'infrastructures, et de les financer principalement par l'endettement. La Belgique et d'autres pays ont également annoncé des hausses similaires des dépenses de défense, ce qui a affecté les anticipations des consommateurs (graphique C, partie b) ⁵. En revanche, en Grèce en particulier, mais aussi au Portugal, le pourcentage de personnes interrogées anticipant une augmentation significative du déficit public a diminué entre février et mai ⁶.

Les opinions sur la question de savoir si le niveau de la dette publique constitue un problème majeur sont également très diverses entre les pays, mais sont demeurées globalement stables depuis février (graphique C, partie c). En particulier, les Pays-Bas, l'Irlande et l'Allemagne figurent parmi les pays affichant le pourcentage le plus faible de participants qui considèrent la dette publique comme un problème majeur, tandis que l'Italie, la France et la Grèce ⁷ comptent parmi les pays présentant les pourcentages les plus élevés. Dans le même temps,

⁴ Cf., entre autres, Coibion *et al.* (2021) pour les États-Unis, et Grigoli et Sandri (2023) pour les États-Unis, le Royaume-Uni et le Brésil.

⁵ Par exemple, le budget fédéral belge approuvé pour 2025 prévoit de porter les dépenses de défense à 2 % du PIB, parallèlement à des mesures expansionnistes plus larges telles que les investissements dans l'énergie nucléaire, mais également des réformes des régimes de retraite et une réduction des dépenses sociales.

⁶ Ces deux pays font également partie de ceux où la part des participants prévoyant une augmentation significative des dépenses de défense est la plus faible, reflétant globalement les annonces de leurs gouvernements (il convient de noter que la Grèce présente l'un des ratios dépenses de défense/PIB les plus élevés de la zone euro).

⁷ La Grèce compte également la plus faible proportion de participants (seulement 27 %) qui estiment que la dette publique serait le moyen le plus probable de financer l'augmentation des dépenses de défense.

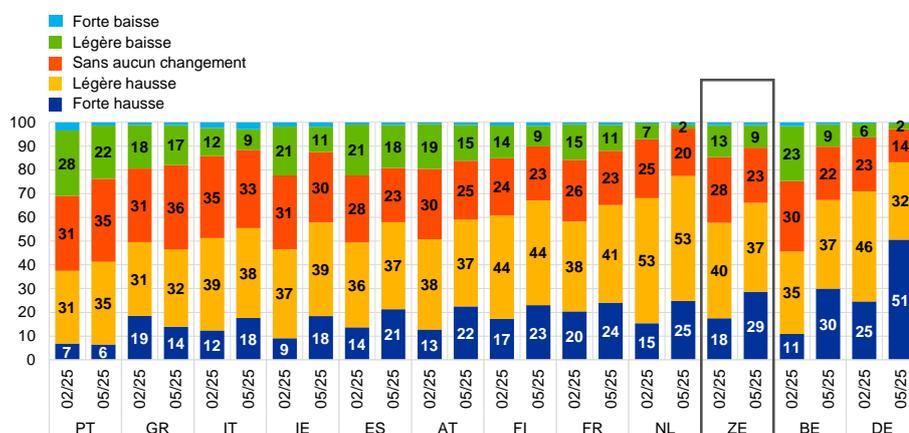
des modifications des perceptions semblent être intervenues pour les ménages en Allemagne (plus pessimistes), en Grèce et au Portugal (plus optimistes).

Graphique C

Anticipations et opinions des ménages au fil du temps et par pays

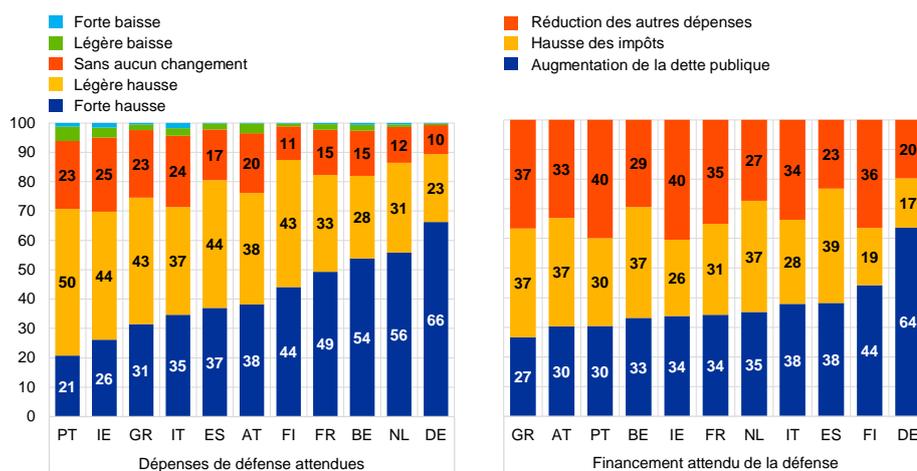
a) Variation attendue du déficit public

(en pourcentage des déclarants)



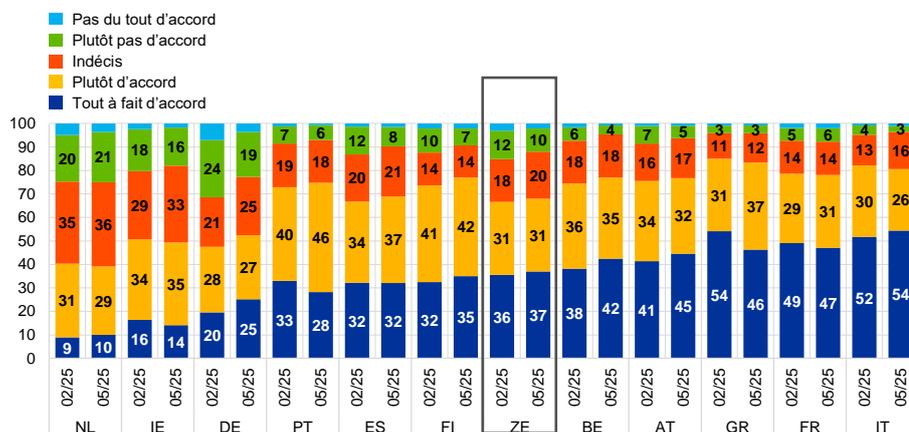
b) Variation attendue des dépenses de défense et source de financement principale attendue pour la défense

(en pourcentage des déclarants)



c) Opinion sur la question de savoir si le niveau de la dette publique constitue un problème majeur

(en pourcentage des déclarants)



Source : Données pondérées de l'enquête sur les anticipations des consommateurs (enquête CES)

Notes : La zone euro (ZE) correspond à l'agrégat de l'ensemble des 11 pays couverts par l'enquête CES. Les pays sont classés en fonction du pourcentage de participants à l'enquête ayant répondu « Forte hausse » en mai 2025 pour la partie a), « Forte hausse » / « Augmentation de la dette publique » pour la partie b), et « Tout à fait d'accord » en mai 2025 pour la partie c). Pour les parties a) et c), les observations se rapportent à février et mai 2025. Pour la partie b), les observations ne datent que de mai 2025.

Bibliographie

Baumann (A.), Caprari (L.), Dossche (M.), Kocharkov (G.) et Kouvavas (O.) (2025), « Confiance des consommateurs et décisions de consommation des ménages », *Bulletin économique*, n° 5, BCE.

Checherita-Westphal (C.), Huber (C.), Rodríguez-Vives (M.) et Müller (G.) (2025), « Aspects budgétaires des dépenses de défense européennes : implications pour les projections macroéconomiques de la zone euro et risques associés », *Bulletin économique*, n° 5, BCE.

Coibion (O.), Gorodnichenko (Y.) et Weber (M.) (2021), « *Fiscal Policy and Households' Inflation Expectations: Evidence from the past five decades* », *NBER Working Papers*, n° 28485, février.

Grigoli (F.) et Sandri (D.) (2023), « *Public Debt and Household Inflation Expectations* » *IMF Working Paper*, n° 23/66, mars.

Aspects budgétaires des dépenses de défense européennes : implications pour les projections macroéconomiques de la zone euro et risques associés

Cristina Checherita-Westphal, Christian Huber, Marta Rodríguez-Vives et Georg Müller

Les dépenses publiques de défense dans l'UE devraient augmenter en réponse aux tensions géopolitiques accrues, en particulier à la suite de l'invasion injustifiée de l'Ukraine par la Russie. Cette tendance a été renforcée par le sommet de l'OTAN des 24 et 25 juin 2025, au cours duquel les alliés de l'OTAN se sont engagés à consacrer chaque année 5 % de leur PIB à la défense d'ici à 2035, dont 3,5 % à la défense proprement dite (contre 2 % actuellement) et 1,5 % aux dépenses en lien avec la défense et la sécurité ¹. Pour la plupart des pays de l'UE, le nouvel objectif implique une augmentation substantielle de leurs dépenses de défense. Des éléments probants suggèrent une forte corrélation entre les niveaux actuels des dépenses de défense des membres de l'OTAN et la proximité géographique avec la Russie, qui constitue un indicateur des risques géopolitiques les plus imminents, mais aussi entre les dépenses de défense et la marge de manœuvre budgétaire (graphique A). Selon les dernières données disponibles de l'OTAN concernant ses membres, les dépenses de défense au niveau de l'UE s'établissaient à 2,0 % du PIB en 2024, tandis que l'agrégat de la zone euro était de 1,9 % ². Peu après la Conférence de Munich de février 2025 sur la sécurité, la Commission européenne a annoncé son plan « Préparation à l'horizon 2030 », qui accorde aux États membres de l'UE une plus grande flexibilité dans le cadre de la gouvernance budgétaire de l'UE afin de faciliter la réorientation nécessaire des dépenses, ainsi que des propositions visant à accroître l'efficacité des dépenses et à réduire la fragmentation dans le secteur de la défense de l'UE *via* des achats conjoints ³. Le présent encadré analyse les implications des nouveaux plans de défense annoncés depuis la Conférence de Munich sur la sécurité pour les projections de base de la zone euro et les risques entourant le scénario de base pour la période 2025-2027, tels qu'ils ressortent des

¹ Cf. la [déclaration du Sommet de La Haye](#) du 25 juin 2025. Les 3,5 % du PIB se rapportent aux dépenses de défense proprement dite, selon la [définition actuelle des données de l'OTAN](#). Les 1,5 % du PIB supplémentaires correspondent, entre autres, aux dépenses destinées à protéger les infrastructures critiques, à défendre les réseaux, à assurer la préparation du secteur civil et la résilience, à libérer le potentiel d'innovation et à renforcer la base industrielle de défense conjointe. La trajectoire fixée dans le cadre du nouveau plan d'investissement sera revue en 2029.

² Il convient de noter que les données de l'OTAN relatives aux dépenses de défense peuvent différer considérablement des données de l'UE telles qu'enregistrées dans les comptes nationaux (CFAP, les dernières données disponibles se rapportent à 2023) et utilisées pour les projections budgétaires et le suivi des règles budgétaires de l'UE dans le cadre du Pacte de stabilité et de croissance. Les différences méthodologiques portent, par exemple, sur l'utilisation de la comptabilité de caisse (OTAN) par rapport à la comptabilité d'exercice (COFOG) et sur l'inclusion des retraites militaires (OTAN). Pour plus de détails et une comparaison des dépenses de défense au niveau international, cf. López Vicente *et al.* (2024).

³ Cf. le [communiqué de presse](#) de la Commission du 19 mars 2025. Pour plus de détails, y compris une évaluation de l'impact sur la dette publique de la flexibilité budgétaire supplémentaire, cf. Bouabdallah *et al.* (2025).

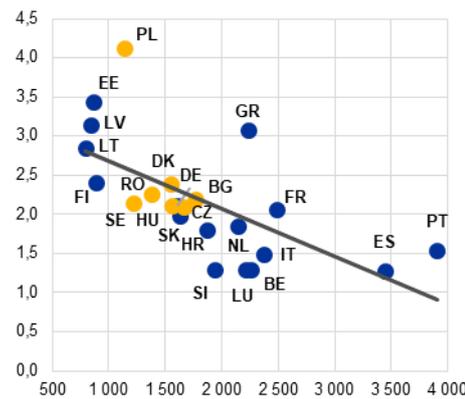
projections macroéconomiques de juin 2025 établies par les services de l'Eurosystème ⁴.

Graphique A

Dépenses de défense des pays membres de l'UE et de l'OTAN en 2024 et facteurs de corrélation

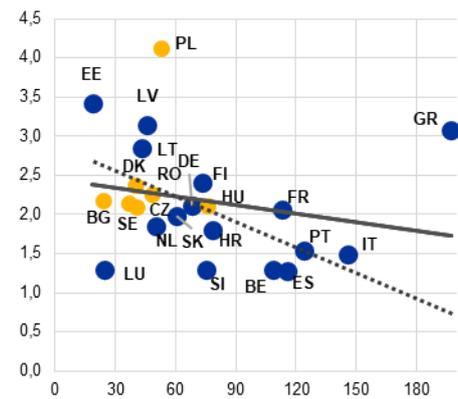
a) Distance par rapport à la Russie

(axe des abscisses : distance entre la capitale et Moscou comme approximation inversée du risque, en km ; axe des ordonnées : dépenses de défense en 2024, en pourcentage du PIB)



b) Dette publique

(axe des abscisses : dette brute des administrations publiques en 2021, en pourcentage du PIB ; axe des ordonnées : dépenses de défense en 2024, en pourcentage du PIB)



Sources : OTAN, Commission européenne (AMECO) et calculs des services de la BCE.

Notes : Les dépenses de défense indiquées correspondent aux estimations de 2024 de l'OTAN (dernière mise à jour disponible, 17 juin 2024). Les points bleus représentent les pays de la zone euro et les points jaunes les pays de l'UE n'appartenant pas à la zone euro qui sont également membres de l'OTAN. La partie a) montre un coefficient de corrélation de $-0,64$ entre les dépenses de défense et la distance par rapport à la Russie. Dans la partie b), la ligne grise continue montre un coefficient de corrélation de $-0,21$ entre les dépenses de défense et la dette des administrations publiques, tandis que la ligne en pointillés plus pentue montre un coefficient de corrélation de $-0,5$ en excluant la Grèce, qui a traditionnellement des dépenses de défense élevées en raison de risques provenant d'autres sources. Les niveaux d'endettement de 2021 sont utilisés pour mesurer la marge de manœuvre budgétaire « initiale », c'est-à-dire avant l'invasion à grande échelle de l'Ukraine par la Russie début 2022, après laquelle de nombreux pays ont augmenté leurs dépenses de défense. Utiliser les ratios dette brute des administrations publiques/PIB de 2024 ne modifierait pas significativement le tableau d'ensemble.

L'impact budgétaire des nouvelles mesures relatives aux dépenses de défense annoncées depuis mi-février, tel que pris en compte dans la projection de base établie par les services de l'Eurosystème en juin 2025, représente 0,6 % du PIB en termes cumulés sur la période 2025-2027 (graphique B). En rythme annuel, les dépenses supplémentaires devraient augmenter au fil du temps et atteindre 0,3 % du PIB en 2027 (graphique B, partie a). Les nouvelles dépenses proviennent de huit pays de la zone euro, la majeure partie étant attribuable à l'Allemagne. Cela augmente considérablement les montants déjà intégrés dans le scénario de base depuis 2022 ⁵. Outre les dépenses de défense au niveau national, les nouvelles mesures incluent le soutien à la défense pour l'Ukraine (légèrement supérieur à 0,2 % du PIB en termes cumulés sur la période 2025-2027, ce qui, selon les estimations, n'aura pas d'incidence macroéconomique directe sur les économies de la zone euro). S'agissant de la composition prévue des nouvelles dépenses de la zone euro en matière de

⁴ Cf. les [projections macroéconomiques pour la zone euro établies par les services de l'Eurosystème, juin 2025](#), qui incluent une première évaluation de ces plans de défense (en plus des nouvelles dépenses consacrées aux infrastructures en Allemagne) comme scénario de base.

⁵ Ces montants concernent a) la défense et d'autres aides liées à la guerre, y compris les dépenses relatives aux réfugiés, depuis l'invasion de l'Ukraine par la Russie début 2022, et b) d'autres augmentations des dépenses de défense, principalement liées à des contrats signés avant l'invasion. Avec les nouvelles dépenses engagées depuis mi-février 2025, l'impact budgétaire de ces mesures est estimé à 0,6 % du PIB environ en 2027, contre 0,35 % en 2024.

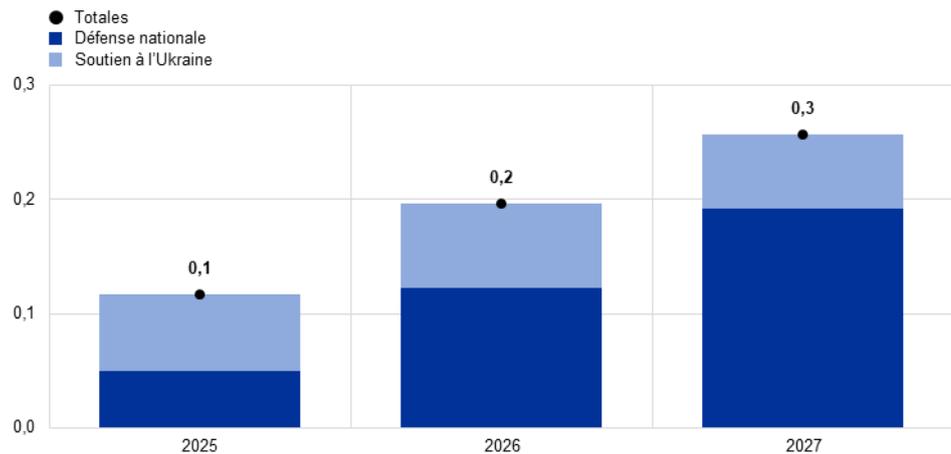
défense nationale, plus de la moitié est consacrée à la consommation publique – principalement des biens intermédiaires (environ 40 %), suivis des dépenses liées au personnel (environ 15 %) – tandis que 40 % environ (plus que dans un passé récent) sont consacrés à l’investissement (graphique B, partie b).

Graphique B

Estimations de l’Eurosystème relatives aux nouvelles dépenses de défense – agrégat de la zone euro

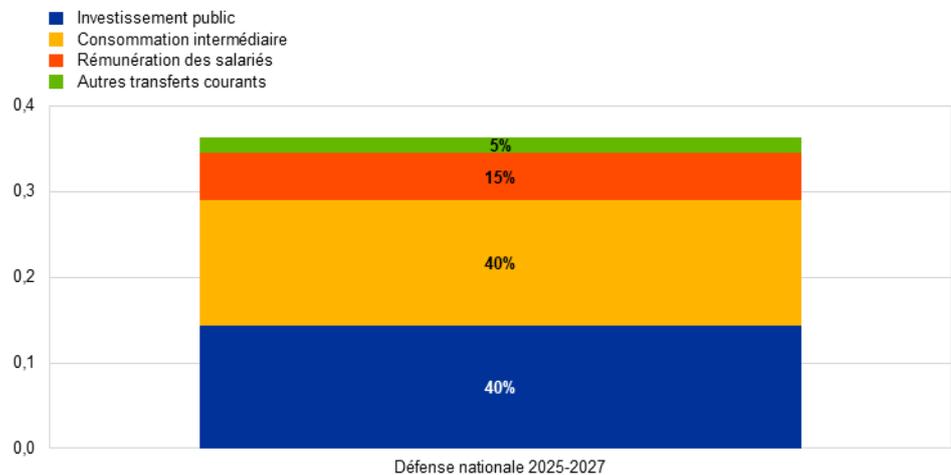
a) Ampleur des nouvelles dépenses de défense

(en pourcentage du PIB)



b) Composition des nouvelles dépenses de défense au niveau national

(axe des ordonnées : en pourcentage du PIB ; dans les barres : part des nouvelles dépenses, en pourcentage)



Sources : Calculs des services de la BCE fondés sur les projections de juin 2025 établies par les services de l’Eurosystème.
Notes : La partie a) montre les révisions des mesures budgétaires liées à la défense depuis les projections macroéconomiques de mars 2025 établies par les services de la BCE pour la zone euro. La partie b) exclut le soutien à l’Ukraine (barres bleu clair dans la partie a).

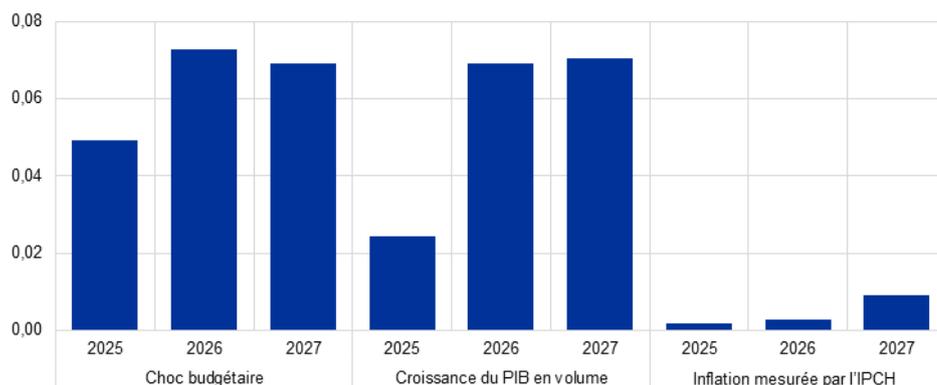
Les nouvelles dépenses de défense devraient apporter un certain soutien à la croissance de la zone euro dans le scénario de base, en particulier sur la période 2026-2027, tandis que l’impact sur l’inflation devrait être modéré (graphique C). Les services de l’Eurosystème évaluent l’incidence sur la croissance du PIB en volume à près de 0,1 point de pourcentage par an sur la période 2026-2027, avec des effets limités en 2025. L’impact sur l’inflation devrait être

modéré sur l'horizon de projection en l'absence de lien direct avec les prix des biens de consommation inclus dans l'indice des prix à la consommation harmonisé (IPCH) ⁶. L'impact sur l'inflation sera probablement décalé et augmentera légèrement au fil du temps, les effets indirects se répercutant *via* la demande intérieure et l'augmentation des salaires, mais il devrait rester faible tout au long de la période 2025-2027.

Graphique C

Effets macroéconomiques estimés des nouvelles dépenses de défense, agrégat de la zone euro

(écarts en points de pourcentage par rapport au scénario de base)



Sources : Calculs des services de la BCE fondés sur les projections de juin 2025 établies par les services de l'Eurosystème.
Notes : Le graphique montre les effets macroéconomiques dans la zone euro (sur la croissance et l'inflation) agrégés à partir des résultats spécifiques à chaque pays des simulations macroéconomiques effectuées par les services de l'Eurosystème. Le « choc budgétaire » (données utilisées pour les simulations macroéconomiques) correspond à la variation annuelle des niveaux de dépenses supplémentaires indiqués dans le graphique B, partie a), à l'exclusion du soutien à l'Ukraine, qui n'a pas d'incidence macroéconomique directe sur les économies de la zone euro.

S'agissant des risques pesant sur le scénario de base, les services de l'Eurosystème ont d'abord évalué les risques liés aux dépenses de défense résultant des annonces effectives des gouvernements à la date d'arrêt des projections de juin 2025, qui se sont révélés relativement limités

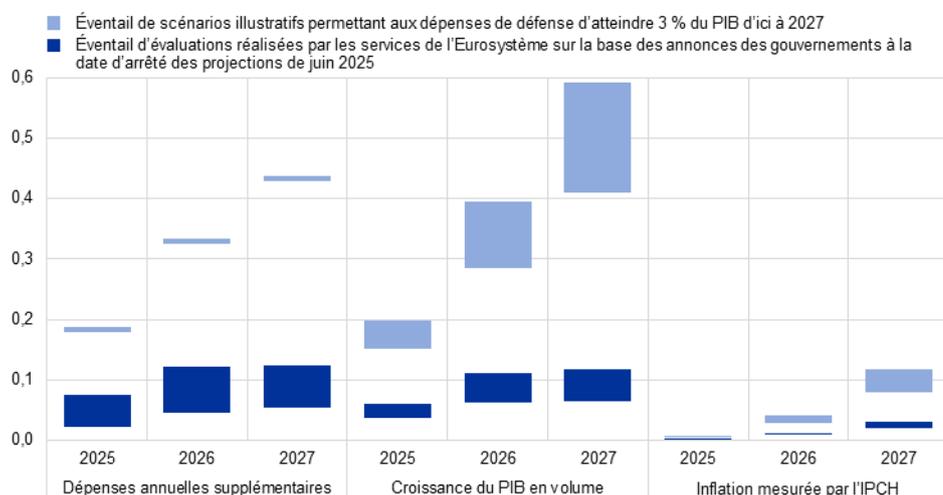
(cf. graphique D). Dans les scénarios de risque spécifiques à chaque pays, fondés sur le jugement d'experts concernant les dépenses de défense supplémentaires par rapport au scénario de base, leur composition et leur financement éventuel, les effets sur la croissance du PIB en volume varient entre 0,06 et 0,12 point de pourcentage par an sur la période 2026-2027, avec un impact limité sur l'inflation. Les effets des dépenses de défense supplémentaires ont tendance à être plus faibles lorsque a) la relance budgétaire est partiellement financée par des réductions d'autres dépenses plutôt que par de nouvelles émissions de dette publique, et b) les dépenses de défense ont un contenu en importations plus élevé que les dépenses publiques moyennes. D'autre part, compte tenu des tensions actuelles sur le marché du travail, les effets sur l'inflation pourraient être plus importants si les revenus du travail augmentent plus fortement que dans des circonstances normales.

⁶ Une demande de biens de défense plus élevée peut avoir un impact direct à court terme sur les prix de ces biens, qui se reflète dans une hausse de la consommation publique et des déflateurs de l'investissement, et donc sur le déflateur du PIB.

Graphique D

Risques pesant sur le scénario de base de juin 2025 résultant des dépenses de défense supplémentaires

(en points de pourcentage du PIB et écarts en points de pourcentage par rapport au scénario de base)



Sources : Calculs des services de la BCE à partir des évaluations du risque réalisées par les services de l'Eurosysteme dans le cadre des projections de juin 2025.

Notes : Les trois colonnes de gauche montrent les dépenses nettes supplémentaires en matière de défense (« chocs » d'assouplissement budgétaire ou variations annuelle). La fourchette des barres bleu foncé pour ces colonnes provient des scénarios de dépenses de défense supplémentaires avec et sans mesures de financement compensatoires sur l'horizon de projection. Dans les scénarios illustratifs, les chocs budgétaires (barres bleu clair) n'impliquent pas de mesures compensatoires (financement intégral par endettement) sur la période 2025-2027. L'éventail des résultats macroéconomiques est basé sur les simulations du modèle ECB-BASE, en maintenant la politique monétaire, le taux de change et les *spreads* financiers à leurs valeurs de référence et en faisant varier les paramètres de simulation (le degré de contenu en importations, les tensions sur le marché du travail et, pour les scénarios illustratifs, l'effet sur le rendement).

En outre, sur la base des anticipations des services de l'Eurosysteme relatives à l'issue du sommet de l'OTAN de juin, des scénarios de risque illustratifs prévoyaient des dépenses de défense supplémentaires plus élevées, qui pourraient entraîner des effets plus significatifs sur la croissance, tandis que l'impact sur l'inflation, bien qu'accru, resterait limité sur l'horizon de projection.

Ces scénarios (également présentés dans le graphique D), utilisés pour l'évaluation du risque dans les projections de juin, supposent une augmentation progressive des dépenses (orientées vers l'investissement public) pour atteindre 3 % du PIB au niveau agrégé de la zone euro d'ici à 2027. Ces scénarios prévoient des effets plus importants sur la croissance du PIB (de 0,4 à 0,6 point de pourcentage au-dessus du scénario de base en 2027) et des effets légèrement plus élevés sur l'inflation (0,1 point de pourcentage environ en 2027). Ces effets peuvent être considérés comme des limites supérieures pour la période 2025-2027, les scénarios étant conçus de façon à ce que les dépenses de défense supplémentaires soient entièrement financées par endettement. Comme précédemment, l'impact des dépenses supplémentaires est simulé selon différents scénarios afin d'établir une fourchette d'effets macroéconomiques. Pour ces scénarios, outre le contenu en importations plus élevé des dépenses et les tensions sur les marchés du travail, une augmentation modérée des rendements souverains est prise en compte, ce qui réduit les effets sur la production et l'inflation ⁷.

⁷ L'augmentation des taux d'intérêt moyens à long terme de la zone euro prise en compte dans cette simulation est d'une ampleur similaire à celle observée lors de l'annonce de l'accord de coalition en Allemagne au printemps 2025.

Les estimations présentées dans cet encadré sont entourées d'une incertitude considérable. Outre l'incertitude quant au renforcement effectif des capacités de défense et aux dépenses budgétaires qui y sont liées (ampleur, composition et calendrier des mesures), il existe également une incertitude considérable quant à l'estimation des multiplicateurs budgétaires des dépenses de défense, les données empiriques étant contrastées⁸. En outre, l'impact relativement élevé sur la croissance mais faible sur l'inflation des dépenses de défense supplémentaires sur l'horizon de projection peut justifier une analyse plus approfondie, compte tenu, entre autres facteurs, de l'incidence possible sur les anticipations des ménages et des entreprises⁹. Enfin, l'analyse des risques ne tient pas compte des éventuelles tensions sur les marchés financiers si les ratios de dette publique ne sont pas ramenés sur une trajectoire baissière à moyen terme, en particulier dans les pays fortement endettés de la zone euro et en cas d'évolutions macroéconomiques plus défavorables.

Bibliographie :

Baumann (A.), Checherita-Westphal (C.), Kocharkov (G.) et Osterloh (S.) (2025), « La hausse des dépenses de défense et son impact sur les anticipations des ménages », *Bulletin économique*, n° 5, BCE.

Bouabdallah (O.), Checherita-Westphal (C.), De Stefani (R.), Haroutunian (S.), Hauptmeier (S.), Huber (C.), Momferatou (D.), Muggenthaler-Gerathewohl (P.), Setzer (R.) et Zorell (N.) (2025), « [Les plans budgétaires et structurels à moyen terme dans le cadre du Pacte de stabilité et de croissance révisé](#) », *Bulletin économique*, n° 3, BCE.

López Vicente (F.), Rodríguez-Vives (M.) et Rojas (J.) (2024), « [Public spending on defence, public order and safety in Spain and the European Union](#) », *Bulletin économique*, T3/2024, Banco de España, article 5.

Ilzetzki (E.) (2025), « [Guns and Growth: The Economic Consequences of Defence Buildups](#) », *Kiel Report*, n° 2, février.

⁸ La littérature empirique consacrée aux multiplicateurs budgétaires suggère que les dépenses militaires peuvent avoir des effets favorables sur la demande à court terme mais, à l'exception des dépenses en recherche et développement, leurs effets sur la croissance à long terme ont tendance à être modérés. Toutefois, les estimations relatives aux multiplicateurs budgétaires varient fortement et sont susceptibles de dépendre de l'état, de la méthodologie et de l'échantillon. Parmi les revues récentes de la littérature, Ilzetzki (2025) trouve un consensus sur le fait que le PIB augmente à la suite d'une hausse des dépenses de défense, mais le degré de cette hausse et l'éviction potentielle du secteur privé restent flous.

⁹ Pour plus de détails sur les anticipations des ménages, cf. Baumann *et al.* (2025) dans le présent *Bulletin économique*.

Articles

1 Lever le voile sur les coûts cachés des dépendances critiques

Maria-Grazia Attinasi, Lukas Boeckelmann, Rinalds Gerinovics et Baptiste Meunier

1 Les tendances récentes du commerce mondial

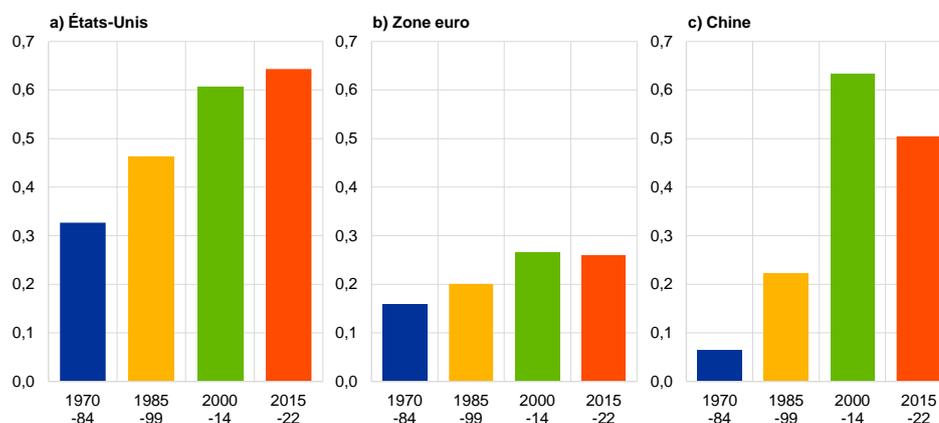
L'intégration commerciale, un moteur essentiel de la croissance économique des dernières décennies, se trouve à la croisée des chemins, dans un contexte de rivalités géopolitiques et de politiques protectionnistes croissantes.

En libéralisant les flux transfrontières de biens, de services, d'investissements et de technologies, le système d'échange multilatéral fondé sur des règles a stimulé la croissance et réduit les inégalités à l'échelle mondiale (Frankel et Romer, 1999 ; Feyrer, 2019). En corollaire de cette mondialisation plus intense, on a observé une sensibilité croissante de la production intérieure aux chocs externes (graphique 1), en particulier dans les années 1990 et 2000 – période marquée par la prolifération d'accords commerciaux multilatéraux (par exemple l'Accord de libre-échange nord-américain de 1992) et la création de l'Organisation mondiale du commerce en 1995, à laquelle la Chine a adhéré en 2001. Si une plus grande ouverture commerciale a permis aux pays d'amortir les chocs intérieurs en s'appuyant davantage sur la demande étrangère (Comité des relations internationales, 2023), elle a également renforcé l'exposition aux perturbations économiques mondiales. Les chocs mondiaux récents – tels que la pandémie de COVID-19 et la guerre injustifiée menée par la Russie contre l'Ukraine – ont clairement fait ressortir cette dualité. En conséquence, l'intégration commerciale est de plus en plus considérée à travers le prisme de la vulnérabilité et du risque stratégique, ce qui incite de nombreux gouvernements à adopter des politiques économiques davantage orientées vers le repli sur soi. Ce changement, illustré par des événements tels que le Brexit (2016), les tensions commerciales entre les États-Unis et la Chine (2018-2019) et les récentes hausses des droits de douane américains, constitue un changement de paradigme dans les relations commerciales mondiales, caractérisé par un scepticisme croissant envers la libéralisation des échanges et par des tensions croissantes sur le système commercial mondial ouvert.

Graphique 1

Impact d'un choc de 1 % de la productivité globale des facteurs étrangers sur la croissance de la production la première année

(en points de pourcentage)



Sources : Boeckelmann *et al.* (2025), *World Input-Output Database*, Banque asiatique de développement et calculs des services de la BCE.

Notes : Les fonctions de réponse impulsionnelle (IRF) sont calculées à l'aide d'un modèle multi-pays et multisectoriel dynamique en utilisant des liens sectoriels au travers des réseaux de production de biens intermédiaires et de biens d'équipement. Les IRF pour les différentes périodes sont calculées en calibrant le modèle avec les séries correspondantes des matrices globales d'entrées-sorties.

Partie b) : seuls les chocs hors zone euro sont pris en considération.

Les gouvernements réorientent leurs stratégies commerciales, la libéralisation et l'efficacité cédant le pas à la sécurité et la résilience. On met de plus en plus l'accent sur la réduction de la dépendance envers des fournisseurs étrangers, en particulier pour les matières premières critiques, les technologies stratégiques et d'autres biens critiques – domaines dans lesquels les pays disposant d'une position dominante en termes d'approvisionnement peuvent délibérément restreindre l'accès aux pays dépendants. Les événements récents ont souligné ce changement. L'Organisation de coopération et de développement économiques (OCDE, 2025) souligne que le nombre d'intrants vitaux (par exemple le lithium et le cobalt) soumis à des restrictions à l'exportation a été multiplié par cinq depuis 2009, une tendance qui reflète la demande croissante pour ces intrants en raison des transitions numérique et verte (par exemple, un véhicule électrique nécessite six fois plus d'intrants minéraux qu'une voiture conventionnelle). Ces restrictions incluent par exemple les contrôles sur les exportations américaines de semi-conducteurs vers la Chine, qui ont été introduits en 2022, et les restrictions sur les exportations de métaux critiques introduites par la Chine en réponse à ces contrôles ¹. En 2025, la Chine a mis en œuvre des restrictions à l'exportation sur sept éléments de terres rares, tandis que l'administration américaine a commencé à enquêter sur les risques pour la sécurité nationale posés par la dépendance à des minéraux critiques importés. En outre, l'UE a introduit des mesures destinées à faire face aux dépendances critiques (cf. encadré 1).

¹ Les contrôles des exportations américaines de semi-conducteurs ont encore été durcis en 2023 et 2024. Les restrictions de la Chine sur les exportations comprenaient le gallium et le germanium en 2023 et ont été étendues à l'antimoine, au graphite et aux matériaux ultra-durs en 2024.

Encadré 1

Faire face aux dépendances critiques : l'approche de l'UE

Lucia Quaglietti

Depuis 2020, l'UE a fait de l'autonomie stratégique un objectif politique central. Un large éventail d'initiatives stratégiques a été mis en place pour identifier, surveiller et réduire les dépendances critiques, notamment les éléments de terres rares, les métaux du groupe du platine et les matériaux nécessaires aux infrastructures vertes et numériques (Comité des relations internationales, 2023). Le cadre de l'UE a évolué afin de trouver un équilibre entre une plus grande capacité interne et l'ouverture commerciale. Ces initiatives peuvent être classées en deux volets interconnectés : 1) le renforcement des capacités de production intérieure ; et 2) la diversification et l'amélioration de la résilience des chaînes d'approvisionnement mondiales existantes.

Dans le premier volet, l'UE a cherché à réduire les dépendances critiques en stimulant les capacités internes d'extraction, de traitement et de fabrication. Les initiatives comprennent :

- des incitations fiscales, telles que des crédits d'impôt et des subventions pour les producteurs de technologies propres et de semi-conducteurs, notamment dans le cadre du plan industriel du pacte vert (*Green Deal Industrial Plan*) et du règlement sur les puces (*Chips Act*)² (tous deux adoptés en 2023) ;
- des dispositifs d'investissement publics et privés destinés à soutenir l'innovation industrielle et l'augmentation de la production, tels que les projets importants d'intérêt européen commun dans les domaines de la microélectronique, de l'hydrogène, des batteries, de l'infrastructure *cloud* et de la communication numérique ;
- des références et des objectifs visant à diversifier et à améliorer les approvisionnements de l'UE, notamment au titre du règlement *Critical Raw Materials Act*³ (2024) ;
- des règlements visant à assouplir les aides d'État et à rationaliser les procédures d'autorisation pour les opérations d'extraction et de traitement de matières premières critiques, notamment en vertu du *Net-Zero Industry Act*⁴ (2024) et du *Critical Raw Materials Act* (2024) ;

² Règlement (UE) 2023/1781 du Parlement européen et du Conseil du 13 septembre 2023 établissant un cadre de mesures pour renforcer l'écosystème européen des semi-conducteurs et modifiant le règlement (UE) 2021/694 (règlement sur les puces) (JO L 229 du 18.09.2023, p. 1).

³ Règlement (UE) 2024/1252 du Parlement européen et du Conseil du 11 avril 2024 établissant un cadre visant à garantir un approvisionnement sûr et durable en matières premières critiques et modifiant les règlements (UE) 168/2013, (UE) 2018/858, (UE) 2018/1724 et (UE) 2019/1020 (JO L 2024/1252 du 03.05.2024).

⁴ Règlement (UE) 2024/1735 du Parlement européen et du Conseil du 13 juin 2024 relatif à l'établissement d'un cadre de mesures en vue de renforcer l'écosystème européen de la fabrication de produits de technologie « zéro net » et modifiant le règlement (UE) 2018/1724 (JO L 2024/1735 du 28.06.2024).

- des instruments commerciaux protecteurs et des politiques révisées en matière de marchés publics afin de protéger les producteurs nationaux contre la concurrence déloyale et de cibler les subventions étrangères faussant la concurrence sur le marché intérieur de l'UE, notamment en vertu du règlement *Foreign Subsidies Regulation*⁵ (2023) et du *International Procurement Instrument*⁶ (2022).

Dans le deuxième volet, l'UE a mis en œuvre des politiques visant à stabiliser et à diversifier les sources d'approvisionnement, notamment :

- des partenariats stratégiques et des accords bilatéraux avec des partenaires riches en ressources et partageant les mêmes valeurs (par exemple les États-Unis, le Canada, l'Australie, le Chili et la Namibie), intégrant des normes environnementales, sociales et de gouvernance ;
- des règlements relatifs à la constitution de stocks stratégiques et aux achats conjoints de biens critiques, y compris par le biais de mécanismes d'achats groupés basés sur la stratégie de vaccination adoptée durant la pandémie de COVID-19, visant à assurer la continuité de l'approvisionnement.

Des politiques ont été conçues pour favoriser la collaboration entre les institutions de l'UE, les États membres de l'UE et les parties prenantes privées. Par exemple, le *Critical Raw Materials Act* et le règlement sur les puces prévoient la création de conseils composés de représentants des États membres et de la Commission européenne, chargés de fournir des conseils et de coordonner la mise en œuvre des mesures et de superviser la désignation et le soutien des projets stratégiques au sein de l'UE. Dans le cadre du plan industriel du pacte vert et du règlement sur les puces, des partenariats public-privé ont été établis pour encourager la recherche et le développement dans les semi-conducteurs et la décarbonation industrielle. En général, la plupart des politiques ont été financées par une combinaison de fonds provenant de l'UE, des États membres et du secteur privé, à l'exception des projets importants d'intérêt européen commun, qui sont financés principalement par les budgets nationaux.

Ces politiques ont permis des progrès tangibles dans la relocalisation de la production, la stimulation de l'investissement et le lancement de projets industriels transfrontières. Arjona *et al.* (2025) constatent que les importations de l'UE se détournent des pays non signataires d'accords commerciaux avec l'UE et se tournent vers les pays voisins et partenaires régionaux engagés dans des initiatives commerciales actives. Dans le même temps, dans certains cas, la longueur des processus d'approbation – en particulier pour les activités minières, les infrastructures renouvelables et les installations manufacturières – a retardé le déploiement des projets. En outre, tandis que certains États membres ont mobilisé un soutien public important, les disparités budgétaires au sein de l'UE ont entraîné un développement industriel inégal. Enfin, la mise en œuvre des politiques peut être relativement fragmentée entre États membres, en raison de niveaux variables d'engagement ou de capacité administrative.

⁵ Règlement (UE) 2022/2560 du Parlement européen et du Conseil du 14 décembre 2022 relatif aux subventions étrangères faussant le marché intérieur (JO L 330 du 23.12.2022, p. 1).

⁶ Règlement (UE) 2022/1031 du Parlement européen et du Conseil du 23 juin 2022 concernant l'accès des opérateurs économiques, des biens et des services des pays tiers aux marchés publics et aux concessions de l'Union et établissant des procédures visant à faciliter les négociations relatives à l'accès des opérateurs économiques, des biens et des services originaires de l'Union aux marchés publics et aux concessions des pays tiers (Instrument relatif aux marchés publics internationaux – IMPI) (JO L 173 du 30.06.2022, p. 1).

La Commission européenne a proposé plusieurs nouvelles mesures pour 2025 et au-delà. Il s'agit notamment de la création d'une plateforme de l'UE sur les matières premières critiques (MPC), qui servirait de pôle de coordination en vue d'améliorer le suivi de la chaîne d'approvisionnement en MPC et de continuer à soutenir les achats conjoints et la constitution de stocks. En outre, la Commission européenne a proposé la création d'un Fonds de Souveraineté européen, destiné à remédier aux asymétries d'investissement entre États membres et à renforcer le soutien apporté au niveau de l'UE aux secteurs stratégiques. Enfin, de nouveaux partenariats stratégiques en matière de MPC et de technologies propres sont en cours de négociation avec des pays d'Amérique latine, d'Afrique et d'Asie du Sud-Est.

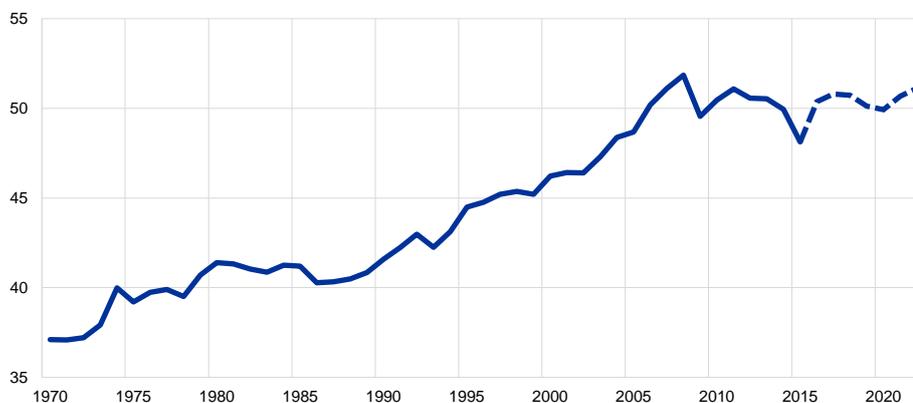
Les données récentes indiquent une reconfiguration des échanges commerciaux selon des lignes de faille géopolitiques pour certains produits d'importance stratégique, même si la situation demeure fluide. Les indicateurs agrégés de l'intégration commerciale, tels que la participation aux chaînes de valeur mondiales, suggèrent que l'intégration n'a pas décliné mais a atteint un plateau (graphique 2, partie a). Dans le même temps, comme le montrent Attinasi *et al.* (2024), les tendances agrégées masquent une certaine reconfiguration des échanges selon des lignes de faille géopolitiques, en particulier pour les biens d'importance stratégique du point de vue de la sécurité nationale, tels que les produits de technologie avancée (par exemple les circuits intégrés et les dispositifs biotechnologiques). Cette reconfiguration, comme en témoigne une forte baisse des importations américaines en provenance de Chine et un net recul des importations de l'UE en provenance de Russie, s'est accélérée depuis 2021, notamment en raison des sanctions occidentales à l'égard de la Russie (Conteduca *et al.*, 2024 ; Airaudo *et al.*, 2025). En outre, la récente imposition par les États-Unis de droits de douane plus élevés à leurs principaux partenaires commerciaux pourrait modifier plus significativement les flux commerciaux mondiaux.

Graphique 2

Intégration commerciale et stratégies de réduction des risques des entreprises

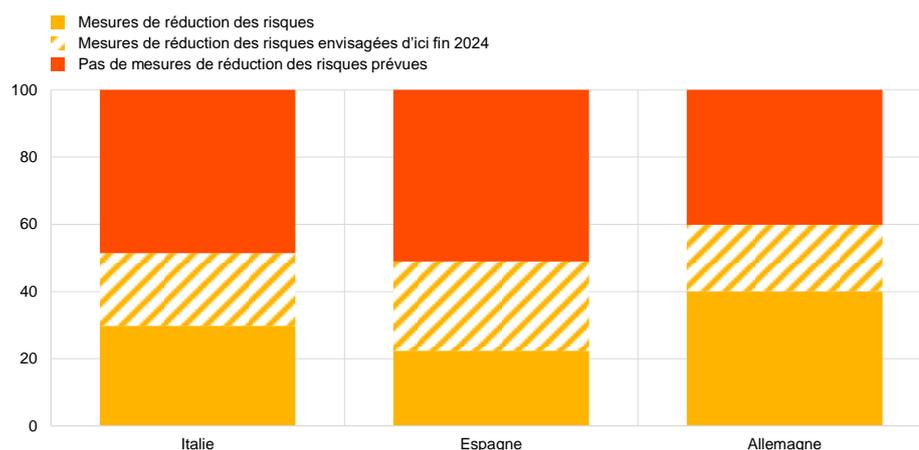
a) Échanges le long des chaînes de valeur mondiales

(pourcentage des échanges totaux)



b) Mesures visant à réduire l'exposition à la Chine

(en pourcentage des entreprises interrogées tributaires d'intrants chinois stratégiques)



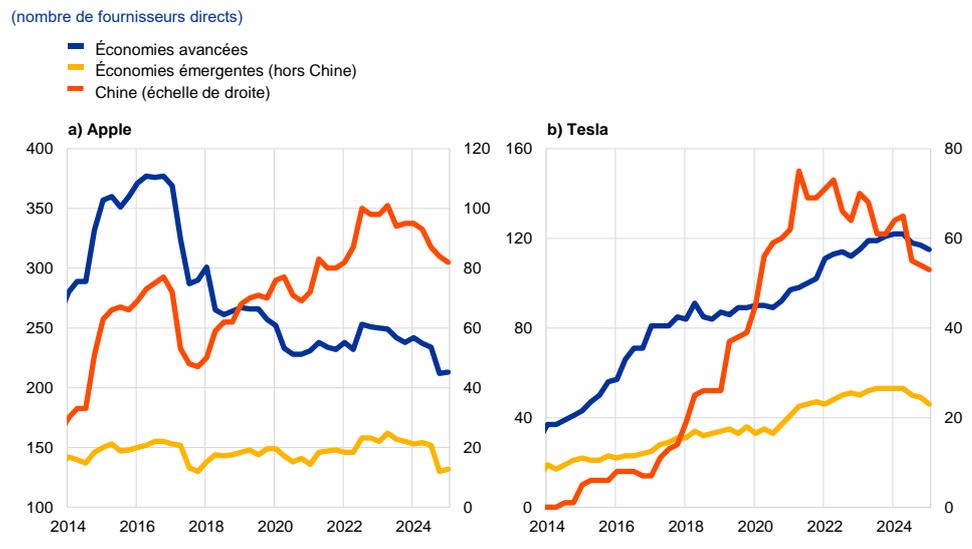
Sources : Attinasi *et al.* (2024), Baileanu *et al.* (2024) et calculs des services de la BCE.

Notes : Partie a) : les échanges le long des chaînes de valeur mondiales se rapportent aux échanges de marchandises qui traversent plus d'une frontière. Partie b) : les enquêtes ont été réalisées en 2023 et ne couvraient que les entreprises manufacturières.

Les enquêtes auprès d'entreprises manufacturières et l'analyse des chaînes d'approvisionnement révèlent une tendance à la réduction des risques et à des stratégies de diversification des fournisseurs, notamment parmi les grandes entreprises technologiques américaines. Les entreprises multinationales font état de plans de relocalisation de leur production en raison de tensions géopolitiques (HSBC, 2024), y compris dans la zone euro, où les entreprises expriment le désir de mettre en œuvre davantage de stratégies de réduction des risques à l'avenir (Attinasi *et al.*, 2023). C'est particulièrement le cas pour les entreprises qui dépendent de rivaux géopolitiques pour des intrants clés. D'après des enquêtes menées en 2023, dans une sélection de pays de la zone euro, environ la moitié des entreprises manufacturières s'approvisionnant en intrants jugés critiques provenant de Chine avaient déjà mis en œuvre des stratégies pour réduire les risques liés aux chaînes d'approvisionnement, ou prévoyaient de le faire d'ici fin 2024 (graphique 2, partie b). Au-delà des enquêtes, une analyse des données relatives aux chaînes

d’approvisionnement montre que les principales entreprises technologiques américaines ajustent leurs réseaux de fournisseurs pour réduire leur dépendance vis-à-vis de la Chine. Apple et Tesla ont fortement réduit le nombre de leurs fournisseurs basés en Chine depuis 2022 (graphique 3). Si les fournisseurs chinois ont été remplacés dans une certaine mesure par des entreprises d’Asie du Sud-Est, la diminution du nombre total de fournisseurs pourrait suggérer que les deux entreprises ont regroupé leurs fournisseurs d’intrants, qui sont désormais moins nombreux, mais plus fiables.

Graphique 3
Évolution des fournisseurs par origine



Sources : Bloomberg et calculs des services de la BCE.

Le présent article apporte un éclairage sur l’évolution et l’importance économique de dépendances critiques entre les États-Unis, la zone euro et la Chine. Les dépendances critiques sont définies comme des biens dont la diversification des importations est limitée, ce qui signifie que toute perturbation de leur approvisionnement pourrait avoir un impact sévère sur des secteurs stratégiques. Nous complétons cette perspective d’*importateur* par une analyse de réseau axée sur les *exportations* afin d’évaluer la concentration de l’offre et les risques de perturbations potentielles si un petit nombre d’acteurs dominants restreignent l’accès aux dépendances critiques. Enfin, nous réalisons une analyse fondée sur un modèle afin d’examiner dans quelle mesure des perturbations soudaines de l’approvisionnement liées à des dépendances critiques pourraient entraîner des coûts économiques importants malgré leur faible part dans le commerce total.

2 Évolution des dépendances critiques

Les dépendances critiques sont identifiées comme des intrants d’importance stratégique pour lesquels la dépendance à l’égard d’un petit nombre de fournisseurs étrangers est importante. Cet article identifie les dépendances critiques en suivant le cadre d’Arjona *et al.* (2023) pour l’UE, que nous adaptons pour

couvrir les États-Unis, la Chine et la zone euro (cf. encadré 2)⁷. La méthodologie s'appuie sur des données relatives aux échanges commerciaux au niveau des produits pour distinguer les dépendances critiques de 5 000 matières premières en identifiant les produits caractérisés par une faible *diversification des importations*, une *rareté de l'offre au niveau mondial* et une *capacité intérieure limitée*. Les produits qui présentent ces trois caractéristiques et figurent sur une liste prédéfinie de secteurs stratégiques (Commission européenne, 2021), tels que les produits de santé, les batteries, l'hydrogène et les puces électroniques, sont désignés comme des « dépendances critiques ».

Encadré 2

Une méthodologie fondée sur les données pour identifier les dépendances critiques

Bernardo de Castro Martins, Rinalds Gerinovics et Lisa Gerland

L'identification des dépendances critiques est essentielle car les perturbations sur des intrants clés peuvent faire peser des risques significatifs sur les secteurs stratégiques. Toutefois, l'ampleur du commerce international, qui recouvre de nombreux biens et partenaires, rend leur identification difficile. Nous nous appuyons sur l'ensemble de données BACI (Gaulier et Zignago, 2010) couvrant 5 000 biens et 238 régions, et suivons la méthodologie d'Arjona *et al.* (2023), initialement développée pour l'UE, que nous adaptons dans une perspective mondiale. La méthodologie comprend trois étapes : 1) calculer les indicateurs de dépendance de base (*core dependency indicators*, CDI) ; 2) obtenir par filtrage les produits présentant des niveaux de dépendance élevés ; et 3) sélectionner les produits appartenant à des secteurs stratégiques. Il en résulte un ensemble de biens à forte concentration d'importations, à dépendance élevée vis-à-vis des autres pays et à substituabilité domestique limitée.

Étape 1 : Calcul des CDI

Le premier indicateur mesure la **diversification des importations**. Pour un pays i et un produit k , il s'agit de la somme de la racine carrée des parts des importations, calculée comme suit :

$$CDI_1 = \sum_{j=1}^n \left(\frac{M_{j \rightarrow i}^k}{M_i^k} \right)^2$$

où $M_{j \rightarrow i}^k$ se rapporte aux importations par le pays i du produit k provenant du pays j , et M_i^k aux importations totales du produit k par le pays i . Le seuil de sélection des produits présentant une faible diversification des importations est de 0,4, comme dans Arjona *et al.* (2023), ce qui implique un filtrage des produits dont les importations proviennent de moins de trois pays.

Le deuxième indicateur prend en compte la **rareté de l'offre mondiale**. Pour chaque produit k , nous calculons le ratio des importations d'un pays (M_i^k) sur les importations mondiales (M^k) :

$$CDI_2 = \frac{M_i^k}{M^k}$$

⁷ Bien qu'il existe d'autres méthodologies (Korniyenko *et al.*, 2017 ; Bonneau et Nakaa, 2020), nous utilisons Arjona *et al.* (2023) en raison de : 1) son exhaustivité, car cette méthode combine plusieurs méthodes utilisées séparément dans la littérature, notamment des analyses de la concentration des importations et des réseaux d'exportation ; 2) sa robustesse, car elle s'appuie sur plusieurs indicateurs ; et 3) sa granularité élevée.

et nous appliquons des seuils spécifiques à chaque pays : le filtrage exclut un produit si la part d'un pays dans les importations mondiales pour ce produit est supérieure à la part du pays dans les importations mondiales pour l'ensemble des produits importés ⁸.

Le troisième indicateur constitue une approximation de la **capacité de production intérieure**. Il évalue dans quelle mesure les importations peuvent être remplacées par une production domestique, en utilisant le ratio des importations d'un produit k par le pays (M_i^k) par rapport aux exportations de ce même produit (X_i^k) :

$$CDI_3 = \frac{M_i^k}{X_i^k}$$

Comme dans Arjona *et al.* (2023), nous sélectionnons les produits pour lesquels CDI_3 est supérieur à 1, indiquant si un pays importe plus qu'il n'exporte.

Étape 2 : Obtenir par filtrage les produits présentant une dépendance élevée

Nous identifions les dépendances en appliquant les seuils définis précédemment. Le principal avantage de cette méthode est sa simplicité, bien que le choix des seuils puisse sembler arbitraire. Par conséquent, nous utilisons une approche complémentaire en ligne avec celle d'Arjona *et al.* (2023) en filtrant les produits situés dans les 10 % supérieurs de la dépendance de base agrégée, calculée comme une simple moyenne de leurs classements dans les trois indicateurs CDI. La sélection finale remplit ces deux conditions – les indicateurs CDI dépassant les seuils et leur classement dans les 10 % supérieurs de la dépendance centrale agrégée.

Étape 3 : Identifier les produits dans les secteurs stratégiques

La dernière étape consiste à effectuer un contrôle croisé de la liste des produits présentant une dépendance élevée et de la liste des produits d'importance stratégique. La classification des produits d'importance stratégique est basée sur la liste des écosystèmes sensibles établie par la Commission européenne (2021) et utilisée par Arjona *et al.* (2023). Elle inclut des produits tels que les batteries, les puces électroniques et les matières premières critiques ⁹. Si les secteurs stratégiques peuvent varier d'une économie à l'autre, l'utilisation d'une définition commune facilite la comparabilité.

Au cours des 30 dernières années, le nombre de dépendances critiques a légèrement diminué pour la zone euro et la Chine, tout en restant relativement élevé pour les États-Unis. Dans les années 2020, le nombre de dépendances critiques était d'environ 100 pour la zone euro et la Chine, et de 120 pour les États-Unis (graphique 4, partie a), représentant en moyenne 7 % des importations

⁸ Pour l'UE, Arjona *et al.* (2023) utilisent le ratio des importations hors UE sur les importations totales de l'UE. Compte tenu de notre perspective mondiale, nous modifions légèrement cet indicateur.

⁹ La [quatrième liste de matières premières critiques](#) inclut les terres rares minérales et 28 autres matières (par exemple, la bauxite, le tungstène).

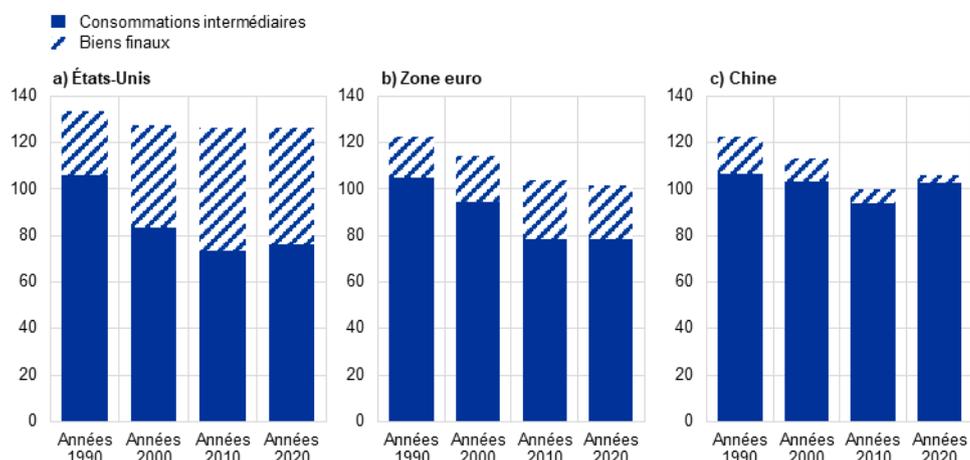
totales ¹⁰. Depuis les années 1990, la composition des dépendances critiques a varié d'une économie à l'autre, reflétant des différences dans les politiques industrielles et la position dans les chaînes de valeur mondiales. Pour les États-Unis, le nombre total de dépendances critiques est resté globalement inchangé, la réduction des dépendances à l'égard des consommations intermédiaires ayant été contrebalancée par une forte augmentation des dépendances à l'égard des biens finaux, en particulier l'électronique grand public (radios, télévisions, etc.). La zone euro a suivi une tendance similaire, bien que dans une moindre mesure, avec un nombre moins élevé de dépendances critiques à l'égard des consommations intermédiaires et une augmentation des dépendances à l'égard des produits finaux. En 2023, les dépendances critiques de la zone euro incluent les matières premières critiques (par exemple l'uranium, le manganèse), les produits pharmaceutiques (par exemple, les hormones, les antibiotiques) et l'électroménager (par exemple, les grille-pain, les aspirateurs). En revanche, la Chine a enregistré une diminution régulière de ses dépendances critiques entre les années 1990 et les années 2010, évolution principalement liée aux biens finaux, car le pays a développé sa base de fabrication et déployé des efforts pour réduire sa dépendance à l'égard des partenaires étrangers (par exemple, le plan « *Made in China 2025* » lancé en 2015 et la stratégie de double circulation de 2020). Un léger rebond a été observé dans les années 2020, principalement en raison de la hausse de la demande de minéraux (par exemple, le cuivre, le nickel, le béryllium) utilisés dans le secteur technologique en plein essor.

¹⁰ Le nombre de dépendances critiques pour la zone euro (environ 100) est inférieur aux 200 rapportés dans Arjona *et al.* (2023). Cela s'explique par : 1) des différences dans la couverture géographique, c'est-à-dire l'UE dans Arjona *et al.* (2023) et la zone euro dans le présent article ; 2) des ajustements de la méthodologie ; 3) le fait que, pour faciliter la comparabilité sur la période 1995-2023, nous utilisons la version de 1992 des codes du Système Harmonisé (SH), couvrant environ 5 000 produits, alors qu'Arjona *et al.* (2023) utilise la version 2017, qui couvre 10 % de produits en plus ; et 4) l'utilisation des données TRADE-FIGARO-EUROSTAT dans Arjona *et al.* (2023), qui corrigent largement des réexportations pour l'UE et dans une moindre mesure pour les pays tiers, tandis que cet article utilise les données BACI, qui ne sont pas corrigées des réexportations mais garantissent un traitement symétrique des pays de l'UE et des pays tiers, tels que les États-Unis et la Chine. Pour Arjona *et al.* (2023), l'utilisation des données BACI entraîne une réduction des dépendances critiques de 30 % environ par rapport aux données TRADE-FIGARO-EUROSTAT.

Graphique 4 Évolution des dépendances critiques

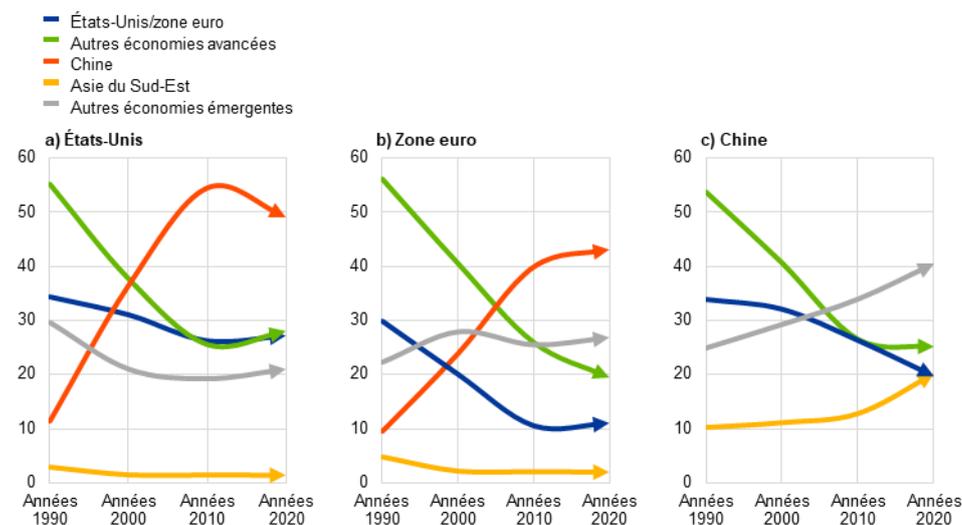
a) Par utilisation finale

(en nombre de produits)



b) Par source géographique

(en nombre de produits)



Sources : BACI (SH 92, niveau à 6 chiffres), OCDE et calculs des services de la BCE.

Notes : Moyennes sur plusieurs décennies (« années 1990 » se rapporte à la période 1995-1999 et « années 2020 » se rapporte à la période 2020-2023 en raison de la disponibilité des données). La zone euro est considérée comme une entité unique, en faisant abstraction des échanges commerciaux intra-zone euro. Partie a) : la classification est fondée sur la base de données de l'OCDE sur les échanges bilatéraux des biens par secteur et par catégorie d'utilisation finale. Partie b) : la source géographique est définie comme la principale source d'importations.

La variation limitée des dépendances totales masque une redistribution des cartes sur l'ensemble de la dimension géographique. La ventilation des dépendances par origine montre que la Chine a réduit sa dépendance à l'égard des économies avancées, tout en augmentant sa dépendance vis-à-vis des économies émergentes, notamment l'Indonésie, la Thaïlande et la Russie (graphique 4, partie b). Cela reflète l'expansion du secteur manufacturier chinois, qui a réduit sa dépendance à l'égard des produits industriels provenant des économies avancées (par exemple, les moteurs électriques, les machines), mais a augmenté sa dépendance vis-à-vis des

minerais bruts (par exemple, le nickel, le zinc) en provenance des économies émergentes. Dans le même temps, les États-Unis et la zone euro ont connu une nette augmentation des dépendances critiques vis-à-vis de la Chine dans les années 2000 et les années 2010, et se sont détournées des autres économies avancées. Dans les années 2020, des signes d'inversion de la tendance sont apparus aux États-Unis, tandis que dans la zone euro, les dépendances critiques à l'égard de la Chine se sont stabilisées. Dans une certaine mesure, ces évolutions reflètent une reconfiguration stratégique des chaînes d'approvisionnement, les États-Unis cherchant à réduire leur exposition à la Chine (par exemple, la guerre commerciale de 2018-2019, la loi de réduction de l'inflation (*Inflation Reduction Act*) de 2022 qui cible les intrants en provenance de pays non alliés). Compte tenu de l'importance des considérations géopolitiques, la suite de cet article se concentre sur les dépendances réciproques entre les économies occidentales et la Chine.

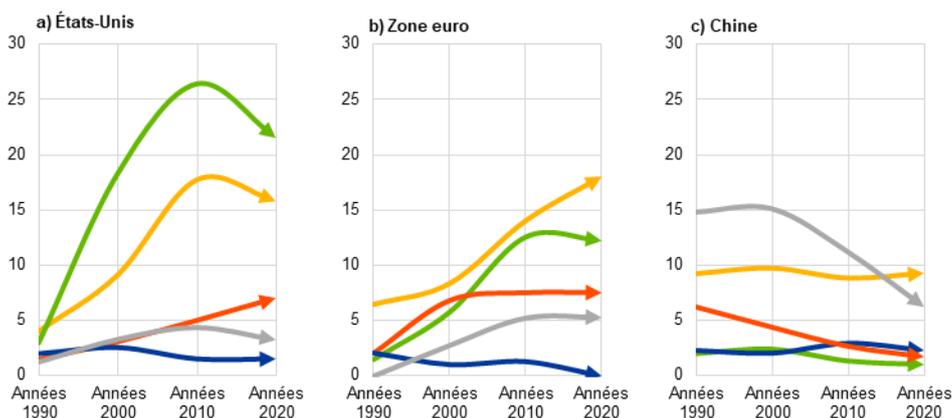
La plus forte augmentation de la dépendance des États-Unis et de la zone euro vis-à-vis de la Chine a concerné les secteurs de l'électronique et de la chimie, reflétant le rôle croissant de ce pays en tant que pôle manufacturier mondial (graphique 5, partie a). Dans les années 1990, les États-Unis n'étaient pas fortement dépendants de la plupart des produits de ces secteurs, mais le sont devenus progressivement, la Chine ayant acquis une position centrale en tant qu'exportateur de produits tels que le graphite, les plastiques et l'électronique grand public. Pour la zone euro, les dépendances critiques à l'égard de la Chine ont suivi une évolution globalement similaire, bien qu'elle ait été plus prononcée concernant les produits chimiques que pour l'électronique. Au niveau des produits, les États-Unis et la zone euro partagent des dépendances critiques semblables vis-à-vis de la Chine, en particulier s'agissant de l'électronique grand public et des produits de santé (par exemple les vitamines et les hormones, les appareils de cuisine, les unités de stockage de données). En ce qui concerne la Chine, les dépendances critiques vis-à-vis de la zone euro et des États-Unis sont plus faibles, en baisse et moins concentrées. Cela reflète en partie la position de la Chine en tant que superpuissance manufacturière, ainsi que les efforts du gouvernement chinois pour s'imposer dans les secteurs stratégiques (Baldwin, 2024). Par exemple, la Chine a fortement réduit sa dépendance à l'égard des véhicules, des machines et des avions.

Graphique 5

Dépendances critiques entre la Chine et les économies occidentales

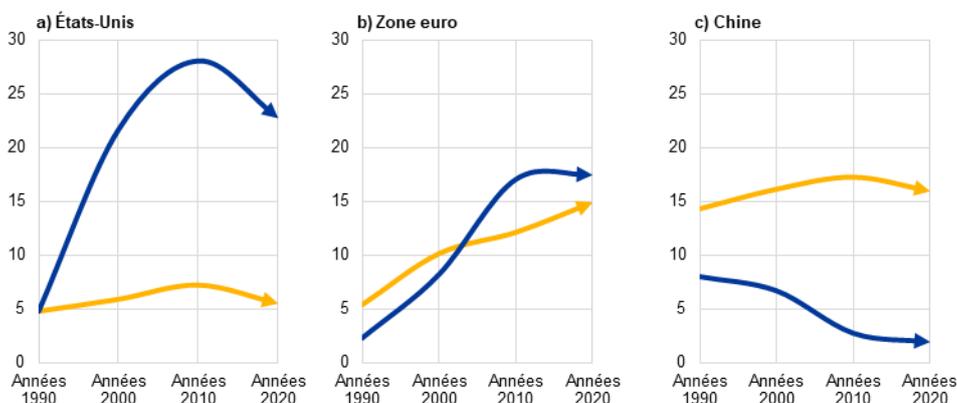
a) Par secteur

(en nombre de produits)



b) Par position dans la chaîne d'approvisionnement

(en nombre de produits)



Sources : BACI (SH 92, niveau à 6 chiffres) et calculs des services de la BCE.

Notes : Pour la zone euro et les États-Unis, le graphique montre les dépendances vis-à-vis de la Chine, tandis que pour la Chine, il montre les dépendances vis-à-vis de la zone euro et des États-Unis. Moyennes sur plusieurs décennies (« années 1990 » se rapporte à la période 1995-1999 et « années 2020 » se rapporte à la période 2020-2023 en raison de la disponibilité des données). La zone euro est considérée comme une entité unique, en faisant abstraction des échanges commerciaux intra-zone euro. La source géographique des dépendances critiques est définie comme la principale source d'importations. Partie a) : la classification des secteurs est fondée sur la Classification internationale type, par secteur, de toutes les branches d'activité économique (CITI) Rév. 4 des Nations unies.

« Chimie » se rapporte aux divisions 19 à 22, « Électronique » aux divisions 26 et 27, « Métallurgie » aux divisions 24 et 25 et « Exploitation minière » aux divisions 3 et 5. Partie b) : la position de la chaîne d'approvisionnement est basée sur les indices de positionnement en amont (*upstreamness indices*) d'Antràs *et al.* (2012) avec « en aval » et « en amont » correspondant respectivement aux 33 percentiles inférieurs et aux 67 supérieurs de la distribution des indices.

Du point de vue de la chaîne d'approvisionnement, les États-Unis et la zone euro sont devenus de plus en plus dépendants vis-à-vis des produits chinois situés en aval (graphique 5, partie b). Cette évolution est particulièrement notable aux États-Unis, où la dépendance à l'égard des produits situés en aval a été multipliée par cinq depuis les années 1990, tandis que la dépendance à l'égard des produits situés en amont est restée relativement constante, ce qui signifie que l'exposition

critique des États-Unis vis-à-vis de la Chine porte principalement sur les biens de consommation, en particulier sur l'électronique grand public. En revanche, pour la zone euro, les dépendances à l'égard des produits situés en amont et en aval ont augmenté de manière globalement similaire. Dans le même temps, la Chine a réduit sa dépendance vis-à-vis des produits de la zone euro et des États-Unis situés en aval. Cela indique un changement dans les chaînes d'approvisionnement et montre comment la Chine est devenue un pôle essentiel pour l'assemblage des biens de consommation expédiés vers les économies avancées.

3 Risque de perturbations de l'approvisionnement : une analyse de réseau

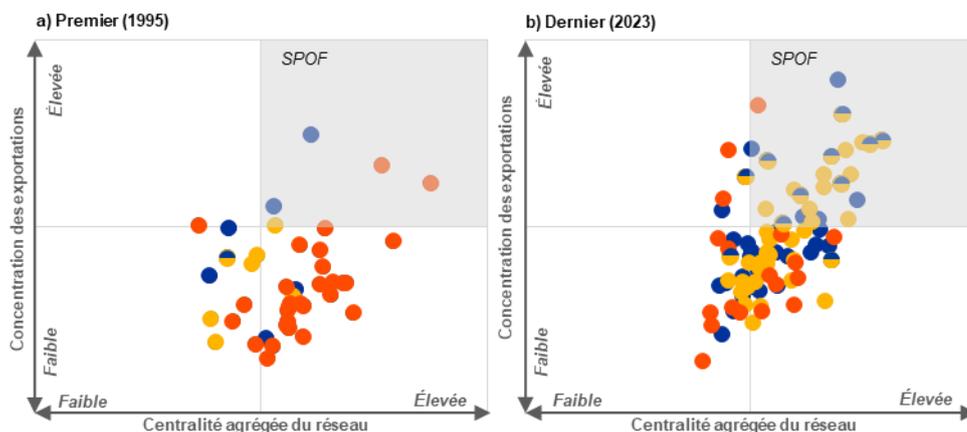
Une analyse de réseau complète l'évaluation des dépendances critiques en identifiant les exportateurs ayant la capacité d'influencer l'accès aux biens critiques. Si l'analyse des dépendances critiques est axée sur la *perspective de l'importateur*, l'analyse de réseau porte sur la *perspective de l'exportateur* et permet de déterminer si certains pays occupent une position dominante dans l'offre de produits critiques. En ligne avec Arjona *et al.* (2023), nous nous appuyons sur deux métriques : la concentration des exportations et la centralité du réseau (cf. encadré 3). Ces deux indicateurs se complètent, car la concentration des exportations à elle seule ne rend pas nécessairement totalement compte de l'influence d'un pays au sein du réseau de production mondial. En effet, si un pays détenant une part importante des exportations mondiales est en position d'influence, les pays qui interviennent en tant qu'intermédiaires dans la distribution peuvent jouer un rôle tout aussi important. Pour cette raison, prendre en compte les deux métriques facilite une identification plus précise de ce qu'Arjona *et al.* (2023) considèrent comme des « points uniques de défaillance » (*single point of failures*, SPOF), qui correspondent aux nœuds des réseaux commerciaux où les perturbations de l'approvisionnement peuvent être les plus préjudiciables. Nous commençons par documenter les risques liés aux dépendances critiques en général, puis nous nous concentrons sur les matières premières critiques.

Graphique 6

Points uniques de défaillance parmi les dépendances critiques entre la Chine et les économies occidentales

(indices de concentration et de centralité pour chaque produit considéré comme une dépendance critique)

- Zone euro : dépendances critiques vis-à-vis de la Chine
- États-Unis : dépendances critiques vis-à-vis de la Chine
- Chine : dépendances critiques vis-à-vis des États-Unis et de la zone euro



Sources : BACI (SH 92, niveau à 6 chiffres) et calculs des services de la BCE.

Notes : SPOF signifie point unique de défaillance. Chaque point représente une dépendance critique. Pour la zone euro et les États-Unis, le graphique montre seulement les dépendances vis-à-vis de la Chine, tandis que pour la Chine, il montre les dépendances vis-à-vis de la zone euro et des États-Unis. La zone euro est considérée comme une entité unique, abstraction faite des échanges commerciaux intra-zone euro.

Pour la zone euro et les États-Unis, environ 30 % et 40 %, respectivement, des dépendances critiques vis-à-vis de la Chine risquent de devenir des SPOF en 2023. Les dépendances critiques risquant de devenir des SPOF concernent les produits dont la concentration des exportations et la centralité du réseau sont élevées (quadrants supérieurs droits des parties a) et b) du graphique 6). Si l'on se concentre sur les dépendances critiques vis-à-vis de la Chine en 2023 (partie b), des SPOF sont identifiés dans 30 % et 40 % des cas pour la zone euro et les États-Unis (points bleus et jaunes) respectivement. En particulier, les produits à haut risque incluent les produits de santé (par exemple, les antibiotiques, les vitamines) et l'électronique grand public (par exemple, les radios). Le nombre de SPOF relatifs aux dépendances critiques à l'égard de la Chine a considérablement augmenté depuis 1995 (partie a), ce qui reflète à la fois l'augmentation des dépendances critiques vis-à-vis de la Chine et le rôle plus central joué par la Chine dans le commerce mondial. En revanche, la Chine est pratiquement parvenue à éliminer toutes ses dépendances critiques à haut risque à l'égard de la zone euro et des États-Unis, à l'exception de certains produits chimiques industriels essentiels (cellulose, hexaméthylènediamine, etc.).

Encadré 3

Une analyse de réseau complémentaire

Bernardo de Castro Martins et Rinalds Gerinovics

L'identification des dépendances critiques est complétée par une analyse de réseau qui met en lumière les principaux goulets d'étranglement dans l'offre mondiale de biens stratégiques. L'évaluation suit Arjona *et al.* (2023) et repose sur deux métriques : a) la concentration des exportations mondiales et b) la centralité de réseau.

La **concentration des exportations** est mesurée à l'aide d'un indice de Herfindahl-Hirschman (IHH). Elle est formellement calculée comme suit :

$$HHI^k = \sum_{i=1}^n \left(\frac{X_i^k}{X^k} \right)^2$$

où X_i^k sont les exportations d'un produit k depuis un pays i , et X^k sont les exportations mondiales du produit k . Plus l'IHH est élevé, plus le marché mondial est concentré, suggérant que le pouvoir de marché est réparti dans un petit nombre de pays seulement.

Nous complétons l'IHH par une mesure de la **centralité de réseau**, qui évalue si un pays joue un rôle de pôle-clé. Comme dans Barrat *et al.* (2004), la centralité de pays i dans le réseau du commerce international pour le produit k repose sur la part de marché que représente le pays i dans les importations d'autres pays. La formule est la suivante :

$$C_i^k = \frac{1}{n^k - 1} \sum_{j \neq i} \left(\frac{X_{i \rightarrow j}^k}{M_j^k} \right)$$

où $X_{i \rightarrow j}^k$ sont les exportations d'un produit k du pays i au pays j , et où M_j^k sont les importations totales du produit k par le pays j . Pour des raisons de comparabilité, le nombre de pays importateurs (n^k) pouvant différer d'un produit à l'autre et dans le temps, nous normalisons par la centralité maximale ($n^k - 1$), qui représente une situation extrême dans laquelle un pays sert tous les autres ¹¹. L'indice est compris entre 0 et 100, qui indiquent respectivement une influence faible et une influence élevée. Les évolutions de la centralité sont déterminées par la marge *extensive* (si un pays échange avec davantage de partenaires) ou par la marge *intensive* (s'il approfondit sa part de marché auprès des partenaires existants) ¹².

Enfin, nous calculons la **centralité agrégée du réseau** d'un produit comme l'écart type des indices de la centralité de réseau entre tous les pays, comme dans Korniyenko *et al.* (2017). Un écart type plus élevé indique un réseau plus centralisé dans lequel un petit nombre de pays est dominant.

Depuis les années 2000, la Chine a renforcé son rôle de pôle clé pour les matières premières critiques.

La Chine domine la chaîne d'approvisionnement des minéraux essentiels aux technologies modernes. Elle raffine environ 73 % du cobalt et 40 % du lithium dans le monde (Vivoda, 2023) et sa part dans la production mondiale de terres rares est supérieure à 95 %. Par conséquent, le rôle central de la Chine dans la chaîne d'approvisionnement des minéraux critiques en fait un acteur majeur de la sécurité de l'approvisionnement.

S'agissant des matières premières critiques, la sécurité de l'approvisionnement des minéraux à double usage, tels que le cobalt, le magnésium et le lithium constitue une source d'inquiétude majeure.

Les minéraux à double usage sont

¹¹ Si un pays n'importe pas le produit k , nous normalisons par n^k , puisqu'il s'agirait du nombre maximal de destinations étrangères. Bien que conceptuellement similaire, notre indice diffère de celui d'Arjona *et al.* (2023) car a) nous utilisons des parts de marché plutôt que des valeurs d'exportation divisées par la valeur moyenne des importations, et b) nous normalisons l'indice comme dans de Benedictis *et al.* (2014).

¹² Il existe un troisième effet lié aux variations du nombre de pays importateurs (n^k), mais il est généralement faible et est donc alloué proportionnellement à d'autres canaux dans notre analyse.

caractérisés par une application à la fois civile et militaire. Par exemple, le cobalt est utilisé dans les technologies de batterie pour les véhicules électriques et le secteur de la défense – et la zone euro dépend de l'Asie pour 75 % de ses importations de cobalt. Le magnésium, une composante essentielle dans les secteurs de la défense, de l'aérospatial et de l'automobile, provient principalement de Chine pour la zone euro (85 % des importations) et d'Israël pour les États-Unis (58 % des importations). Dans le cas du lithium, qui est crucial pour une énergie propre et pour la défense, les États-Unis dépendent principalement du Chili (94 % des importations), tandis que la zone euro dépend du Chili et de la Chine (39 % et 18 % de ses importations, respectivement)¹³. L'évolution du commerce pour ces minéraux à double usage illustre l'importance de la centralité de réseau, la Chine étant parvenue à asseoir une position dominante dans chaque cas.

- **La centralité de réseau de la Chine pour le cobalt ne provient pas d'une forte concentration des exportations.** L'offre de cobalt est fortement concentrée en République démocratique du Congo (RDC), qui domine les exportations mondiales (graphique 7, partie a). Toutefois, la Chine a émergé en tant qu'intermédiaire clé de la distribution, en dépit de ses capacités d'extraction domestiques limitées (graphique 7, partie b), la RDC exportant principalement vers la Chine – la part de la Chine dans les exportations de cobalt de la RDC est passée de moins de 10 % dans les années 1990 à 75 % dans les années 2020¹⁴. En réexportant vers un nombre croissant de partenaires, la Chine est devenue un acteur aussi central que la RDC et rivalise désormais avec les États-Unis, en dépit de la domination de ceux-ci dans les années 1990 (graphique 7, partie c)¹⁵.
- **Au fil du temps, la Chine a renforcé sa position centrale dans les exportations de magnésium.** Dans les années 1990, la Chine était déjà un exportateur clé de magnésium brut, avec une part mondiale de 30 %. Depuis, elle a largement augmenté sa part d'exportation, pour la porter à 75 % dans les années 2020, donnant lieu à une forte hausse de la concentration des exportations (graphique 7, partie a). La Chine a également consolidé sa position centrale dans le réseau, à des niveaux bien plus élevés que les États-Unis et la zone euro (graphique 7, partie b). Cette hausse de la centralité s'explique par la pénétration de nouveaux marchés et par le renforcement des liens commerciaux existants (graphique 7, partie c).
- **La Chine a consolidé sa position dominante dans les exportations de lithium au cours des dernières années.** Dans les années 1990, la Chine restait un exportateur de lithium marginal, tandis qu'au cours des années 2020, sa part dans les exportations mondiales de lithium s'est élevée à 75 %, dépassant celle des fournisseurs occidentaux (graphique 7, partie a). Jusque

¹³ Malgré sa part élevée dans les importations de lithium des États-Unis et de la zone euro, la centralité de Chili est faible, celui-ci n'exportant que vers quelques pays.

¹⁴ La part élevée de la Chine dans les exportations de cobalt de la RDC est due au fait que la Chine est propriétaire d'importantes mines de cobalt en RDC et qu'elle occupe une position dominante dans le raffinage.

¹⁵ Le rôle de la zone euro dans le réseau mondial de cobalt s'explique principalement par les activités de raffinage du cobalt en Finlande.

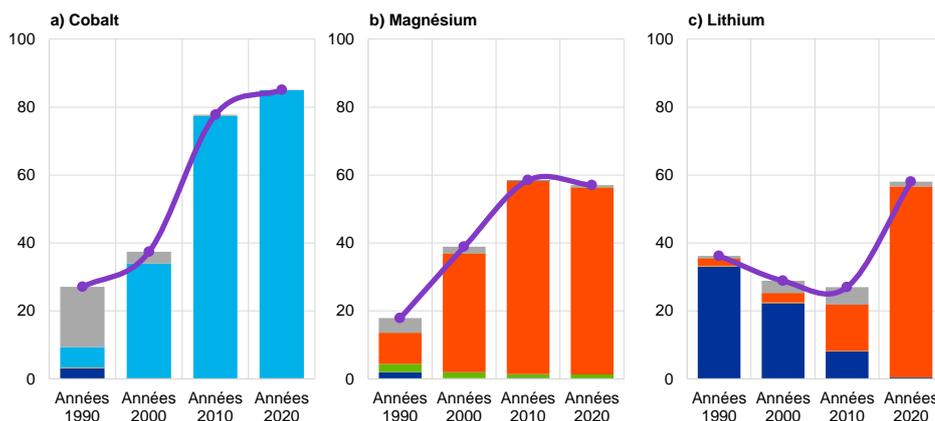
dans les années 2010, cette diversification signifiait que la concentration des exportations était limitée, mais la domination croissante de la Chine a porté la concentration à des niveaux record dans les années 2020, en raison de l'expansion massive de la production et du raffinage qui a, dans une certaine mesure, évincé les autres producteurs. Partant d'une centralité de réseau faible (graphique 7, partie b), la Chine a élargi son réseau commercial et renforcé ses liens avec ses partenaires existants (graphique 7, partie c) pour devenir l'acteur mondial central le plus important dans les années 2020, supplantant les États-Unis.

Graphique 7

Analyse de réseau de minéraux bruts critiques sélectionnés

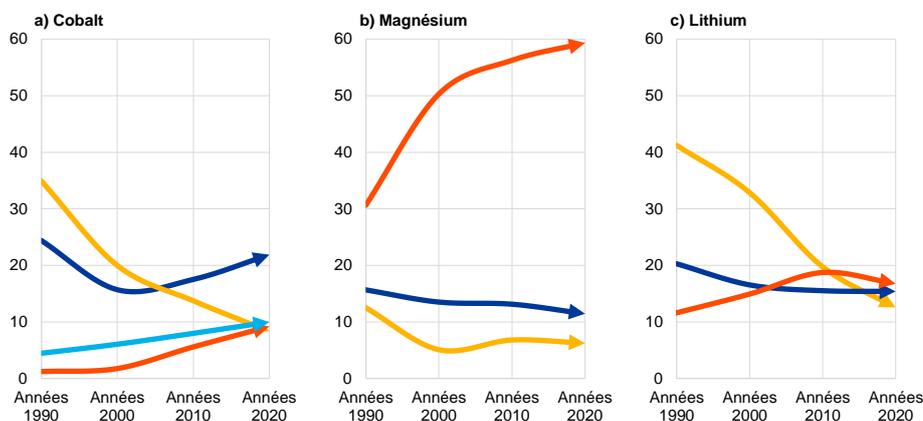
a) Concentration des exportations

(indice)



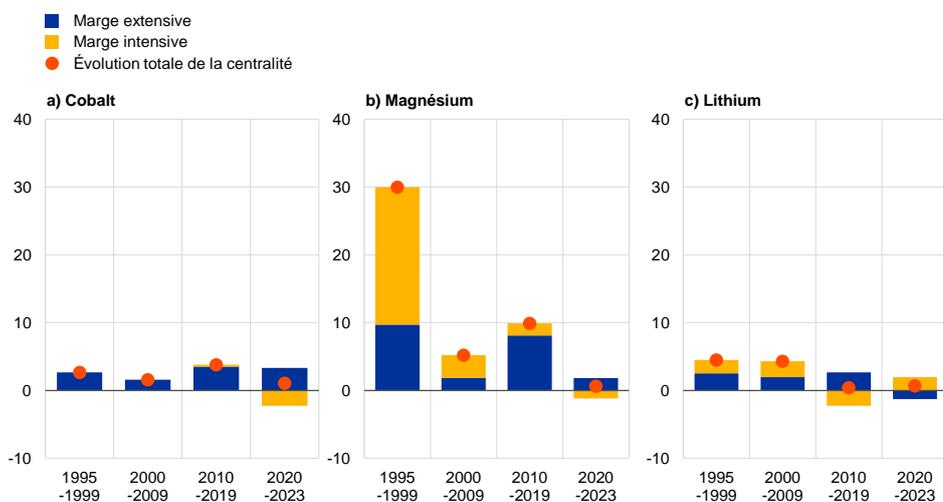
b) Centralité de réseau

(indice)



c) Évolutions de la centralité de réseau de la Chine

(indice)



Sources : Base de données BACI et calculs des services de la BCE.

Notes : RDC se rapporte à la République démocratique du Congo. La zone euro est envisagée comme une entité unique, en faisant abstraction des échanges intra-zone euro. Parties a) et b) : moyennes sur plusieurs années (« années 1990 » se rapporte à la période 1995-1999 et « années 2020 » se rapporte à la période 2020-2023 en raison de la disponibilité des données). Partie b) : la RDC est isolée uniquement pour le cobalt en raison de la grande part du cobalt dans les exportations du pays.

4 Le coût des dépendances critiques : une évaluation fondée sur un modèle

Nous modélisons les coûts économiques des perturbations potentielles de l'offre de dépendances critiques à partir du modèle multi-pays et multi-secteurs de Baqae et Farhi (2024). Le modèle simule les effets des chocs d'offre et de leur propagation à travers les réseaux de production mondiaux, y compris vers les consommateurs et les fournisseurs en aval, en tenant également compte des effets non linéaires des chocs sur les différents pays et secteurs. Afin de prendre en compte le faible degré de substituabilité des intrants essentiels, le modèle Baqae-Farhi est calibré comme dans Attinasi *et al.* (2024), lequel inclut notamment les faibles élasticités de substitution de Boehm *et al.* (2023).

Pour modéliser l'impact de chocs liés à des pénuries en matière de dépendances critiques, nous nous appuyons sur une nouvelle méthodologie permettant de construire des tableaux entrées-sorties granulaires. Des modèles tels que celui de Baqae-Farhi sont généralement calibrés avec des tableaux entrées-sorties classiques, qui présentent un niveau élevé d'agrégation sectorielle, compliquant la simulation de chocs sur des produits spécifiques tels que ceux identifiés dans l'analyse des dépendances critiques. Par exemple, un tableau entrées-sorties classique regroupe le cobalt avec de nombreuses matières premières non critiques (par ex., le marbre, le grès) dans un secteur dénommé « industries minières et extractives », ce qui rend impossible la simulation de chocs ciblés et de leur propagation ultérieure aux différents secteurs et pays. Pour dépasser ces limites, Conteduca *et al.* (2025) proposent une méthodologie fondée sur les données pour désagréger les tableaux entrées-sorties et isoler des produits niches pertinents. Nous

appliquons cette méthodologie afin de construire un tableau entrées-sorties adapté aux dépendances identifiées dans l'encadré 2.

Pour chaque pays, nous étudions un arrêt soudain de l'approvisionnement en produits pour lesquels ce pays dépend de manière critique de fournisseurs étrangers. Les simulations font l'hypothèse d'une forte hausse des coûts commerciaux des importations du bloc oriental mené par la Chine vers les États-Unis ou la zone euro, et vice versa ¹⁶. Pour juger de l'évolution de l'importance économique de ces dépendances critiques dans le temps, nous reproduisons ce scénario deux fois pour chaque pays, à l'aide des dépendances et des tableaux entrées-sorties pour 1995 et 2023.

Au fil du temps, les coûts d'un arrêt soudain de l'approvisionnement en dépendances critiques ont augmenté pour la zone euro et les États-Unis mais ont baissé pour la Chine, bien qu'ils restent bien plus élevés pour la Chine (graphique 8, partie a). Si la Chine reste plus vulnérable aux perturbations occidentales de l'offre pour ses dépendances critiques, sa volonté d'autosuffisance (cf. section 2) a réduit sa vulnérabilité au cours des 30 dernières années. On estime que les pertes de la demande finale chinoise dues à un arrêt soudain de l'approvisionnement en dépendances critiques produites par le bloc occidental ont diminué, revenant de 2,1 % en 1995 à 1,4 % en 2023. La zone euro et les États-Unis se trouvent toutefois dans la situation inverse. Depuis 1995, les pertes de la demande finale dues à un arrêt soudain de l'approvisionnement en dépendances critiques en provenance du bloc oriental ont été multipliées par dix dans la zone euro (de 0,04 % à 0,41 %), portées par une plus grande dépendance aux intrants chinois et une utilisation plus généralisée de ces intrants dans la production. Ces pertes ont également augmenté de manière significative pour les États-Unis (de 0,08 % à 0,32 %), bien que dans une moindre mesure que dans la zone euro, en raison d'un niveau de départ plus élevé et des efforts de l'administration américaine pour réduire la dépendance envers la Chine. Dans le même temps, les pertes de la demande finale chinoise après un arrêt soudain de l'approvisionnement en dépendances critiques restent bien supérieures aux pertes de la demande finale dans la zone euro et aux États-Unis.

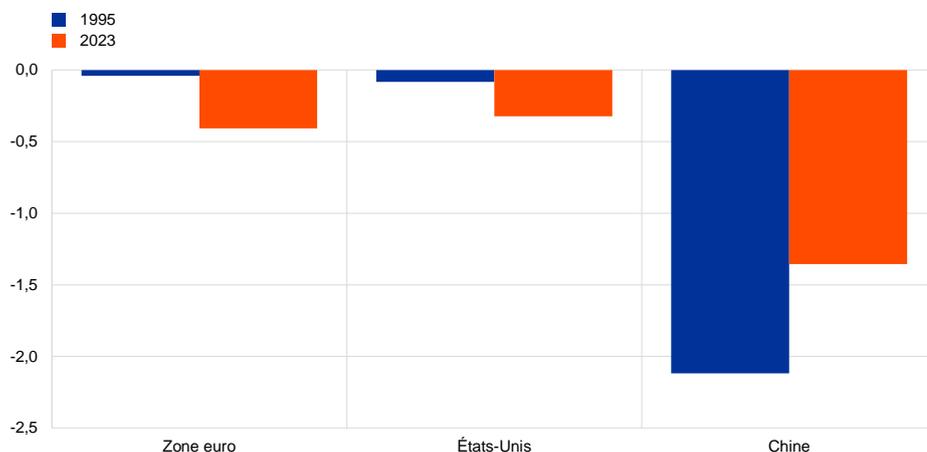
¹⁶ Par souci d'exhaustivité, il convient de noter que pour cette analyse, on part de l'hypothèse que le monde est divisé en trois blocs géopolitiques (occidental, oriental et neutre) d'après les délimitations de Attinasi *et al.* (2024). Les simulations de scénarios sont fondées sur la liste des dépendances critiques sans filtrage pour les secteurs stratégiques, comme dans l'étape 3 de l'encadré 2.

Graphique 8

Impact d'un choc d'offre sur des dépendances critiques

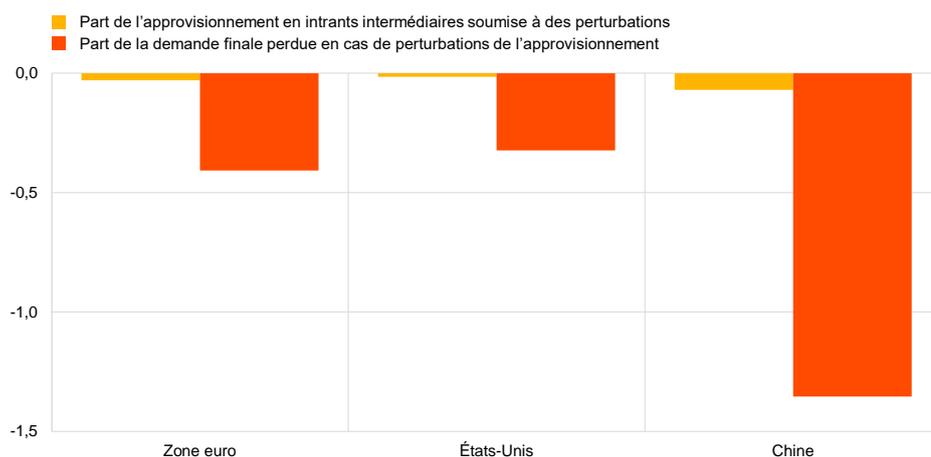
a) Demande finale

(écart par rapport à la situation d'équilibre, en pourcentage)



b) Parts de l'offre perturbée et de la demande finale affectée

(en pourcentages)



Sources : Baqaee et Farhi (2024), Conteduca *et al.* (2025), enquête BACI, OCDE et calculs des services de la BCE.
Note : Partie b : les valeurs se rapportent à 2023.

Le rôle essentiel joué par les dépendances critiques comme intrants pour la production, ainsi que leur faible degré de substituabilité, amplifient les effets des pénuries soudaines. Si les dépendances critiques ne représentent qu'une petite portion des intrants intermédiaires totaux utilisés pour la production (0,01 % aux États-Unis et 0,07 % en Chine), l'impact d'un arrêt soudain de leur approvisionnement sur la demande finale est disproportionné, étant 20 fois plus important environ que la proportion d'intrants soumis à ces perturbations (graphique 8, partie b).

Les résultats fondés sur le modèle sont probablement des estimations basses.

Les résultats du modèle Baqaee-Farhi font abstraction des mécanismes d'amplification à court terme, en particulier si les perturbations de l'approvisionnement en intrants critiques suscitent de l'incertitude ou des épisodes de turbulences financières. De plus, la perte d'intrants critiques peut entraîner des arrêts temporaires

de production, qui ne sont pas pris en compte dans le modèle. Enfin, les élasticités de substitution pour les intrants hautement spécialisés (par exemple, les minéraux de terres rares) pourraient être plus faibles que supposé dans notre calibrage. Indépendamment de la liste des dépendances critiques, tous ces effets aggraveraient les pertes.

5 Conclusions

Cet article met en lumière les risques économiques associés aux dépendances critiques. Depuis les années 1990, la libéralisation du commerce et la spécialisation de la production dans des réseaux géographiquement dispersés ont permis des gains d'efficacité considérables. Cependant, cela a entraîné des dépendances asymétriques, certains pays ayant consolidé des positions dominantes sur des chaînes d'approvisionnement mondiales (par exemple, la Chine pour des minéraux bruts tels que le lithium, le magnésium et le cobalt), tandis que d'autres pays sont devenus massivement dépendants des intrants extérieurs. Ces dépendances créent des vulnérabilités stratégiques, car leurs perturbations par des rivaux géopolitiques peuvent générer des coûts économiques significatifs.

Alors que les économies avancées ont accru leur exposition à des intrants extérieurs, l'impact des perturbations commerciales s'est nettement intensifié.

Les conflits commerciaux ont désormais des répercussions économiques bien plus vastes qu'au cours des précédentes décennies, la zone euro et les États-Unis ayant observé une augmentation des coûts associés à leur dépendance aux intrants chinois¹⁷. À l'inverse, la Chine a réduit sa dépendance aux intrants extérieurs.

À la suite des récents chocs mondiaux, les pouvoirs publics réévaluent leur approche des échanges commerciaux, lesquels sont de plus en plus soumis à l'influence géopolitique. Une attention particulière est accordée aux intrants critiques qui, bien qu'ils ne représentent qu'une faible valeur, sont difficiles à remplacer et pour lesquels des ruptures d'approvisionnement peuvent gravement amplifier l'inflation et freiner la demande.

En dépit de ces risques, les coûts macroéconomiques d'un découplage complet des blocs géopolitiques dépasseraient probablement les coûts associés aux dépendances critiques, sans pour autant les éliminer.

Les simulations de modèles suggèrent qu'un découplage complet des blocs géopolitiques pourrait induire une baisse du PIB mondial allant jusqu'à 12 % à long terme et provoquer une hausse temporaire de l'inflation de 4 points de pourcentage au cours de la première année (Goes et Bekkers, 2022 ; Attinasi *et al.*, 2025a ; 2025b). Ces coûts résultent des pertes de production, de la hausse des prix des intrants et des inefficacités dues à la fragmentation des flux commerciaux. En outre, les mesures protectionnistes peuvent s'avérer inefficaces pour éliminer les dépendances, car le commerce transite souvent par des pays tiers neutres (Attinasi *et al.*, 2024).

¹⁷ C'est également le cas pour les prix, qui ne sont pas envisagés ici. Ils sont toutefois observés dans López *et al.* (2024) pour le choc sur le gaz russe.

Les décideurs politiques sont donc confrontés à un arbitrage entre le renforcement de la résilience de la chaîne d'approvisionnement et la préservation des avantages de l'ouverture. Pour faire face à ce dilemme, plutôt que de recourir à un protectionnisme généralisé, les pouvoirs publics devraient adopter des stratégies ciblées et coordonnées de réduction des risques. Ces stratégies devraient viser à remédier à des vulnérabilités spécifiques tout en préservant les avantages économiques de l'intégration mondiale. Une telle approche équilibrée est essentielle pour garantir à la fois la résilience et la prospérité à long terme. Pour mieux adapter les politiques aux dépendances pertinentes, le type d'analyse fondée sur les données mené dans cet article donne des pistes en vue de lever le voile sur les dépendances critiques qui ne sont pas visibles dans des données agrégées.

Bibliographie

Airaud (F.), de Soyres (F.), Gaillard (A.) et Santacreu (A. M.) (2025), « [Recent evolutions in the global trade system: from integration to strategic realignment](#) », *Forum de la BCE consacré à l'activité de banque centrale 2025 – Adapting to change: macroeconomic shifts and policy responses*, BCE.

Antràs (P.), Chor (D.), Fally (T.) et Hillberry (R.) (2012), « [Measuring the Upstreamness of Production and Trade Flows](#) », *American Economic Review*, vol. 102, n° 3, mai, p. 412-416.

Arjona (R.), Connell (W.) et Herghelegiu (C.) (2023), « [An enhanced methodology to monitor the EU's strategic dependencies and vulnerabilities](#) », *Single Market Economics Papers*, n°14, Commission européenne, mars.

Arjona (R.), Connell (W.) et Herghelegiu (C.) (2025), « [EU supply chain tectonics](#) », *VoxEU Columns*, Centre for Economic Policy Research, 3 avril.

Attinasi (M. G.), Ioannou (D.), Lebastard (L.) et Morris (R.) (2023), « [Production mondiale et risques liés aux chaînes d'approvisionnement : indications tirées d'une enquête réalisée auprès des grandes entreprises](#) », *Bulletin économique*, n° 7, BCE.

Attinasi (M.G.) et al. (2024), « [Navigating a fragmenting global trading system: insights for central banks](#) », *Occasional Paper Series*, n° 365, BCE.

Attinasi (M. G.), Boeckelmann (L.) et Meunier (B.) (2025a), « [The economic costs of supply chain decoupling](#) », *The World Economy*, vol. 48, n° 3, mars, p. 598-627.

Attinasi (M. G.), Boeckelmann (L.), Gerinovic (R.) et Meunier (B.) (2025b), « [Steeling losses: sectoral strains from the return of tariffs on steel and aluminium](#) », *Econbrowser*, 13 mars.

Baldwin (R.) (2024), « [China is the world's sole manufacturing superpower: A line sketch of the rise](#) », *VoxEU Columns*, Centre for Economic Policy Research, 17 janvier.

Balteanu (I.), Bottone (M.), Fernández-Cerezo (A.), Ioannou (D.), Kuttan (A.), Mancini (M.) et Morris (R.) (2024), « [European firms facing geopolitical risk: Evidence from recent Eurosystem surveys](#) », *VoxEU Columns*, Centre for Economic Policy Research, 18 mai.

Baqaei (D.) et Farhi (E.) (2024), « [Networks, Barriers, and Trade](#) », *Econometrica*, vol. 92, n° 2, mars, p. 505-541.

Barrat (A.), Barthelemy (M.), Pastor-Satorras (R.) et Vespignani (A.) (2004), « [The architecture of complex weighted networks](#) », *Proceedings of the National Academy of Sciences*, vol. 101, n° 11, mars, p. 3747-3752.

Boeckelmann (L.), Imbs (J.) et Pauwels (L.) (2025), « [Accounting for propagation](#) », *Working Paper Series*, à paraître, BCE.

Boehm (C.), Levchenko (A.) et Pandalai-Nayar (N.) (2023), « [The Long and Short \(Run\) of Trade Elasticities](#) », *American Economic Review*, vol. 113, n° 4, avril, p. 861-905.

Bonneau (C.) et Nakaa (M.) (2020), « [Vulnérabilité des approvisionnements français et européens](#) », *Trésor-Éco*, n° 274, Ministère de l'Économie et des Finances, décembre.

Conteduca (F. P.), Giglioli (S.), Giordano (C.), Mancini (M.) et Panon (L.) (2024), « [Trade fragmentation unveiled: five facts on the reconfiguration of global, US and EU trade](#) », *Occasional Papers*, n° 881, Banca d'Italia, octobre.

Conteduca (F. P.), Mancini (M.), Romanini (G.), Giglioli (S.), Borin (A.), Attinasi (M. G.), Boeckelmann (L.) et Meunier (B.) (2025), « [Fragmentation and the future of GVCs](#) », *Occasional Papers*, n° 932, Banca d'Italia, avril.

de Benedictis (L.), Nenci (S.), Santoni (G.), Tajoli (L.) et Vicarelli (C.) (2014), « [Network Analysis of World Trade using the BACI-CEPII dataset](#) », *Global Economy Journal*, vol. 14, n° 03-04, octobre, p. 287-343.

Commission européenne (2021), « [Strategic dependencies and capacities](#) », *Staff Working Document*, SWD(2021) 352 final, Bruxelles, mai.

Feyrer (J.) (2019), « [Trade and Income – Exploiting Time Series in Geography](#) », *American Economic Journal: Applied Economics*, vol. 11, n° 4, octobre, p. 1-35.

Frankel (J.) et Romer (D.) (1999), « [Does Trade Cause Growth?](#) », *American Economic Review*, vol. 89, n° 3, juin, p. 379-399.

Gaulier (G.) et Zignago (S.) (2010), « [BACI: International Trade Database at the Product-Level. The 1994-2007 Version](#) », *CEPII Working Paper*, n° 2010-23, octobre.

Góes (C.) et Bekkers (E.) (2022), « [The impact of geopolitical conflicts on trade, growth, and innovation](#) », *Staff Working Paper*, n° 9, Organisation mondiale du commerce, juillet.

HSBC (2024), « [The great relocation – how supply chains are shifting](#) », *General Research Insights*, Global Research, mars.

International Relations Committee (2023), « [The EU's Open Strategic Autonomy from a central banking perspective – challenges to the monetary policy landscape from a changing geopolitical environment](#) », *Occasional Paper Series*, n° 311, BCE, mars.

Korniyenko (Y.), Pinat (M.) et Dew (B.) (2017), « [Assessing the Fragility of Global Trade: The Impact of Localized Supply Shocks Using Network Analysis](#) », *Working Papers*, n° 2017/030, Fonds monétaire international, février.

López (L.), Odendahl (F.), Párraga (S.) et Silgado-Gómez (E.) (2024), « [The pass-through to inflation of gas price shocks](#) », *Working Paper Series*, n° 2968, août, BCE.

Organisation de coopération et de développement économiques, « [OECD Inventory of Export Restrictions on Industrial Raw Materials 2025: Monitoring the Use of Export Restrictions Amid Growing Market and Policy Tensions](#) », OECD Publishing, Paris, mai.

Vivoda (V.) (2023), « [Friend-shoring and critical minerals: Exploring the role of the Minerals Security Partnership](#) », *Energy Research & Social Science*, vol. 100, n° 103085, juin.

2 Activité et découverte des prix sur les marchés des *swaps* indexés sur l'inflation de la zone euro

Benjamin Böninghausen

1 Introduction

Les taux des *swaps* indexés sur l'inflation (ILS) constituent une mesure importante des anticipations d'inflation des agents du secteur privé.

Les anticipations d'inflation jouent un rôle central dans la conduite de la politique monétaire à la BCE, dont l'objectif premier est de maintenir la stabilité des prix dans la zone euro. Ces anticipations sont importantes car elles influencent les décisions de consommation et d'investissement des agents du secteur privé, la fixation des salaires et des prix et, par conséquent, l'inflation effective. Parmi les différentes mesures des anticipations d'inflation des agents du secteur privé qui font l'objet d'un suivi de la part de la BCE, la compensation de l'inflation exigée par les investisseurs bien informés sur les marchés financiers joue un rôle important. Comme les investisseurs bien informés utilisent des produits financiers pour couvrir leur exposition à l'inflation future ou exprimer leur point de vue sur celle-ci, les prix de ces produits peuvent fournir des indications utiles et disponibles particulièrement rapidement sur les évolutions possibles des perspectives d'inflation. Dans la zone euro, les taux appliqués aux contrats ILS (c'est-à-dire les produits qui échangent un paiement fixe contre une inflation réalisée à un horizon donné dans le futur) sont les mesures de la compensation de l'inflation extraites des instruments de marchés les plus importantes au sein de la panoplie d'instruments de suivi à des fins de politique monétaire ¹.

Les taux ILS de la zone euro se sont révélés remarquablement stables ces derniers temps, après leur plus longue période jamais enregistrée de résultats élevés et volatils (graphique 1). Les taux ILS dans la zone euro ont commencé à augmenter rapidement sur les différentes échéances à partir de fin 2021, pour s'établir à des niveaux records, ou juste un peu au-dessous, au cours de la période d'inflation élevée enregistrée les deux années suivantes, avant de reculer dans un contexte de forte volatilité sur une bonne partie de l'année 2023. Après ces mouvements de grande ampleur et volatils, les taux ILS de la zone euro sont demeurés remarquablement stables et proches de la cible d'inflation de la BCE depuis 2024, y compris tout au long du cycle d'assouplissement de la politique monétaire de la BCE.

Cet article présente des éléments concernant l'activité et la découverte des prix sur le marché ILS de la zone euro, et donc sur le contenu informationnel de ce marché, en particulier au cours de la récente période d'inflation élevée.

Les évolutions exceptionnelles de l'inflation observées entre 2021 et 2023 ont conduit à accorder une attention accrue aux anticipations d'inflation et donc aux taux ILS de la

¹ Pour une analyse plus complète, cf. Böninghausen *et al.* (2018).

zone euro, qui ont affiché une dynamique tout aussi exceptionnelle. Même si cette dernière pourrait facilement être expliquée par l'évolution parallèle de l'inflation réalisée, certains observateurs ont exprimé des inquiétudes concernant le contenu informationnel des marchés ILS dans la zone euro. Plus précisément, ces inquiétudes sont liées aux imperfections du marché et aux facteurs « techniques » susceptibles d'avoir un impact négatif sur la qualité des signaux de prix reçus des marchés ILS de la zone euro. Une précédente analyse de ces facteurs techniques utilisant une approche indirecte a permis de constater qu'ils possédaient généralement peu de pouvoir explicatif pour les taux ILS de la zone euro (Munch Grønlund *et al.*, 2024). Le présent article enrichit et étaye ces résultats antérieurs à partir d'éléments directs tirés des données relatives aux transactions, sur la base de l'activité de marché agrégée et des implications qu'ont les profils d'activité sectoriels sous-jacents pour la découverte des prix ².

Graphique 1

Taux à terme des ILS dans la zone euro, sélection d'échéances

(en pourcentage annuel)



Sources : LSEG et calculs de la BCE.

Notes : Le taux ILS 1a4a correspond au taux à 1 an débutant dans 4 ans. Les autres taux à terme ILS sont définis de la même manière. Les dernières observations se rapportent au 9 juillet 2025.

2 EMIR : éléments concernant les marchés des swaps indexés sur l'inflation pour la zone euro tirés des données relatives aux transactions sur produits dérivés

L'analyse présentée dans cet article utilise les données relatives aux transactions collectées dans le cadre du règlement sur les infrastructures de

² Cet article considère que les taux ILS présentent un contenu informationnel s'ils reflètent, à un moment donné, les opinions prédominantes sur l'inflation future chez les investisseurs bien informés. Et cela est jugé plus probable si ces investisseurs négocient les contrats associés fréquemment et en réponse à des éléments d'information pertinents. Ainsi, l'évaluation du contenu informationnel ne dépend pas des propriétés prédictives des taux ILS pour l'inflation sur longue période – cf. Chahad *et al.* (2024) pour une comparaison de la performance prédictive des produits indexés sur l'inflation de la zone euro et des projections établies par les services de la BCE/de l'Eurosystème. Toutefois, dans la mesure où les investisseurs « prennent des risques », les taux ILS qui reflètent rapidement les opinions des investisseurs devraient également afficher de bonnes performances en matière de prévision de l'inflation.

marché européennes (*European Market Infrastructure Regulation, EMIR*)³.

Le règlement EMIR a été adopté par l'UE en 2012 afin d'accroître la transparence sur les marchés de produits dérivés en imposant des obligations de déclaration à toutes les entités situées dans l'UE pour les transactions sur produits dérivés, de gré à gré comme négociés en bourse. Les données sont déclarées de manière centralisée auprès de l'Autorité européenne des marchés financiers. Des sous-ensembles pertinents sont ensuite distribués à diverses autorités au sein de l'UE, en fonction de leur mandat et de leur juridiction. La réglementation relative à l'accès aux données EMIR signifie que, pour l'analyse de la BCE, et par conséquent, aux fins de cet article, toutes les transactions prises en considération impliquent au moins une contrepartie, une plateforme de négociation ou une contrepartie centrale domiciliée dans la zone euro⁴.

Avec l'enrichissement des données EMIR à partir d'informations complémentaires, l'ensemble de données utilisé ici permet d'évaluer comment l'activité et la découverte des prix sur les marchés ILS de la zone euro ont évolué au fil du temps.

Le périmètre du sous-ensemble de données EMIR à la disposition de la BCE signifie que les transactions réalisées entièrement entre contreparties hors zone euro ne sont pas visibles pour la BCE. Cette limitation est importante, car les informations issues de la veille de marché suggèrent qu'une part non-négligeable de l'activité sur produits dérivés indexés sur l'inflation (et autres) dans la zone euro est intermédiée par des entités hors zone euro, en particulier des contreparties situées au Royaume-Uni. Il n'est donc pas possible de fournir un tableau exact du niveau total de l'activité sur le marché des ILS de la zone euro⁵. Toutefois, même après une procédure approfondie et prudente de filtrage et de nettoyage, un volume important de l'activité de négociation d'ILS dans la zone euro reste visible, au travers des plus de 200 000 transactions utilisées dans la présente analyse. Cela permet de tirer des conclusions significatives sur les éventuels changements notables dans l'activité au plan global et, après enrichissement avec les données complémentaires, sur le produit, l'échéance et le secteur des contreparties impliquées⁶.

Cet article compare la période de taux ILS plus élevés et volatils dans la zone euro depuis 2021 avec la période plus calme qui l'a précédée. Plus précisément, l'article prend en considération les données allant de janvier 2018 à avril 2024.

³ Règlement (UE) n° 648/2012 du Parlement européen et du Conseil du 4 juillet 2012 sur les produits dérivés de gré à gré, les contreparties centrales et les référentiels centraux (JO L 201 du 27.07.2012, p. 1).

⁴ Règlement délégué (UE) n° 151/2013 de la Commission du 19 décembre 2012 complétant le règlement (UE) n° 648/2012 du Parlement européen et du Conseil sur les produits dérivés de gré à gré, les contreparties centrales et les référentiels centraux par des normes techniques de réglementation précisant les informations à publier et à mettre à disposition par les référentiels centraux, ainsi que les normes opérationnelles à respecter pour l'agrégation, la comparaison et l'accessibilité des données (JO L 52 du 23.03.2013, p. 33).

⁵ De fait, et au plus tard après la sortie du Royaume-Uni de l'UE, cette réserve s'applique également à la totalité de l'ensemble de données EMIR à l'échelle de l'UE.

⁶ En résumé, le filtrage et le nettoyage approfondi des données est suivi de 1) l'adéquation des taux négociés avec les taux ILS cotés pour identifier le type de contrat ILS et 2) l'enrichissement à l'aide de données sur les entreprises provenant des bases de données de la Fondation mondiale pour l'identifiant d'entité juridique (*Global Legal Entity Identified Foundation, GLEIF*) et du registre des institutions et des filiales (*Register of Institutions and Affiliates Data, RIAD*), ainsi que de Bloomberg pour éliminer les transactions intragroupe et permettre une analyse sectorielle de l'activité.

La date de début fixée à janvier 2018 reflète le fait que la qualité des données a mis un certain temps à atteindre un niveau satisfaisant à la suite de l'entrée en vigueur, en 2014, de l'obligation de déclaration EMIR. La date de fin d'avril 2024 a été choisie pour garantir la cohérence au fil du temps, les obligations de déclaration ayant évolué lorsque l'EMIR Refit est entré en vigueur le 29 avril 2024. Si le choix de la période d'échantillonnage reflète par conséquent en partie des considérations techniques, il vise également à couvrir largement deux sous-périodes économiquement distinctes : 1) la sous-période caractérisée par des taux ILS relativement bas et plus stables, jusqu'en 2020 et 2) la sous-période caractérisée par des taux ILS plus élevés et/ou plus volatils, depuis 2021.

3 Activité sur les marchés

L'activité globale sur les marchés ILS de la zone euro a nettement augmenté depuis 2021 environ (graphique 2). Cette hausse est attestée par le montant notionnel impliqué dans les nouvelles transactions ILS de la zone euro, qui représente la mesure la plus élémentaire de l'activité agrégée (avec le nombre de transactions). La mesure n'a pas montré de réelle hausse structurelle entre début 2018 et fin 2020. Elle s'est ensuite redressée nettement en parallèle de la hausse importante des taux d'inflation réalisée en 2021 et est restée systématiquement élevée jusqu'en avril 2024. Pour donner une idée de l'ampleur, lors de leurs pics d'activité respectifs, le notionnel mensuel (mesuré) négocié dans les contrats ILS de la zone euro a dépassé 150 milliards d'euros, soit quatre fois environ sa moyenne de 2018 ⁷.

De plus, sur la période récente, l'étendue et la profondeur de la participation au marché ont été systématiquement plus importantes que plus tôt dans l'échantillon. Cette conclusion est tirée de deux observations. Premièrement, le nombre de contreparties identifiables impliquées dans au moins une transaction au cours d'un mois donné a augmenté au fil du temps et est demeurée à un niveau visiblement plus élevé après 2021. Deuxièmement, le nombre de contreparties qui ont réalisé leur première transaction dans l'échantillon au cours d'un mois donné (une approximation sommaire de l'« entrée sur le marché ») n'a pas affiché de baisse tendancielle au fil du temps ⁸. De fait, cette approximation a même atteint un pic début 2022, coïncidant avec, et potentiellement lié à, la volatilité des marchés de matières premières dans le sillage de l'invasion à grande échelle de l'Ukraine par la Russie. Considérés ensemble, ces profils suggèrent que les marchés ILS de la zone euro ont enregistré une hausse tendancielle de l'activité reposant sur une participation toujours plus large des investisseurs.

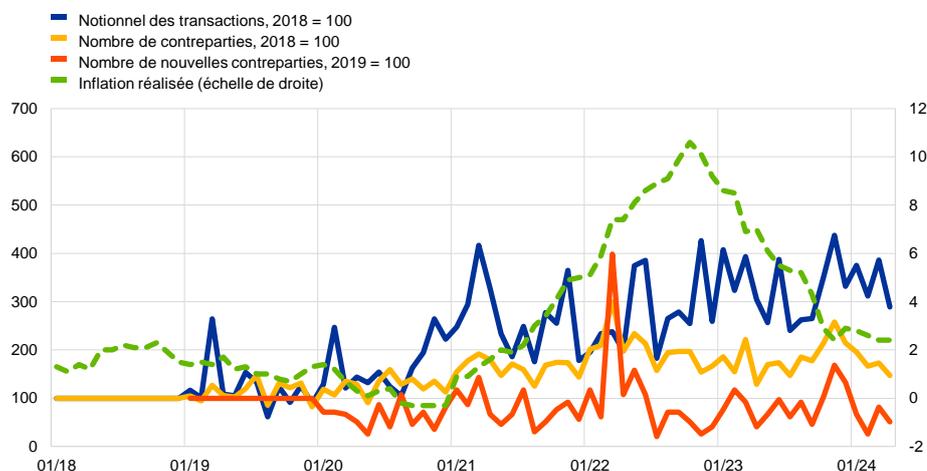
⁷ Le montant notionnel indiqué représente une sous-estimation probablement importante dans la mesure où la procédure de filtrage est prudente et que les transactions ILS de la zone euro réalisées entièrement entre contreparties hors zone euro ne sont pas incluses (cf. ci-dessus).

⁸ La probabilité d'observer une contrepartie réaliser une transaction pour la première fois dans l'échantillon diminue de mois en mois. Avec l'échantillon débutant en janvier 2018, un nombre très important de contreparties seront, par définition, observées pour la première fois ce mois-là. Un nombre élevé de transactions identifiées comme provenant de « nouvelles contreparties » devraient survenir dans les mois suivant immédiatement. Les données effectives confirment ces prévisions, le « taux d'entrée » commençant à se stabiliser autour de mi-2018. Pour prendre en compte cet effet mécanique, le graphique 2 indexe le nombre de contreparties nouvelles aux niveaux de 2019 plutôt qu'aux niveaux de 2018 utilisés dans les autres séries.

Graphique 2

Indicateurs relatifs à l'activité sur les marchés ILS de la zone euro et inflation réalisée

(échelle de gauche : indice ; échelle de droite : pourcentages annuels)



Sources : BCE (EMIR), Eurostat et calculs de la BCE.

Notes : Le montant notionnel brut et le nombre de contreparties comptant au moins une transaction au cours d'un mois donné sont indexés à 100, où 100 représente le niveau mensuel moyen en 2018. Pour le nombre de nouvelles contreparties, l'indexation est fondée sur la moyenne mensuelle pour 2019. Les dernières observations se rapportent à avril 2024.

Des informations supplémentaires sur la maturité du marché peuvent être obtenues en décomposant l'activité selon les différents types et échéances de produits ILS.

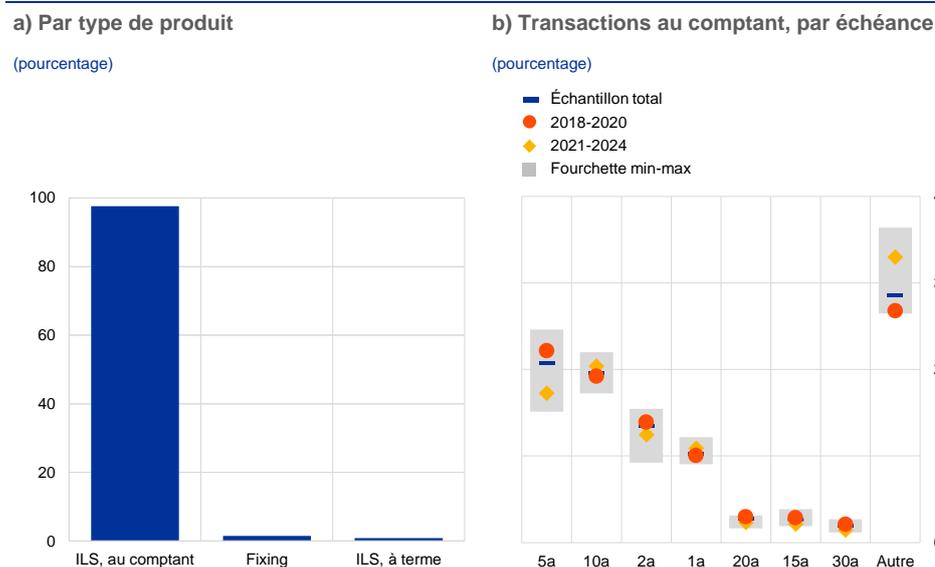
Les contrats ILS de la zone euro se répartissent en trois grandes catégories. Premièrement, dans un contrat au comptant, les flux de trésorerie de la jambe flottante de la transaction dépendent du taux moyen d'inflation, sur plusieurs années souvent, à partir de la date d'exécution. Deuxièmement, dans un contrat à terme, les flux de trésorerie dépendent tout autant du taux d'inflation moyen sur une durée pouvant aller jusqu'à plusieurs années, mais commencent à une date effective (nettement) ultérieure à la date d'exécution. Troisièmement, dans un contrat de « *fixing* » de l'inflation à court terme, les flux de trésorerie dépendent du taux en glissement annuel suggéré par les publications relatives à l'inflation à venir⁹. En tant que nouvel élément de l'analyse du marché ILS réalisée par la BCE, cet article rend compte en premier lieu des parts d'activité sur les marchés ILS de la zone euro qu'expliquent ces trois catégories¹⁰. Cela peut aider à évaluer si la forte hausse de l'activité globale devrait être vue comme ayant lieu sur un marché mature ou simplement comme un des nombreux paramètres en fluctuation sur un marché encore en développement. Dans le premier cas, on pourrait s'attendre à ce que les parts d'activité pour les différents produits et les échéances sous-jacentes correspondantes ne varient pas trop ni/ou trop rapidement au fil du temps, tandis que dans le second cas, on devrait s'attendre à des variations plus importantes.

⁹ Au sens strict, les contrats de *fixing* de l'inflation sont donc une forme de contrat ILS au comptant ou à terme. Toutefois, les contrats ILS au comptant ou à terme standard (*plain-vanilla*) tendent à avoir des *tenors* et des horizons à terme se comptant en années mesurés à partir de la date d'exécution, tandis qu'un contrat de *fixing* peut être vu comme la négociation de taux d'inflation entre 0 et moins de 12 mois (ou entre plus de 12 et moins de 24 mois) après la date d'exécution.

¹⁰ Cf. également Boneva *et al.* (2019) qui présente les premiers constats concernant l'activité sur les marchés ILS dans la zone euro sur la base d'un instantané antérieur, de moindre qualité, des données EMIR. Par exemple, l'analyse moins granulaire n'a pas couvert l'activité en matière de contrats de *fixing* de l'inflation.

Graphique 3

Part du notionnel brut négocié sur le marché ILS de la zone euro



Sources : BCE (EMIR), LSEG et calculs de la BCE.

Notes : La partie a) présente la distribution du notionnel brut négocié dans les différentes transactions ILS au comptant, ILS à terme et de fixing de l'inflation entre janvier 2018 et avril 2024. La partie b) détaille la plus grande des trois catégories (c'est-à-dire les transactions ILS au comptant) par échéance, classée par importance et pertinence. Les autres échéances, dont certaines impliquent une part d'activité plus élevée que les points à 20 ans, à 15 ans et à 30 ans, sont incluses dans la catégorie liée. La fourchette minimum-maximum est fondée sur les parts annuelles de notionnel brut négocié.

L'activité sur les marchés ILS de la zone euro comprend presque exclusivement des transactions au comptant, la part du lion de l'activité étant concentrée sur les échéances figurant au premier plan du suivi réalisé à des fins de politique monétaire. Le graphique 3, partie a) montre que, structurellement, les négociations sur les marchés ILS de la zone euro se concentrent presque entièrement sur les transactions au comptant, le notionnel correspondant représentant environ 98 % du notionnel total sur l'ensemble de l'échantillon. À l'inverse, les transactions fermes au comptant et de *fixing* de l'inflation ne représentent que de très petites parts d'environ 1 % chacune. Il est à noter que le fait que les intervenants de marché ne négocient presque jamais de contrats à terme fermes ne rend pas moins utiles les principaux taux à terme des ILS de la zone euro qui font l'objet d'un suivi aux fins de la politique monétaire. De fait, parmi les contrats ILS au comptant (graphique 3, partie b), l'activité est centrée sur les échéances à cinq ans, à dix ans, à deux ans et à un an (dans cet ordre, sur la base des parts de notionnel pour l'échantillon entier). Les taux à terme dérivés de ces échéances au comptant (c'est-à-dire les taux à terme à cinq ans dans cinq ans et à un an dans un an qui servent respectivement d'approximation pour l'ancrage des anticipations d'inflation à long terme et à moyen terme) peuvent donc être considérés comme particulièrement riches en informations.

La stabilité de l'activité pour les différents types de produits et échéances suggère que la négociation d'ILS dans la zone euro présente les caractéristiques d'un marché mature. L'observation selon laquelle les négociations reflètent presque exclusivement des transactions au comptant se vérifie également sur chaque année considérée individuellement, les parts de notionnel

correspondantes ne s'écartant qu'à peine de leurs moyennes pour l'échantillon entier (non représenté). De plus, le classement des échéances les plus actives dans la catégorie au comptant est demeuré relativement similaire au fil du temps. C'est le cas si l'on compare les sous-périodes 2018-2020 et 2021-2024, tout comme lorsque l'on examine la variation des parts d'activité entre les échéances pour les différentes années de l'échantillon (cf. la fourchette min-max dans le graphique 3, partie b). Il semble donc que, au sein d'un marché existant depuis vingt ans environ, les participants aux transactions ILS dans la zone euro utilisent en masse les produits et échéances établis pour couvrir leur exposition à l'inflation future ou exprimer l'opinion qu'ils ont de celle-ci.

L'activité de négociation des contrats de *fixing* de l'inflation constitue une exception notable, ayant augmenté de manière disproportionnée pendant la période d'inflation élevée. Alors que les contrats de *fixing* de l'inflation représentaient moins de 2 % du notionnel négocié en moyenne, leur part d'activité a presque doublé au cours des sous-périodes 2018-2020 et 2021-2024 dans un contexte de hausse de l'activité globale. En conséquence, selon les estimations, l'activité globale en matière de contrat de *fixing* devrait avoir été multipliée par cinq, alors que les autres transactions ILS ont presque doublé ¹¹. La hausse particulièrement prononcée en matière de contrats de *fixing* reflète probablement un intérêt et un potentiel accrus pour la spéculation sur certaines publications relatives à l'inflation vues comme des indicateurs de tendance dans un environnement d'inflation élevée et volatile. À tout le moins, une activité nettement plus élevée en matière de contrats de *fixing* suggère que la découverte des prix pour ces produits s'est améliorée au cours de la période d'inflation élevée.

4 La découverte des prix

Les hausses de plusieurs mesures de l'activité peuvent être considérées comme encourageantes également du point de vue de la découverte des prix, mais une évaluation plus robuste du processus nécessite des éléments supplémentaires. La découverte des prix, approximativement comprise comme le processus par lequel les acheteurs et les vendeurs établissent le prix « approprié » d'un titre ou d'un contrat, tire probablement profit d'une hausse du nombre et du volume des transactions, toutes choses égales par ailleurs ¹². En particulier, l'augmentation de l'ampleur et de la profondeur de la participation des investisseurs aux marchés ILS de la zone euro peut être considérée comme positive à cet égard.

¹¹ Il convient de noter l'accent mis sur le fait que la hausse de l'activité sur les contrats de *fixing* en particulier est une estimation. En l'absence d'identifiant distinguant le *fixing* des autres contrats ILS, il y a une forte incertitude quant à la véritable variation de l'activité dans n'importe quel compartiment plus petit du marché global. Pour remédier à cette situation, l'article utilise une procédure de type « appariement de rayon » (« *radius matching* ») des taux négociés par rapport aux taux cotés pour identifier les transactions qui se réfèrent probablement à des contrats de *fixing* de l'inflation. Même si cette procédure donne des résultats plausibles, une variation nettement plus importante de la compensation de l'inflation ces dernières années peut jouer un rôle dans une plus grande part des transactions identifiées comme étant des contrats de *fixing*. En raison de cette incertitude, l'article ne présente pas de résultats plus granulaires pour les contrats de *fixing*.

¹² D'après O'Hara (2003), la découverte des prix constitue l'une des deux principales fonctions des marchés financiers, avec la fourniture de liquidité. Malgré cela, il existe des différences et un manque de précision dans les définitions de la découverte des prix (Putniņš, 2013).

Pour une évaluation plus rigoureuse, toutefois, on pourrait souhaiter prendre en compte au moins deux dimensions supplémentaires. Premièrement, plus la relation entre les niveaux d'activité et les cas de réévaluation des prix est forte, plus le processus de découverte des prix pourra être jugé solide ¹³. Deuxièmement, plus le rôle joué par les investisseurs « bien informés » pour un niveau donné d'activité est important, plus on pourrait s'attendre à ce que les prix reflètent les « fondamentaux » ¹⁴.

Les profils d'activité agrégés montrent que la découverte des prix est saine, les jours enregistrant les variations les plus importantes des taux ILS de la zone euro impliquant une part disproportionnée de l'activité. Il s'agit là du constat tiré d'un test empirique qui analyse la distribution du notionnel négocié sur les marchés ILS de la zone euro dans différentes tranches capturant la vigueur des variations quotidiennes des taux ILS de la zone euro. Plus précisément, le graphique 4 classe les jours de l'échantillon en fonction des variations correspondantes du taux ILS au comptant à cinq ans dans la zone euro (par ordre croissant, des baisses vers les hausses) avant d'assigner ces variations aux tranches fondées sur différents percentiles ¹⁵. Le graphique montre que les 1 % de jours appartenant à l'échantillon qui enregistrent, respectivement, les baisses et les hausses les plus fortes des taux ILS de la zone euro représentent chacun environ 2 % du notionnel négocié. Cela implique un ratio part de notionnel/part des jours proche de deux pour chacune de ces deux tranches. Intuitivement, des ratios plus élevés impliquent un soutien relativement plus solide de la part de l'activité sous-jacente. Si l'on examine des tranches plus larges de variations quotidiennes des taux ILS successivement moins prononcées, ce ratio baisse puis devient clairement inférieur à 1 pour la tranche contenant les 50 % de variations quotidiennes des taux ILS les moins fluctuantes. Cette situation reflète le fait que les jours compris entre le 25e et le 75e percentile de la distribution des variations quotidiennes du taux ILS à cinq ans de la zone euro représentent moins de 40 % du notionnel négocié. Globalement, cela suggère qu'il existe une relation raisonnablement forte entre les niveaux d'activité et les cas de réévaluation des prix et, par conséquent, un processus sain de découverte des prix.

¹³ Cette notion est cohérente avec l'hypothèse de « mélange de distributions » (« *mixture-of-distributions hypothesis* ») définie par Clark (1973), Epps et Epps (1976) et Harris (1986). Cette hypothèse suppose que les prix et les volumes négociés (c'est-à-dire les niveaux d'activité) dépendent conjointement d'une variable sous-jacente commune, à savoir le taux de flux d'informations. À mesure que de nouvelles informations arrivent, les opérateurs réagissent à la fois en révisant le prix approprié du titre en question et en accroissant leur volume de négociation.

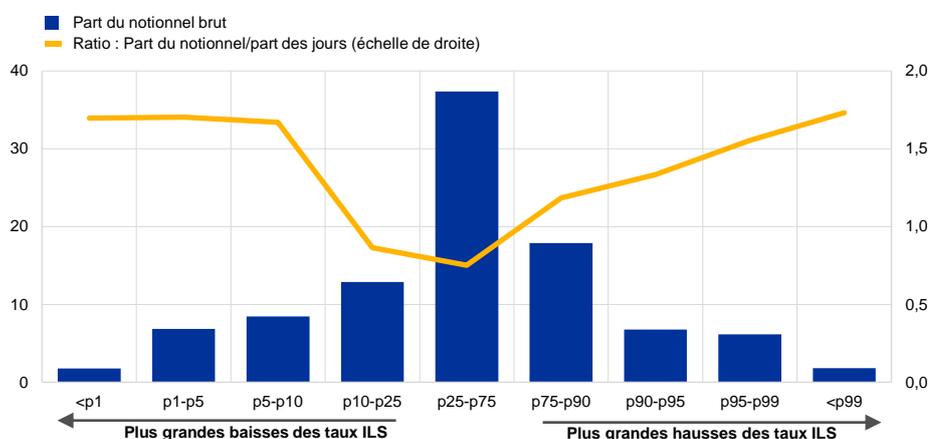
¹⁴ Pour un modèle théorique sur le rôle bénéfique des opérateurs bien informés, cf., par exemple, Kyle (1985).

¹⁵ Les jours sont classés par variations du taux ILS à cinq ans de la zone euro car il s'agit de l'échéance négociée le plus activement (graphique 3) et parce que les variations du taux ILS sont hautement corrélées entre les différentes échéances. Cela fait des variations à échéance cinq ans une bonne approximation de la vigueur de la réévaluation des prix sur les marchés ILS de la zone euro de manière plus générale.

Graphique 4

Part du notionnel brut négocié, par ampleur de la variation quotidienne des taux ILS de la zone euro

(échelle de gauche : pourcentages ; échelle de droite : ratios)



Sources : BCE (EMIR), LSEG et calculs de la BCE.

Notes : Le graphique divise l'échantillon allant de janvier 2018 à avril 2024 en tranches de variations quotidiennes du taux ILS à cinq ans de la zone euro, triées par ampleur. La tranche « <p1 » inclut les 1 % d'observations présentant les plus grandes baisses quotidiennes, tandis que la tranche « >p99 » inclut les 1 % d'observations présentant les plus grandes hausses quotidiennes. Les barres bleues montrent la part du notionnel brut de l'échantillon complet négocié dans les contrats ILS à cinq ans de la zone euro qui est prise en compte par chacune des tranches, tandis que la ligne jaune montre le ratio de cette part par rapport à la part des jours dans chaque tranche (c'est-à-dire 1 % pour <p1, 4 % pour p1-p5, etc.).

L'analyse sectorielle de l'activité renforce encore les arguments en faveur d'une découverte des prix en ligne avec les « fondamentaux » au cours de la période de forte inflation, la part de l'activité provenant de contreparties mieux informées et plus réactives ayant nettement augmenté. L'intuition qui sous-tend l'analyse de la composition sectorielle de l'activité est que les prix sont plus susceptibles de refléter les fondamentaux – entendus ici au sens large de toute information relative aux perspectives d'inflation – si la part de l'activité provenant d'investisseurs qui suivent de près les évolutions macroéconomiques et négocient rapidement après avoir réévalué leurs perspectives d'inflation est élevée¹⁶. Dans un environnement où cette part est élevée, « l'investisseur marginal » dans une négociation donnée est plus susceptible de constituer une contrepartie informée et réactive qui contribue à ancrer le prix acceptable autour d'une évaluation actualisée des perspectives d'inflation.

À cet égard, le secteur des hedge funds présente un intérêt particulier.

Selon une idée reçue, parmi les différents groupes de contreparties actives sur le marché ILS de la zone euro, les hedge funds (macroéconomiques mondiaux) et, dans une moindre mesure, les fonds d'investissement, seraient davantage susceptibles d'être à la fois attentifs et réactifs aux évolutions macroéconomiques. Cette hypothèse trouve une confirmation empirique dans les éléments présentés dans l'encadré 1, qui examine les différences dans l'activité des secteurs de contrepartie sur le marché ILS de la zone euro en réponse à des chocs « fondamentaux » d'intensité variable.

¹⁶ Ainsi, les perspectives d'inflation, telles qu'elles sont entendues ici, ne se limitent pas aux anticipations « véritables » intégrées dans les taux ILS, mais incluent également la prime de risque sur l'inflation. Pour une analyse des anticipations véritables d'inflation et des primes de risque, cf. Böninghausen *et al.* (2018). Pour plus d'informations sur les décompositions fondées sur des modèles des taux ILS en ces deux composantes, cf. Burban *et al.* (2022).

Encadré 1

La réactivité des contreparties sur le marché des *swaps* indexés sur l'inflation de la zone euro

Conceptuellement, les contreparties actives sur le marché des *swaps* indexés sur l'inflation (*inflation-linked swaps*, ILS) de la zone euro – et sur les marchés financiers de manière générale – peuvent être classées selon une échelle de réactivité. À l'une de ses extrémités, les contreparties très réactives suivent étroitement et à une fréquence élevée le flux de nouvelles macroéconomiques et générales, auquel elles sont également prêtes à réagir rapidement. À l'autre extrémité, même les contreparties qui suivent tout aussi attentivement le flux de nouvelles interviendront selon un calendrier plus régulier, de sorte que leurs réponses ne reflètent qu'avec un certain décalage les éventuels changements d'appréciation résultant de l'arrivée d'informations.

De manière stylisée, on admet généralement que les hedge funds occupent l'extrémité la plus réactive de cette échelle, tandis que les compagnies d'assurance et les fonds de pension représentent l'extrémité la moins réactive, la plupart des fonds d'investissement se situant entre les deux. En fonction du marché financier et des contreparties impliquées, l'affectation des contreparties dans différents secteurs peut s'avérer bruitée. Autrement dit, les contreparties dont le nom suggère qu'elles appartiennent à un secteur peuvent faire preuve d'un comportement qui serait généralement associé à un autre secteur ¹⁷.

Cet encadré montre que, dans l'ensemble de données utilisé dans l'article associé, le comportement des contreparties dans les différents secteurs est raisonnablement conforme aux hypothèses stylisées. La stratégie d'identification qui sous-tend cette conclusion est la suivante :

Le fait que les jours marqués par des variations plus importantes des taux ILS de la zone euro tendent à correspondre à une part disproportionnée de l'activité agrégée (cf. le graphique 4 et la discussion associée dans le présent article) suggère que ces variations ainsi que les niveaux d'activité sont déterminés par un choc « fondamental » commun. Par conséquent, l'intensité des variations des taux ILS peut servir d'instrument basique pour approximer l'importance du choc. Ensuite, comme toute différence de réactivité entre les contreparties devrait être particulièrement visible dans le cas de chocs plus importants, on pourrait s'attendre à ce que l'activité des secteurs que l'on suppose plus réactifs augmente de manière disproportionnée les jours où les variations des taux ILS sont plus prononcées.

Les hypothèses stylisées sont confirmées sous deux angles ¹⁸.

Premièrement, pour les jours où l'ampleur des variations du taux ILS de la zone euro indique des chocs particulièrement importants (c'est-à-dire au-dessous du 10e percentile et au-dessus du 90e percentile), le notionnel négocié par les contreparties non bancaires identifiées est issu

¹⁷ Cf. également Boneva *et al.* (2019).

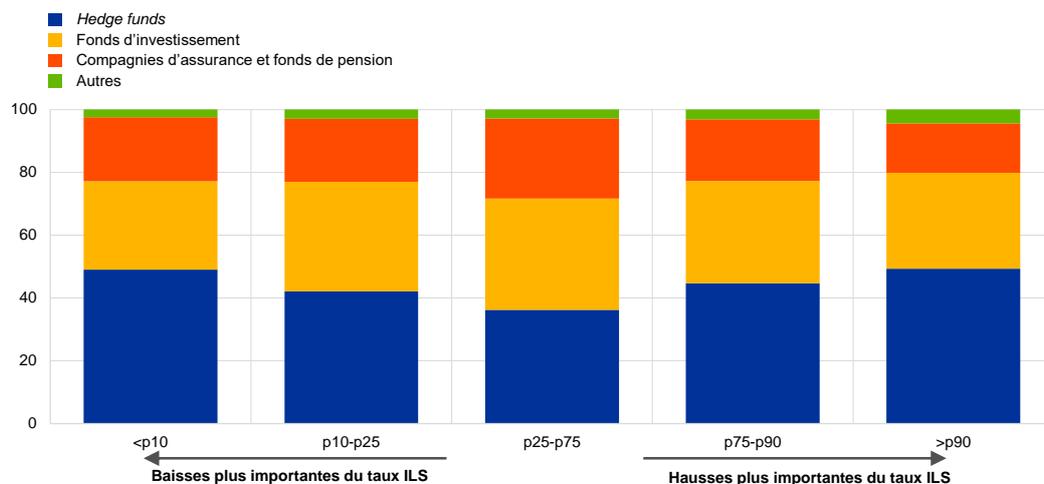
¹⁸ Les résultats des régressions sur données de panel supplémentaires au niveau des contreparties correspondent aux conclusions présentées ici. Concrètement, c'est dans le secteur des hedge funds que l'activité du marché des *swaps* indexés sur l'inflation augmente le plus régulièrement les jours de choc macroéconomique ou de publication relative à l'inflation, par rapport à d'autres jours. L'activité de ce secteur tend également à augmenter davantage que celle des autres secteurs (non bancaires), tels que les fonds d'investissement ou les compagnies d'assurance et les fonds de pension.

principalement du secteur des hedge funds (graphique A)¹⁹. Cela contraste fortement avec les jours où les variations des taux ILS sont moins prononcées et où les chocs sont donc vraisemblablement moins importants. Il convient également de noter que, en image inversée des parts correspondant au secteur des hedge funds dans les différentes tranches, celles des compagnies d'assurance et des fonds de pension sont inversement liées à l'importance des chocs.

Graphique A

Composition sectorielle du notionnel brut négocié, par taille des variations quotidiennes des taux ILS dans la zone euro

(en pourcentages)



Sources : BCE (EMIR, RIAD), GLEIF, Bloomberg et calculs de la BCE.

Notes : Le graphique divise l'échantillon de janvier 2018 à avril 2024 en différentes catégories de variations quotidiennes du taux ILS à cinq ans dans la zone euro, répartis par taille. La tranche « <p10 » contient les 10 % d'observations présentant les plus fortes baisses quotidiennes, tandis que la tranche « >p90 » contient les 10 % d'observations présentant les plus fortes augmentations quotidiennes. Les barres empilées montrent, pour chaque tranche, les parts de notionnel des différents secteurs dans les transactions de tous les contrats ILS de la zone euro pour les jours appartenant à la tranche. Les parts ont été recalculées après l'exclusion du notionnel négocié par les banques et les contreparties non identifiées de l'échantillon.

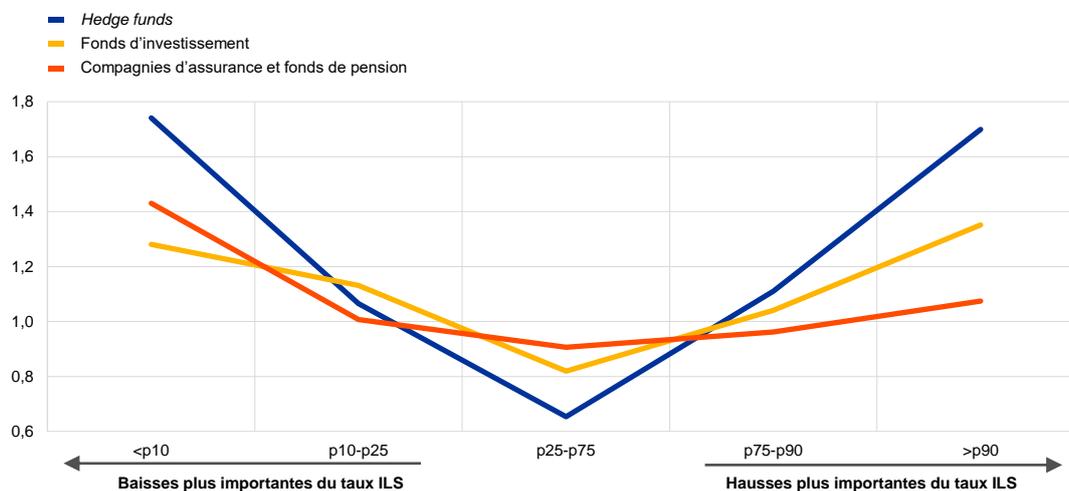
Deuxièmement, et cela constitue un test vraisemblablement plus rigoureux de la réactivité sectorielle, le graphique B présente un profil d'activité pour chaque secteur. Ce profil est obtenu en calculant, pour chaque catégorie de variation de taux ILS, le ratio entre a) la part du notionnel total négocié par un secteur dans l'échantillon pour les jours appartenant à la tranche, et b) la part de jours couverts par la tranche. En cohérence avec le raisonnement sur la découverte des prix agrégés, les secteurs considérés comme plus réactifs devraient présenter un profil davantage en V. C'est en effet le cas, le profil du secteur des hedge funds étant clairement le plus en forme de V, suivi par le secteur des fonds d'investissement puis par celui des compagnies d'assurance et des fonds de pension.

¹⁹ Si, dans les graphiques A et B, l'échantillon est réparti en tranches couvrant les variations quotidiennes des taux ILS à cinq ans de différentes ampleurs dans la zone euro, la ventilation est moins granulaire que dans le graphique 4 de l'article associé. En effet, les graphiques A et B adoptent un point de vue sectoriel supplémentaire, qui se traduirait par des résultats bruités si, par exemple, les 1^{er} et 99^e percentiles étaient pris en compte.

Graphique B

Profils d'activité relative, par secteur et par taille des variations quotidiennes des taux ILS dans la zone euro

(ratios)



Sources : BCE (EMIR, RIAD), GLEIF, Bloomberg et calculs de la BCE.

Notes : Le graphique divise l'échantillon de janvier 2018 à avril 2024 en tranches de variations quotidiennes du taux ILS à cinq ans dans la zone euro, réparties par taille. La tranche « <p10 » contient les 10 % d'observations présentant les plus fortes baisses quotidiennes, tandis que la catégorie « >p90 » contient les 10 % d'observations présentant les plus fortes augmentations quotidiennes. Les lignes montrent, pour chaque secteur, le profil d'un ratio calculé comme suit pour chaque tranche : la part du notionnel total du secteur dans l'échantillon négocié dans tous les contrats ILS de la zone euro pour les jours appartenant à la tranche, divisée par la part des jours couverts par la tranche.

La part d'activité du secteur des hedge funds a également nettement augmenté sur le marché ILS de la zone euro au cours des dernières années.

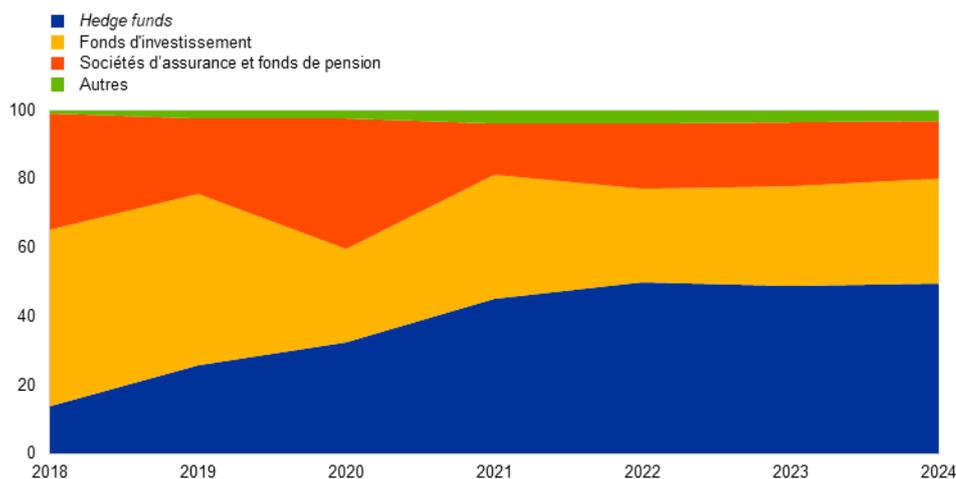
Le graphique 5 montre l'évolution des parts d'activité attribuables aux différents secteurs de contrepartie. Aux fins de cette analyse, le graphique exclut deux types de contreparties : les banques, par lesquelles pratiquement toute l'activité du marché ILS de la zone euro continue d'être intermédiée, et les contreparties non identifiées²⁰. En faisant abstraction de ces deux types de contreparties, la part du notionnel brut restant attribuable aux hedge funds a fortement augmenté, passant de moins de 20 % en 2018 à 50 % environ à partir de 2021. Par conséquent, une part croissante de l'activité sur le marché ILS de la zone euro provient d'investisseurs qui actualisent plus fréquemment leurs opinions sur les perspectives d'inflation et exécutent rapidement des transactions sur la base de ces opinions. Cela signifie que le contenu

²⁰ Les banques sont exclues de la représentation car leur fonction d'intermédiation les amène à occuper une part majeure de l'activité globale, ce qui rendrait le suivi de l'évolution de l'activité des intermédiaires non-bancaires plus difficile. En outre, la part (plus intéressante sur le plan économique) de l'activité des banques qui reflète les prises de position fondées sur les perspectives d'inflation ne peut être distinguée de l'activité d'intermédiation sur la base des données disponibles.

informationnel des taux ILS de la zone euro s'est même probablement accru ces dernières années ²¹.

Graphique 5 Part du notionnel brut négocié, par secteur

(en pourcentages)



Sources : BCE (EMIR, RIAD), GLEIF, Bloomberg et calculs de la BCE.

Notes : Le graphique montre le notionnel brut négocié sur le marché ILS de la zone euro au cours d'une année donnée (de janvier à avril pour l'année 2024) par des contreparties appartenant aux secteurs des hedge funds, des fonds d'investissement, des sociétés d'assurance et des fonds de pension, ainsi qu'à d'autres secteurs. Les parts ont été recalculées à la suite de l'exclusion du notionnel négocié par les banques et les contreparties non identifiées de l'échantillon.

5 Conclusions

Les données relatives aux transactions sur produits dérivés suggèrent que le contenu informationnel des marchés ILS de la zone euro est considérable et qu'il s'est même amélioré ces dernières années. Cet article présente les résultats d'une analyse détaillée des données déclarées dans le cadre de l'EMIR, qui fournissent des informations détaillées de première main concernant l'activité des contreparties sur les marchés ILS de la zone euro. L'objectif est d'évaluer le contenu informationnel des taux ILS de la zone euro en tant que mesures de la compensation de l'inflation. Les données indiquent une augmentation considérable de l'étendue et de la profondeur de l'activité globale. Le processus de découverte des prix résultant

²¹ L'augmentation de la participation des hedge funds ne résulte pas nécessairement entièrement de motifs « absolus » liées à la valorisation, c'est-à-dire lorsqu'un hedge fund négocie un contrat ILS en fonction de son opinion sur l'inflation future. Elle peut également résulter de motifs « relatifs », c'est-à-dire lorsqu'un hedge fund négocie un contrat ILS sur la base de son évaluation du taux ILS correspondant par rapport au prix d'un actif similaire, tel qu'une obligation d'État indexée sur l'inflation. La forte augmentation des négociations de contrats de *fixing* de l'inflation à court terme, pour lesquels les hedge funds représentent pratiquement toute l'activité non bancaire identifiable et qui ne se prêtent pas facilement à une valorisation par rapport aux obligations indexées sur l'inflation (généralement à plus long terme), est un signe clair de l'augmentation de l'activité de valorisation en termes absolus. Il semble toutefois probable que les motifs relatifs de fixation des prix aient joué un rôle, au moins en partie, dans la reprise de l'activité des hedge funds sur les marchés ILS de la zone euro, ce secteur ayant également considérablement accru son activité de négociation sur les marchés des obligations d'État de la zone euro ces dernières années (Ferrara *et al.*, 2024). *In fine*, il est impossible de connaître la « véritable » motivation à l'origine d'une négociation, du moins tant que les données (comparables) relatives aux transactions sur le marché des obligations d'État au comptant de la zone euro ne sont pas disponibles. Dans ce contexte, cf. Barria et Pinter (2023) sur l'activité d'arbitrage des hedge funds sur les marchés des ILS et des obligations d'État au Royaume-Uni.

de l'activité de négociation paraît globalement sain, et la composition sectorielle de l'activité s'est réorientée vers des contreparties pouvant être considérées comme plus réactives aux évolutions des perspectives d'inflation. En particulier, la part de l'activité attribuable au secteur des hedge funds a augmenté. Cela signifie qu'une proportion croissante des transactions sur les marchés ILS de la zone euro semble avoir été déterminée par l'actualisation en continu des opinions sur les perspectives d'inflation.

Bibliographie :

Barria (R.) et Pinter (G.) (2023), « *Mispricing in inflation markets* », *Staff Working Papers*, n° 1 034, Banque d'Angleterre, août.

Boneva (L.), Böninghausen (B.), Fache Rousová (L.) et Letizia (E.) (2019), « [Les données relatives aux transactions sur produits dérivés et leur utilisation dans l'analyse de banque centrale](#) », *Bulletin économique*, n° 6, BCE.

Böninghausen (B.), Kidd (G.) et de Vincent-Humphreys (R.) (2018), « [Interpréter les évolutions récentes des indicateurs relatifs aux anticipations d'inflation à long terme tirés des marchés financiers](#) », *Bulletin économique*, n° 6, BCE.

Burban (V.), De Backer (B.), Schupp (F.) et Vladu (A.L.) (2022), « [Décomposer les mesures de la compensation de l'inflation extraites des instruments de marché en anticipations d'inflation et primes de risque](#) », *Bulletin économique*, n° 8, BCE.

Chahad (M.), Hofmann-Drahonsky (A.), Krause (W.), Landau (B.) et Sigwalt (A.) (2024), « [La performance empirique des projections d'inflation établies par les services de la BCE et de l'Eurosystème depuis 2000](#) », *Bulletin économique*, n° 5, BCE.

Clark (P.K.) (1973), « *A subordinated stochastic process model with finite variance for speculative prices* », *Econometrica*, vol. 41, n° 1, p. 135-155, janvier.

Epps (T.W.) et Epps (M.L.) (1976), « *The stochastic dependence of securities price changes and transaction volumes: implications for the mix-of-distributions hypothesis* », *Econometrica*, vol. 44, n° 2, p. 305-321, mars.

Ferrara (M.F.), Linzert (T.), Nguyen (B.), Rahmouni-Rousseau (I.), Skrzypińska (M.) et Vaz Cruz (L.) (2024), « [Hedge funds: good or bad for market operating?](#) », *The ECB Blog*, 23 septembre.

Harris (L.) (1986), « *Cross-Security Tests of the Mixture of Distributions Hypothesis* », *The Journal of Financial and Quantitative Analysis*, vol. 21, n° 1, p. 39-46, mars.

Kyle (A.S.) (1985), « *Continuous auctions and insider trading* », *Econometrica*, vol. 53, n° 6, p. 1315-1335, novembre.

Munch Grønlund (A.), Jørgensen (K.) et Schupp (F.) (2024), « [Rôle des facteurs techniques dans les taux des swaps indexés sur l'inflation dans la zone euro](#) », *Bulletin économique*, n° 3, BCE.

O'Hara (M.) (2023), « *Presidential Address: Liquidity and Price Discovery* », *The Journal of Finance*, vol. 58, n° 4, p. 1335-1354, août.

Putniņš (T.J.) (2013), « *What do price discovery metrics really measure?* », *Journal of Empirical Finance*, vol. 23, septembre, p. 68-83.

3 Les espèces : bien vivantes...et plutôt jeunes ? Distinguer les effets d'âge, de période et de cohorte s'agissant de l'utilisation des espèces en euros

Rebecca Clipal et Alejandro Zamora-Pérez

1 Introduction

La divergence entre des décennies de prédictions d'une société sans espèces et la réalité empirique du rôle persistant joué par les espèces constitue une énigme centrale motivant la recherche moderne sur les paiements.

Cette persistance des espèces est paradigmatique dans le cas de l'euro. En valeur, la circulation des espèces en euros a atteint 1 590 milliards fin 2024, soit environ 10 % du PIB de la zone euro (une part comparable à celle observée une décennie plus tôt)¹. Si l'usage transactionnel des espèces – qui représente, selon les estimations, environ 20 % de cette circulation (Zamora-Pérez, 2021) – a clairement diminué avec la numérisation en cours, cette tendance a été plus lente que prévu et la disparition des espèces ne s'est pas matérialisée. Au contraire, des éléments montrent que celles-ci ont été utilisées dans environ 50 % des transactions effectuées dans des points de vente physiques en 2024, demeurant le mode de paiement le plus fréquemment utilisé par les consommateurs et le plus largement accepté par les commerçants (Banque centrale européenne, 2024a ; Banque centrale européenne, 2024b). Cette résistance contredit des décennies de prédictions relatives à la disparition des espèces (Shy, 2023), suggérant que d'autres facteurs, au-delà de la simple efficacité transactionnelle, influencent la demande globale de monnaie physique.

Comment expliquer cette persistance rarement anticipée des espèces et quelles sont leurs perspectives d'avenir ?

Les premières prédictions semblent avoir sous-estimé plusieurs facteurs qui se recourent : 1) la substituabilité imparfaite des espèces avec les moyens de paiement électronique (Alvarez *et al.*, 2022 ; Brown *et al.*, 2022), 2) la rigidité des habitudes de paiement, en raison des coûts associés à l'adoption de nouveaux moyens de paiement (Van der Crujisen *et al.*, 2016 ; Nocciola et Zamora-Pérez, 2024), et 3) l'importance persistante des espèces pour divers groupes démographiques et scénarios de paiement (Bagnall *et al.*, 2016), y compris pour les utilisateurs disposant d'un plein accès aux paiements numériques dans les économies avancées (Zamora-Pérez *et al.*, 2024) et les groupes à risque (Van der Crujisen et Reijerink, 2024)². Les prévisions se sont également concentrées

¹ Cf. le tableau de bord de la BCE ([ECB dashboard](#)).

² Dans le même ordre d'idées, la littérature académique récente a mis de plus en plus en évidence les coûts, auparavant sous-estimés, d'une suppression ou d'une forte restriction des espèces, en mettant par exemple l'accent sur le rôle joué par les espèces pour atténuer le pouvoir de marché des banques (Lagos et Zhang, 2022), sur les coûts sociaux de la démonétisation des grosses coupures (Chodorow-Reich *et al.*, 2020) ou sur le renoncement au surplus du consommateur lié au fait de disposer de différentes méthodes de paiement (Alvarez et Argente, 2022). De manière générale, dans certains cas, il a été constaté que les coûts sociaux d'une taxation élevée des espèces sont supérieurs aux avantages sociaux (Alvarez *et al.*, 2022).

uniquement sur la fonction de paiement des espèces et ont sous-estimé leurs autres rôles, tels que leur utilisation comme réserve de valeur tangible, qui s'est accrue ³. Au-delà de ces explications de la résistance globale des espèces, un autre facteur clé est l'utilisation différenciée des diverses fonctions des espèces selon les groupes d'âge. Ce domaine demeure moins exploré et offre la possibilité d'une connaissance plus approfondie, notamment en analysant systématiquement les interactions entre les processus de vieillissement et les évolutions sociétales au sens large, telles que la numérisation.

Le présent article contribue à la discussion en examinant le rôle actuellement joué par les espèces pour trois de leurs fonctions en distinguant les effets de période, d'âge et de cohorte pour chacune d'elles. Cet article se concentre sur les espèces utilisées dans les transactions quotidiennes, sur leur fonction de réserve de valeur et sur l'importance que les particuliers accordent à la conservation des espèces comme option de paiement (parfois appelée demande latente d'espèces). Ces éléments constituent des indicateurs clés de la vitalité des espèces dans la zone euro. À partir des données de l'enquête SPACE de l'Eurosystème (2019, 2022 et 2024), nous découplons les effets de période (tels que les tendances générales de la numérisation ou des événements particuliers comme la pandémie) des profils d'évolution spécifiques à l'âge et de la dynamique du cycle de vie pour des cohortes de naissance distinctes, dans le but de comprendre les facteurs sous-jacents de l'importance persistante – bien qu'en évolution – des espèces. Nos conclusions montrent des effets de période clairs et des profils d'évolution liés à l'âge stables au cours des cinq dernières années : les personnes plus jeunes utilisent les espèces pour l'ensemble des fonctions, et les détiennent en particulier pour des motifs de précaution, tandis que les groupes plus âgés les utilisent pour des transactions plus fréquemment que les autres groupes d'âge. L'importance perçue des espèces a augmenté pour tous les groupes d'âge.

2 Vue d'ensemble descriptive des fonctions des espèces selon l'âge et la période (2019-2024)

Un premier examen des données descriptives suggère que l'utilisation des espèces n'est pas monolithique – les manières dont les espèces sont utilisées varient en fonction des tendances temporelles et de l'âge des personnes.

Nous nous appuyons sur les éditions 2019, 2022 et 2024 de l'enquête SPACE ⁴. Notre analyse couvre environ 110 000 adultes répartis dans 15 pays de la zone euro et intègre – au moyen de journaux des paiements (*payment diaries*) et de questionnaires

³ Les évolutions récentes des espèces en euros renferment un paradoxe manifeste, où la circulation globale des espèces a augmenté parallèlement à la diminution, en termes relatifs, de leur rôle transactionnel (Zamora-Pérez, 2021).

⁴ Dans le corps du texte, nous nous rapportons uniquement à l'année de référence de chaque édition de l'enquête, à savoir 2019, 2022 et 2024. Toutefois, pour 2022 et 2024, une partie du travail d'enquête a été réalisée à l'automne de l'année précédente (2021 et 2023, respectivement).

représentatifs – des données transversales riches sur les choix en matière de paiement, les avoirs en espèces et les comportements ⁵.

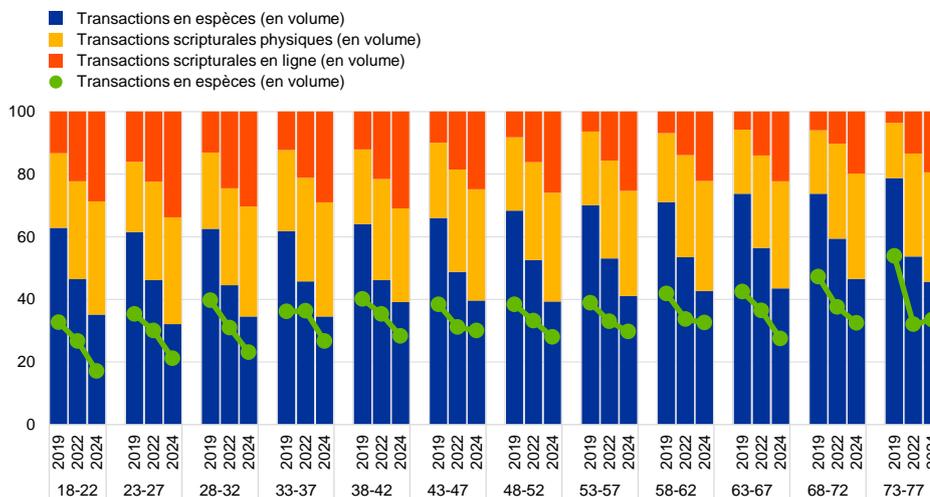
La part des espèces dans les paiements quotidiens (y compris les transactions physiques et en ligne) a diminué pour toutes les tranches d'âge entre 2019 et 2024. Le graphique 1 met en évidence une baisse uniforme entre 2019 et 2022, qui a été particulièrement prononcée, reflétant probablement des changements liés à la pandémie. On a constaté une plus grande variation entre 2022 et 2024. Les groupes d'âge plus jeunes, par exemple de 18 à 22 ans et de 23 à 27 ans, ont enregistré une diminution régulière de l'utilisation des espèces au cours des trois années, tandis que pour les groupes d'âge moyen et plus âgés, la tendance a été plus modérée, avec une baisse moins prononcée tant en volume qu'en valeur entre 2022 et 2024. Sur l'ensemble des périodes, les groupes plus âgés ont systématiquement maintenu une part plus élevée de transactions en espèces par rapport aux cohortes plus jeunes – ces dernières favorisant de plus en plus les paiements scripturaux en ligne. Pour la plupart des groupes jeunes et d'âge moyen, la part combinée des transactions scripturales en ligne et physiques a dépassé celle des transactions en espèces en 2024, les transactions en ligne rivalisant avec les espèces pour certains groupes démographiques jeunes, par exemple les 23-32 ans. Ces résultats indiquent des préférences persistantes liées à l'âge, ainsi que des effets de période importants déterminant la numérisation.

⁵ Les pays inclus dans l'analyse sont la Belgique, l'Estonie, l'Irlande, la Grèce, l'Espagne, la France, l'Italie, la Lettonie, la Lituanie, le Luxembourg, l'Autriche, le Portugal, la Slovénie, la Slovaquie et la Finlande. Même si les enquêtes SPACE incluent généralement l'ensemble des pays de la zone euro (Banque centrale européenne, 2024a), notre analyse couvre 15 pays de la zone pour lesquels les données ont été collectées de manière centralisée par la BCE à l'aide d'un questionnaire entièrement harmonisé. L'Allemagne et les Pays-Bas sont exclus, car ils réalisent l'enquête avec des questionnaires différents. Malte et Chypre sont également exclus en raison de problèmes de comparabilité résultant de légères différences méthodologiques s'agissant du mode d'enquête et de la longueur du journal de paiement en 2019, et la Croatie n'a rejoint la zone euro qu'en 2023.

Graphique 1

Méthodes de paiement dans les transactions quotidiennes par groupe d'âge et année

(âge et période ; en pourcentage)



Source : Calculs des services de la BCE à partir des données SPACE (2019-2024).

Notes : Le graphique inclut des données d'enquêtes représentatives provenant de 15 pays de la zone euro. La catégorie « transactions scripturales physiques » comprend les cartes physiques, les paiements par téléphone mobile, les chèques bancaires, les virements et les prélèvements. La catégorie « Transactions en espèces » fait référence aux transactions effectuées en espèces physiques, y compris les paiements de particulier à particulier.

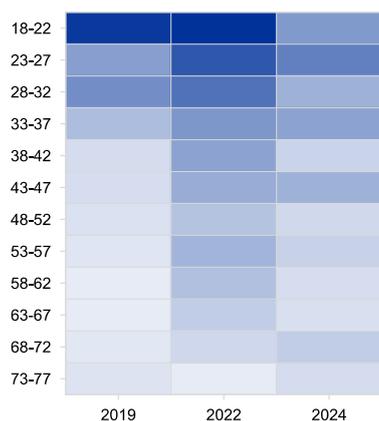
Au-delà des paiements, les espèces sont de plus en plus utilisées comme réserve de valeur et leur importance déclarée par les consommateurs s'inscrit aussi clairement sur une tendance haussière. Le graphique 2 présente deux cartes thermiques dans lesquelles une ombre plus foncée signifie une proportion plus élevée d'individus dans une cellule « âge-période » donnée. La partie a) présente les parts des individus détenant des réserves en espèces à leur domicile à titre de précaution. Elle fait apparaître une hausse visible pour tous les groupes d'âge en 2022, ce qui suggère un effet de période important probablement lié à la pandémie. En outre, les personnes plus jeunes (18-22 ans et 23-27 ans) signalent systématiquement des niveaux plus élevés d'avoirs en espèces à titre de précaution dans les trois vagues d'enquête, ce qui indique distinctement un effet d'âge. La partie b) montre une nette augmentation de l'importance perçue des espèces comme option de paiement entre 2019 et 2024 pour tous les groupes d'âge, indiquant un effet de période. Toutefois, les cohortes les plus jeunes et les plus âgées présentent des profils légèrement différents, ce qui suggère un effet d'âge plus nuancé. En 2024, les espèces sont perçues comme importantes par une large majorité de personnes dans tous les groupes d'âge.

Graphique 2

Utilisation déclarée des espèces comme réserve de valeur et importance perçue des espèces, en fonction de l'âge et de l'enquête

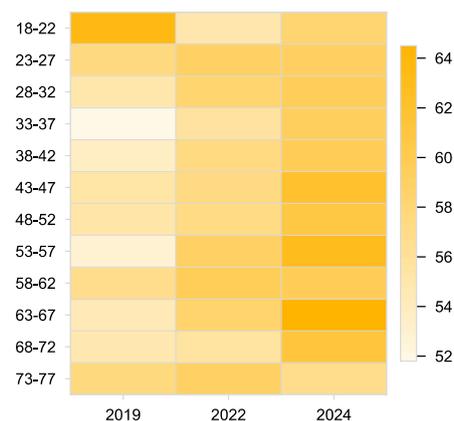
a) Utilisation des espèces comme réserve de valeur

(échelle de droite : pourcentage d'individus détenant des espèces à leur domicile ; échelle de gauche : âge en années ; axe des abscisses : année)



b) Importance perçue des espèces

(échelle de droite : pourcentage de personnes considérant les espèces comme importantes ; échelle de gauche : âge en années ; axe des abscisses : année)



Source : Calculs des services de la BCE à partir des données SPACE (2019-2024).

Note : Une ombre plus foncée indique une proportion plus élevée d'individus au sein d'une cohorte spécifique, en termes relatifs.

3 Effets de période, d'âge et de cohorte découplés

Afin de distinguer les influences observées ci-dessus, cet article applique un cadre d'analyse âge-période-cohorte aux données issues de trois éditions de l'enquête SPACE. Même si les enquêtes ne suivent pas les consommateurs individuels au fil du temps, la méthodologie permet une décomposition statistique des profils observés en trois composantes principales. Ces composantes sont les suivantes : 1) les effets d'âge qui rendent compte des variations liées aux étapes de vie des individus, 2) les effets de période qui reflètent des chocs ou des tendances affectant l'ensemble des individus à un moment donné, tels que la pandémie ou la numérisation en cours, et 3) les effets de cohorte qui font référence à des différences persistantes entre des personnes nées à peu près au même moment qui peuvent développer des schémas comportementaux distincts façonnés par des expériences partagées ⁶.

⁶ Cette méthodologie (appelée interaction âge-période-cohorte (*age-period-cohort-interaction*) ou APC-I et décrite dans Luo et Hodges, [2022]) surmonte les difficultés statistiques antérieures constatées dans les études traditionnelles sur les effets âge-période-cohorte (APC) (le découplage de ces trois facteurs est techniquement difficile, car la « cohorte » peut s'exprimer comme la « période » moins l'« âge », ce qui constitue souvent un problème d'identification). Elle permet également d'utiliser des données transversales répétées, telles que celles de l'enquête SPACE, afin d'évaluer comment le comportement en matière de paiement et de réserve de valeur a évolué au fil du temps et selon l'âge et les cohortes. (La nature des données de l'enquête SPACE rend les techniques économétriques de panel standard impossibles à utiliser). Le modèle correspond mathématiquement à une ANOVA à double sens (*two-way ANOVA*) complète (toutes les variables muettes relatives à l'âge \times toutes les variables muettes relatives à la période), puis il décompose la matrice d'interaction entre a) les pentes linéaires au long du cycle de vie et b) les écarts moyens pour chaque cohorte, évitant ainsi le problème d'identification classique dans les configurations traditionnelles des modèles APC.

La décomposition par âge-période-cohorte, bien que peu appliquée à l'analyse des paiements de détail, est essentielle pour comprendre qu'une évolution uniforme en apparence de l'utilisation des espèces peut masquer divers mécanismes sous-jacents. Ce cadre calcule tout d'abord une moyenne globale, c'est-à-dire une moyenne générale, de l'utilisation des espèces pour l'ensemble des participants et des années de l'enquête. Il isole ensuite les effets d'âge et de période en mesurant comment chacun s'écarte de ce modèle de base. Il est important de noter qu'il détecte également les comportements spécifiques à une cohorte en examinant si une cohorte donnée utilise systématiquement les espèces davantage ou moins que ce qui serait attendu en se fondant uniquement sur l'âge ou la période.

Cette section se concentre sur les principaux effets de période et d'âge influençant l'utilisation des espèces et les attitudes à leur égard, avant d'examiner les dynamiques spécifiques à chaque cohorte. Nous évaluons trois indicateurs principaux : la demande d'espèces à des fins de transaction, les espèces détenues comme réserve de valeur et l'importance subjective accordée au fait de disposer d'espèces comme option de paiement. Chacun des trois indicateurs est présenté dans un graphique en deux parties, montrant les effets de période et d'âge ⁷. Outre les effets liés au modèle de base, nous testons également l'influence d'un ensemble de facteurs et de variables démographiques, financiers, technologiques, liés aux paiements et liés aux pays (facteurs persistants), afin de comprendre ce qui est susceptible d'alimenter ces profils d'évolution ⁸.

3.1 Le modèle de base : effets de période et d'âge

Utilisation des espèces pour les transactions quotidiennes

La part des espèces dans les paiements quotidiens (physiques et en ligne) a diminué au fil du temps (de 2019 à 2024), mais suit un profil distinct lié à l'âge, avec une baisse au milieu de la vingtaine et une hausse dans les années suivantes ⁹. La partie a) du graphique 3 montre un fort effet de période,

⁷ Des modèles APC-I spécifiques à chaque pays ont également été estimés pour les 15 pays analysés. Si les modèles individuels pour les pays de la zone euro suivent généralement des trajectoires analogues au modèle de la zone euro pour l'âge et la période, il existe une hétérogénéité entre les pays, en particulier s'agissant des niveaux d'utilisation des espèces et des estimations des comportements. Certains pays affichent des tendances nettement différentes : la Finlande, par exemple, affiche des effets de période croissants s'agissant du stockage d'espèces et des effets en baisse en ce qui concerne l'importance des espèces, contrairement aux tendances plus globales pour la zone euro. La France affiche une dynamique de période unique pour les paiements en espèces, tandis que les profils d'âge pour ces paiements varient également, notamment en Grèce (baisse plus marquée par rapport à l'utilisation élevée par les jeunes) et en Italie (plus stable entre les différents âges).

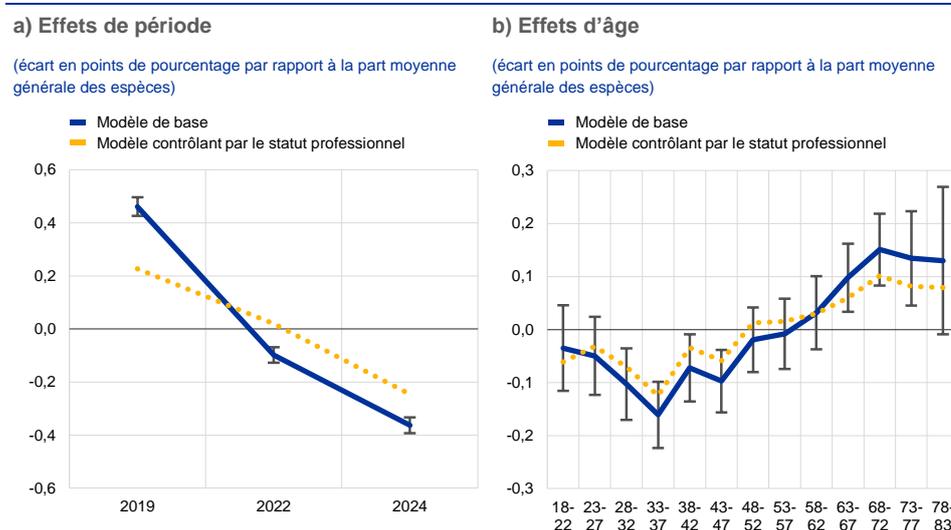
⁸ Tous les résultats incluent des effets fixes par pays. Dans l'ensemble, les résultats déclarés se vérifient au sein des pays, et ne sont pas déterminés par des facteurs persistants propres à chaque pays, tels que des différences dans l'infrastructure de traitement des espèces, la réglementation ou les préférences culturelles en matière de paiement.

⁹ Afin de tenir compte du rôle croissant du commerce en ligne, cet indicateur inclut à la fois les paiements physiques et les paiements en ligne. Il intègre une décision en deux étapes : 1) le choix du canal de transaction (en ligne ou physique) et 2) la méthode de paiement pour les transactions physiques (en espèces ou scriptural). Par souci de simplicité, nous utilisons un seul indicateur combiné plutôt qu'un modèle à deux étapes. En limitant l'analyse à la part des espèces dans les transactions physiques, nous obtenons des résultats très similaires pour le modèle de base, ce qui suggère que les paiements physiques dominent le profil observé.

statistiquement significatif, par rapport à la moyenne générale représentée par la ligne zéro horizontale. La barre d'erreur noire pour chaque année ne coupe pas la ligne zéro. La ligne bleue continue est bien au-dessus de zéro en 2019 et bien au-dessous de zéro en 2024. Cela indique une baisse importante et statistiquement systémique de l'utilisation des espèces au fil du temps, qui correspond généralement à la numérisation globale des paiements. La partie b) montre que les groupes d'âge les plus jeunes affichent des niveaux moyens d'utilisation des espèces pour les transactions. Ce niveau diminue pour les individus entre la fin de la vingtaine et la fin de la quarantaine (indiquant une utilisation des espèces inférieure à la moyenne) et augmente nettement au-dessus de la moyenne pour les personnes âgées de plus de 60 ans.

Graphique 3

Effets de période et d'âge estimés sur la part des transactions en espèces dans les paiements quotidiens



Source : Calculs des services de la BCE à partir des données tirées de l'enquête SPACE (2019-2024) et des modèles APC-I.

Notes : Les points situés au-dessus ou au-dessous de la ligne zéro montrent l'écart entre une année ou un groupe d'âge donné et la moyenne générale (moyenne de tous les individus et de toutes les périodes), exprimé en points de pourcentage. Chaque point est accompagné d'une barre d'erreur représentant un intervalle de confiance approximé de 95 %. Si une barre d'erreur coupe la ligne zéro, l'effet pour ce groupe d'âge ou cette période spécifique ne se distingue pas statistiquement de la moyenne ; si elle est éloignée de la ligne zéro, l'écart est suffisamment important pour qualifier l'effet de période ou d'âge de statistiquement significatif.

Une forte baisse est observée sur l'ensemble des périodes, en grande partie en raison de l'essor des transactions en ligne, tandis que le profil d'évolution en V (en forme de « coche ») des effets d'âge est influencé par des facteurs liés au cycle de vie. La baisse de la part des transactions en espèces liée aux effets de période dans la partie a) du graphique 3 a été plus marquée entre 2019 et 2022, reflétant en grande partie l'adoption rapide des paiements en ligne et sans contact, accélérée par la pandémie. En 2024, la part des espèces a de nouveau diminué, mais de façon moins prononcée, même lorsque les paiements en ligne ont également commencé à remplacer les méthodes de paiement physique scriptural (cf. graphique 1). En ce qui concerne l'âge, le profil d'évolution en forme de « coche » suggère des transitions typiques du cycle de vie : les jeunes ont un niveau moyen de recours aux espèces, les travailleurs d'âge intermédiaire utilisent davantage les

modes de paiement numériques ainsi que scripturaux physiques, et les personnes plus âgées ont nettement plus recours aux espèces ¹⁰.

Le fait de contrôler par le statut professionnel (les lignes en pointillés dans le graphique 3) aplatit fortement à la fois la courbe de l'effet de période et celle de l'effet d'âge, ce qui montre son importance pour la compréhension des effets d'âge et de groupe. S'agissant des périodes, les résultats suggèrent que l'emploi – qui englobe des facteurs tels que la régularité des revenus, les normes de paiement du lieu de travail et le départ en retraite – détermine l'utilisation des espèces. À partir de 2019, la baisse du taux de chômage agrégé au cours des différentes périodes a probablement modifié la composition et les comportements des payeurs ayant un emploi, ce qui contribue à la tendance générale de l'utilisation des espèces liée à la période ¹¹. S'agissant de l'âge, les jeunes intégrant plus tôt le marché du travail pourraient avoir moins recours aux espèces que leurs pairs étudiants, tandis que les personnes plus âgées occupant un emploi pourraient davantage utiliser les espèces que les retraités de la même tranche d'âge.

Utilisation des espèces comme réserve de valeur

Immédiatement après la pandémie, davantage de personnes conservaient des espèces chez elles, et cette habitude est étonnamment plus répandue dans les groupes d'âge les plus jeunes ¹². La partie a) du graphique 4 montre un *effet de période ponctuel* : le modèle de base se situe bien au-dessus de la ligne zéro de référence en 2022 et s'établit au-dessous en 2024, avec des barres d'erreur éloignées de la ligne aux deux dates. La partie b) illustre les *effets d'âge* : le modèle de base (la ligne continue) montre que les groupes d'âge les plus jeunes (18-37 ans) ont une propension très élevée et statistiquement significative à conserver des espèces à leur domicile. Cette tendance diminue rapidement et considérablement au début de l'âge adulte, atteignant son point le plus bas pour les personnes âgées de 73 à 77 ans, avant de s'inscrire en hausse pour la cohorte la plus âgée, dont le comportement ne se distingue pas de la moyenne.

Une grande incertitude (entre 2019 et 2022) et un coût d'opportunité plus élevé (entre 2022 et 2024) expliquent principalement les variations de l'utilisation des espèces comme réserve de valeur selon les périodes, tandis que des facteurs spécifiques aux jeunes expliquent le profil lié à l'âge. Le pic prononcé de la thésaurisation d'espèces en 2022 pourrait refléter un report vers des valeurs perçues comme sûres et vers la liquidité pendant la phase aiguë de la pandémie, comme déjà indiqué dans la littérature (Tamele, *et al.*, 2021). Son recul ultérieur à partir de 2024

¹⁰ Ces écarts spécifiques à l'âge restent statistiquement significatifs même après prise en compte de l'important effet net de période, ce qui confirme la robustesse du profil du cycle de vie sur la période de cinq ans analysée.

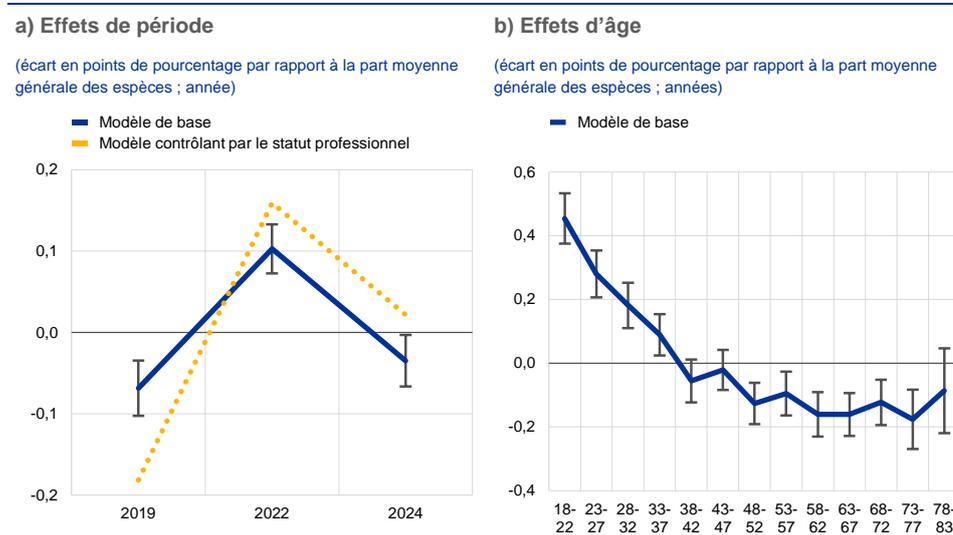
¹¹ Le taux de chômage dans la zone euro a diminué, revenant d'environ 7,5 % en 2019 à 6,5 % en 2024, après un pic enregistré pendant la pandémie. Cette évolution a modifié la composition représentative globale des participants au chômage pour l'ensemble des trois éditions de l'enquête et pourrait expliquer en partie le profil observé.

¹² Il est important de rappeler que ces graphiques représentent la proportion d'individus adoptant ce comportement, et non les montants conservés, et qu'ils mettent en lumière les écarts statistiquement significatifs par rapport à la moyenne générale de l'échantillon.

pourrait s'expliquer par une normalisation du risque perçu et (de manière plus critique) par la hausse du coût d'opportunité qu'implique la détention d'espèces non rémunérées, la BCE ayant commencé à relever ses taux d'intérêt depuis juillet 2022 ¹³. La thésaurisation persistante et importante des espèces chez les adultes les plus jeunes est particulièrement notable. Cette évolution pourrait résulter de plusieurs facteurs étroitement liés : un engagement plus faible auprès des institutions financières formelles, la perception d'une partie du revenu, de cadeaux ou d'allocations en espèces plutôt que sur un compte salarial, et une forte dépendance vis-à-vis des parents, par exemple en raison de l'âge moyen élevé auquel les personnes quittent le domicile parental en Europe, en particulier dans certains pays de la zone euro ¹⁴.

Graphique 4

Effets de période et d'âge estimés sur l'utilisation déclarée des espèces comme réserve de valeur



Source : Calculs des services de la BCE à partir des données tirées de l'enquête SPACE (2019-2024) et des modèles APC-I.
Notes : Les points situés au-dessus ou au-dessous de la ligne zéro montrent l'écart entre une année ou un groupe d'âge donné et la moyenne générale (moyenne de tous les individus et de toutes les périodes), exprimé en points de pourcentage. Chaque point est accompagné d'une barre d'erreur représentant un intervalle de confiance approximé de 95 %. Si une barre d'erreur coupe la ligne zéro, l'effet pour ce groupe d'âge ou cette période spécifique ne se distingue pas statistiquement de la moyenne ; si elle est éloignée de la ligne zéro, l'écart est suffisamment important pour qualifier l'effet de période ou d'âge de statistiquement significatif.

Le statut professionnel accentue le pic observé lors de la pandémie mais ne déplace pratiquement pas la courbe de l'âge, et aucune autre covariable testée ne modifie le tableau. Il est intéressant de noter que le fait de contrôler par le statut professionnel – la ligne en pointillés dans le graphique 4, partie a), accentue de manière significative le pic de 2022 pour l'effet de période. Cela suggère que les personnes sans emploi ont probablement été encore plus motivées à thésauriser des espèces par précaution. Notre analyse a révélé qu'aucun autre facteur démographique, financier, technologique ou lié au paiement n'a modifié de manière significative le profil fondamental de l'effet d'âge observé dans la partie b).

¹³ L'édition 2022 ne couvre que le printemps 2022 et ne tient donc pas compte des effets de la réduction des taux d'intérêt qui a suivi.

¹⁴ En 2023, les jeunes dans l'UE quittaient le domicile parental à l'âge de 26,3 ans en moyenne ; dans les pays du sud tels que l'Italie, l'Espagne, le Portugal ou la Grèce, cet âge atteint 30 ans environ (Eurostat, 2024).

Cette robustesse indique que l'effet d'âge est une caractéristique comportementale profondément ancrée, reflétant des étapes distinctes du cycle de vie et des comportements à l'égard de la gestion financière, et ne s'explique pas facilement par des indicateurs socio-économiques plus conventionnels.

L'importance de pouvoir payer en espèces

L'importance perçue des espèces comme option de paiement a progressé dans chaque édition de l'enquête SPACE, et cette augmentation est commune à tous les groupes d'âge¹⁵. Au cours des périodes observées, les individus déclarent de plus en plus que la possibilité de payer en espèces est importante. La partie a) du graphique 5 illustre cet effet de période : la ligne continue commence largement au-dessous de la moyenne en 2019, coupe la ligne zéro en 2022 et ainsi ne se distingue plus statistiquement de la moyenne, puis augmente jusqu'à atteindre un écart positif statistiquement significatif en 2024. Toutefois, cet indicateur ne montre pas d'effet d'âge, ce qui suggère que le sentiment est largement partagé par l'ensemble des groupes d'âge, sans écart statistiquement significatif spécifique à l'âge – cf. partie b). Seule la tranche d'âge des 33-37 ans présente un écart statistiquement significatif par rapport à la moyenne générale. Cela suggère une perception croissante de l'importance des espèces ; il s'agit d'un phénomène très répandu, qui ne diffère pas fortement en fonction de l'âge.

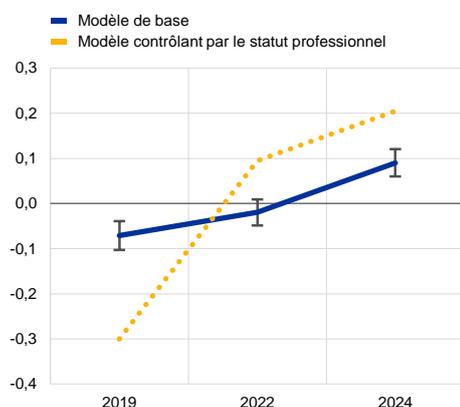
¹⁵ Cette question de l'enquête était identique dans les éditions 2022 et 2024, mais a été posée différemment en 2019, demandant aux répondants d'évaluer l'importance des espèces sur une échelle de 1 à 10. Nous considérons que les répondants jugent les espèces importantes si leurs notes se situent dans la partie supérieure de l'échelle (6-10). Les contrôles de robustesse, tels que l'exclusion de 2019, et les différentes techniques visant à diviser par dichotomie les résultats donnent des conclusions similaires.

Graphique 5

Effets de période et d'âge estimés sur l'importance perçue des espèces

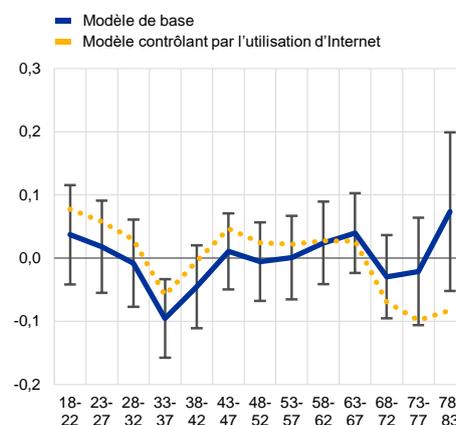
a) Effets de période

(écart en points de pourcentage par rapport à la part moyenne générale des espèces ; année)



b) Effets d'âge

(écart en points de pourcentage par rapport à la part moyenne générale des espèces ; années)



Source : Calculs des services de la BCE à partir des données tirées de l'enquête SPACE (2019-2024) et des modèles APC-1.

Notes : Les points situés au-dessus ou au-dessous de la ligne zéro montrent l'écart entre une année ou un groupe d'âge donné et la moyenne générale (moyenne de tous les individus et de toutes les périodes), exprimé en points de pourcentage. Chaque point est accompagné d'une barre d'erreur représentant un intervalle de confiance approximé de 95 %. Si une barre d'erreur coupe la ligne zéro, l'effet pour ce groupe d'âge ou cette période spécifique ne se distingue pas statistiquement de la moyenne ; si elle est éloignée de la ligne zéro, l'écart est suffisamment important pour qualifier l'effet de période ou d'âge de statistiquement significatif.

Plusieurs hypothèses pourraient également expliquer l'augmentation générale de l'importance perçue des espèces.

Une sensibilisation accrue de la société aux vulnérabilités des systèmes numériques et aux cybermenaces pourrait renforcer l'attractivité des caractéristiques des espèces¹⁶. Ces vulnérabilités et menaces incluent l'utilisation abusive de données partagées avec des tiers, les atteintes à la vie privée liées aux traces numériques des transactions et l'impact de la fraude en ligne. En outre, il est possible que l'impact des crises récentes (telles que les perturbations liées à la pandémie, l'invasion de l'Ukraine par la Russie, les coupures d'électricité ou d'autres dysfonctionnements non systémiques affectant les paiements numériques) renforce l'idée que les espèces constituent une option de secours résiliente et pertinente (Faella et Zamora-Pérez, 2025). Tous ces éléments pourraient expliquer la tendance observée liée à la période, nos contrôles directs ne permettant pas de capturer des sentiments aussi spécifiques.

Seuls deux facteurs observables modifient nettement les effets liés au modèle de base.

Contrôler par le *statut professionnel* (la ligne en pointillés dans la partie a), accentue sensiblement la tendance haussière relative à la période. Cela suggère que, lorsqu'elle dépend de l'emploi, l'importance perçue des espèces a augmenté encore plus fortement. Lorsque l'on contrôle par l'*utilisation d'Internet* (la ligne en pointillés dans la partie b), le profil relatif à l'âge, auparavant plat, se transforme. La courbe affiche une pente nettement descendante des groupes d'âge plus jeunes aux groupes d'âge plus âgés, ce qui indique que, parmi les personnes dont le niveau d'utilisation d'Internet est comparable, les plus jeunes font état d'une plus grande importance des

¹⁶ L'Agence de l'Union européenne pour la cybersécurité fait état d'une sensibilisation accrue à l'utilisation abusive des données et aux cybermenaces – cf. Agence de l'Union européenne pour la cybersécurité (2024).

espèces que les plus âgés. Cela suggère que pour les personnes qui utilisent beaucoup Internet (un groupe qui tend à se révéler disproportionnellement plus jeune), l'importance déclarée des espèces pourrait constituer un contrepoint conscient ou une façon de conserver de la valeur malgré leur immersion numérique, tandis que, pour les utilisateurs plus âgés d'Internet, leur engagement numérique est susceptible de supplanter plus complètement le besoin perçu d'une option « espèces ». Aucune autre covariable démographique, financière ou relative aux paiements ne modifie le tableau. Cela souligne que l'effet de période est généralisé et que l'effet d'âge est réellement faible ¹⁷.

3.2 Effets de cohorte : observe-t-on un écart pour une génération en particulier ?

Outre les effets d'âge et de période, nous évaluons également si des cohortes générationnelles spécifiques (les personnes nées à peu près au même moment) affichent des trajectoires uniques en matière de comportement ou d'attitude. Cela implique d'évaluer deux considérations-clefs : 1) si une cohorte de naissance spécifique se comporte systématiquement de manière différente des autres cohortes du même âge et sur la même période (effet inter-cohorte) et 2) si leur comportement évolue à mesure qu'elles vieillissent (effet intra-cohorte) ¹⁸. Il est important d'identifier ces deux effets de cohorte, car cela garantit que les profils résultant principalement de différences générationnelles ne sont pas attribués de manière erronée uniquement à l'âge ou à la période. Cela permet *in fine* une décomposition plus précise des évolutions observées ¹⁹.

Nos estimations fondées sur un modèle identifiant, au mieux, de faibles écarts spécifiques aux cohortes s'agissant de l'utilisation des espèces à des fins de

¹⁷ Pour comprendre l'influence combinée des caractéristiques observables, nous réestimons les modèles à l'aide de l'ensemble complet de covariables (démographiques, financières, technologiques, liées aux paiements et effets fixes par pays). Globalement, cette stratégie de contrôle confirme la robustesse des effets d'âge et de période primaires. Concernant la détention d'espèces, le profil de baisse d'utilisation avec l'âge persiste nettement, tandis que les variations temporelles (effets de période) semblent principalement absorbées par les contrôles individuels supplémentaires. De même, s'agissant de l'importance perçue des espèces, la hausse générale au fil du temps demeure évidente, et la valorisation systématiquement élevée pour les différents groupes d'âge s'est également maintenue. Cela suggère que des facteurs non observés sont susceptibles d'expliquer ces profils. Concernant la part des espèces dans les paiements du quotidien, l'inclusion de toutes les covariables a rendu l'effet de période non significatif et a fortement aplati sa tendance, ce qui suggère que ces variables expliquent collectivement une grande partie de la numérisation observée. Les effets d'âge dans l'usage transactionnel des espèces, toutefois, conservent généralement leur profil caractéristique. Ces résultats dénotent la nécessité de poursuivre les recherches sur les causes spécifiques des variations liées à l'âge et à la période qui demeurent non expliquées.

¹⁸ Les différences inter-cohortes sont capturées par la composante moyenne de cohorte, qui représente les écarts moyens par rapport aux principaux effets d'âge et de période pour chaque cohorte, tandis que la dynamique intra-cohorte linéaire est représentée par la pente de la cohorte estimée à l'aide du modèle APC-I. Les effets de cohorte ont été évalués à l'aide des résultats d'un modèle APC-I et confirmés, le cas échéant, par des tests F globaux pour les interactions « âge par période ». Ces tests n'indiquent pas de variation importante liée à la cohorte pour l'utilisation des espèces à des fins de transaction. Toutefois, pour les espèces détenues comme réserve de valeur, ainsi que pour l'importance perçue de la détention d'espèces, les tests globaux étayaient la présence d'écarts de cohorte.

¹⁹ La délimitation de cohortes de naissance sous la forme d'intervalles de cinq années est alignée sur les conventions établies dans les cadres d'analyse APC. Ce découpage permet un juste équilibre entre un nombre d'observations au sein de chaque cohorte suffisant pour une estimation robuste et une distinction suffisamment granulaire pour capturer des évolutions générationnelles significatives. (Ryder, 1985 ; Yang et Land, 2013).

transactions et comme réserve de valeur, ce qui souligne encore la pertinence des effets d'âge et de période. La majeure partie des variations en matière de transactions en espèces s'expliquent par l'âge et la période, dans la mesure où les profils de l'effet de cohorte ne sont pas significatifs globalement. S'agissant des détentions d'espèces chez soi pour un motif de précaution, de faibles différences émergent entre les cohortes, résultant principalement du groupe générationnel le plus jeune (les personnes nées au début des années 2000), qui conservent moins d'espèces qu'attendu pour leur âge (effet inter-cohorte). Des effets intra-cohortes visibles sont également observés. Par exemple, la part des personnes nées dans la seconde moitié des années 1990 qui détiennent des espèces chez elles a fortement baissé sur cinq ans par rapport au modèle de base âge-période. Cela suggère que les facteurs non observés affectent uniquement la dynamique de cycle de vie de cette cohorte spécifique.

L'importance perçue des espèces affiche les effets de cohorte les plus clairs. Notre précédente analyse a montré que l'importance attribuée au fait de détenir des espèces comme option de paiement a augmenté au fil du temps (effet de période), la plupart des groupes d'âge semblant partager ce sentiment croissant de manière assez uniforme (sans effet d'âge prédominant). Toutefois, lorsque l'on examine les cohortes générationnelles, on observe des profils plus complexes, qui n'opposent pas simplement les plus jeunes aux plus âgés. Cela suggère que l'année de naissance d'une personne façonne sensiblement la manière dont elle perçoit les espèces, peut-être parce que les préférences déclarées sont plus malléables que les habitudes de paiement ou d'épargne bien ancrées, qui affichent souvent des profils liés à l'âge plus stables. Par exemple, la cohorte la plus âgée (née à la fin des années 1940) et la cohorte née à la fin des années 1990 accordent systématiquement plus de valeur aux espèces que la moyenne. À l'inverse, certaines cohortes (comme celles nées au début des années 1950 et 2000) accordent moins d'importance aux espèces. Au-delà de ces orientations générationnelles de base, nous observons également des changements d'attitude au sein des cohortes à mesure qu'elles vieillissent²⁰. Par conséquent, l'importance croissante des espèces en tant qu'option de paiement semble être moins liée à des effets d'âge et refléter davantage les changements d'attitude des différentes cohortes de naissance.

3.3 Une synthèse visuelle des résultats

En combinant les effets d'âge, de période et de cohorte, nous pouvons suivre visuellement comment les comportements et les attitudes de cohortes de naissance spécifiques en matière d'espèces évoluent à mesure que ces cohortes vieillissent au fil des campagnes d'enquête. Le graphique 6 permet de visualiser ces dynamiques, en présentant les probabilités prédites à l'aide d'un

²⁰ Par exemple, plusieurs groupes (comme ceux nés au début des années 1970, 1980 et 1990) ont fait état d'une importance croissante des espèces à mesure qu'ils vieillissaient au cours de l'étude. Il est intéressant de noter qu'une cohorte (les personnes nées à la fin des années 1990), qui accordait initialement une grande valeur aux espèces, les a jugées moins importantes au fil du temps.

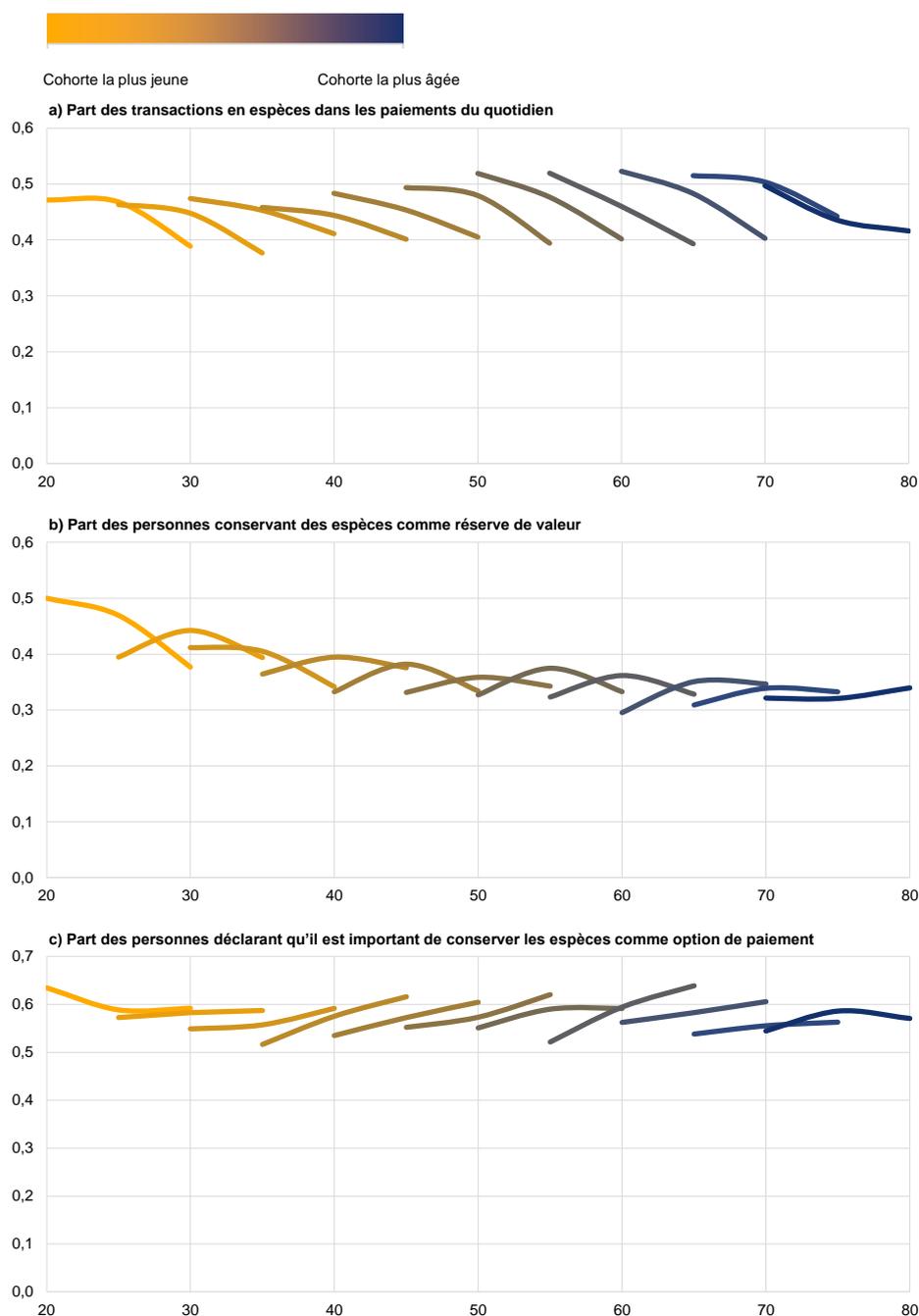
modèle pour nos trois indicateurs ²¹. Chaque courbe représente une cohorte de naissance différente (les plus jeunes, nés à la fin des années 1990, en jaune et les plus âgés, nés dans les années 1940, en bleu) à mesure qu'elle vieillit sur les cinq années que nous analysons. Dans ce graphique, les effets de période, d'âge et de cohorte que nous distinguons plus haut sont combinés, afin que seul l'effet récapitulatif global puisse être observé clairement.

²¹ Les probabilités prédites sont calculées à partir du modèle APC-I et estimées à l'aide d'un panel synthétique construit à partir d'enquêtes transversales répétées. Même si ces données ne sont pas longitudinales au niveau individuel, le cadre APC est spécifiquement conçu pour distinguer les effets d'âge, de période et de cohorte en suivant les expériences moyennes des cohortes de naissance au cours des différentes périodes d'enquête à mesure qu'elles vieillissent. Les probabilités prédites représentent donc les trajectoires inter-cohorte et au cours de la vie lissées par le modèle sur la base de ces expériences de cohortes au niveau agrégé, plutôt que le suivi longitudinal au niveau individuel (Yang et Land, 2013).

Graphique 6

Comment nos habitudes en matière d'utilisation des espèces évoluent à mesure que nous vieillissons : perspective fondée sur un modèle pour les différentes cohortes de naissance

(probabilités prédites)



Source : Calculs des services de la BCE à l'aide des données tirées de l'enquête SPACE (2019-2024) et des modèles APC-I.

Notes : Chaque ligne de couleur suit un groupe de naissance de cinq années (« cohorte ») pour les éditions 2019, 2022 et 2024 de l'enquête. Les points représentent l'âge médian de chaque tranche de cinq ans, ainsi 20 correspond aux âges 18 à 22 ans. L'échelle verticale représente la part prédite de personnes (estimée à partir d'un modèle statistique âge-période-cohorte) qui, partie a) payent en espèces, partie b) conservent des espèces chez elles ou partie c) déclarent que les espèces sont importantes. Les éditions de l'enquête n'étant séparées que de trois ans environ, les fourchettes de naissance voisines se recoupent. C'est pourquoi nous incluons les cohortes de naissance correspondant à la période 2022, mais chaque déclarant reste sur une seule ligne de couleur.

Les transactions en espèces tendent à être plus élevées pour les générations plus âgées (à l'exception des plus jeunes) et toutes les cohortes de naissance réduisent leur utilisation d'espèces au fil du temps à un rythme différent.

Le graphique 6, partie a) présente une tendance haussière globale, ce qui indique que les générations plus âgées tendent à maintenir une part plus élevée de transactions en espèces à tout âge donné, par rapport aux générations plus jeunes. La cohorte de naissance la plus jeune constitue une exception, car selon les prédictions, elle utilise des espèces un peu plus souvent que la deuxième cohorte la plus jeune, reflétant en partie le profil d'âge en forme de « coche » examiné plus haut. Simultanément, une baisse générale des lignes de cohortes sur les trois périodes indique une diminution de l'utilisation globale des espèces au fil du temps, dénotant la tendance globale à la numérisation. Les parts d'espèces prédites tendent à converger, ce qui montre la manière différente dont la numérisation affecte les générations.

Les cohortes plus jeunes conservent des espèces plus souvent que les cohortes plus âgées. La partie b) illustre la probabilité que les personnes conservent des espèces. Elle révèle que les générations plus jeunes commencent plus probablement à conserver des espèces, mais que cela diminue fortement avec l'âge. La forme de cloche commune à l'ensemble des lignes de cohortes dénote également une thésaurisation accrue pendant la pandémie, une plus grande diversité des trajectoires des cohortes suggérant des réactions spécifiques selon les générations ²².

Globalement, toutes les cohortes considèrent de façon croissante les espèces comme importantes, mais le rythme de cette évolution varie selon les cohortes.

L'importance perçue des espèces, telle que présentée dans la partie c), montre une valorisation systématiquement élevée pour tous les âges (allant de plus de 50 % à environ 65 %) et s'inscrivant généralement en hausse au fil du temps. La plupart des lignes de cohortes sont également orientées à la hausse, ce qui indique que les espèces sont de plus en plus jugées importantes, en particulier s'agissant des cohortes intermédiaires.

4 Utilisation des espèces dans un avenir hybride numérique-analogique

La demande d'espèces, différenciée mais persistante, mise en évidence par cet article suggère qu'à l'avenir les cadres relatifs à la stratégie en matière de paiements doivent conserver une compatibilité avec les espèces. Notre analyse des données granulaires, portant sur les fonctions transactionnelles et de réserve de valeur ainsi que sur l'importance perçue, montre que les espèces remplissent des rôles persistants de manière différente selon les groupes d'âge. Compte tenu de cette évaluation, la demande pour les différentes fonctions des espèces devrait continuer d'évoluer au sein de la population au cours de la prochaine décennie.

²² Dans le graphique 6, les écarts propres à chaque cohorte ne peuvent être clairement déterminés dans la mesure où trois effets se superposent. Toutefois, on peut comprendre intuitivement que d'importantes modifications de courbes de cohortes spécifiques (par exemple, des niveaux de départ différents, des pentes [taux de variation avec l'âge] différentes ou des trajectoires non parallèles et moins prévisibles) pourraient indiquer que le fait d'être né une certaine année exerce une influence notable.

Nos conclusions sur les effets d'âge – par exemple, les groupes plus jeunes affichant un engagement notable dans les trois dimensions

analysées – peuvent contribuer à éclairer l'action des autorités en offrant une meilleure compréhension de la manière dont les personnes utilisent et voient les espèces.

Les profils d'âge pour les transactions, la tendance des jeunes adultes à stocker des espèces à leur domicile et la perception partagée (potentiellement accrue pour les jeunes connectés) qu'il est important d'avoir la possibilité de payer en espèces remettent en question les narratifs d'une évolution unidirectionnelle vers une société sans espèces. L'âge est clairement associé aux variations de l'utilisation des espèces. À mesure que les jeunes entrent sur le marché du travail, mènent une vie indépendante et gèrent leurs finances en début de carrière, les espèces semblent remplir des fonctions importantes²³. Les groupes d'âge moyen présentent des profils transactionnels distinctifs, en particulier une baisse plus marquée des transactions en espèces que dans les autres cohortes au cours des cinq années analysées. Les groupes d'âge plus élevé affichent systématiquement une utilisation plus importante des espèces à des fins transactionnelles, un comportement moins marqué en matière de réserve de valeur et des points de vue analogues à ceux des autres cohortes sur l'importance des espèces, qui tendent à rester robustes ou à augmenter.

Même si nos résultats suggèrent que le rôle des espèces évolue, il est difficile de prévoir la demande future d'espèces en raison de l'interaction entre les tendances démographiques et économiques, d'événements ponctuels incertains et de l'orientation réglementaire en faveur des espèces.

Les effets d'âge observés suggèrent que les générations futures pourraient continuer de recourir aux espèces comme elles le font aujourd'hui, ce qui signifierait que les espèces sont plus susceptibles d'être encore utilisées. Toutefois, les profils de vieillissement de la population de la zone euro signifient que les comportements des cohortes d'âge moyen et en particulier plus âgées pèseront de plus en plus dans la demande agrégée d'espèces (Eurostat, 2025)²⁴. Cela pourrait révéler une tendance contrebalançant l'évolution en cours, en grande partie universelle, vers la numérisation, sur la base uniquement de considérations démographiques et de résultats liés aux effets d'âge stables des personnes plus âgées. Cependant, des événements imprévus, tels que l'incertitude géopolitique accrue, les préoccupations relatives à la cybersécurité ou à la confidentialité des données associées aux paiements numériques, ou même des perturbations importantes des infrastructures numériques, pourraient modifier sensiblement les perceptions du public et l'utilisation des espèces durant des périodes

²³ Notre modèle APC-I isole les effets d'âge, de période et de cohorte nets des autres covariables. Si le niveau de revenus est incontestablement corrélé aux comportements globaux sur le plan financier et en matière de paiement (en particulier en ce qui concerne l'utilisation et les préférences en matière d'espèces), son inclusion comme variable de contrôle dans des modèles de régression plus larges (non détaillés ici, mais faisant partie des tests de robustesse) n'a pas fondamentalement modifié les principaux profils d'âge, de période et de cohorte identifiés par le modèle APC-I pour ces indicateurs. Cela suggère que les effets d'âge, de période et de cohorte observés sont robustes et rendent compte d'influences allant au-delà d'une simple stratification des revenus, reflétant possiblement une gestion des flux de trésorerie tout au long du cycle de vie, l'accès à divers outils financiers ou des préférences ancrées qui fonctionnent indépendamment des quintiles de revenus. Par exemple, même les jeunes adultes à revenus élevés pourraient stocker des espèces pour des raisons de commodité ou d'urgence, tandis que les individus à faibles revenus pourraient les utiliser en l'absence d'alternatives.

²⁴ Les projections démographiques 2023 d'Eurostat font état d'un vieillissement important de la population de l'UE d'ici 2100. La pointe de la pyramide des âges devrait s'accroître, la part des personnes âgées de 80 ans ou plus étant appelée à être multipliée par 2,5, passant de 6,1 % en 2024 à 15,3 % en 2100 (Eurostat, 2025).

spécifiques (Faella et Zamora-Pérez, 2025). Dans ce contexte, l'orientation réglementaire concernant les espèces (comme imposer des limites de paiement) et le positionnement du secteur (comme la fermeture ou l'ouverture de points d'accès aux espèces) joueront également un rôle important. Les politiques visant à garantir que les espèces restent universellement acceptées et soutenant des solutions qui préservent la facilité d'utilisation et d'accès à ces espèces exerceront une influence significative sur les modes d'utilisation des espèces à l'avenir.

Compte tenu de ces dynamiques, un enjeu majeur pour les secteurs public et privé est de garantir la viabilité et l'accessibilité continues des infrastructures de traitement des espèces, même lorsque les volumes de transactions sont susceptibles de diminuer. La diminution des volumes de transactions en espèces, si elle devait se poursuivre avec la même intensité, pourrait nuire au rapport coût-efficacité du maintien des infrastructures existantes et des opérations quotidiennes relatives aux espèces. Pourtant, les conclusions présentées dans cet article soulignent l'importance que continuent d'avoir les espèces pour garantir le choix du moyen de paiement dans l'ensemble des groupes d'âge, pour contribuer à l'inclusion financière et en tant que moyen de paiement résilient et sécurisé. Cela se reflète dans la stratégie fiduciaire de l'Eurosystème (Banque centrale européenne, 2025), qui reconnaît l'attrait persistant des espèces pour différents segments de la population en vue d'utilisations spécifiques dans un éventail de circonstances²⁵. Alors que les débats sur la promotion de la numérisation et de l'innovation se poursuivent, les données présentées ici suggèrent que de telles initiatives devraient être élaborées en tenant compte de la probable persistance future de l'utilisation des espèces physiques. Cela contribuerait à reconnaître les avantages uniques des espèces tout en intégrant pleinement les innovations en matière de paiements. Il s'agit d'une approche qui favoriserait un écosystème de paiement robuste et efficace au service de tous, à tout moment et dans toutes les situations.

Des approches stratégiques sont donc nécessaires afin de garantir que les espèces demeurent une option viable, accessible et abordable, tout en cherchant également à éviter d'augmenter inutilement les coûts liés au traitement des espèces. La Suède est un exemple instructif, avec une diminution accélérée des espèces – en partie attribuable à des politiques telles que le remplacement strict des espèces et les mesures de lutte contre l'évasion fiscale (Sveriges Riksbank, 2020) – qui a suscité des préoccupations du public et des débats parlementaires. Ces inquiétudes ont finalement conduit à des actions visant à légiférer pour préserver l'accès aux espèces et garantir leur acceptation (Sveriges Riksdag, 2023 ; Sveriges Riksbank, 2025). Cela plaide en faveur des actions suivantes : 1) surveiller le coût et la portée géographique du cycle de circulation des espèces, favoriser des solutions afin que l'accès reste possible même si les volumes diminuent (Zamora-Pérez, 2022) ; 2) réexaminer les stratégies de préparation aux crises, intégrer les espèces en tant qu'outil de secours analogue et élaborer des plans de continuité des activités en cas de perturbation des canaux numériques ;

²⁵ Cf. le site internet de la BCE pour plus d'informations sur la stratégie fiduciaire de l'Eurosystème (Banque centrale européenne, 2025). Les débats entourant un éventuel euro numérique reconnaissent souvent cette dualité, positionnant une monnaie numérique de banque centrale comme complément aux espèces physiques plutôt qu'en remplacement.

3) comprendre les effets négatifs des politiques qui restreignent l'utilisation des espèces ; et 4) préciser comment s'appliquent les règles relatives au statut de cours légal, c'est-à-dire si les commerçants ou les services publics sont autorisés à adopter des modèles fondés uniquement sur les cartes ²⁶. Les résultats relatifs à l'utilisation des espèces par les plus jeunes suggèrent également que les initiatives en matière d'inclusion et d'éducation financières pourraient encore bénéficier d'une approche couvrant l'argent physique autant que les outils numériques. Enfin, il convient de garder à l'esprit, pour les futurs débats sur la politique monétaire et les politiques de paiement, le fait que les ménages continuent de détenir des espèces en tant qu'actifs sûrs, même s'ils ne portent pas intérêt (Faella et Zamora-Pérez, 2025).

5 Conclusion

Les données issues des trois éditions de l'enquête SPACE et de notre cadre âge-période-cohorte permettent de dégager de nouvelles conclusions sur l'évolution de l'utilisation (transactionnelle et comme réserve de valeur) des espèces et sur leur importance perçue. Les tendances générales, comme la numérisation ou une perception accrue de l'importance des espèces, et des événements ponctuels, comme la pandémie, peuvent modifier sensiblement le comportement des personnes. En outre, les effets d'âge et la dynamique du cycle de vie de générations spécifiques sont essentiels pour comprendre l'évolution de l'utilisation et des perceptions des espèces. La hausse temporaire de la thésaurisation durant la pandémie illustre la manière dont les préférences ou les perceptions de longue date peuvent ressortir fortement sous certaines conditions.

Pour comprendre la demande d'espèces actuelle et future, il est important de savoir que les espèces remplissent plusieurs fonctions et que leur utilité varie considérablement selon les différents groupes d'âge. Si la numérisation en cours des paiements réduit les transactions en espèces, l'importance perçue croissante des espèces et leur rôle de réserve de valeur présentent simultanément des fluctuations persistantes et liées à la période. Les prédictions faites il y a 20 ans concernant le remplacement rapide ou total des espèces ne se sont pas encore matérialisées, en partie parce qu'elles n'ont pas pris en compte les différentes manières dont les espèces pourraient continuer d'être utiles aux personnes. Dans cet article, nous montrons que tous ces indicateurs des préférences en matière d'espèces présentent des profils d'âge uniques qui peuvent contribuer à une meilleure compréhension de la persistance de l'utilisation des espèces dans différentes fonctions.

Par exemple, la forte utilisation des espèces par les plus jeunes suggère que les nouvelles générations pourraient continuer à trouver les espèces utiles au moment où elles entrent sur le marché du travail, même si les effets du vieillissement de la population devraient également être pris en compte.

Les jeunes utilisent notamment les espèces pour l'ensemble de leurs trois

²⁶ Cf. Zamora-Pérez (2022) pour savoir comment l'Eurosystème surveille l'accès aux espèces. Dans le passé, la BCE a considéré que les politiques nationales étaient disproportionnées en raison d'un impact potentiellement négatif sur le système de paiement en espèces. (Cf. les cas de la Grèce [CON/2019/39] ou de l'Espagne [CON/2019/4] sur les limites de paiement en espèces. Voir également la proposition de règlement relative aux espèces en euros ayant cours légal [COM(2023)364]).

fonctions – une utilisation transactionnelle moyenne, un rôle de premier plan dans le stockage des espèces à des fins de précaution et une opinion forte sur l'importance de l'argent liquide. Cela indique que les espèces sont jugées utiles durant les premières phases de l'indépendance financière. Simultanément, l'augmentation du volume des transactions en espèces observée chez les générations plus âgées dans les populations vieillissantes de la zone euro pourrait être une tendance pouvant freiner la vitesse de la numérisation. Même si chaque cohorte devait prendre sa retraite avec une intensité d'utilisation des espèces plus faible que celle de la cohorte précédente (effet de période), des considérations démographiques (effets d'âge) pourraient impliquer un ralentissement – et non une accélération – du recul agrégé. Tout cela jette un nouveau doute sur la position maximaliste qui prévoit une forte baisse de l'utilisation des espèces au cours des prochaines années.

Une orientation prudente en matière de politique de paiement doit comprendre l'utilité des espèces pour la société et prévoir une longue phase de coexistence, durant laquelle les billets et les pièces circuleront parallèlement aux modes de paiement électroniques, physiques et en ligne. Outre les avantages indéniables de la numérisation et son potentiel de renforcement de l'inclusion financière, des politiques ou des stratégies sectorielles restreignant excessivement l'accès aux espèces ou rendant leur utilisation plus coûteuse risquent de désavantager certaines parties de la population et d'affaiblir la résilience systémique ; à l'inverse, ignorer le progrès numérique risquerait de se priver de gains d'efficacité. Des stratégies équilibrées qui préservent les infrastructures essentielles de traitement des espèces et encouragent les options numériques compétitives, tout en demeurant attentives à la diversité démographique, serviront au mieux la zone euro au fur et à mesure qu'évoluent les habitudes de paiement.

Bibliographie

Alvarez (F.) et Argente (D.) (2022), « *On the Effects of the Availability of Means of Payments: The Case of Uber* », *The Quarterly Journal of Economics*, vol. 137, n° 3, p. 1737-1789, août.

Alvarez (F.) *et al.* (2022), « *Cash: A blessing or a curse?* », *Journal of Monetary Economics*, vol. 125, p. 85-128, janvier.

Bagnall (J.) *et al.* (2016), « *Consumer Cash Usage: A Cross-Country Comparison with Payment Diary Survey Data* », *International Journal of Central Banking*, vol. 12, n° 4, p. 1-61, décembre.

Brown (M.) *et al.* (2022), « *The Convenience of Electronic Payments and Consumer Cash Demand* », *Journal of Monetary Economics*, vol. 130, p. 86-102, septembre.

Chodorow-Reich (G.) *et al.* (2020), « *Cash and the Economy: Evidence from India's Demonetization* », *The Quarterly Journal of Economics*, vol. 135, n° 1, p. 57-103, février.

Banque centrale européenne (2024a), « [Study on the payment attitudes of consumers in the euro area \(SPACE\)](#) », décembre.

Banque centrale européenne (2024b), « [Use of cash by companies in the euro area](#) », septembre.

Banque centrale européenne (2025), « [The Eurosystem cash strategy](#) ».

Agence de l'Union européenne pour la cybersécurité (ENISA, 2024), « [2024 Report on the State of the Cybersecurity in the Union](#) », *ENISA Reports*, ENISA, décembre.

Eurostat (2024), « [Age of leaving the parental home steady in 2023](#) », 30 septembre.

Eurostat (2025), « [Population structure and ageing](#) », *Statistics Explained*, Eurostat.

Faella (F.) et Zamora-Pérez (A.) (2025), « [Keep calm and carry cash: Lessons on the unique role of physical currency across four crises](#) », *Bulletin économique*, n° 6, BCE, à paraître.

Lagos (R.) et Zhang (S.) (2022), « [The Limits of ONETARY ECONOMICS: On Money as a Constraint on Market Power](#) », *Econometrica*, vol. 90, n° 3, p. 1177-1204, mai.

Luo (L.) et Hodges (J. S.) (2022), « [The age-period-cohort-interaction model for describing and investigating inter-cohort deviations and intra-cohort life-course dynamics](#) », *Sociological Methods & Research*, vol. 51, n° 3, p. 1164-1210, août.

Nocciola (L.) et Zamora-Pérez (A.) (2024), « [Transactional demand for central bank digital currency](#) », *Working Paper Series*, n° 2926, BCE, avril.

Ryder (N. B.) (1985) « [The Cohort as a Concept in the Study of Social Change](#) », dans Mason (W.M.) et Fienberg (S.E.) (eds), *Cohort Analysis in Social Research*, Springer, New York, NY, p. 9-44.

Shy (O.) (2023), « [Cash is alive: How economists explain holding and use of cash](#) », *Journal of Economic Literature*, vol. 61, n° 4, décembre, p. 1465-1520.

Sveriges Riksbank (2020), « [Why are people in Sweden no longer using cash?](#) », *Payments in Sweden 2020*, 29 octobre.

Sveriges Riksbank (2025), « [Introduce obligation to accept cash and strengthen 'banks' responsibility for cash](#) », *communiqué de presse*, 19 mai.

Sveriges Riksdag (2023), « [Lag \(2010:751\) om betaltjänster](#) » (disponible uniquement en suédois).

Tamele (B.) et al. (2021), « [Catch me \(if you can\): assessing the risk of SARS-CoV-2 transmission via euro cash](#) », *Occasional Paper Series*, n° 259, BCE, juillet.

Van der Crujisen (C.), Hernandez (L.) et Jonker (N.) (2016), « [In love with the debit card but still married to cash](#) », *Applied Economics*, vol. 49, n° 30, 15 novembre, p. 2989-3004.

Van der Crujisen (C.) et Reijerink (J.) (2024), « *Uncovering the digital payment divide: Understanding the importance of cash for groups at risk* », *The Journal of Consumer Affairs*, vol. 58, n° 2, Summer, p. 486-505.

Yang (Y.) et Land (K.C.) (2013), « *Age-Period-Cohort Analysis: New Models, Methods, and Empirical Applications* », Chapman and Hall/CRC, New York.

Zamora-Pérez (A.) (2021), « [Le paradoxe des billets : comprendre la demande d'espèces au-delà de l'utilisation à des fins de transaction](#) », *Bulletin économique*, n° 2, BCE, BCE.

Zamora-Pérez (A.) (2022), « [Garantir la liberté de choisir son moyen de paiement : l'accès aux espèces dans la zone euro](#) », *Bulletin économique*, n° 5, BCE.

Zamora-Pérez (A.), Marini (A.) et Honkkila (J.) (2024), « [Existe-t-il une fracture numérique dans les paiements ? Comprendre pourquoi les espèces restent importantes pour de nombreuses personnes](#) », *Bulletin économique*, n° 2, BCE.

Statistiques

(disponible en anglais uniquement)

Statistics

Contents

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

Further information

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

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

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

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

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

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

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

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

Conventions used in the tables

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

1 External environment

1.1 Main trading partners, GDP and CPI

	GDP ¹⁾ (period-on-period percentage changes)						CPI (annual percentage changes)						
	G20	United States	United Kingdom	Japan	China	Memo item: euro area	OECD countries		United States	United Kingdom (HICP)	Japan	China	Memo item: euro area ²⁾ (HICP)
							Total	excluding food and energy					
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
2022	3,5	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	0,6	6,8	7,0	4,1	7,4	3,3	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 Q3	0,9	0,8	0,0	0,2	1,4	0,4	4,9	5,3	2,6	2,0	2,8	0,5	2,2
Q4	0,9	0,6	0,1	0,6	1,6	0,3	4,6	5,0	2,7	2,5	2,9	0,2	2,2
2025 Q1	0,8	-0,1	0,7	0,0	1,2	0,6	4,5	4,7	2,7	2,8	3,8	-0,1	2,3
Q2	.	.	.	.	.	.	.	.	2,4	3,5	3,5	.	2,0
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	-	-	-	-	-	-	4,0	4,4	2,4	3,4	3,5	-0,1	1,9
June	-	-	-	-	-	-	.	.	2,7	3,6	3,3	.	2,0

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

1) Quarterly data seasonally adjusted; annual data unadjusted.

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

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

	Purchasing Managers' Surveys (diffusion indices; s.a.)									Merchandise imports ¹⁾		
	Composite Purchasing Managers' Index						Global Purchasing Managers' Index ²⁾			Global	Advanced economies	Emerging market economies
	Global ²⁾	United States	United Kingdom	Japan	China	Memo item: euro area	Manufacturing	Services	New export orders			
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
2022	-	-	-	-	-	-	-	-	-	3,1	4,6	1,7
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	3,6	4,7
2024 Q3	52,9	54,3	53,1	52,5	50,9	50,3	49,8	53,4	48,4	1,4	1,6	1,3
Q4	53,0	54,8	50,9	50,1	51,8	49,3	49,9	53,3	48,4	1,0	1,1	0,9
2025 Q1	52,0	52,6	50,8	50,6	51,5	50,4	50,9	52,1	49,7	3,2	8,7	-1,7
Q2	51,4	52,2	50,3	51,0	50,6	50,4	50,3	51,6	48,2	.	.	.
2025 Jan.	52,0	52,7	50,6	51,1	51,1	50,2	50,7	52,2	49,4	1,9	4,3	-0,2
Feb.	51,7	51,6	50,5	52,0	51,5	50,2	51,5	51,5	49,6	2,6	6,5	-0,8
Mar.	52,3	53,5	51,5	48,9	51,8	50,9	50,4	52,6	50,1	3,2	8,7	-1,7
Apr.	50,9	50,6	48,5	51,2	51,1	50,4	50,5	50,9	47,3	1,9	4,0	0,0
May	51,5	53,0	50,3	50,2	49,6	50,2	49,0	52,1	48,0	.	.	.
June	51,9	52,9	52,0	51,5	51,3	50,6	51,3	51,9	49,3	.	.	.

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	13 722,7	13 445,0	7 234,6	2 943,6	3 012,1	1 555,4	870,0	580,5	254,7	-277,7	7 420,3	7 142,6
2023	14 602,2	14 079,8	7 729,4	3 096,3	3 198,8	1 645,2	924,0	623,2	55,3	-522,3	7 388,8	6 866,5
2024	15 175,0	14 492,6	8 008,4	3 270,9	3 199,7	1 652,4	917,4	623,3	13,6	-682,4	7 515,4	6 833,1
2024 Q2	3 772,4	3 586,2	1 992,1	813,4	784,6	411,0	231,2	140,8	-4,0	-186,3	1 901,5	1 715,2
Q3	3 807,5	3 648,1	2 010,5	824,3	802,3	411,3	228,2	161,1	11,1	-159,4	1 878,8	1 719,4
Q4	3 852,7	3 687,3	2 025,7	833,1	812,3	417,4	230,6	162,7	16,2	-165,4	1 891,0	1 725,6
2025 Q1	3 886,0	3 724,4	2 050,4	837,8	835,5	423,2	231,2	179,4	0,8	-161,6	1 932,9	1 771,3
<i>as percentage of GDP</i>												
2024	100,0	95,5	52,8	21,6	21,1	10,9	6,0	4,1	0,1	-4,5	-	-
Chain-linked volumes (prices for the previous year)												
<i>quarter-on-quarter percentage changes</i>												
2024 Q2	0,2	0,0	0,1	1,0	-2,4	-0,4	0,9	-12,5	-	-	2,0	1,7
Q3	0,4	1,4	0,6	0,7	1,6	-0,5	-2,1	13,9	-	-	-1,5	0,4
Q4	0,3	0,2	0,4	0,5	0,5	0,8	0,6	-0,4	-	-	-0,1	-0,3
2025 Q1	0,6	0,4	0,3	-0,1	2,7	0,5	0,4	11,8	-	-	2,2	2,0
<i>annual percentage changes</i>												
2022	3,5	3,8	5,0	1,1	1,9	-0,2	4,0	4,4	-	-	7,4	8,4
2023	0,6	0,2	0,5	1,5	2,0	1,0	2,0	4,7	-	-	-0,9	-1,7
2024	0,9	0,5	1,1	2,5	-1,8	-1,4	-1,9	-2,8	-	-	0,8	-0,1
2024 Q2	0,6	-0,5	0,6	2,7	-3,1	-1,9	-0,9	-9,6	-	-	1,7	-0,5
Q3	1,0	1,1	1,1	2,8	-1,6	-1,9	-3,6	2,5	-	-	1,3	1,4
Q4	1,3	1,4	1,6	2,4	-2,0	-0,5	-0,9	-7,1	-	-	0,9	1,0
2025 Q1	1,5	2,1	1,4	2,1	2,4	0,5	-0,2	10,9	-	-	2,5	3,8
<i>contributions to quarter-on-quarter percentage changes in GDP; percentage points</i>												
2024 Q2	0,2	0,0	0,1	0,2	-0,5	0,0	0,1	-0,5	0,2	0,2	-	-
Q3	0,4	1,4	0,3	0,2	0,3	-0,1	-0,1	0,5	0,6	-1,0	-	-
Q4	0,3	0,2	0,2	0,1	0,1	0,1	0,0	0,0	-0,2	0,1	-	-
2025 Q1	0,6	0,4	0,1	0,0	0,6	0,1	0,0	0,5	-0,3	0,2	-	-
<i>contributions to annual percentage changes in GDP; percentage points</i>												
2022	3,5	3,7	2,6	0,3	0,4	0,0	0,2	0,2	0,4	-0,2	-	-
2023	0,6	0,2	0,3	0,3	0,4	0,1	0,1	0,2	-0,9	0,4	-	-
2024	0,9	0,5	0,6	0,5	-0,4	-0,2	-0,1	-0,1	-0,2	0,5	-	-
2024 Q2	0,6	-0,5	0,3	0,6	-0,7	-0,2	-0,1	-0,4	-0,7	1,1	-	-
Q3	1,0	1,0	0,6	0,6	-0,3	-0,2	-0,2	0,1	0,2	0,0	-	-
Q4	1,3	1,3	0,8	0,5	-0,4	-0,1	-0,1	-0,3	0,4	0,0	-	-
2025 Q1	1,5	2,0	0,7	0,4	0,5	0,1	0,0	0,5	0,3	-0,5	-	-

Sources: Eurostat and ECB calculations.

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

2) Including acquisitions less disposals of valuables.

2 Economic activity

2.2 Value added by economic activity

(quarterly data seasonally adjusted; annual data unadjusted)

	Gross value added (basic prices)											Taxes less subsidies on products
	Total	Agriculture, forestry and fishing	Manufacturing energy and utilities	Construction	Trade, transport, accommodation and food services	Information and communication	Finance and insurance	Real estate	Professional, business and support services	Public administration, education, health and social work	Arts, entertainment and other services	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
Current prices (EUR billions)												
2022	12 336,7	217,2	2 409,7	647,8	2 338,2	637,0	544,8	1 341,4	1 492,5	2 326,8	381,5	1 386,0
2023	13 205,4	218,6	2 591,4	721,8	2 451,2	687,2	598,9	1 463,3	1 598,0	2 462,8	412,0	1 396,8
2024	13 660,9	225,9	2 535,7	743,1	2 543,1	726,7	632,1	1 539,9	1 672,3	2 609,9	432,1	1 514,1
2024 Q2	3 398,4	55,8	630,4	185,3	634,1	179,9	157,1	384,0	416,3	647,7	107,8	374,0
Q3	3 425,5	56,8	632,6	185,4	635,9	182,2	158,9	386,3	420,5	657,7	109,2	382,0
Q4	3 465,8	57,9	646,8	187,6	643,3	185,7	160,1	387,6	424,0	663,8	109,1	386,9
2025 Q1	3 494,4	58,6	654,7	190,4	646,7	187,7	160,6	388,2	426,1	671,4	110,0	391,6
<i>as percentage of value added</i>												
2024	100,0	1,7	18,6	5,4	18,6	5,3	4,6	11,3	12,2	19,1	3,2	-
Chain-linked volumes (prices for the previous year)												
<i>quarter-on-quarter percentage changes</i>												
2024 Q2	0,2	-1,7	0,6	-0,8	0,1	-0,3	-0,3	0,2	0,6	0,3	0,4	0,2
Q3	0,3	-0,6	0,2	-0,4	0,0	1,3	0,3	0,0	0,2	0,7	1,5	1,7
Q4	0,3	0,8	0,1	0,6	0,5	1,5	-0,4	0,4	0,0	0,4	-1,1	0,3
2025 Q1	0,6	1,9	2,0	0,7	0,4	0,9	0,0	0,2	0,4	0,1	0,0	-0,2
<i>annual percentage changes</i>												
2022	3,8	-1,0	-0,1	-0,3	8,6	5,9	-1,7	2,8	6,0	2,9	17,1	0,7
2023	0,9	-0,4	-0,9	1,9	0,4	5,2	-1,8	1,4	1,4	1,2	4,0	-2,0
2024	1,0	-1,1	-0,4	-1,1	0,8	3,1	1,6	1,8	1,6	1,6	1,5	0,6
2024 Q2	0,8	-2,3	-0,6	-1,6	0,6	2,0	1,1	1,8	2,1	1,5	1,2	-1,1
Q3	1,1	-1,3	0,7	-1,7	0,6	2,9	1,5	1,9	1,5	1,8	1,5	0,5
Q4	0,9	-0,7	-0,9	-0,9	1,3	3,3	1,9	1,7	0,9	1,8	1,7	4,8
2025 Q1	1,4	0,4	3,0	0,1	0,9	3,4	-0,4	0,8	1,2	1,5	0,8	2,1
<i>contributions to quarter-on-quarter percentage changes in value added; percentage points</i>												
2024 Q2	0,2	0,0	0,1	0,0	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	0,3	0,0	0,0	0,0	0,1	0,1	0,0	0,0	0,0	0,1	0,0	-
2025 Q1	0,6	0,0	0,4	0,0	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	-
<i>contributions to annual percentage changes in value added; percentage points</i>												
2022	3,8	0,0	0,0	0,0	1,6	0,3	-0,1	0,3	0,7	0,6	0,5	-
2023	0,9	0,0	-0,2	0,1	0,1	0,3	-0,1	0,2	0,2	0,2	0,1	-
2024	1,0	0,0	-0,1	-0,1	0,2	0,2	0,1	0,2	0,2	0,3	0,0	-
2024 Q2	0,8	0,0	-0,1	-0,1	0,1	0,1	0,0	0,2	0,3	0,3	0,0	-
Q3	1,1	0,0	0,1	-0,1	0,1	0,2	0,1	0,2	0,2	0,3	0,0	-
Q4	0,9	0,0	-0,2	0,0	0,2	0,2	0,1	0,2	0,1	0,3	0,1	-
2025 Q1	1,4	0,0	0,6	0,0	0,2	0,2	0,0	0,1	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													
<i>as a percentage of total persons employed</i>													
2022	100,0	86,0	14,0	2,9	14,2	6,4	24,2	3,3	2,3	1,1	14,2	24,9	6,6
2023	100,0	86,1	13,9	2,8	14,1	6,4	24,3	3,3	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
<i>annual percentage changes</i>													
2022	2,3	2,5	1,5	-0,7	1,2	3,5	3,1	5,8	0,1	3,3	3,8	1,5	1,1
2023	1,4	1,5	0,8	-2,3	0,9	1,3	2,0	3,6	0,4	1,9	1,7	1,3	1,6
2024	1,0	1,0	0,8	0,0	0,2	1,1	1,1	2,0	0,8	-0,9	0,6	1,7	0,6
2024 Q2	1,0	1,0	1,0	0,5	0,5	1,2	0,7	2,1	0,7	-1,6	0,7	1,8	0,8
Q3	1,0	1,0	1,0	0,2	0,3	0,8	1,0	1,7	0,9	-1,9	1,0	1,8	0,8
Q4	0,7	0,8	0,1	-1,0	0,0	0,8	1,1	1,3	0,9	-0,3	0,0	1,6	0,0
2025 Q1	0,7	0,8	-0,3	-1,4	-0,3	0,6	0,7	0,8	1,4	2,7	0,5	1,4	0,9
Hours worked													
<i>as a percentage of total hours worked</i>													
2022	100,0	81,7	18,3	3,8	14,7	7,4	25,0	3,5	2,4	1,1	14,2	22,0	5,9
2023	100,0	81,9	18,1	3,7	14,6	7,3	25,1	3,6	2,4	1,1	14,2	22,1	5,9
2024	100,0	82,0	18,0	3,6	14,5	7,3	25,1	3,7	2,4	1,1	14,2	22,2	5,9
<i>annual percentage changes</i>													
2022	3,6	3,7	3,2	-1,3	1,2	4,3	7,3	6,1	-0,7	5,4	4,6	1,0	4,8
2023	1,5	1,7	0,4	-2,0	0,7	0,9	1,9	3,5	0,4	1,7	1,8	1,6	2,2
2024	1,1	1,1	0,7	-0,5	0,3	1,2	1,1	2,3	0,6	-1,3	1,2	1,6	0,9
2024 Q2	0,9	0,9	0,9	0,1	0,4	1,1	0,5	2,2	0,4	-2,3	1,0	1,7	1,2
Q3	0,6	0,7	0,0	-0,8	-0,1	0,2	0,6	1,5	0,6	-2,5	0,9	1,1	0,6
Q4	0,9	1,2	-0,1	-0,9	0,1	1,0	1,1	1,7	0,2	0,2	0,8	1,8	0,9
2025 Q1	0,4	0,7	-0,9	-1,8	-0,7	0,3	0,2	0,8	1,2	1,7	0,4	1,4	1,4
Hours worked per person employed													
<i>annual percentage changes</i>													
2022	1,2	1,2	1,7	-0,7	0,0	0,8	4,0	0,2	-0,8	2,0	0,7	-0,5	3,6
2023	0,0	0,1	-0,4	0,3	-0,2	-0,4	-0,1	-0,1	0,0	-0,2	0,1	0,3	0,6
2024	0,1	0,1	-0,1	-0,5	0,1	0,1	0,0	0,3	-0,2	-0,4	0,6	0,0	0,4
2024 Q2	-0,1	-0,1	-0,1	-0,4	0,0	-0,2	-0,2	0,1	-0,3	-0,7	0,4	-0,1	0,4
Q3	-0,4	-0,3	-1,0	-1,0	-0,3	-0,5	-0,4	-0,2	-0,4	-0,6	0,0	-0,6	-0,2
Q4	0,2	0,3	-0,2	0,1	0,1	0,2	0,0	0,4	-0,7	0,6	0,7	0,2	0,9
2025 Q1	-0,3	-0,1	-0,6	-0,4	-0,4	-0,3	-0,4	0,0	-0,2	-1,0	-0,1	-0,1	0,5

Sources: Eurostat and ECB calculations.

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

2 Economic activity

2.4 Labour force, unemployment and job vacancies

(seasonally adjusted, unless otherwise indicated)

	Labour force, millions	Under-employment, % of labour force	Unemployment ¹⁾											Job vacancy rate ²⁾
			Total		Long-term unemployment, % of labour force ²⁾	By age				By gender				
			Millions	% of labour force		Adult		Youth		Male		Female		
						Millions	% of labour force	Millions	% of labour force	Millions	% of labour force	Millions	% of labour force	
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
% of total in 2020														
2022	167,404	3,1	11,369	6,8	2,7	9,124	6,0	2,245	14,6	5,718	6,4	5,652	7,2	3,2
2023	169,703	2,9	11,166	6,6	2,4	8,875	5,8	2,292	14,5	5,644	6,3	5,522	6,9	3,1
2024	171,292	2,8	10,918	6,4	2,1	8,596	5,5	2,322	14,6	5,591	6,1	5,328	6,6	2,6
2024 Q2	171,207	2,8	11,012	6,4	2,2	8,680	5,6	2,332	14,7	5,604	6,2	5,408	6,7	2,6
Q3	171,427	2,8	10,858	6,3	1,9	8,489	5,5	2,368	14,9	5,640	6,2	5,218	6,5	2,5
Q4	171,649	2,8	10,633	6,2	2,0	8,359	5,4	2,274	14,4	5,466	6,0	5,167	6,4	2,5
2025 Q1	172,691	2,8	10,973	6,4	2,1	8,620	5,5	2,354	14,8	5,602	6,1	5,371	6,6	2,4
2024 Dec.	-	-	10,756	6,3	-	8,477	5,4	2,279	14,4	5,511	6,0	5,245	6,5	-
2025 Jan.	-	-	10,878	6,3	-	8,555	5,5	2,323	14,6	5,556	6,1	5,322	6,6	-
Feb.	-	-	10,874	6,3	-	8,541	5,5	2,333	14,7	5,523	6,0	5,351	6,6	-
Mar.	-	-	11,007	6,4	-	8,651	5,5	2,356	14,8	5,645	6,2	5,362	6,6	-
Apr.	-	-	10,776	6,3	-	8,509	5,4	2,268	14,3	5,506	6,0	5,270	6,5	-
May	-	-	10,830	6,3	-	8,549	5,5	2,281	14,4	5,574	6,1	5,256	6,5	-

Sources: Eurostat and ECB calculations.

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

2) Not seasonally adjusted.

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

2.5 Short-term business statistics

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

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

1) Excluding trade and financial services.

2 Economic activity

2.6 Opinion surveys (seasonally adjusted)

	European Commission Business and Consumer Surveys (percentage balances, unless otherwise indicated)							Purchasing Managers' Surveys (diffusion indices)				
	Economic sentiment indicator (long-term average = 100)	Manufacturing industry		Consumer confidence indicator	Construction confidence indicator	Retail trade 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	-10,9	78,2	-13,0	-5,0	-8,6	5,9	90,2	45,5	45,4	52,1	50,3
Q4	95,2	-12,6	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	-3,3	-5,8	4,4	90,3	47,6	48,8	51,0	50,4
Q2	94,2	-11,2	77,5	-15,7	-3,4	-7,9	2,2	89,8	49,3	51,3	50,1	50,4
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	-11,1	.	-13,6	-3,4	-5,2	5,2	.	47,6	48,9	50,6	50,2
Mar.	95,1	-10,7	.	-14,5	-3,6	-7,0	2,4	.	48,6	50,5	51,0	50,9
Apr.	93,8	-11,1	77,5	-16,6	-4,0	-8,9	1,8	89,8	49,0	51,5	50,1	50,4
May	94,8	-10,4	.	-15,1	-3,5	-7,2	1,8	.	49,4	51,5	49,7	50,2
June	94,0	-12,0	.	-15,3	-2,8	-7,5	2,9	.	49,5	50,8	50,5	50,6

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	91,0	0,5	2,2	12,6	2,1	7,7	37,7	4,9	73,1	4,9	9,4	3,4
2023	14,3	85,0	1,2	1,9	2,8	3,7	1,2	36,3	5,0	69,1	1,7	2,3	0,8
2024	15,4	82,0	2,3	2,5	-2,2	4,4	3,1	33,9	2,8	67,5	1,8	-3,0	1,0
2024 Q2	15,0	83,2	1,9	2,3	-2,2	3,7	2,0	34,8	3,7	68,4	1,9	-8,4	0,9
Q3	15,3	82,5	2,4	2,4	-1,4	5,5	2,5	34,1	3,3	67,9	1,9	2,1	1,0
Q4	15,4	82,0	2,2	2,5	-1,6	4,4	3,1	33,9	2,8	67,5	1,8	1,5	1,0
2025 Q1	15,4	81,7	0,7	2,5	0,5	4,4	4,3	33,9	2,4	67,3	2,0	4,6	1,3

Sources: ECB and Eurostat.

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

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

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

4) Defined as consolidated loans and debt securities liabilities.

2 Economic activity

2.8 Euro area balance of payments, current and capital accounts

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

	Current account											Capital account ¹⁾	
	Total			Goods		Services		Primary income		Secondary income		Credit	Debit
	Credit	Debit	Balance	Credit	Debit	Credit	Debit	Credit	Debit	Credit	Debit		
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	
2024 Q2	1 483,8	1 359,8	124,0	708,9	614,0	390,6	338,5	337,2	316,9	47,1	90,4	23,4	21,9
Q3	1 468,7	1 385,4	83,3	701,1	619,3	376,1	342,2	341,8	331,2	49,8	92,9	20,7	16,1
Q4	1 480,8	1 406,5	74,3	704,4	621,9	383,7	339,1	344,6	342,1	48,1	103,4	34,6	22,5
2025 Q1	1 549,7	1 474,9	74,7	759,8	643,4	394,0	364,7	346,1	377,8	49,8	89,1	31,9	26,5
2024 Dec.	498,2	466,0	32,2	236,2	208,5	131,8	113,7	115,5	108,4	14,8	35,4	20,3	13,1
2025 Jan.	509,0	486,6	22,4	246,4	206,4	129,4	120,7	117,4	129,4	15,7	30,2	12,8	12,0
Feb.	516,0	496,1	19,8	250,0	217,2	133,8	122,5	116,0	128,9	16,2	27,6	7,7	6,5
Mar.	524,7	492,2	32,5	263,4	219,8	130,8	121,5	112,6	119,5	17,9	31,4	11,4	8,1
Apr.	489,9	471,2	18,6	238,9	207,7	126,7	120,0	108,3	111,4	16,0	32,1	5,6	3,7
May	494,9	462,6	32,3	237,5	204,7	128,9	115,5	113,0	111,0	15,5	31,4	5,6	3,8
<i>12-month cumulated transactions</i>													
2025 May	5 977,7	5 644,8	332,9	2 876,7	2 499,1	1 541,3	1 395,6	1 364,1	1 369,4	195,6	380,8	108,1	78,4
<i>12-month cumulated transactions as a percentage of GDP</i>													
2025 May	39,0	36,8	2,2	18,8	16,3	10,1	9,1	8,9	8,9	1,3	2,5	0,7	0,5

1) The capital account is not seasonally adjusted.

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

(seasonally adjusted, unless otherwise indicated)

	Total (n.s.a.)		Exports (f.o.b.)					Imports (c.i.f.)					
	Exports	Imports	Total				Memo item:	Total				Memo items:	
			Total	Intermediate goods	Capital goods	Consumption goods		Manu- facturing	Total	Intermediate goods	Capital goods	Consumption goods	Manu- facturing	Oil
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	
<i>Values (EUR billions; annual percentage changes for columns 1 and 2)</i>													
2024 Q2	1,5	-4,4	717,4	338,9	137,7	224,2	593,8	673,1	385,0	109,9	163,7	481,9	78,9
Q3	2,2	0,3	711,4	338,9	137,5	218,9	590,6	676,1	380,7	112,7	165,4	491,6	75,0
Q4	1,1	2,1	714,9	335,9	139,6	224,2	593,3	683,0	380,9	111,8	171,1	493,2	70,1
2025 Q1	7,9	8,0	769,4	377,0	145,2	231,2	641,2	708,0	399,5	114,4	177,3	507,0	67,6
2024 Dec.	2,9	3,6	240,7	111,9	47,2	75,7	199,0	226,4	124,8	37,3	57,0	162,6	23,0
2025 Jan.	3,0	8,2	245,6	117,8	47,0	76,4	202,6	232,7	131,2	37,3	57,9	166,4	23,8
Feb.	6,3	6,1	257,1	127,0	47,2	76,7	213,5	236,3	133,8	38,5	58,9	168,4	22,8
Mar.	14,0	9,5	266,7	132,2	51,0	78,2	225,1	238,9	134,4	38,6	60,4	172,2	21,1
Apr.	-1,2	-0,2	244,2	113,9	46,4	78,0	203,7	229,2	128,2	38,1	57,8	166,4	20,9
May	0,9	-0,6	243,0	.	.	.	200,3	226,8	.	.	.	161,5	.
<i>Volume indices (2000 = 100; annual percentage changes for columns 1 and 2)</i>													
2024 Q2	-1,2	-4,3	95,7	89,7	92,2	108,4	95,5	98,6	95,0	96,9	105,0	98,3	133,1
Q3	-0,6	-1,1	94,6	88,9	91,0	106,1	94,7	98,7	94,8	99,4	105,5	99,8	129,8
Q4	-2,5	1,3	93,8	87,3	90,5	107,2	94,0	99,8	95,1	96,8	109,4	99,9	133,0
2025 Q1	0,5	2,1	97,7	93,2	94,1	108,1	98,6	100,4	95,9	97,7	110,2	100,7	129,0
2024 Nov.	-5,0	-1,0	95,1	88,2	92,9	108,0	95,2	100,2	96,0	97,6	107,9	99,5	134,8
Dec.	-1,9	0,4	93,6	86,3	89,8	108,7	93,6	98,9	93,1	97,0	110,3	99,0	132,3
2025 Jan.	-3,2	2,4	95,5	88,9	92,5	108,7	95,5	99,3	95,1	94,7	108,8	99,1	127,5
Feb.	-1,5	-0,5	97,7	93,3	92,3	107,0	97,9	100,9	96,2	99,5	109,3	100,8	133,1
Mar.	5,9	4,4	99,9	97,5	97,5	108,7	102,4	100,9	96,2	98,8	112,5	102,4	126,4
Apr.	-5,4	-2,7	93,8	87,2	89,1	107,8	93,9	98,8	94,0	98,0	107,8	99,4	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	Unpro- cessed food	Non- energy indus- trial goods	Energy (n.s.a.)	Services	Total HICP excluding adminis- tered prices	Adminis- tered prices
		Total	Total excluding food and energy											6	7	8	9	10	11	12	13
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 Q3	126,6	2,2	2,8	0,6	4,0	0,5	0,8	1,0	0,3	-1,4	1,0	1,9	4,0
Q4	126,9	2,2	2,7	0,8	3,9	0,5	0,8	1,7	0,1	-0,6	0,7	2,0	4,3
2025 Q1	127,3	2,3	2,6	1,2	3,7	0,8	0,5	0,6	0,2	2,9	0,8	2,2	3,7
Q2	128,9	2,0	2,4	0,8	3,5	0,2	0,5	1,3	0,1	-4,1	1,0	1,9	3,0
2025 Jan.	126,7	2,5	2,7	1,4	3,9	0,5	0,2	0,1	0,1	3,0	0,3	2,3	4,4
Feb.	127,3	2,3	2,6	1,2	3,7	0,2	0,2	0,6	0,1	-0,3	0,3	2,2	3,3
Mar.	128,0	2,2	2,4	1,1	3,5	0,1	0,2	0,6	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	0,5	0,0	-2,3	0,7	2,0	3,3
May	128,7	1,9	2,3	0,8	3,2	-0,1	0,5	-0,1	0,0	-1,2	-0,1	1,8	3,0
June	129,1	2,0	2,3	0,9	3,3	0,3	0,1	0,6	0,0	0,2	0,4	1,9	2,8

	Goods						Services						
	Food (including alcoholic beverages and tobacco)			Industrial goods			Housing		Transport	Communi- cation	Recreation and personal care	Miscel- laneous	
	Total	Processed food	Unpro- cessed food	Total	Non- energy industrial goods	Energy	Total	Rents					
14	15	16	17	18	19	20	21	22	23	24	25		
% of total in 2024	19,5	15,1	4,3	35,6	25,7	9,9	9,6	5,6	7,4	2,2	16,4	9,3	
2022	9,0	8,6	10,4	13,6	4,6	37,0	2,4	1,7	4,4	-0,2	6,1	2,1	
2023	10,9	11,4	9,1	2,9	5,0	-2,0	3,6	2,7	5,2	0,2	6,9	4,0	
2024	2,9	3,2	1,9	0,0	0,8	-2,2	3,3	2,9	4,2	-0,9	4,9	4,0	
2024 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	
Q2	3,1	2,7	4,6	-0,5	0,6	-3,2	3,3	3,0	4,4	-2,1	3,8	3,9	
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	3,2	2,9	4,3	-0,5	0,6	-3,6	3,3	3,0	3,6	-2,6	3,4	3,9	
June	3,1	2,6	4,6	-0,3	0,5	-2,6	3,3	3,0	4,0	-1,9	3,5	3,7	

Sources: Eurostat and ECB calculations.

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

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

3 Prices and costs

3.2 Industry, construction and property prices

(annual percentage changes, unless otherwise indicated)

	Industrial producer prices excluding construction ¹⁾									Energy	Construction ²⁾	Residential property prices	Experimental indicator of commercial property prices ³⁾		
	Total (index: 2021 = 100)	Total		Industry excluding construction and energy					Total					Food, beverages and tobacco	Non-food
		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	7,3	0,4		
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	-4,5		
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	-4,8		
Q3	124,4	-2,7	-0,6	0,4	-0,9	1,3	1,5	0,5	1,1	-8,9	1,8	2,8	-3,8		
Q4	126,2	-1,5	-0,2	0,9	-0,3	1,4	2,0	1,4	1,2	-6,0	0,9	4,1	-1,2		
2025 Q1	127,7	2,3	0,7	1,3	0,7	1,7	2,1	1,5	1,6	5,0	1,1	5,4	.		
2024 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	2,2	1,3	1,7	3,4	-	-	-		
Feb.	128,6	3,1	0,8	1,4	0,9	1,7	2,1	1,5	1,5	7,8	-	-	-		
Mar.	126,4	1,9	0,3	1,3	0,8	1,8	2,0	1,6	1,5	4,0	-	-	-		
Apr.	123,6	0,7	-0,4	1,1	0,4	1,7	2,1	2,0	1,4	-0,5	-	-	-		
May	122,9	0,3	-0,1	1,1	0,3	1,6	2,2	2,1	1,4	-1,4	-	-	-		

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

1) Domestic sales only.

2) Output prices for residential buildings.

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

3.3 Commodity prices and GDP deflators

(annual percentage changes, unless otherwise indicated)

	GDP deflators								Oil prices (EUR per barrel)	Non-energy commodity prices (EUR)					
	Total (s.a.; index: 2020 = 100)	Total	Domestic demand				Exports ¹⁾	Imports ¹⁾		Import-weighted ²⁾			Use-weighted ²⁾		
			Total	Private 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	8,1	12,8	17,4	95,0	18,3	28,8	9,5	19,3	27,7	10,8
2023	113,6	5,8	4,6	6,3	3,6	4,2	0,5	-2,2	76,4	-12,8	-11,6	-14,1	-13,7	-12,5	-15,1
2024	116,9	3,0	2,4	2,5	3,1	1,9	0,9	-0,4	77,8	9,4	13,6	5,2	9,2	12,2	5,6
2024 Q3	117,1	2,7	2,2	2,2	2,9	1,8	1,5	0,4	.	10,0	11,6	8,3	10,9	12,4	9,2
Q4	118,2	2,6	1,9	1,8	2,4	1,9	1,8	0,5	.	17,8	23,5	11,9	17,9	22,0	12,9
2025 Q1	118,5	2,3	2,2	2,1	2,6	1,8	2,1	1,9	.	20,1	28,2	11,4	19,3	24,8	12,3
Q2	.	.	.	.	.	.	.	.	.	-2,3	1,2	-6,2	-2,5	0,2	-6,0
2025 Jan.	-	-	-	-	-	-	-	-	.	23,8	36,6	10,8	24,2	34,6	11,7
Feb.	-	-	-	-	-	-	-	-	.	23,1	32,6	13,0	21,4	27,5	13,8
Mar.	-	-	-	-	-	-	-	-	.	13,6	16,3	10,5	12,6	13,3	11,5
Apr.	-	-	-	-	-	-	-	-	.	-3,0	-0,7	-5,7	-2,8	-1,0	-5,3
May	-	-	-	-	-	-	-	-	.	-0,3	6,5	-7,3	-1,1	3,4	-6,7
June	-	-	-	-	-	-	-	-	.	-3,8	-2,0	-5,7	-3,6	-1,6	-6,0

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

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

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

3 Prices and costs

3.4 Price-related opinion surveys

(seasonally adjusted)

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

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

3.5 Labour cost indices

(annual percentage changes, unless otherwise indicated)

	Total (index: 2020=100) 1	Total 2	By component		For selected economic activities		Memo item: Indicator of negotiated wages ¹⁾ 7
			Wages and salaries 3	Employers' social contributions 4	Business economy 5	Mainly non-business economy 6	
% of total in 2020	100,0	100,0	75,3	24,7	69,0	31,0	
2022	105,5	4,5	3,7	6,9	5,0	3,4	2,9
2023	110,5	4,7	4,6	5,0	5,0	4,1	4,4
2024	115,6	4,6	4,7	4,5	4,7	4,6	4,5
2024 Q2	119,6	5,1	4,9	5,6	5,0	5,2	3,6
Q3	111,9	4,5	4,3	5,0	4,7	4,2	5,4
Q4	122,4	3,8	4,1	2,7	3,9	3,4	4,1
2025 Q1	112,2	3,4	3,4	3,4	3,8	2,5	2,5

Sources: Eurostat and ECB calculations.

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

3 Prices and costs

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

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

	Total (index: 2020 =100)	By economic activity										
		Total	Agriculture, forestry and fishing	Manu- facturing, energy and utilities	Con- struction	Trade, transport, accom- modation and food services	Information and commu- nication	Finance and insurance	Real estate	Professional business and support services	Public ad- ministration, education, health and social work	Arts, entert- ainment and other services
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
Unit labor costs												
2022	103,0	3,4	4,6	5,3	8,3	0,9	2,6	4,9	5,7	3,6	2,0	-6,7
2023	109,4	6,2	3,9	7,3	4,2	7,3	3,7	7,7	4,1	6,4	4,8	2,8
2024	114,5	4,7	5,4	5,1	6,3	4,7	3,0	3,9	0,7	3,8	4,9	4,1
2024 Q2	113,9	5,3	6,7	5,8	6,6	5,1	4,2	5,5	0,3	3,5	5,4	4,7
Q3	114,7	4,6	5,9	3,7	7,0	5,2	2,8	4,2	-0,5	4,2	4,9	3,6
Q4	115,6	3,5	4,4	4,8	5,6	4,0	2,4	2,2	0,8	3,6	3,8	2,9
2025 Q1	116,3	3,0	2,6	0,0	4,3	3,8	1,5	5,2	4,1	3,8	3,8	3,5
Compensation per employee												
2022	109,1	4,5	4,2	3,9	4,2	6,2	2,8	3,0	5,3	5,8	3,5	8,1
2023	114,9	5,3	5,9	5,4	4,8	5,6	5,3	5,3	3,6	6,2	4,8	5,3
2024	120,1	4,6	4,2	4,4	4,0	4,5	4,2	4,7	3,4	4,9	4,8	5,0
2024 Q2	119,6	4,9	3,7	4,7	3,6	5,0	4,1	5,8	3,8	5,0	5,1	5,1
Q3	120,7	4,6	4,3	4,2	4,4	4,7	4,0	4,7	3,3	4,8	4,9	4,3
Q4	121,8	4,1	4,7	3,9	3,9	4,2	4,4	3,2	2,9	4,5	4,0	4,6
2025 Q1	123,1	3,8	4,5	3,3	3,8	4,0	4,1	3,4	2,2	4,5	3,9	3,5
Labour productivity per person employed												
2022	105,9	1,1	-0,4	-1,3	-3,7	5,3	0,1	-1,9	-0,5	2,1	1,4	15,8
2023	105,0	-0,9	1,9	-1,7	0,6	-1,6	1,5	-2,2	-0,5	-0,2	-0,1	2,4
2024	104,9	-0,1	-1,1	-0,7	-2,2	-0,2	1,1	0,8	2,7	1,0	-0,1	0,9
2024 Q2	104,9	-0,4	-2,8	-1,1	-2,8	-0,1	0,0	0,3	3,5	1,4	-0,3	0,4
Q3	105,1	0,0	-1,5	0,4	-2,4	-0,5	1,2	0,5	3,8	0,6	0,0	0,7
Q4	105,3	0,6	0,4	-0,9	-1,7	0,2	2,0	1,0	2,1	0,9	0,2	1,7
2025 Q1	105,7	0,8	1,8	3,3	-0,5	0,2	2,5	-1,7	-1,8	0,7	0,1	-0,1
Compensation per hour worked												
2022	103,5	3,3	5,6	4,0	4,0	2,1	2,6	3,6	3,8	4,5	3,9	4,8
2023	108,9	5,1	5,2	5,6	5,0	5,5	5,4	5,3	4,4	5,9	4,4	4,3
2024	113,7	4,5	3,8	4,3	4,1	4,3	3,8	4,7	3,4	4,2	4,9	4,8
2024 Q2	112,9	4,9	3,2	4,8	4,2	5,3	3,9	6,0	4,1	4,4	5,3	4,8
Q3	114,1	4,9	3,6	4,6	4,7	4,9	4,1	5,0	2,8	4,7	5,5	4,5
Q4	114,7	3,7	3,3	3,8	4,0	3,6	4,0	3,6	3,3	3,7	3,8	4,2
2025 Q1	116,4	3,9	4,4	3,6	4,2	4,1	3,9	3,5	2,7	4,4	4,0	2,9
Hourly labour productivity												
2022	100,1	-0,1	0,3	-1,3	-4,4	1,2	-0,1	-1,1	-2,4	1,4	1,9	11,8
2023	99,2	-0,9	1,7	-1,6	1,0	-1,5	1,6	-2,2	-0,3	-0,4	-0,4	1,7
2024	99,1	-0,1	-0,6	-0,7	-2,3	-0,2	0,8	1,0	3,1	0,4	0,0	0,5
2024 Q2	98,9	-0,3	-2,4	-1,1	-2,7	0,1	-0,2	0,6	4,2	1,0	-0,2	0,0
Q3	99,2	0,4	-0,5	0,7	-1,9	-0,1	1,4	0,9	4,4	0,6	0,6	0,9
Q4	99,0	0,4	0,3	-1,0	-1,8	0,1	1,7	1,7	1,5	0,2	0,0	0,8
2025 Q1	99,8	1,1	2,2	3,7	-0,3	0,6	2,6	-1,5	-0,9	0,8	0,2	-0,6

Sources: Eurostat and ECB calculations.

4 Financial market developments

4.1 Money market interest rates

(percentages per annum, period averages)

	Euro area ¹⁾					United States	Japan
	Euro short-term rate (€STR)	1-month deposits (EURIBOR)	3-month deposits (EURIBOR)	6-month deposits (EURIBOR)	12-month deposit (EURIBOR)	Secured overnight financing rate (SOFR)	Tokyo overnight average rate (TONAR)
	1	2	3	4	5	6	7
2022	-0,01	0,09	0,35	0,68	1,10	1,63	-0,03
2023	3,21	3,25	3,43	3,69	3,86	5,00	-0,04
2024	3,64	3,56	3,57	3,48	3,27	5,15	0,12
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
June	2,01	1,93	1,98	2,05	2,08	4,32	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
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
June	1,86	1,82	1,84	2,16	2,68	0,86	0,32	0,74	1,80	1,96	2,76	3,48

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
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
June	561,8	5 325,1	972,2	257,8	162,5	134,4	317,4	1 161,2	1 110,0	457,0	367,1	801,4	6 030,0	38 458,3

Source: LSEG.

4 Financial market developments

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

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

	Deposits				Revolving loans and overdrafts	Extended credit card credit	Loans for consumption			Loans to sole proprietors and unincorporated partnerships	Loans for house purchase				Composite cost-of-borrowing indicator	
	Over-night	Redeemable at notice of up to 3 months	With an agreed maturity of:				By initial period of rate fixation		APRC ³⁾		By initial period of rate fixation					
			Up to 2 years	Over 2 years			Floating rate and up to 1 year	Over 1 year			Floating rate and up to 1 year	Over 1 and up to 5 years	Over 5 and up to 10 years	Over 10 years		APRC ³⁾
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	
2024 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	6,76	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	3,52	3,37	3,09	3,61	3,33
Mar.	0,31	1,52	2,10	2,25	7,73	16,63	6,96	7,57	8,28	4,35	3,92	3,50	3,36	3,10	3,58	3,32
Apr.	0,29	1,50	1,97	2,30	7,53	16,58	6,95	7,59	8,31	4,29	3,85	3,48	3,32	3,04	3,52	3,27
May	0,29	1,45	1,86	2,24	7,49	16,50	6,77	7,60	8,33	4,22	3,70	3,42	3,45	3,12	3,58	3,30

Source: ECB.

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

2) Including non-profit institutions serving households.

3) Annual percentage rate of charge (APRC).

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

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

	Deposits			Revolving loans and overdrafts	Other loans by size and initial period of rate fixation									Composite cost-of-borrowing indicator
	Over-night	With an agreed maturity of:			Up to EUR 0.25 million			over EUR 0.25 and up to 1 million			over EUR 1 million			
		Up to 2 years	Over 2 years		Floating rate and up to 3 months	Over 3 months and up to 1 year	Over 1 year	Floating rate and up to 3 months	Over 3 months and up to 1 year	Over 1 year	Floating rate and up to 3 months	Over 3 months and up to 1 year	Over 1 year	
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
2024 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	3,63	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	3,97	3,77	3,69	3,67	3,78	3,67	3,94
Apr.	0,60	2,15	2,65	4,03	3,91	4,23	4,78	3,86	3,59	3,70	3,55	3,51	3,66	3,80
May	0,58	2,06	2,56	3,90	3,78	4,25	4,88	3,67	3,49	3,68	3,26	3,48	3,66	3,65

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
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
Short-term														
2022	1 389,8	484,9	142,8	79,2	95,1	667,0	621,7	480,2	179,9	115,9	76,1	50,6	133,9	97,1
2023	1 572,6	621,3	163,3	102,4	86,3	701,8	659,1	502,5	211,8	114,3	88,0	49,0	127,5	103,8
2024	1 604,1	568,8	224,4	139,2	69,3	741,6	674,7	473,7	180,1	120,5	91,1	38,3	134,7	108,2
2025 Jan.	1 578,1	586,1	206,2	123,8	79,2	706,6	637,1	598,7	266,2	147,1	119,6	41,4	144,1	117,6
Feb.	1 571,2	583,4	209,4	123,2	83,5	694,9	629,8	528,6	231,9	140,9	113,2	36,8	118,9	97,9
Mar.	1 586,4	593,2	213,0	130,8	78,8	701,3	633,1	536,9	221,4	143,6	119,2	36,7	135,3	110,0
Apr.	1 551,2	552,3	204,4	112,5	90,1	704,4	631,9	562,7	226,4	148,7	113,9	53,2	134,5	110,8
May	1 550,4	573,1	191,7	103,0	96,7	688,8	618,8	563,7	254,0	139,1	111,7	46,7	123,9	95,0
June	1 547,5	581,3	179,4	97,0	88,7	698,2	630,7	518,6	225,3	136,4	106,7	39,2	117,8	91,6
Long-term														
2022	17 784,6	3 895,5	3 102,8	1 408,2	1 424,1	9 362,2	8 650,2	295,5	76,5	67,9	31,0	17,2	133,8	124,3
2023	19 420,3	4 438,4	3 244,1	1 437,7	1 541,5	10 196,3	9 456,4	322,1	92,9	67,4	30,9	21,4	140,4	131,9
2024	20 542,4	4 767,9	3 510,0	1 531,7	1 651,7	10 612,7	9 841,0	350,0	89,1	85,9	34,9	27,1	147,9	137,3
2025 Jan.	20 754,3	4 834,4	3 518,6	1 526,7	1 664,6	10 736,6	9 954,2	484,1	163,5	74,8	25,7	30,0	215,7	192,1
Feb.	20 966,8	4 864,6	3 555,7	1 539,0	1 673,1	10 873,5	10 080,1	395,1	96,9	81,1	30,0	23,3	193,9	178,1
Mar.	20 696,3	4 810,2	3 528,6	1 540,3	1 652,3	10 705,1	9 920,1	388,7	94,8	93,1	44,7	30,6	170,2	153,9
Apr.	20 860,9	4 775,5	3 516,8	1 549,4	1 648,4	10 920,1	10 130,8	350,6	57,9	88,2	34,5	25,3	179,2	171,8
May	20 973,7	4 835,7	3 580,3	1 555,7	1 677,5	10 880,1	10 091,1	451,7	114,7	116,2	29,2	48,8	171,9	161,0
June	21 110,4	4 853,2	3 608,7	1 574,9	1 707,1	10 941,3	10 156,0	449,1	110,8	126,1	42,9	37,6	174,7	164,5

Source: ECB.

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

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

(EUR billions and percentage changes; market values)

	Debt securities							Listed shares			
	Total	MFIs	Non-MFI corporations		General government		Total	MFIs	Financial corporations other than MFIs	Non-financial corporations	
			Financial corporations other than MFIs	Non-financial corporations	Total	of which central government					
											Total	FVCs
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	
Outstanding amount											
2022	19 174,4	4 380,5	3 245,6	1 487,4	1 519,1	10 029,2	9 271,9	8 698,6	526,4	1 287,5	6 884,1
2023	20 992,9	5 059,7	3 407,4	1 540,2	1 627,8	10 898,0	10 115,5	9 672,5	620,3	1 418,7	7 632,9
2024	22 146,5	5 336,7	3 734,4	1 670,9	1 721,0	11 354,3	10 515,6	10 155,4	751,0	1 585,8	7 818,1
2025 Jan.	22 332,4	5 420,5	3 724,9	1 650,5	1 743,9	11 443,2	10 591,3	10 846,9	829,9	1 679,3	8 337,2
Feb.	22 538,0	5 448,0	3 765,0	1 662,1	1 756,5	11 568,4	10 709,9	11 107,5	934,2	1 739,8	8 433,1
Mar.	22 282,6	5 403,4	3 741,7	1 671,1	1 731,2	11 406,4	10 553,2	10 618,7	936,9	1 716,6	7 964,8
Apr.	22 412,1	5 327,8	3 721,2	1 661,9	1 738,6	11 624,6	10 762,7	10 533,4	930,9	1 710,5	7 891,5
May	22 524,1	5 408,9	3 772,0	1 658,7	1 774,2	11 569,0	10 709,9	10 988,8	1 010,6	1 780,2	8 197,6
June	22 657,9	5 434,5	3 788,1	1 671,9	1 795,7	11 639,6	10 786,7	10 912,3	1 006,0	1 791,8	8 114,1
Growth rate¹⁾											
2024 Nov.	4,6	4,3	5,9	5,5	3,4	4,5	4,5	0,2	-2,0	-0,7	0,5
Dec.	4,3	3,7	6,1	5,6	2,7	4,3	4,1	0,1	-2,6	-0,6	0,4
2025 Jan.	4,3	3,3	4,2	2,5	3,3	4,9	4,7	0,1	-2,4	-0,6	0,4
Feb.	4,1	2,8	4,7	3,3	3,1	4,7	4,7	0,0	-2,1	-0,6	0,3
Mar.	3,7	1,9	5,1	3,8	3,1	4,2	4,2	-0,1	-1,9	-0,7	0,2
Apr.	3,6	1,0	5,2	3,6	2,3	4,6	4,5	-0,1	-1,9	-0,4	0,1
May	3,8	2,5	5,2	2,7	3,7	4,0	3,9	-0,1	-1,6	-0,3	0,1
June	4,3	3,8	6,9	3,5	3,2	4,0	3,9	-0,1	-0,8	-0,7	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	84,3	64,8	82,7	116,1	90,9
2023	98,1	94,0	97,8	88,9	67,5	86,3	121,8	94,7
2024	98,4	94,4	97,9	89,5	67,9	87,5	124,1	95,0
2024 Q3	99,0	95,0	98,5	89,9	67,6	88,0	125,1	95,6
Q4	97,6	93,7	96,9	88,9	66,2	86,8	123,6	94,2
2025 Q1	97,1	93,3	96,2	88,4	64,4	86,1	122,9	93,5
Q2	100,6	96,5	100,8	.	.	.	127,7	96,8
2025 Jan.	96,7	92,9	95,6	-	-	-	122,3	93,1
Feb.	96,3	92,6	95,3	-	-	-	121,8	92,7
Mar.	98,3	94,4	97,7	-	-	-	124,5	94,6
Apr.	100,5	96,5	100,3	-	-	-	127,7	96,9
May	100,1	96,0	100,3	-	-	-	127,0	96,2
June	101,3	97,0	101,7	-	-	-	128,5	97,2
<i>Percentage change versus previous month</i>								
2025 June	1,1	1,0	1,3	-	-	-	1,2	1,0
<i>Percentage change versus previous year</i>								
2025 June	2,8	2,6	3,7	-	-	-	3,6	2,3

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 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
Q2	8,197	24,920	7,461	404,114	163,813	4,262	0,849	5,0323	10,955	0,937	1,134
2025 Jan.	7,556	25,163	7,461	411,725	161,921	4,247	0,839	4,9752	11,480	0,941	1,035
Feb.	7,575	25,077	7,459	403,129	158,087	4,172	0,831	4,9770	11,247	0,941	1,041
Mar.	7,835	25,001	7,460	399,805	161,167	4,182	0,837	4,9768	10,968	0,955	1,081
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
June	8,270	24,804	7,460	402,078	166,523	4,266	0,850	5,0454	11,009	0,938	1,152
<i>Percentage change versus previous month</i>											
2025 June	1,7	-0,5	0,0	-0,5	2,1	0,3	0,7	-0,5	1,2	0,3	2,1
<i>Percentage change versus previous year</i>											
2025 June	6,0	0,1	0,0	1,9	-1,9	-1,3	0,4	1,4	-2,4	-2,4	7,0

Source: ECB.

4 Financial market developments

4.10 Euro area balance of payments, financial account

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

	Total ¹⁾			Direct investment		Portfolio investment		Net financial derivatives	Other investment		Reserve assets	Memo: Gross external debt
	Assets	Liabilities	Net	Assets	Liabilities	Assets	Liabilities		Assets	Liabilities		
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
<i>Outstanding amounts (international investment position)</i>												
2024 Q2	34 402,8	33 276,3	1 126,5	12 521,5	9 862,0	13 600,5	15 608,3	-7,7	7 021,0	7 806,1	1 267,5	16 681,2
Q3	34 708,4	33 395,8	1 312,5	12 289,6	9 645,3	13 930,2	15 947,0	-17,7	7 187,4	7 803,5	1 318,9	16 702,6
Q4	35 949,0	34 170,8	1 778,2	12 735,3	9 953,7	14 678,9	16 511,3	-16,7	7 157,5	7 705,8	1 394,0	16 727,8
2025 Q1	36 085,3	34 476,8	1 608,6	12 651,3	9 921,9	14 381,6	16 521,1	17,9	7 523,4	8 033,8	1 511,0	16 968,0
<i>Outstanding amounts as percentage of GDP</i>												
2025 Q1	235,7	225,2	10,5	82,6	64,8	94,0	107,9	0,1	49,1	52,5	9,9	110,8
<i>Transactions</i>												
2024 Q2	172,4	47,6	124,9	-34,5	-125,1	178,8	272,1	16,7	7,8	-99,4	3,7	-
Q3	443,9	292,0	151,8	-2,4	-15,2	195,5	221,9	-4,6	259,3	85,3	-4,0	-
Q4	54,3	-32,9	87,2	57,7	78,3	219,7	161,2	18,9	-245,9	-272,4	3,7	-
2025 Q1	759,9	704,5	55,4	90,5	66,3	206,1	175,6	-6,3	470,4	462,7	-0,8	-
2024 Dec.	-176,5	-214,6	38,1	30,3	58,7	79,5	63,7	5,4	-294,4	-337,0	2,7	-
2025 Jan.	399,0	389,7	9,2	57,6	26,4	100,6	62,7	9,3	233,0	300,6	-1,5	-
Feb.	284,0	266,5	17,5	47,1	36,9	40,6	79,0	2,5	192,6	150,6	1,3	-
Mar.	77,0	48,3	28,7	-14,1	2,9	65,0	33,9	-18,1	44,8	11,5	-0,6	-
Apr.	132,7	96,7	35,9	45,4	58,3	19,7	-45,2	-8,5	70,9	83,7	5,2	-
May	137,7	95,4	42,4	31,9	2,5	47,1	96,3	15,3	41,2	-3,4	2,3	-
<i>12-month cumulated transactions</i>												
2025 May	1 501,1	1 042,3	458,8	200,3	125,6	758,5	744,5	17,1	517,6	172,2	7,7	-
<i>12-month cumulated transactions as percentage of GDP</i>												
2025 May	9,8	6,8	3,0	1,3	0,8	5,0	4,9	0,1	3,4	1,1	0,1	-

Source: ECB.

1) Net financial derivatives are included in total assets.

5 Financing conditions and credit developments

5.1 Monetary aggregates ¹⁾

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

	M3											
	M2						M3-M2				Total	
	M1			M2-M1			Total	Repos	Money market fund shares	Debt securities with a maturity of up to 2 years		Total
	Currency in circulation	Overnight deposits	Total	Deposits with an agreed maturity of up to 2 years	Deposits redeemable at notice of up to 3 months	Total					8		9	10	11	12
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
Outstanding amounts												
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	9 021,4	10 578,2	2 528,3	2 469,1	4 997,4	15 575,6	255,8	886,5	28,4	1 170,7	16 746,2
2024 Q2	1 533,9	8 796,5	10 330,4	2 536,0	2 422,7	4 958,7	15 289,1	211,2	814,9	60,3	1 086,3	16 375,4
Q3	1 541,7	8 842,6	10 384,4	2 590,7	2 424,8	5 015,5	15 399,9	238,1	858,4	47,6	1 144,1	16 544,0
Q4	1 556,9	9 021,4	10 578,2	2 528,3	2 469,1	4 997,4	15 575,6	255,8	886,5	28,4	1 170,7	16 746,2
2025 Q1 ^(a)	1 564,3	9 120,0	10 684,3	2 483,0	2 491,0	4 974,1	15 658,3	238,0	909,5	45,6	1 193,0	16 851,3
2024 Dec.	1 556,9	9 021,4	10 578,2	2 528,3	2 469,1	4 997,4	15 575,6	255,8	886,5	28,4	1 170,7	16 746,2
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	238,0	909,5	45,6	1 193,0	16 851,3
Apr.	1 559,6	9 195,1	10 754,7	2 446,8	2 494,8	4 941,6	15 696,3	255,9	889,0	39,3	1 184,2	16 880,4
May ^(a)	1 559,7	9 232,1	10 791,8	2 441,9	2 503,0	4 944,8	15 736,7	245,5	901,3	36,2	1 183,0	16 919,7
Transactions												
2022	69,9	-57,3	12,6	425,5	55,6	481,1	493,7	3,6	2,5	76,7	82,8	576,5
2023	-4,1	-969,2	-973,3	920,6	-99,5	821,2	-152,1	40,3	93,8	23,5	157,6	5,5
2024	21,3	167,5	188,8	201,1	9,0	210,2	398,9	76,3	136,0	-37,2	175,2	574,1
2024 Q2	7,7	55,5	63,2	71,5	-4,8	66,8	130,0	16,9	25,8	-13,3	29,4	159,4
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	162,4	177,6	-73,9	44,0	-29,9	147,7	20,3	24,8	-20,7	24,4	172,1
2025 Q1 ^(a)	7,4	117,3	124,8	-39,9	15,0	-24,9	99,8	-16,4	19,8	11,5	14,9	114,7
2024 Dec.	6,0	20,5	26,4	-33,8	35,3	1,4	27,9	15,0	17,5	-8,3	24,2	52,1
2025 Jan.	-1,1	20,4	19,4	-16,2	1,9	-14,2	5,1	11,7	1,4	12,5	25,6	30,7
Feb.	3,7	58,1	61,8	-21,0	3,5	-17,5	44,3	0,1	30,1	-13,1	17,1	61,4
Mar.	4,8	38,8	43,6	-2,7	9,5	6,8	50,4	-28,2	-11,7	12,1	-27,8	22,5
Apr.	-4,8	89,2	84,4	-29,7	3,3	-26,4	58,1	19,6	-2,1	-6,8	10,7	68,8
May ^(a)	0,2	35,8	35,9	-5,5	8,1	2,5	38,5	-10,7	11,5	-2,0	-1,1	37,4
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 ^(a)	2,5	4,1	3,9	0,7	2,3	1,5	3,1	25,1	13,9	-47,2	11,8	3,7
2024 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	25,1	13,9	-47,2	11,8	3,7
Apr.	1,8	5,2	4,7	-1,3	2,5	0,6	3,4	27,5	12,5	-55,0	10,7	3,9
May ^(a)	1,9	5,6	5,1	-3,0	2,9	-0,1	3,4	21,3	14,5	-54,7	11,2	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 ³⁾	Insurance corporations and pension funds ⁴⁾	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	3 438,3	2 500,8	792,7	133,7	11,1	8 756,3	5 199,1	1 254,2	2 301,5	1,5	1 299,7	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	1 299,8	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	1 331,9	230,1	550,8
Q4	3 438,3	2 500,8	792,7	133,7	11,1	8 756,3	5 199,1	1 254,2	2 301,5	1,5	1 299,7	232,1	548,2
2025 Q1 ⁴⁾	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	1 361,2	229,0	539,3
2024 Dec.	3 438,3	2 500,8	792,7	133,7	11,1	8 756,3	5 199,1	1 254,2	2 301,5	1,5	1 299,7	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	1 361,2	229,0	539,3
Apr.	3 431,5	2 483,8	794,8	141,4	11,5	8 803,8	5 287,4	1 196,1	2 319,3	0,9	1 378,6	243,5	535,3
May ⁴⁾	3 444,0	2 500,5	791,3	142,7	9,5	8 828,5	5 316,3	1 184,7	2 326,4	1,0	1 379,5	230,2	540,2
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	94,9	75,8	16,1	2,9	0,2	297,6	55,6	233,8	8,2	0,1	54,2	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	61,8	88,8	-34,6	8,1	-0,5	133,1	106,7	-9,3	35,2	0,5	-39,3	0,7	-3,4
2025 Q1 ⁴⁾	-17,9	-20,6	-3,3	6,2	-0,2	34,0	64,3	-37,4	7,5	-0,4	71,3	-2,2	-9,3
2024 Dec.	26,0	44,8	-20,4	3,9	-2,3	57,0	33,4	-7,4	30,3	0,8	-33,1	2,4	-15,3
2025 Jan.	-7,4	-27,8	16,3	2,3	1,7	-5,2	4,1	-8,5	-0,6	-0,2	31,9	-2,1	0,7
Feb.	9,2	6,9	2,0	0,3	0,0	20,3	32,5	-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	21,8	-2,9	-0,8
Apr.	24,9	12,6	9,7	1,3	1,3	17,9	33,9	-18,8	3,0	-0,2	28,2	15,3	-4,0
May ⁴⁾	11,8	16,3	-3,7	1,3	-2,0	24,4	28,8	-11,5	7,0	0,2	-0,1	-13,4	4,9
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	2,1	2,2	2,0	3,5	1,1	23,0	0,4	6,1	4,4	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	2,1	2,2	2,0	3,5	1,1	23,0	0,4	6,1	4,4	1,8	0,6
2025 Q1 ⁴⁾	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 Dec.	2,8	3,1	2,1	2,2	2,0	3,5	1,1	23,0	0,4	6,1	4,4	1,8	0,6
2025 Jan.	2,8	3,4	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.	2,6	4,4	-3,8	11,2	7,0	3,4	4,0	3,2	2,2	-9,2	10,1	16,0	0,6
May ⁴⁾	2,7	4,8	-4,9	12,2	7,3	3,5	4,8	0,1	2,5	4,3	8,8	7,1	2,1

Sources: ECB.

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

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

3) Including non-profit institutions serving households.

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

5 Financing conditions and credit developments

5.3 Credit to euro area residents ¹⁾

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

	Credit to general government			Credit to other euro area residents								
	Total	Loans	Debt securities	Total	Loans					Debt securities	Equity and non-money market fund investment fund shares	
					Total	To non-financial corporations ²⁾	To households ²⁾	To financial corporations other than MFIs and ICPFs ³⁾	To insurance corporations and pension funds			
	Total	Adjusted loans ⁴⁾										
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	12 987,6	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	15 779,7	13 246,5	13 501,8	5 182,6	6 677,2	1 247,3	139,4	1 579,9	953,4
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	13 377,9	5 139,8	6 661,4	1 209,6	132,8	1 561,0	928,7
Q4	6 258,9	988,5	5 244,4	15 779,7	13 246,5	13 501,8	5 182,6	6 677,2	1 247,3	139,4	1 579,9	953,4
2025 Q1	6 268,4	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 Dec.	6 258,9	988,5	5 244,4	15 779,7	13 246,5	13 501,8	5 182,6	6 677,2	1 247,3	139,4	1 579,9	953,4
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	13 335,0	13 572,7	5 202,4	6 711,1	1 285,6	135,7	1 574,3	981,6
Mar.	6 268,4	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.	6 306,3	994,8	5 285,5	15 871,3	13 368,9	13 629,3	5 208,1	6 740,0	1 284,7	136,0	1 564,3	938,1
May	6 289,4	1 008,0	5 255,3	15 889,4	13 383,4	13 639,8	5 207,4	6 754,4	1 283,4	138,2	1 559,5	946,5
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	286,9	228,7	271,0	76,9	44,8	105,9	1,1	10,6	47,6
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	68,3	59,8	53,5	18,7	20,0	19,0	2,1	3,7	4,8
Q4	5,7	11,0	-5,4	138,9	100,3	125,2	44,1	22,3	27,6	6,3	13,5	25,1
2025 Q1	32,1	6,6	25,4	116,1	113,9	114,5	35,0	48,4	33,2	-2,7	-17,9	20,1
2024 Dec.	5,4	-2,4	7,7	89,3	72,0	87,3	34,5	8,5	24,3	4,8	3,5	13,8
2025 Jan.	50,1	7,9	42,2	50,2	39,7	29,9	13,7	21,2	7,4	-2,6	-2,8	13,2
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	35,8	8,2	11,8	-3,4	1,5	-9,7	-1,7
Apr.	10,6	-1,1	11,7	27,7	41,5	43,9	12,1	16,4	13,5	-0,5	4,3	-18,1
May	-16,8	13,2	-30,1	13,2	14,9	10,9	0,3	15,3	-2,9	2,2	-5,4	3,7
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	0,8	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	0,8	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 Dec.	-1,0	-0,1	-1,2	1,9	1,8	2,0	1,5	0,7	9,4	0,8	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	2,4	2,6	2,8	2,5	1,7	8,5	-0,2	0,0	3,5
May	0,6	3,3	0,1	2,5	2,7	2,8	2,4	1,9	7,9	5,7	0,4	3,8

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	6 661,4	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 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.	5 208,1	5 230,8	927,0	1 109,3	3 171,9	6 740,0	6 990,8	753,6	5 310,1	676,3
May	5 207,4	5 228,4	925,7	1 108,6	3 173,0	6 754,4	7 001,7	754,1	5 323,9	676,4
Transactions										
2022	269,0	308,3	78,0	77,3	113,7	241,8	250,0	23,2	217,7	0,9
2023	-5,7	24,2	-44,0	10,3	27,9	7,7	26,5	18,9	10,1	-21,3
2024	76,9	88,1	21,9	14,1	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	44,1	45,5	7,7	10,8	25,6	22,3	36,3	10,7	10,6	1,1
2025 Q1	35,0	35,8	2,3	21,6	11,1	48,4	50,4	8,9	39,2	0,2
2024 Dec.	34,5	39,3	4,0	12,6	17,9	8,5	14,8	5,4	4,6	-1,6
2025 Jan.	13,7	5,7	2,6	4,7	6,4	21,2	15,3	2,8	17,7	0,7
Feb.	13,1	11,0	1,3	5,0	6,9	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	10,1	7,2	-1,8	6,7	16,4	15,4	2,8	14,2	-0,5
May	0,3	-2,2	-1,2	-0,1	1,5	15,3	12,4	1,1	13,8	0,4
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	2,0	0,7	0,5	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 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	3,4	1,3	1,7	1,9	4,0	1,6	-0,5
May	2,4	2,5	4,6	3,4	1,4	1,9	2,0	4,0	1,9	-0,3

Source: ECB.

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

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

3) Including non-profit institutions serving households.

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

5 Financing conditions and credit developments

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

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

	MFI liabilities					MFI assets				
	Central government holdings ²⁾	Longer-term financial liabilities vis-à-vis other euro area residents				Net external assets	Other			
		Total	Deposits with an agreed maturity of over 2 years	Deposits redeemable at notice of over 3 months	Debt securities with a maturity of over 2 years		Capital and reserves	Total	Repos with central counterparties ³⁾	Reverse repos to central counterparties ³⁾
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	
Outstanding amounts										
2022	639,4	6 731,2	1 783,0	45,7	2 109,0	2 793,4	1 332,5	344,5	137,2	147,2
2023	447,4	7 327,2	1 827,5	90,2	2 413,8	2 995,6	1 858,1	213,8	152,1	152,6
2024	377,9	7 836,7	1 843,2	116,5	2 588,3	3 288,7	2 694,5	227,7	140,4	136,0
2024 Q2	410,5	7 526,1	1 828,2	109,9	2 526,1	3 061,9	2 243,9	300,1	182,6	176,5
Q3	402,8	7 679,4	1 833,1	114,3	2 541,1	3 190,9	2 490,5	247,2	184,9	188,5
Q4	377,9	7 836,7	1 843,2	116,5	2 588,3	3 288,7	2 694,5	227,7	140,4	136,0
2025 Q1 ^(e)	366,8	7 939,1	1 834,3	121,1	2 573,6	3 410,1	2 811,4	202,3	183,5	161,3
2024 Dec.	377,9	7 836,7	1 843,2	116,5	2 588,3	3 288,7	2 694,5	227,7	140,4	136,0
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	202,3	183,5	161,3
Apr.	447,0	7 910,9	1 830,0	123,4	2 537,1	3 420,3	2 838,7	222,1	195,4	173,4
May ^(e)	471,6	7 957,1	1 829,7	125,9	2 572,4	3 429,0	2 926,3	243,3	181,4	177,6
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	287,7	15,6	26,2	164,1	81,8	572,4	-3,3	-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	172,9	-31,6	2,4	12,0
Q4	-25,4	71,7	4,8	2,2	5,6	59,1	112,2	-38,4	-44,5	-52,6
2025 Q1 ^(e)	-10,7	29,1	-5,7	5,7	10,8	18,4	6,8	-21,8	43,1	25,3
2024 Dec.	-46,5	53,3	2,2	0,6	0,9	49,6	57,2	-93,0	-36,3	-28,1
2025 Jan.	26,5	26,0	-3,6	1,8	6,7	21,0	-8,2	-8,8	22,8	10,6
Feb.	21,1	4,5	3,4	1,1	5,4	-5,4	35,3	7,0	32,9	13,2
Mar.	-58,3	-1,4	-5,5	2,8	-1,3	2,7	-20,3	-19,9	-12,6	1,6
Apr.	80,3	-15,4	-0,9	2,4	-5,0	-12,0	60,3	35,1	11,9	12,2
May ^(e)	24,6	35,0	-0,6	2,4	32,8	0,4	73,5	27,0	-13,9	4,2
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 ^(e)	-7,1	2,7	0,3	17,6	3,5	3,0	-	-	3,1	-7,4
2024 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	-	-	3,1	-7,4
Apr.	1,8	2,3	0,4	16,8	2,4	2,9	-	-	19,4	-2,3
May ^(e)	6,8	2,6	0,5	17,1	3,4	2,8	-	-	14,0	7,6

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 Q2	-3,4	.	.	.	.	-1,6
Q3	-3,2	.	.	.	.	-1,3
Q4	-3,1	.	.	.	.	-1,2
2025 Q1	-3,0	.	.	.	.	-1,1

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 Q2	46,2	45,4	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	13,3	12,4	14,7	0,8	49,7	44,5	10,0	6,0	1,9	22,7	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
2025 Q1	46,7	45,9	13,4	12,4	14,9	0,8	49,7	44,7	10,0	6,0	1,9	22,9	4,9

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	7									8	9	10	11	12	13	14
	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 Q2	88,0	2,2	11,8	74,0	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
Q3	88,0	2,2	11,8	74,0	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
Q4	87,4	2,2	11,8	73,4	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
2025 Q1	88,0	2,3	11,7	74,1	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.

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

6 Fiscal developments

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

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

	Change in debt-to-GDP ratio ²⁾	Primary deficit (+)/surplus (-)	Deficit-debt adjustment								Interest-growth differential	Memo item: Borrowing requirement
			Total	Transactions in main financial assets					Revaluation effects and other changes in volume	Other		
				Total	Currency and deposits	Loans	Debt securities	Equity and investment fund shares				
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
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 Q2	-0,7	1,6	-0,3	-0,5	-0,5	-0,1	0,1	0,1	0,4	-0,1	-2,1	2,8
Q3	-0,3	1,3	0,0	-0,2	-0,3	-0,1	0,1	0,0	0,3	-0,1	-1,7	2,9
Q4	0,0	1,2	0,3	0,0	-0,3	0,0	0,2	0,1	0,3	0,0	-1,4	3,1
2025 Q1	0,2	1,1	0,5	0,3	0,1	0,0	0,1	0,1	0,3	-0,1	-1,3	3,2

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	11,5	4,1	1,4	0,4	8,1	2,0	1,2	1,9	2,0	1,6	3,6	1,9
2024	12,4	11,0	4,1	1,4	0,4	8,2	2,1	1,3	2,2	2,1	1,8	3,6	2,9
2024 Q3	12,5	11,1	3,8	1,4	0,4	8,2	2,1	1,3	2,0	2,1	1,7	3,7	2,9
Q4	12,4	11,0	4,1	1,4	0,4	8,2	2,1	1,3	2,2	2,1	1,8	3,6	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	3,4	3,0
Q2	12,9	11,4	3,2	1,5	0,4	8,3	2,2	1,3	1,7	2,2	2,0	3,1	2,8
2025 Jan.	12,5	11,0	4,0	1,4	0,4	8,2	2,1	1,3	1,9	2,2	1,9	3,5	3,0
Feb.	12,6	11,2	4,1	1,4	0,4	8,3	2,1	1,3	1,9	2,2	1,9	3,5	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	3,4	3,0
Apr.	13,1	11,6	3,8	1,5	0,4	8,3	2,2	1,3	1,7	2,2	2,0	3,3	2,9
May	12,9	11,4	3,2	1,5	0,4	8,3	2,2	1,3	1,6	2,2	2,0	3,2	2,8
June	12,9	11,4	3,2	1,5	0,4	8,3	2,2	1,3	1,7	2,2	2,0	3,1	2,8

Source: ECB.

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

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

3) Residual maturity at the end of the period.

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

6 Fiscal developments

6.6 Fiscal developments in euro area countries

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

	Belgium 1	Germany 2	Estonia 3	Ireland 4	Greece 5	Spain 6	France 7	Croatia 8	Italy 9	Cyprus 10
Government deficit (-)/surplus (+)										
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 Q2	-4,1	-2,7	-3,6	1,5	0,2	-3,2	-5,5	-1,8	-6,2	4,0
Q3	-4,4	-2,8	-3,0	4,4	0,8	-3,0	-5,6	-2,1	-5,3	4,0
Q4	-4,5	-2,7	-1,5	4,1	1,3	-3,2	-5,8	-2,0	-3,4	4,3
2025 Q1	-5,0	-2,4	-1,0	4,1	2,6	-3,1	-5,8	-2,6	-3,5	4,4
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 Q2	106,6	62,0	23,8	40,8	160,1	105,3	112,3	60,0	136,6	70,2
Q3	105,7	62,4	24,0	40,3	158,3	104,4	113,6	59,6	136,2	69,2
Q4	104,7	62,5	23,6	38,7	153,6	101,8	113,2	57,6	135,3	65,1
2025 Q1	106,8	62,3	24,1	34,9	152,5	103,5	114,1	58,4	137,9	64,3
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 Q2	-4,7	-0,9	0,5	-3,5	-0,4	-3,3	1,0	-1,9	-4,9	-3,7
Q3	-2,7	-1,4	0,5	-3,0	-0,3	-3,8	0,7	-1,7	-4,9	-4,3
Q4	-1,8	-1,3	1,0	-3,7	-0,9	-4,6	0,7	-0,9	-5,3	-4,5
2025 Q1	-1,0	-1,5	0,5	-3,1	-1,3	-5,2	0,8	-1,6	-5,1	-4,3
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 Q2	45,9	37,4	26,1	46,6	43,8	82,8	100,3	69,4	60,0	80,7
Q3	47,2	38,4	25,8	45,9	42,6	83,0	97,1	66,7	59,8	82,2
Q4	46,8	38,2	26,3	47,4	43,7	81,4	94,9	67,0	59,3	82,1
2025 Q1	45,6	40,6	26,1	48,1	43,2	84,9	96,4	69,9	62,8	83,7

Source: Eurostat.

© **Banque centrale européenne, 2025**

Adresse postale 60640 Frankfurt am Main, Allemagne

Téléphone +49 69 1344 0

Site internet www.ecb.europa.eu

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

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

La date d'arrêt des statistiques figurant dans cette publication est le 23 juillet 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-01-25-046-FR-N (PDF)

Directeur de la publication : Claude Piot

Secrétaire général