



BANQUE CENTRALE EUROPÉENNE
EUROSYSTEME

Bulletin économique

Numéro 6 / 2025



Sommaire

Évolutions économiques, financières et monétaires	2
Vue d'ensemble	2
1 Environnement extérieur	8
2 Activité économique	15
3 Prix et coûts	23
4 Évolutions sur les marchés financiers	30
5 Conditions de financement et évolutions du crédit	36
6 Évolutions budgétaires	42
Encadrés	46
1 Restrictions sur les exportations chinoises de terres rares : quelle vulnérabilité de la zone euro ?	46
2 Anticipations et actions des consommateurs durant les récentes tensions commerciales	53
3 Secteur manufacturier versus secteur des services : comment l'anticipation des entreprises et l'incertitude ont déterminé les évolutions récentes	59
4 Les travailleurs sont-ils disposés à accepter des réductions de salaire en échange de la flexibilité apportée par le travail à distance ?	64
5 Le suivi de l'attention portée à l'inflation dans les nouvelles	69
6 Conditions de la liquidité et opérations de politique monétaire du 23 avril au 29 juillet 2025	77
Articles	83
1 Les impacts macroéconomiques d'une hausse des dépenses de défense : une évaluation fondée sur des modèles	83
Encadré 1 Multiplicateurs budgétaires des dépenses de défense : brève présentation de la littérature empirique	101
2 Rester calme et avoir du liquide : enseignements sur le rôle unique de la monnaie physique à travers quatre crises	107
Statistiques	128

Évolutions économiques, financières et monétaires

Vue d'ensemble

Lors de sa réunion du 11 septembre 2025, le Conseil des gouverneurs a décidé de laisser inchangés les trois taux directeurs de la BCE. L'inflation se situe actuellement autour de la cible à moyen terme de 2 % et l'évaluation, par le Conseil des gouverneurs, des perspectives d'inflation est globalement inchangée.

Les projections macroéconomiques de septembre 2025 établies par les services de la BCE pour la zone euro présentent une image de l'inflation analogue à celle projetée en juin. Elles prévoient que l'inflation totale s'établira en moyenne à 2,1 % en 2025, 1,7 % en 2026 et 1,9 % en 2027. S'agissant de l'inflation hors énergie et produits alimentaires, elle ressortirait en moyenne à 2,4 % en 2025, 1,9 % en 2026 et 1,8 % en 2027. L'économie devrait croître de 1,2 % en 2025, soit une révision à la hausse par rapport au taux de 0,9 % projeté en juin. La projection de croissance pour 2026 est désormais légèrement plus faible, à 1,0 %, tandis que la projection pour 2027 est inchangée, à 1,3 %.

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

L'économie a crû de 0,7 % en termes cumulés au cours du premier semestre 2025, tirée par la résilience de la demande intérieure. En rythme trimestriel, la croissance a été plus soutenue au premier trimestre et plus faible au deuxième trimestre, traduisant en partie une anticipation initiale du commerce international avant les hausses attendues des droits de douane, puis une inversion de cet effet.

Les indicateurs tirés d'enquêtes suggèrent une poursuite de la croissance dans le secteur manufacturier comme dans les services, signe d'une dynamique sous-jacente positive dans l'économie. Même si la demande de main-d'œuvre s'atténue, le marché du travail reste une source de vigueur, le taux de chômage s'étant établi à 6,2 % en juillet 2025. Avec le temps, cela devrait stimuler les dépenses de consommation, en particulier si, comme anticipé dans les projections de

septembre 2025, les ménages épargnent une part moindre de leur revenu. Les dépenses de consommation et l'investissement devraient bénéficier de la transmission des réductions antérieures des taux directeurs du Conseil des gouverneurs aux conditions de financement. L'investissement devrait également être soutenu par d'importantes dépenses publiques dans les infrastructures et la défense.

Les droits de douane et l'incertitude qui en résulte ont contribué à de fortes fluctuations de l'activité économique au premier semestre 2025, avec une concentration de l'activité en début de période, en particulier en Irlande. La dissipation de ces facteurs au second semestre de l'année devrait accentuer la volatilité, brouillant les signaux de la dynamique sous-jacente de l'économie de la zone euro. En fait, si l'on fait abstraction de la volatilité due aux fluctuations des données irlandaises, la croissance économique dans le reste de la zone euro a été plus stable et devrait le rester au second semestre de l'année. Bien que le nouvel accord commercial entre les États-Unis et l'UE implique une hausse des droits de douane sur les exportations de la zone euro vers les États-Unis, il a contribué à réduire l'incertitude entourant la politique commerciale. L'incidence globale de l'évolution des politiques dans le monde ne deviendra claire qu'avec le temps. Plus tard sur l'horizon de projection, la croissance économique de la zone euro devrait se renforcer, soutenue par plusieurs facteurs. La hausse des salaires réels et de l'emploi, ainsi que de nouvelles dépenses publiques consacrées aux infrastructures et à la défense, principalement en Allemagne, devraient soutenir la demande intérieure de la zone euro. En outre, des conditions de financement moins restrictives – reflétant principalement les décisions récentes de politique monétaire – et un rebond de la demande extérieure en 2027 sont également considérés comme favorables aux perspectives de croissance.

La croissance annuelle moyenne du PIB en volume devrait s'établir à 1,2 % en 2025, 1,0 % en 2026 et 1,3 % en 2027. Par rapport aux projections de juin 2025, les perspectives de croissance du PIB ont été révisées à la hausse, de 0,3 point de pourcentage pour 2025, reflétant des données disponibles meilleures qu'anticipé et un acquis de croissance résultant des révisions sur les données historiques. Toutes les données non anticipées n'étant pas liées à une concentration plus forte que prévu précédemment de l'activité en début de période, elles ne devraient être que partiellement contrebalancées au second semestre de l'année. L'appréciation de l'euro et l'affaiblissement de la demande extérieure (en partie liés à des droits de douane légèrement plus élevés qu'anticipé dans les projections de juin) ont entraîné une révision à la baisse de 0,1 point de pourcentage pour 2026. La projection pour 2027 reste inchangée.

Le Conseil des gouverneurs considère 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. Un an après la publication du rapport de Mario Draghi sur l'avenir de la compétitivité européenne, il demeure crucial de suivre ses recommandations avec de nouvelles actions concrètes et d'en accélérer la mise en œuvre, conformément à la feuille de route de la Commission

européenne. 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 est essentiel d'achever l'union pour l'épargne et l'investissement ainsi que l'union bancaire, selon un calendrier ambitieux, et de rapidement mettre en place le cadre législatif nécessaire à l'introduction potentielle d'un euro numérique.

Inflation

L'inflation en rythme annuel reste proche de la cible du Conseil des gouverneurs, à 2,1 % en août 2025 contre 2,0 % en juillet. La baisse des prix de l'énergie s'est établie à – 1,9 %, après – 2,4 % en juillet, tandis que la hausse des prix des produits alimentaires a ralenti, à 3,2 %, après 3,3 %. L'inflation hors énergie et produits alimentaires est restée constante à 2,3 %. La progression des prix des services a légèrement diminué, à 3,1 %, contre 3,2 % en juillet, tandis que la hausse des prix des biens est demeurée inchangée, à 0,8 %.

Les indicateurs de l'inflation sous-jacente restent conformes à la cible du Conseil des gouverneurs de 2 % à moyen terme. La croissance annuelle de la rémunération par tête s'est établie à 3,9 % au deuxième trimestre, contre 4,0 % au trimestre précédent et 4,8 % au deuxième trimestre de 2024. Les indicateurs prospectifs, notamment l'outil de suivi des salaires de la BCE et les enquêtes sur les anticipations relatives aux salaires, suggèrent que la progression des salaires va continuer de se modérer. Cette évolution, conjuguée aux gains de productivité, contribuera à contenir les tensions d'origine interne sur les prix, même si les bénéfices se redressent à partir de niveaux faibles.

Les nouvelles projections établies par les services de la BCE présentent une image de l'inflation semblable à celle projetée en juin. L'inflation totale, mesurée par l'indice des prix à la consommation harmonisé (IPCH), devrait rester stable, autour de 2 %, jusqu'à fin 2025, puis reculer à 1,7 % en moyenne en 2026 avant de se redresser pour s'établir à 1,9 % en 2027. La baisse prévue en 2026 reflète une nouvelle atténuation progressive des composantes hors énergie, tandis que la hausse des prix de l'énergie devrait rester volatile, mais s'accroître sur l'horizon de projection, en partie en raison du système d'échange de quotas d'émission de l'UE 2, qui démarrera en 2027. La hausse des prix des produits alimentaires devrait rester élevée dans un premier temps, à mesure que les effets décalés des hausses passées des prix internationaux des matières premières alimentaires se répercutent, mais elle devrait ensuite se modérer pour s'établir légèrement au-dessus de 2 % en 2026 et 2027.

L'inflation mesurée par l'IPCH hors énergie et produits alimentaires devrait diminuer pour revenir de 2,4 % en 2025 à 1,9 % en 2026 et 1,8 % en 2027, avec l'atténuation des tensions sur les salaires et le ralentissement de la hausse des prix des services, tandis que l'appréciation de l'euro se répercute le long de la chaîne des prix et freine la hausse des prix des biens. La croissance plus faible des salaires, due à la récupération des pertes de salaire réel passées, conjuguée à un redressement de la

croissance de la productivité, devrait entraîner un ralentissement sensible de la croissance des coûts unitaires de main-d'œuvre.

Par comparaison avec les projections de juin 2025, les perspectives relatives à la hausse de l'IPCH total ont été révisées à la hausse de 0,1 point de pourcentage pour 2025 et 2026. Cela s'explique par des hypothèses et des résultats plus élevés relatifs aux prix des matières premières énergétiques, ainsi que par les effets décalés de l'augmentation des cours internationaux des matières premières alimentaires, qui font plus que compenser les effets de l'appréciation de l'euro. Pour 2027, les effets décalés de l'appréciation de l'euro sont considérés comme prédominants, entraînant une révision à la baisse de 0,1 point de pourcentage.

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 sont devenus plus équilibrés. Si les accords commerciaux conclus récemment ont réduit l'incertitude, une nouvelle dégradation des relations commerciales pourrait limiter davantage 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, une plus grande aversion au risque et un affaiblissement de la croissance. Les tensions géopolitiques, tenant notamment à la guerre injustifiée menée par la Russie contre l'Ukraine et au conflit tragique au Moyen-Orient, demeurent une source d'incertitude importante. En revanche, une augmentation plus importante que prévu des dépenses consacrées à la défense et aux infrastructures, associée à des réformes visant à accroître la productivité, favoriserait la croissance. Une amélioration de la confiance des entreprises stimulerait l'investissement privé. Une diminution des tensions géopolitiques, ou une résolution plus rapide que prévu des différends commerciaux encore présents, pourrait aussi stimuler la confiance et l'activité.

Les perspectives d'inflation restent plus incertaines que d'ordinaire, en raison de la volatilité persistante 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 nouvelle hausse 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 attiser

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

Depuis la réunion de politique monétaire de juillet 2025 du Conseil des gouverneurs, les taux de marché à court terme ont augmenté, tandis que les taux à plus long terme sont restés globalement inchangés. Toutefois, les réductions antérieures des taux d'intérêt directs du Conseil des gouverneurs ont continué de faire baisser les coûts des emprunts des entreprises en juillet. Le taux d'intérêt moyen appliqué aux nouveaux prêts aux entreprises est revenu à 3,5 % en juillet, après 3,6 % en juin. Le coût du financement par endettement de marché est resté inchangé à 3,5 %. Les prêts aux entreprises ont progressé de 2,8 %, soit un rythme légèrement plus soutenu qu'en juin, tandis que la croissance des émissions d'obligations d'entreprises s'est renforcée à 4,1 %, après 3,4 %. Le taux d'intérêt moyen sur les nouveaux prêts hypothécaires est de nouveau resté inchangé à 3,3 % en juillet, alors que l'activité de prêt hypothécaire s'est redressée à 2,4 %, après 2,2 %.

Décisions de politique monétaire

Les taux d'intérêt de la facilité de dépôt, des opérations principales de refinancement et de la facilité de prêt marginal ont été laissés 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 11 septembre 2025, le Conseil des gouverneurs a décidé de laisser inchangés les trois taux directs 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.

L'activité économique mondiale devrait rester stable mais modérée à court terme, après une croissance plus forte que prévu au premier semestre 2025, mais qui ne devrait pas perdurer. La croissance des importations mondiales devrait se ralentir, car l'augmentation liée aux anticipations des entreprises en prévision des hausses des droits de douane observée plus tôt dans l'année devrait s'estomper. La hausse des droits de douane américains et l'incertitude toujours élevée redéfinissent les flux commerciaux internationaux et constituent un risque pour la logistique, même si les tensions sur les chaînes d'approvisionnement mondiales paraissent contenues jusqu'à présent. La désinflation semble avoir marqué une pause dans certaines économies avancées, la dynamique de l'inflation core pour les biens se renforçant, en particulier aux États-Unis. Dans ce contexte, les projections macroéconomiques de septembre 2025 établies par les services de la BCE pour la zone euro tablent sur des perspectives de croissance mondiale plus faibles à l'avenir. Néanmoins, le ralentissement de l'activité mondiale devrait être moins marqué que prévu dans les projections macroéconomiques de juin 2025 établies par les services de l'Eurosystème, reflétant des données positives inattendues, tandis que l'expansion budgétaire aux États-Unis, le recul de l'incertitude concernant la politique commerciale et l'assouplissement des conditions financières mondiales devraient atténuer l'impact des droits de douane récemment annoncés. Au niveau mondial, l'inflation totale mesurée par l'indice des prix à la consommation (IPC) devrait se modérer sur l'horizon de projection, malgré l'accélération attendue de l'inflation totale mesurée par l'IPC aux États-Unis en 2026 en raison des droits de douane, de l'expansion budgétaire et de la dépréciation du dollar américain.

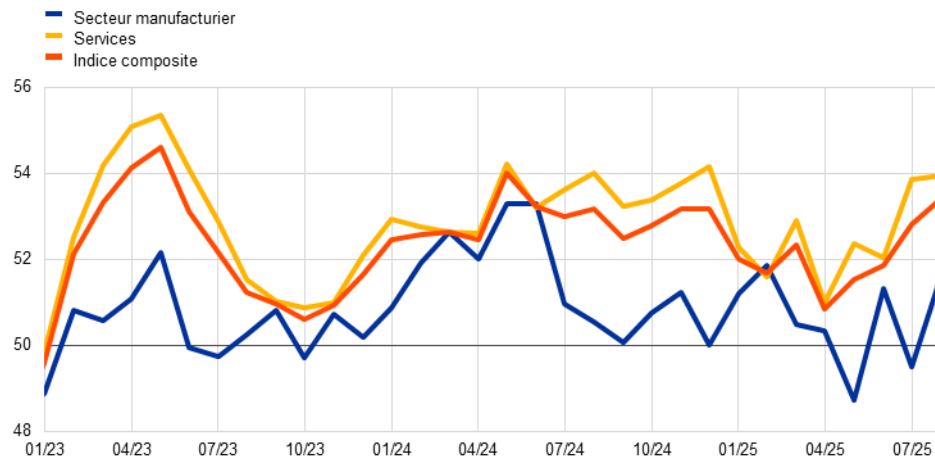
La croissance mondiale (hors zone euro) devrait rester modérée mais stable à court terme.

Le PIB mondial a augmenté de 0,9 % en rythme trimestriel au deuxième trimestre, après 0,7 % au premier trimestre. Si l'activité a surpris favorablement dans les grandes économies, telles que les États-Unis et la Chine, cela a reflété d'importantes fluctuations des exportations nettes et des stocks plutôt que la vigueur sous-jacente de l'économie mondiale. Ces distorsions liées aux anticipations des exportations – dues au comportement de précaution des entreprises et des consommateurs en prévision des droits de douane – devraient se dissiper progressivement, ce qui signifie que l'impulsion temporaire donnée à l'activité ne devrait probablement pas perdurer au second semestre. Les données récentes corroborent cette évaluation, le modèle de prévision en temps réel de la BCE indiquant une croissance plus faible du PIB en volume au troisième trimestre. L'indice composite des directeurs d'achat (*Purchasing Managers' Index*, PMI) pour la production mondiale s'est amélioré en août, soutenu par le redressement du secteur manufacturier, qui est sorti du territoire indiquant une contraction pour s'établir à 51,6, tandis que la production dans les services est restée globalement stable à 54,0 (graphique 1).

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.
Notes Les dernières observations se rapportent à août 2025.

Les perspectives de croissance mondiale devraient s'affaiblir, bien que moins fortement qu'envisagé dans les projections macroéconomiques de juin 2025 établies par les services de l'Eurosystème.

La croissance mondiale devrait se ralentir sur l'horizon de projection pour revenir au-dessous de sa moyenne d'avant la pandémie (3,6 %), car les droits de douane et l'incertitude relative à la politique économique pèsent sur la consommation et détériorent les perspectives d'investissement. D'après les projections macroéconomiques de septembre 2025 établies par les services de la BCE, la croissance du PIB mondial en volume devrait s'établir à 3,3 % en 2025 (contre 3,6 % en 2024), se ralentir de nouveau à 3,1 % en 2026, avant de se redresser légèrement à 3,3 % en 2027 ¹. Si la croissance du PIB en volume a surpris favorablement au deuxième trimestre 2025 dans les principales économies (par exemple aux États-Unis, en Chine et au Royaume-Uni), les données économiques récentes indiquent un ralentissement de l'activité au second semestre, notamment en raison de l'affaiblissement de la demande de main-d'œuvre aux États-Unis et du fléchissement des ventes au détail et de l'investissement en Chine. Les risques entourant les perspectives mondiales restent orientés à la baisse, car une nouvelle intensification de la guerre commerciale pourrait freiner l'activité. En outre, les préoccupations relatives à la soutenabilité budgétaire dans les grandes économies avancées pourraient entraîner une volatilité excessive sur les marchés financiers et des effets de contagion négatifs à l'échelle mondiale. Du côté des risques orientés à la hausse, le succès des négociations commerciales, en particulier entre les États-Unis et la Chine, pourrait éviter une escalade majeure des droits de douane et contribuer à réduire l'incertitude relative à la politique économique dans le monde.

La dynamique du commerce mondial devrait s'affaiblir dans un contexte de hausse des droits de douane et d'incertitude persistante en matière de

¹ Pour plus de détails, cf. « [Projections macroéconomiques établies par les services de la BCE pour la zone euro, septembre 2025](#) », publiées sur le site Internet de la BCE le 11 septembre 2025.

politique commerciale, en dépit de la résilience apparente au premier semestre 2025.

Le commerce mondial s'est ralenti au deuxième trimestre et devrait continuer de s'affaiblir, contrebalançant la forte hausse observée au premier trimestre. L'outil de suivi du commerce de la BCE, fondé sur des indicateurs à haute fréquence disponibles, fait état d'une dynamique du commerce modérée au troisième trimestre, le *momentum* restant négatif en juillet et en août. D'après les projections macroéconomiques de septembre 2025 établies par les services de la BCE, la croissance des importations mondiales devrait se ralentir considérablement, revenant de 4,2 % en 2024 à 2,8 % en 2025 et 1,5 % en 2026, avant de se redresser pour s'établir à 3,1 % en 2027. Le fort ralentissement à l'avenir reflète l'arrêt progressif des anticipations des entreprises observées précédemment, l'impact des droits de douane et l'incertitude accrue relative à la politique commerciale, qui freinent les investissements, entraînant une composition de la demande mondiale moins dépendante des échanges commerciaux. Les importations américaines devant rebondir après une contraction en 2026, le commerce mondial devrait se redresser légèrement en 2027, mais à un rythme plus lent que la croissance du PIB mondial en volume. Par rapport aux projections macroéconomiques de juin 2025 établies par les services de l'Eurosystème, la croissance des importations mondiales a été révisée à la baisse, principalement en raison des droits de douane nouvellement mis en œuvre, accentués par une réévaluation à la baisse de l'intensité en importations de la croissance en Chine. Enfin, si les droits de douane peuvent poser des défis logistiques, les tensions généralisées sur les chaînes d'approvisionnement mondiales sont actuellement contenues. Des signes de tensions sont visibles dans des secteurs comme ceux de l'aluminium, de l'acier et du textile, mais restent bien plus modérés que les perturbations observées au cours de la période post-pandémie.

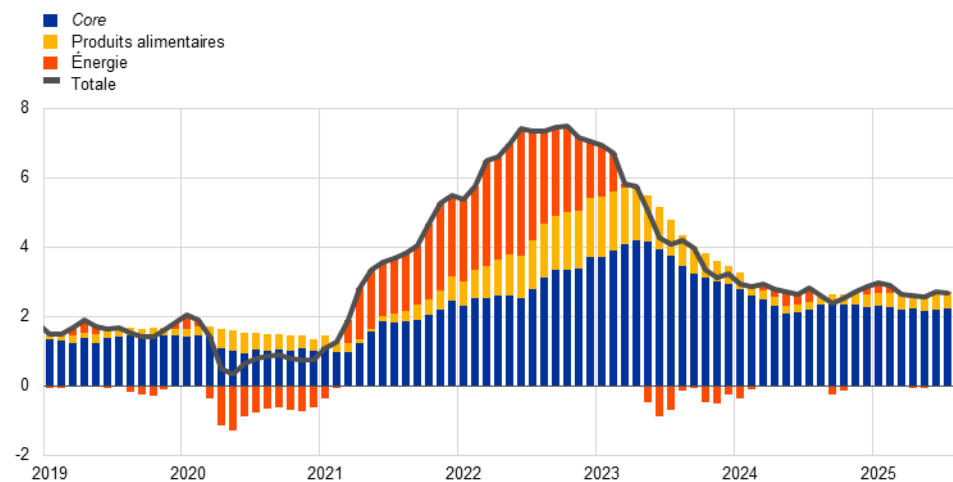
L'inflation totale dans les pays membres de l'Organisation de coopération et de développement économiques (OCDE) est restée supérieure à 2 % et l'inflation sous-jacente (core) s'est légèrement accentuée en juillet.

En excluant la Turquie, l'inflation annuelle mesurée par l'IPC dans les pays de l'OCDE est demeurée stable à 2,7 % en juillet (graphique 2). Si la hausse des prix de l'énergie et des produits alimentaires s'est ralentie en juillet (de 0,6 point de pourcentage par rapport à juin, à 0,2 % pour l'énergie, et de 0,1 point de pourcentage, à 3,4 % pour les produits alimentaires), l'inflation *core* s'est légèrement accélérée, passant de 3,0 % en mai et juin à 3,1 %. Pour l'avenir, 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

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

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



Sources : OCDE et calculs des services de la BCE.

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

L'inflation totale annuelle mesurée par l'IPC pour un large groupe d'économies avancées et de marchés émergents devrait continuer de se modérer sur l'horizon de projection, malgré les tensions inflationnistes aux États-Unis.

Par rapport aux projections macroéconomiques de juin 2025 établies par les services de l'Eurosystème, l'inflation a été légèrement révisée à la baisse pour 2025 dans les grandes économies, telles que les États-Unis, la Chine et l'Inde, en raison de données plus faibles que prévu au deuxième trimestre. En revanche, les projections d'inflation pour un large groupe d'économies avancées et de marchés émergents ont été révisées à la hausse pour 2026, car l'augmentation des droits de douane et l'expansion budgétaire devraient accentuer les tensions inflationnistes aux États-Unis. Cela reflète également en partie une répercussion différée des droits de douane, car ces taxes concernent principalement des produits situés en amont des chaînes d'approvisionnement et l'anticipation des importations a permis aux entreprises de constituer des stocks de produits soumis à des droits de douane. À l'échelle mondiale, la révision à la hausse de l'inflation totale mesurée par l'IPC aux États-Unis en 2026 est en partie contrebalancée par des révisions à la baisse dans les économies émergentes, reflétant en particulier un *momentum* de l'inflation plus faible que prévu en Chine et en Inde. Selon les projections macroéconomiques de septembre 2025 établies par les services de la BCE, un indice composite mondial de l'inflation totale mesurée par l'IPC dans les économies avancées et les économies émergentes devrait se modérer, revenant de 4,0 % en 2024 à 3,2 % en 2025, avant de reculer de nouveau pour s'établir à 2,9 % en 2026 et à 2,5 % en 2027 ².

² Les projections macroéconomiques établies par les services de la BCE pour l'inflation totale mesurée par l'IPC recouvrent un ensemble plus large de pays, notamment les grands marchés émergents (par exemple, la Chine, l'Inde, le Brésil et la Russie), qui ne sont pas pris en compte dans l'inflation mesurée par l'IPC pour la zone OCDE.

Les prix du pétrole ont augmenté en raison des tensions géopolitiques au Moyen-Orient, tandis que les prix du gaz ont diminué à la suite des pourparlers de paix entre la Russie et l'Ukraine.

Les prix du pétrole ont augmenté de 1,4 % au cours de la période sous revue (du 5 juin au 10 septembre), sous l'effet d'une forte hausse consécutive aux frappes militaires israéliennes et américaines sur l'Iran mi-juin. La hausse initiale s'est toutefois en partie inversée, le risque d'une nouvelle escalade s'étant atténué. Une pression à la baisse supplémentaire a résulté de deux décisions successives de l'OPEP+ d'augmenter la production, achevant la levée des réductions sur la production de 2,2 millions de barils par jour introduites par le cartel en novembre 2023 à un rythme qui a surpris les marchés. Les prix du gaz en Europe ont initialement été soumis à des pressions provenant d'une offre abondante de gaz naturel liquéfié et de la faiblesse de la demande intérieure, ce qui a maintenu le stockage de gaz en bonne voie pour atteindre des niveaux adéquats avant l'hiver prochain. Les prix ont de nouveau diminué à la suite de la reprise des pourparlers de paix entre la Russie et l'Ukraine, atteignant leur niveau le plus bas depuis plus d'un an et baissant de 14,6 % au cours de la période sous revue. Les prix des métaux ont augmenté de 1 %, sous l'effet du cuivre, les marchés anticipant la mise en œuvre des droits de douane américains sur cette matière première. Toutefois, les augmentations initiales se sont ensuite en partie inversées après que les États-Unis ont exclu de manière inattendue le cuivre affiné des mesures, limitant leurs droits de douane aux produits semi-finis. Les prix des produits alimentaires ont diminué de 7,7 %, principalement en raison d'une baisse des prix du cacao, qui ont affiché des mouvements volatils au cours de la période en raison de facteurs liés aux conditions météorologiques.

Aux États-Unis, les deux composantes fondamentales du PIB que sont la consommation privée et l'investissement ont affiché un ralentissement au premier semestre 2025, tandis que l'inflation s'est accélérée en partie en raison des droits de douane.

Si la croissance du PIB en volume a rebondi à 0,7 % en rythme trimestriel au deuxième trimestre (après une contraction de 0,1 % au trimestre précédent), cela résulte principalement d'une forte contribution des exportations nettes et d'une baisse des stocks, qui ont en grande partie compensé la dynamique antérieure du commerce liée aux droits de douane. En revanche, les ventes finales réelles aux acheteurs intérieurs privés (hors dépenses publiques, exportations nettes et stocks) ont continué de se ralentir au deuxième trimestre. L'activité devrait se modérer au second semestre, les droits de douane, le manque de confiance et le ralentissement de la croissance du revenu disponible réel pesant sur la consommation et l'investissement. Cela est cohérent avec les signes d'affaiblissement de la demande de main-d'œuvre, l'emploi salarié non agricole ayant surpris défavorablement en juillet et août, avec d'importantes révisions à la baisse pour les mois précédents également. En termes nominaux, l'inflation totale mesurée par l'indice relatif aux dépenses de consommation privée (*personal consumption expenditure*, PCE) est restée inchangée à 2,6 % en juillet, tandis que l'inflation *core* mesurée par l'indice PCE a augmenté pour s'établir à 2,8 % (une hausse de 0,1 point de pourcentage par rapport au mois précédent), dans un contexte de signes indiquant que les droits de douane commencent à se répercuter sur les prix des biens hors produits alimentaires et énergie (*core goods*), en particulier dans les catégories étroitement liées aux importations soumises à des

droits de douane (par exemple, l'ameublement, les produits de loisirs). Si les producteurs et les détaillants américains sont probablement en train d'absorber la majeure partie des augmentations des droits de douane – les bénéfices élevés des entreprises et l'accumulation préventive de stocks servant de coussins temporaires – la répercussion de la hausse des droits de douane sur les prix à la consommation devrait s'accroître avec le temps. Dans ce contexte, et compte tenu des tensions inflationnistes résultant de l'expansion budgétaire aux États-Unis ainsi que de la dépréciation du dollar américain, les projections macroéconomiques de septembre 2025 établies par les services de la BCE tablent sur une accélération de l'inflation totale mesurée par l'IPC, passant de 2,8 % en 2025 à 3,3 % en 2026. Dans son discours prononcé à Jackson Hole le 22 août, le président de la Réserve fédérale Jerome Powell a reconnu que « les risques à la baisse pour l'emploi augmentent » et a souligné que la balance des risques pourrait justifier un ajustement de la politique monétaire.

En Chine, la croissance des exportations a continué de bien résister, tandis que la demande intérieure s'est de nouveau affaiblie. Dans l'ensemble, l'économie est restée solide au premier semestre 2025 dans un contexte de forte croissance des exportations, mais la dynamique s'est ralentie au troisième trimestre, les données de juillet relatives aux ventes au détail, à la production industrielle et à l'investissement en actifs fixes ayant toutes surpris défavorablement. Au-delà des secteurs soutenus par la politique économique, la demande intérieure reste faible, avec une persistance de l'atonie sur le marché de l'immobilier résidentiel et des dépenses de consommation modérées en dehors des biens subventionnés. Toutefois, les exportations ont continué d'afficher de bonnes performances en juillet et devraient rester résilientes à court terme, soutenues par la prolongation jusqu'en novembre de la suspension des droits de douane entre les États-Unis et la Chine. Les tensions inflationnistes sont restées modérées en juillet, la hausse des prix à la consommation demeurant étale à 0,0 % en glissement annuel (en baisse de 0,1 point de pourcentage par rapport au mois précédent) et la hausse des prix à la production restant profondément négative à – 3,6 % en glissement annuel (sans changement par rapport au mois précédent). En réponse, les autorités ont renforcé leur campagne « anti-involution » mi-2025, en introduisant des mesures plus strictes pour réduire la concurrence prédatrice sur les prix et les capacités excédentaires, en particulier dans les secteurs verts tels que l'énergie solaire, les batteries et les véhicules électriques. Toutefois, on ne sait toujours pas si ces initiatives suffiront à atténuer de façon significative les pressions déflationnistes à l'avenir.

Au Royaume-Uni, la croissance du PIB en volume s'est modérée au deuxième trimestre, tandis que l'inflation a continué de s'accroître. La production a augmenté de 0,3 % en rythme trimestriel au deuxième trimestre, surprenant favorablement, mais s'est ralentie par rapport au premier trimestre, lorsque l'activité avait été fortement soutenue par l'anticipation de la demande en prévision des droits de douane et des mesures fiscales. Pour l'avenir, l'activité devrait rester modérée à court terme dans un contexte de facteurs mondiaux défavorables et d'incertitude entourant le budget de l'automne, les anticipations d'une augmentation de la fiscalité étant susceptibles de peser sur la confiance. L'inflation totale annuelle s'est de nouveau accélérée pour s'établir à 3,8 % en juillet (en hausse de 0,2 point de

pourcentage par rapport au mois précédent), sous l'effet de la persistance de la hausse des prix des services, les transports – en particulier les tarifs aériens volatils – constituant le principal contributeur. L'inflation devrait atteindre un point haut au troisième trimestre en raison des variations des prix réglementés de l'énergie, avant de revenir progressivement vers la cible. Dans ce contexte, la Banque d'Angleterre a abaissé son taux directeur (*Bank rate*) de 25 points de base, à 4 % en août.

Les droits de douane et l'incertitude qui y est liée ont contribué à de fortes fluctuations de l'activité économique au cours du premier semestre 2025, avec une concentration de l'activité en début de période, notamment en Irlande. Après les résultats robustes du premier trimestre (0,6 %), la croissance du PIB en volume s'est ralentie au deuxième trimestre, ressortant à 0,1 % en rythme trimestriel. L'emploi a augmenté de 0,1 % au deuxième trimestre, au même taux que le PIB. D'un point de vue sectoriel, le secteur des services a été le principal contributeur à la croissance au deuxième trimestre, augmentant à un rythme comparable à celui du premier trimestre. Dans le même temps, la croissance dans le secteur industriel s'est ralentie par rapport au premier trimestre, dans la mesure où les effets des exportations effectuées par anticipation se sont résorbés, où les droits de douane ont augmenté et où l'incertitude géopolitique et en matière de politique commerciale est demeurée élevée. Les données tirées d'enquêtes envoient des signaux assez contrastés, mais indiquent globalement une poursuite de la modeste expansion de l'activité au troisième trimestre 2025. Bien que l'incertitude se soit atténuée après l'accord commercial entre les États-Unis et l'UE, elle reste élevée au regard des données historiques ; ce résultat, conjugué à des droits de douane plus élevés, à l'appréciation de l'euro et à l'accentuation de la concurrence à l'échelle mondiale, pèse sur les perspectives à court terme, en particulier pour le secteur manufacturier. En parallèle, la croissance des services devrait rester le principal moteur de la croissance, car les consommateurs signalent une poursuite des dépenses dans les services. Si le marché du travail s'est assoupli au cours des derniers mois, il demeure source de robustesse. Pour l'avenir, la hausse des dépenses de consommation, notamment si les ménages épargnent une moindre part de leur revenu, couplée aux nouvelles dépenses publiques consacrées aux infrastructures et à la défense, devraient soutenir la demande intérieure dans la zone euro. De plus, des conditions de financement moins restrictives, reflétant principalement les récentes décisions de politique monétaire, devraient également soutenir une reprise progressive.

Cette perspective se reflète dans le scénario de base des [projections macroéconomiques de juin 2025 établies par les services de la BCE pour la zone euro](#), qui table sur une croissance annuelle du PIB en volume de 1,2 % en 2025, 1,0 % en 2026 et 1,3 % en 2027. Par rapport aux projections macroéconomiques de juin 2025 établies par les services de l'Eurosystème, les perspectives de croissance du PIB ont été révisées à la hausse de 0,3 point de pourcentage pour 2025, reflétant les données disponibles meilleures que prévu et un acquis de croissance provenant de révisions apportées aux données historiques. De plus, l'appréciation de l'euro et une demande extérieure plus faible ont entraîné une légère révision à la baisse de 0,1 point de pourcentage de la croissance du PIB pour 2026, tandis que les perspectives pour 2027 sont demeurées inchangées.

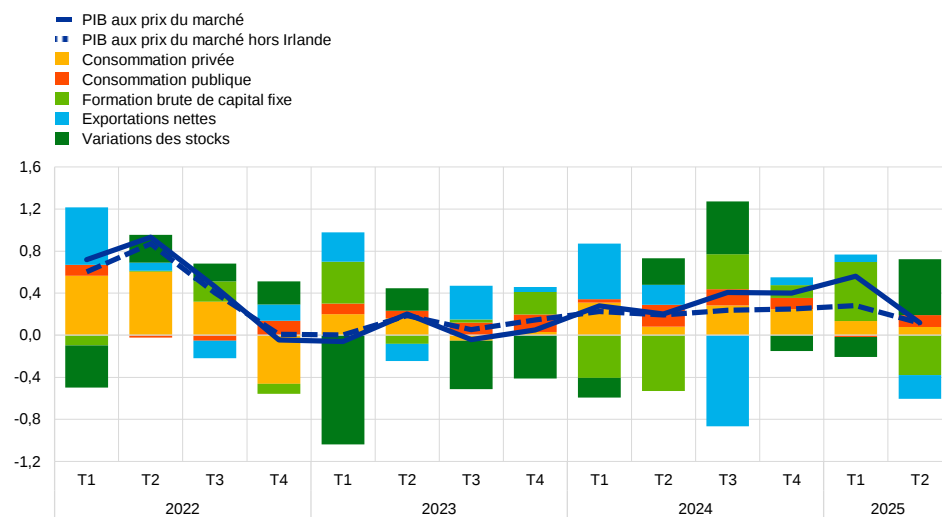
La croissance du PIB en volume s'est ralentie au deuxième trimestre 2025 dans un contexte d'incertitude persistante en matière géopolitique et de politique commerciale (graphique 3). Après les résultats solides du premier trimestre, qui résultent en partie des exportations effectuées par anticipation par les

entreprises en prévision des augmentations attendues des droits de douane, la croissance du PIB s'est ralentie au deuxième trimestre, ressortant à 0,1 % en rythme trimestriel, reflétant l'atténuation de ces effets (cf. encadré 3 sur la manière dont les exportations anticipées et l'incertitude ont influencé les évolutions récentes). Malgré une volatilité plus élevée ces deux derniers trimestres (largement liée à l'impact des données irlandaises), les derniers résultats marquent le septième trimestre de suite de croissance positive dans la zone euro. L'expansion modérée du PIB en volume de la zone euro au deuxième trimestre a été soutenue par la consommation tant privée que publique, ainsi que par les variations des stocks. Dans le même temps, les exportations et les investissements se sont contractés, ces derniers dans un contexte de baisse relativement importante de l'investissement hors construction, liée aux évolutions des droits de propriété intellectuelle irlandais. Les importations ayant affiché une croissance nulle, les échanges commerciaux nets ont apporté une contribution négative au deuxième trimestre. D'un point de vue sectoriel, le secteur des services a été le principal contributeur à la croissance, augmentant à un rythme comparable à celui du premier trimestre. Dans le même temps, la croissance dans le secteur industriel s'est ralentie par rapport au premier trimestre, reflétant la résorption des effets des exportations effectuées par anticipation et les hausses des droits de douane. De plus, la valeur ajoutée dans la construction a baissé, compensant amplement la forte hausse observée au premier trimestre.

Graphique 3

PIB en volume de la zone euro et ses composantes

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



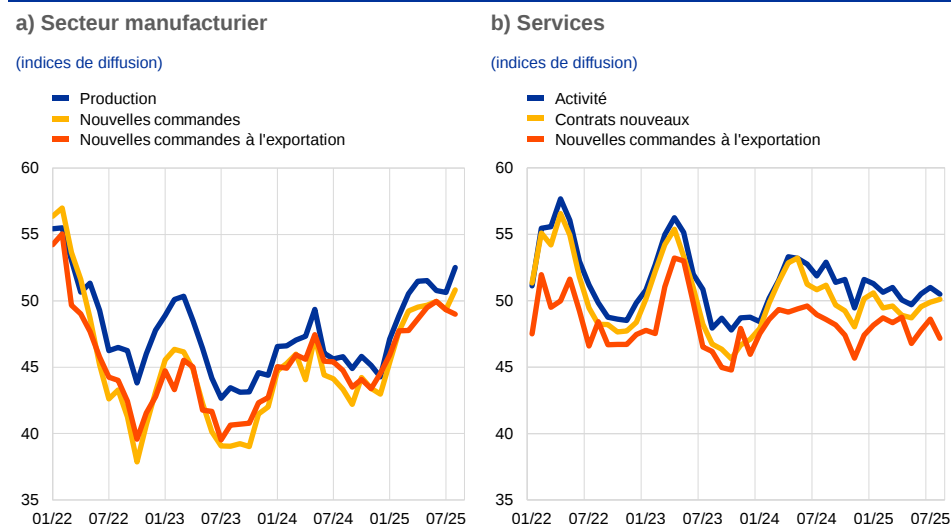
Sources : Eurostat et calculs des services de la BCE.

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

Les données tirées d'enquêtes envoient des signaux relativement contrastés, mais indiquent globalement une poursuite de la modeste expansion de l'activité au troisième trimestre 2025. Le niveau d'incertitude toujours élevé, l'augmentation des droits de douane et l'appréciation de l'euro pèsent sur les perspectives à court terme. L'indice composite des directeurs d'achat (PMI) pour la production est ressorti en hausse à 51,0 en moyenne en juillet et en août (après 50,4 au deuxième trimestre), indiquant une croissance faible à peu près au

même rythme qu'au deuxième trimestre. Même si, selon les estimations, la croissance dans les services s'est ralentie, elle devrait cependant constituer le principal moteur de la croissance, essentiellement en raison de sa taille plus importante par rapport au secteur industriel. En parallèle, l'activité dans le secteur manufacturier, qui s'est révélée plus dynamique au début de l'année en raison des exportations effectuées par anticipation en prévision d'une hausse des droits de douane, devrait être plus modérée à court terme, bien que les derniers résultats affichent une certaine amélioration (graphique 4). L'indice PMI relatif aux nouvelles commandes dresse un tableau analogue, avec une dynamique globalement atone. Toutefois, cet indicateur, plus prospectif par nature, affiche une amélioration un peu plus modeste qui devrait se poursuivre au quatrième trimestre de l'année.

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



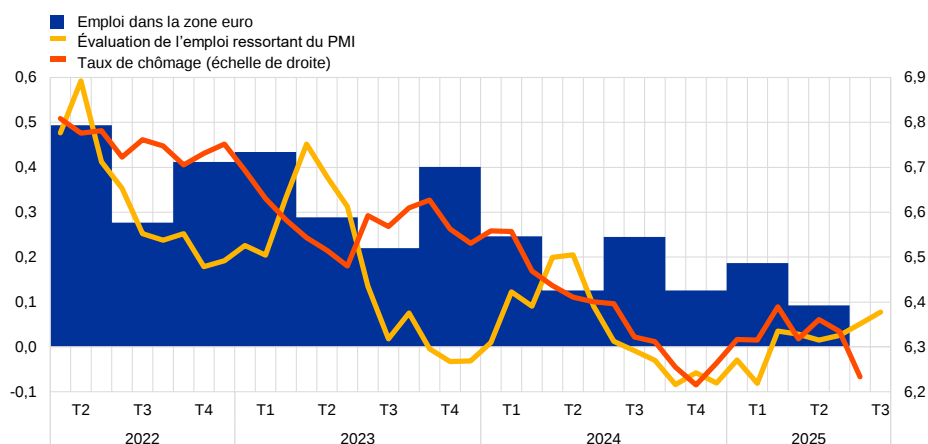
Source : S&P Global Market Intelligence.
Note : Les dernières observations se rapportent à août 2025.

L'emploi a augmenté de 0,1 % au deuxième trimestre 2025. Après une hausse de 0,2 % au premier trimestre 2025, la croissance de l'emploi s'est ralentie au deuxième trimestre de l'année, s'établissant à 0,1 % (graphique 5). Cette expansion masque des tendances divergentes dans la zone euro. Parmi les principales économies de la zone euro, la variation de l'emploi a essentiellement été tirée par l'Espagne, alors qu'elle était largement inchangée ou légèrement négative en Allemagne, en France et en Italie. Dans le même temps, le taux de chômage dans la zone euro est ressorti en baisse à 6,2 % en juillet, restant globalement stable à ce niveau depuis mi-2024. La demande de main-d'œuvre a de nouveau diminué, le taux de vacance d'emploi revenant à 2,3 % au deuxième trimestre, soit le même niveau qu'au quatrième trimestre 2019.

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 deuxième trimestre 2025 pour l'emploi dans la zone euro, à août 2025 pour l'évaluation de l'emploi ressortant du PMI et à juillet 2025 pour le taux de chômage.

Les indicateurs à court terme du marché du travail signalent une croissance de l'emploi modeste au troisième trimestre. L'indice composite mensuel des directeurs d'achat (PMI) relatif à l'emploi a augmenté, passant de 50,5 en juillet à 50,8 en août, ce qui suggère une hausse modérée de l'emploi au troisième trimestre. L'indice PMI relatif à l'emploi dans le secteur des services a augmenté, ressortant à 51,2 en août, après 50,9 en juillet, tandis que l'indice PMI relatif à l'emploi dans le secteur manufacturier a légèrement diminué, revenant à 49,4 après 49,5.

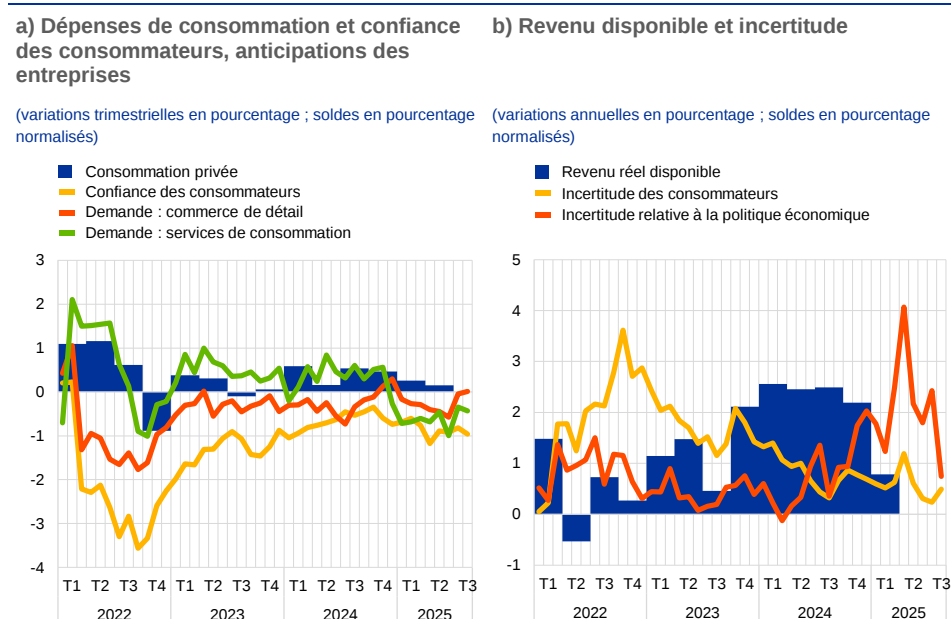
La croissance de la consommation privée s'est modérée au deuxième trimestre 2025, les données tirées d'enquête indiquant une certaine amélioration de la dynamique des dépenses au troisième trimestre.

La consommation privée a crû de 0,1 % en rythme trimestriel au deuxième trimestre 2025 (graphique 6, partie a), après avoir augmenté de 0,3 % au premier trimestre de l'année. Les dépenses des ménages consacrées aux services ont continué de s'inscrire en hausse, mais la consommation de biens a stagné, les dépenses consacrées aux biens non durables ayant diminué. Les données disponibles indiquent une amélioration de la dynamique de croissance des dépenses des ménages à court terme, des différences persistant entre les secteurs. Même si l'indicateur de confiance des consommateurs de la Commission européenne reste atone après une légère baisse en août, son niveau moyen pour juillet et août est plus élevé qu'au deuxième trimestre. Le commerce de détail a reculé en juillet. Toutefois, les indicateurs de la Commission européenne relatifs aux attentes des entreprises en matière de demande dans le commerce de détail et dans les services pondérés par la consommation se sont nettement améliorés depuis le deuxième trimestre (graphique 6, partie a), l'activité dans les services aux consommateurs s'étant redressée (cf. encadré 3). En cohérence avec l'amélioration des anticipations

des consommateurs relatives aux achats importants au cours des 12 prochains mois observée en juillet et en août, la dernière enquête de la BCE sur les anticipations des consommateurs indique également que les anticipations en matière de d'achats liés aux vacances restent élevées. À plus long terme, la croissance de la consommation devrait continuer à bénéficier des gains de pouvoir d'achat passés, dans un contexte de conditions de financement plus favorables et d'atténuation notable de l'incertitude des ménages concernant leur situation financière après le point haut enregistré fin 2022 (graphique 6, partie b). Toutefois, malgré l'amélioration observée en août, l'incertitude plus globale toujours élevée en matière de politique économique – en lien avec les évolutions mondiales, en particulier les récentes tensions commerciales – devrait continuer de peser sur la croissance de la consommation, les ménages ajustant leurs habitudes en matière de dépense en réduisant leurs dépenses globales ou en se détournant des produits américains (cf. encadré 2).

Graphique 6

Consommation et confiance des ménages, anticipations des entreprises ; revenu disponible et incertitude



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

Notes : Les anticipations des entreprises concernant la demande dans le commerce de détail (hors véhicules à moteur) et la demande de services pondérés par la consommation se rapportent aux trois prochains mois. La « demande de services de consommation » est fondée sur les indicateurs relatifs à la demande sectorielle attendue tirés de l'enquête de la Commission européenne auprès des entreprises consacrée aux services, pondérés en fonction des parts sectorielles dans la consommation privée intérieure provenant des tableaux entrées-sorties FIGARO pour 2022. La série relative à la demande de services de consommation est normalisée pour la période 2005-2019, l'incertitude des consommateurs et l'incertitude relative à la politique économique sont normalisées pour la période allant d'avril 2019 à août 2025 par rapport à leurs moyennes pour 2019, en raison de la disponibilité des données, tandis que toutes les autres séries sont normalisées pour la période 1999-2019. L'indicateur de l'incertitude relative à la politique économique est la moyenne pondérée par le PIB des séries normalisées par pays pour l'Allemagne, la France, l'Italie et l'Espagne. Les dernières observations se rapportent au deuxième trimestre 2025 pour la consommation privée, au premier trimestre 2025 pour le revenu disponible net et à août 2025 pour toutes les autres rubriques.

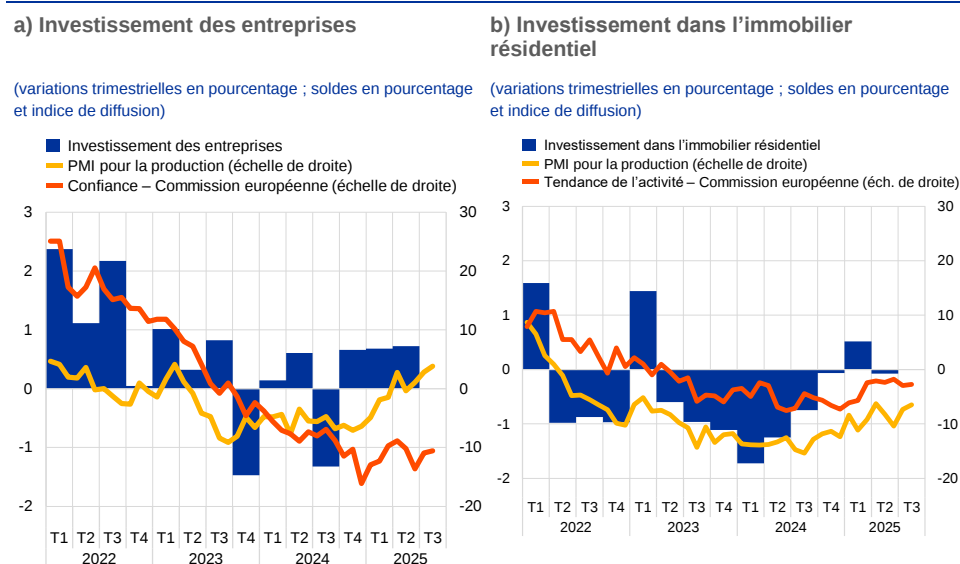
L'investissement des entreprises a augmenté fortement au deuxième trimestre 2025, mais devrait se ralentir au second semestre de l'année.

Après une croissance de 0,7 % en rythme trimestriel au premier et au deuxième trimestre, l'investissement hors construction dans la zone euro (hors actifs incorporels irlandais) devrait se révéler atone au cours des prochains trimestres.

Les enquêtes relatives aux biens d'équipement, disponibles jusqu'en août, sont assez contrastées, le PMI pour la production s'établissant plus nettement au-dessus de 50, alors que l'indicateur du climat économique de la Commission européenne fait état d'une faiblesse de l'activité. Malgré la bonne tenue de la demande intérieure, d'autres déterminants de l'investissement confirment la faiblesse à court terme. Par exemple, l'incertitude est demeurée élevée malgré une légère baisse après l'accord sur les droits de douane entre les États-Unis et l'UE fin juillet et l'excédent brut d'exploitation des sociétés non financières a modérément augmenté au premier trimestre après des taux d'intérêt négatifs l'année dernière. Venant s'ajouter aux hausses des droits de douane, les téléconférences sur les résultats révèlent un possible impact défavorable de l'appréciation de l'euro sur les bénéfices des entreprises. Ces facteurs sont susceptibles de peser sur l'investissement, en fonction de la manière dont les entreprises se couvrent contre le risque de change, diversifient leur activité et ajustent leurs marges. Dans ce contexte, les faillites dans la zone euro ont encore augmenté au deuxième trimestre 2025, s'établissant 25 % environ au-dessus de leur niveau de 2019. Cette évolution reflète le nécessaire ajustement des marchés dans une période de changement structurel – les immatriculations de sociétés ayant également augmenté, pour ressortir à des niveaux nettement supérieurs à ceux d'avant la pandémie – et des conditions économiques plus faibles. Au-delà du court terme, une demande plus élevée et les répercussions de la hausse des dépenses de défense devraient favoriser l'investissement.

Graphique 7

Dynamique de l'investissement réel et données d'enquêtes



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. 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 des secteurs de la construction de bâtiments et de la construction spécialisée au cours des trois mois précédents. La courbe relative au PMI pour la production se rapporte à l'activité dans l'immobilier résidentiel. Les dernières observations se rapportent au deuxième trimestre 2025 pour l'investissement et à août 2025 pour toutes les autres rubriques.

L'investissement dans l'immobilier résidentiel a légèrement baissé au deuxième trimestre 2025.

L'investissement dans l'immobilier résidentiel s'est contracté de 0,1 % en glissement trimestriel au deuxième trimestre 2025, après une expansion de 0,5 % au premier trimestre. Dans le même temps, la production dans la construction de bâtiments et les activités de construction spécialisées ont augmenté de 1,3 % en moyenne, après une hausse de 0,6 % au premier trimestre. À plus long terme, les indicateurs de l'activité tirés d'enquêtes présentent des signaux contrastés concernant les perspectives à court terme pour l'investissement dans l'immobilier résidentiel. L'indicateur de la Commission européenne relatif à la tendance de la production dans la construction de bâtiments et aux activités de construction spécialisées a légèrement baissé en moyenne en juillet et en août, tandis que l'indice PMI pour la production dans la construction de logements a enregistré une amélioration notable (graphique 7, partie b). Bien que ces indicateurs soient restés en territoire négatif, l'investissement dans l'immobilier résidentiel devrait légèrement se redresser à court terme. Ces perspectives sont étayées par une hausse continue des permis de construire pour les bâtiments résidentiels, qui ont augmenté de 1,1 % en moyenne en avril et en mai par rapport à leur moyenne du premier trimestre, après une progression au cours des deux trimestres précédents. Même si les permis restent à des niveaux relativement bas, la tendance haussière soutenue signale un renforcement de la demande de nouveaux bâtiments résidentiels, qui devrait soutenir la dynamique de l'investissement dans l'immobilier résidentiel dans le futur.

La forte augmentation des exportations de la zone euro résultant de l'anticipation d'une hausse des droits de douane s'est partiellement inversée au deuxième trimestre 2025 et les exportations ont probablement été modérées pendant l'été.

Les exportations de biens et de services ont diminué de 0,5 % au deuxième trimestre 2025. De même que pour la hausse du premier trimestre, environ la moitié de la diminution des exportations de biens était liée aux produits pharmaceutiques, principalement en Irlande. Les indicateurs tirés d'enquêtes font état d'exportations modérées au cours de l'été. Même si l'accord entre les États-Unis et l'UE a réduit dans une certaine mesure l'incertitude liée à la politique commerciale en fixant un plafond pour les droits de douane appliqués aux importations par les États-Unis à hauteur de 15 % pour la plupart des exportations de biens de l'UE, l'appréciation de l'euro continuera de peser sur les exportations. Du côté des importations, les volumes de biens et de services sont restés globalement anémiques au deuxième trimestre 2025 (+0,0 %), la hausse des importations en provenance des États-Unis et de Chine contrebalançant la baisse des importations en provenance du reste du monde.

Par rapport aux projections macroéconomiques de juin 2025 établies par les services de l'Eurosystème, les perspectives de croissance du PIB ont été revues à la hausse pour 2025.

Cela reflète en partie des données disponibles meilleures que prévu. Dans le même temps, les perspectives de croissance pour 2026 ont été légèrement révisées à la baisse en raison d'une diminution de la compétitivité résultant de l'appréciation de l'euro et de l'affaiblissement de la demande extérieure. On table désormais sur une croissance annuelle moyenne du PIB en volume de 1,2 % en 2025, 1,0 % en 2026 et 1,3 % en 2027. Les droits de

douane et l'incertitude qui y est associée ont contribué aux fluctuations de l'activité économique au cours du premier semestre de l'année et devraient limiter la croissance à court terme. Toutefois, à mesure que les exportateurs s'adapteront au nouvel accord commercial entre les États-Unis et l'UE, et que l'incertitude relative à la politique commerciale diminuera, la croissance se redressera probablement. À plus long terme, les salaires réels et l'emploi en hausse, ainsi que les nouvelles dépenses publiques en matière d'infrastructures et de défense devraient soutenir la demande intérieure de la zone euro. Les conditions de financement moins restrictives, en raison principalement des récentes décisions de politique monétaire, et le rebond attendu de la demande extérieure plus tard sur l'horizon de projection sont autant de facteurs qui devraient également soutenir l'activité économique.

3 Prix et coûts

L'inflation totale dans la zone euro, mesurée par l'indice des prix à la consommation harmonisé (IPCH), continue de s'établir à un niveau proche de la cible du Conseil des gouverneurs de 2 % à moyen terme. Selon l'estimation rapide d'Eurostat, elle s'est légèrement accélérée à 2,1 % en août 2025, après 2,0 % en juillet ³. Cette augmentation résulte principalement d'une accélération de la hausse des prix de l'énergie, qui a plus que compensé le ralentissement de la hausse des prix des produits alimentaires. L'inflation mesurée par l'IPCH hors énergie et produits alimentaires (IPCHX) est restée inchangée, reflétant la baisse de l'inflation dans les services et une inflation stable dans le secteur des biens industriels non énergétiques. Les mesures de l'inflation sous-jacente restent cohérentes avec la cible de 2 % à moyen terme de la BCE. La croissance des salaires continue de se modérer, la croissance annuelle de la rémunération par tête revenant à 3,9 % au deuxième trimestre 2025, après 4,0 % au trimestre précédent, 4,8 % au deuxième trimestre de l'année dernière et 5,7 % au deuxième trimestre il y a deux ans. La plupart des mesures des anticipations d'inflation à plus long terme continuent de s'établir autour de 2 %, ce qui soutient l'hypothèse d'une stabilisation de l'inflation au niveau de la cible de la BCE.

Les projections macroéconomiques de septembre 2025 établies par les services de la BCE pour la zone euro dressent pour l'inflation un tableau similaire à celui projeté en juin 2025, prévoyant que l'inflation totale s'établira en moyenne à 2,1 % en 2025, 1,7 % en 2026 et 1,9 % en 2027 ⁴.

Selon l'estimation rapide d'Eurostat, l'inflation mesurée par l'IPCH dans la zone euro s'est établie à 2,1 % en août 2025, après 2,0 % en juillet (graphique 8) ⁵. Cette hausse résulte d'une augmentation du taux de variation annuel des prix de l'énergie, passé de – 2,4 % en juillet à – 1,9 % en août, principalement en raison d'effets de base haussiers, c'est-à-dire que le renchérissement de l'énergie s'est accentué en rythme annuel, tandis que les prix de l'énergie ont diminué en glissement mensuel. Bien qu'une ventilation détaillée ne soit pas encore disponible pour août, les données de juillet montrent une augmentation des taux de croissance annuels des prix de l'électricité et des carburants destinés au transport, même si ces derniers restent en territoire négatif, tandis que les prix du gaz ont baissé. La hausse des prix des produits alimentaires s'est légèrement ralentie, revenant de 3,3 % en juillet à 3,2 % en août, sous l'effet d'une baisse du taux de croissance en rythme annuel des prix des produits alimentaires transformés, de 2,7 % à 2,6 %, qui n'a pas été entièrement contrebalancée par la hausse des prix des produits alimentaires non transformés, de 5,4 % à 5,5 %. Pour le quatrième mois consécutif, l'inflation mesurée par l'HICPX est restée inchangée à 2,3 % en

³ La date d'arrêté des données figurant dans le présent *Bulletin économique* est le 10 septembre 2025. Le 17 septembre 2025, Eurostat a confirmé que le taux d'inflation annuel mesuré par l'IPCH pour le mois d'août ressortait à 2,0 %, soit une révision à la baisse de 0,1 % de son estimation rapide, qui s'établissait à 2,1 %.

⁴ Cf. « [Projections macroéconomiques pour la zone euro établies par les services de la BCE, septembre 2025](#) » publiées le 11 septembre 2025 sur le site internet de la BCE.

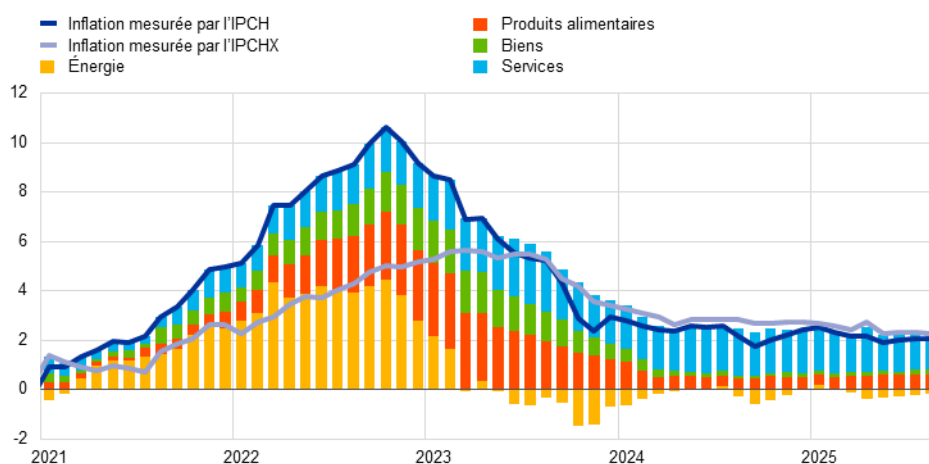
⁵ Cf. la note 1 pour plus d'informations sur la révision du taux d'inflation mesuré par l'IPCH en août à la suite de la publication de l'ensemble des données relatives à l'IPCH le 17 septembre 2025.

août, en raison du taux inchangé de l'inflation dans le secteur des biens industriels non énergétiques, à 0,8 %, malgré un léger ralentissement de la hausse des prix des services, de 3,2 % à 3,1 %. L'inflation dans les services s'est inscrite sur une trajectoire baissière au cours des derniers mois. Selon la ventilation pour juillet, le ralentissement de la hausse des prix des services s'explique principalement par un recul de l'inflation dans les services récréatifs, notamment l'hébergement, les voyages organisés et la restauration.

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 août 2025 (estimation rapide d'Eurostat).

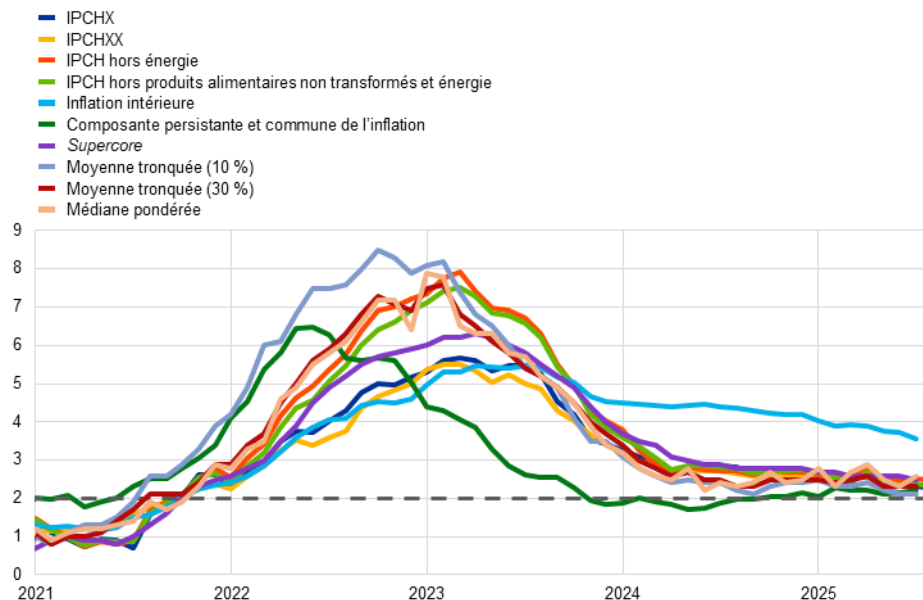
La plupart des indicateurs de l'inflation sous-jacente sont restés globalement inchangés en juillet et août 2025. En juillet, la fourchette des mesures de l'inflation sous-jacente est demeurée relativement stable, entre 2,1 % et 2,6 %⁶. Presque toutes les mesures reposant sur des exclusions, y compris l'inflation mesurée par l'IPCHX hors composantes liées aux voyages, à l'habillement et à la chaussure (IPCHXX) ainsi que les moyennes tronquées à 10 % et 30 %, sont restées inchangées en juillet, à 2,5 %, 2,1 % et 2,3 % respectivement. L'indicateur médian pondéré, qui est ressorti à 2,6 % en juillet après 2,3 % en juin, et l'inflation intérieure, qui s'est légèrement ralentie pour revenir à 3,6 % après 3,7 % au cours de la même période, ont fait exception, en phase avec le ralentissement récent de l'inflation dans les services. S'agissant des mesures fondées sur des modèles, la composante persistante et commune de l'inflation a légèrement augmenté, passant de 2,1 % en juin à 2,2 % en juillet, tandis que l'indicateur *Supercore* (qui inclut les rubriques de l'IPCH sensibles au cycle d'activité) a diminué, s'établissant à 2,5 % en juillet après être ressorti à 2,6 % pendant quatre mois consécutifs. La plupart des mesures disponibles reposant sur des exclusions pour août sont demeurées globalement stables.

⁶ Juillet 2025 est le dernier mois pour lequel tous les indicateurs sont disponibles. La fourchette exclut l'inflation intérieure.

Graphique 9

Indicateurs de l'inflation sous-jacente

(variations annuelles en pourcentage)



Sources : Eurostat et calculs de la BCE.

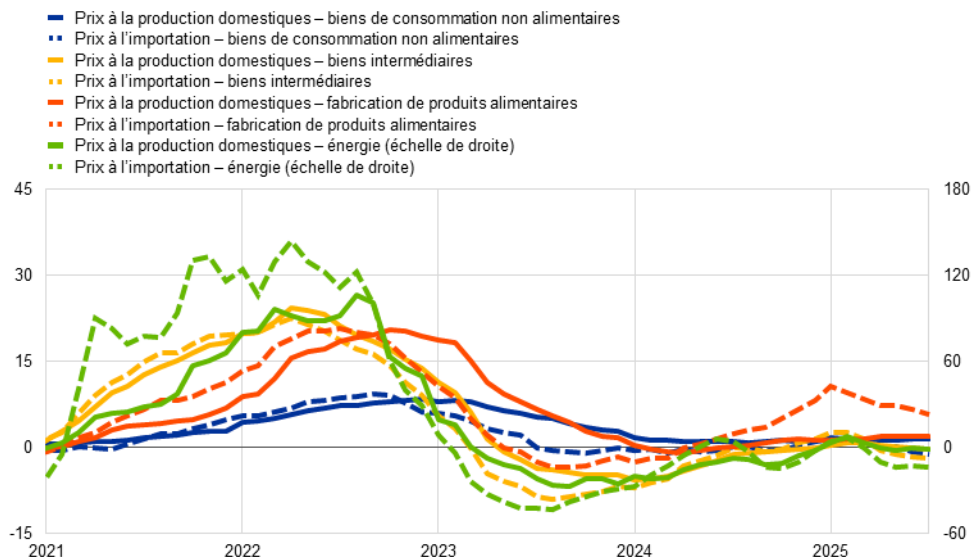
Notes : La ligne grise en pointillés représente la cible d'inflation de 2 % à moyen terme de la BCE. Les dernières observations se rapportent à août 2025 (estimation rapide d'Eurostat) pour l'IPCHX, l'IPCH hors énergie et l'IPCH hors produits alimentaires non transformés et énergie, et à juillet 2025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

La plupart des mesures des tensions en amont indiquent une poursuite de l'atténuation progressive aux premiers stades de la chaîne des prix, tandis que la situation en aval reste globalement inchangée (graphique 10). En amont de la chaîne des prix, la hausse des prix à la production pour l'énergie est revenue à $-1,2$ % en juillet 2025, après $0,0$ % en juin, bien au-dessous de son pic de $7,8$ % enregistré en février. Le taux de croissance annuel des prix à la production pour les ventes domestiques de biens intermédiaires a poursuivi sa trajectoire baissière depuis février, passant de $-0,1$ % en juin à $-0,3$ % en juillet. En aval de la chaîne des prix, la hausse des prix à la production domestiques des biens de consommation non alimentaires s'est légèrement accentuée pour s'établir à $1,6$ % en juillet, contre $1,5$ % en juin, tandis que les prix à la production pour la fabrication de produits alimentaires sont restés inchangés $1,9$ % en juillet. La hausse des prix à l'importation pour les produits alimentaires manufacturés a également continué de se ralentir depuis son pic de $10,6$ % observé en janvier, revenant de $6,6$ % en juin à $5,9$ % en juillet. S'agissant du secteur des biens intermédiaires, le taux de croissance annuel des prix à l'importation est resté en territoire négatif et a diminué pour s'établir à $-1,8$ % en juillet, après $-1,5$ % en juin. De même, concernant l'énergie, le taux de croissance annuel des prix à l'importation a reculé pour s'établir à $-13,1$ %, après $-12,7$ % sur la même période. Dans l'ensemble, la hausse des prix à l'importation s'est fortement ralentie par rapport aux pics enregistrés plus tôt cette année, ce qui indique une atténuation des tensions inflationnistes résultant d'un assouplissement des tensions sur les chaînes d'approvisionnement étrangères et reflète l'appréciation de l'euro.

Graphique 10

Indicateurs des tensions en amont de la chaîne des prix

(variations annuelles en pourcentage)



Sources : Eurostat et calculs de la BCE.

Note : Les dernières observations se rapportent à juillet 2025.

Les tensions d'origine interne sur les coûts, mesurées par la croissance du déflateur du PIB, se sont accentuées pour s'établir à 2,5 % au deuxième trimestre 2025 après 2,3 % au premier trimestre (graphique 11). La hausse du taux de croissance annuel du déflateur du PIB reflète une contribution plus importante des bénéfices unitaires, qui a contrebalancé la contribution plus faible des coûts unitaires de main-d'œuvre et des impôts nets unitaires. La légère modération des coûts unitaires de main-d'œuvre reflète un ralentissement de la croissance de la rémunération par tête, dont le taux en glissement annuel est revenu à 3,9 % au deuxième trimestre 2025, après 4,0 % au trimestre précédent. Dans le même temps, cette évolution indique une baisse du taux de croissance annuel du glissement des salaires (qui s'est établi à -0,3 % au deuxième trimestre 2025, après 1,2 % au trimestre précédent), en partie contrebalancée par une hausse du taux de croissance des salaires négociés (4,0 %, après 2,5 %, sur la même période). Cette augmentation reflète un faible taux de croissance des salaires négociés au premier trimestre 2025, en partie en raison de la dissipation en 2025 d'effets de base négatifs liés à des paiements ponctuels importants effectués au premier trimestre 2024. Pour l'avenir, l'outil de suivi des salaires de la BCE, qui intègre des données relatives aux accords salariaux négociés jusqu'à fin août 2025, suggère que les tensions sur la croissance des salaires s'atténueront au deuxième semestre 2025 et se stabiliseront au premier semestre 2026 ⁷. Cette nouvelle modération devrait refléter la normalisation des négociations salariales, après une période d'exigences salariales élevées visant à ramener (même si ce n'est que progressivement) le pouvoir d'achat des travailleurs à son niveau du quatrième

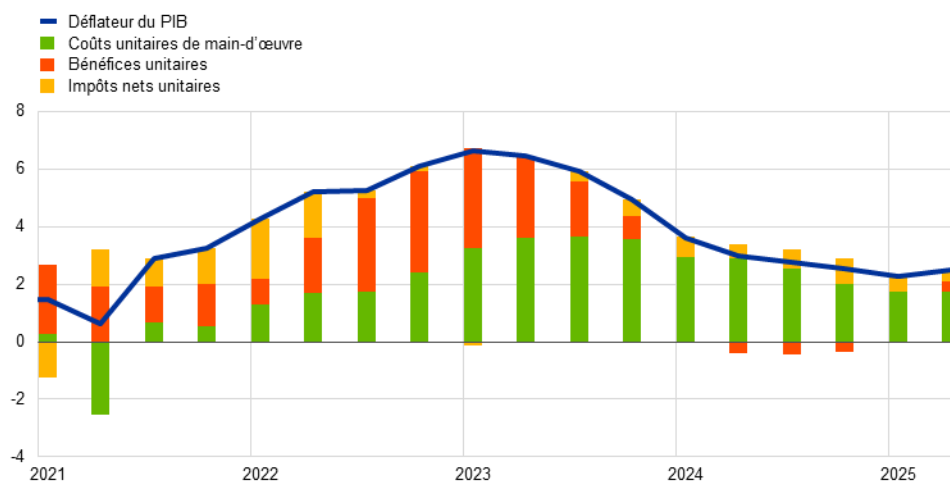
⁷ Pour plus de détails, cf. le communiqué de presse intitulé « [Publication de nouvelles données : les signaux précoces provenant de l'outil de suivi des salaires de la BCE suggèrent des tensions sur les salaires plus faibles et plus stables au premier semestre 2026](#) », publié le 17 septembre 2025 sur le site internet de la BCE.

trimestre 2021. Les projections macroéconomiques de septembre 2025 établies par les services de la BCE pour la zone euro prévoient que la croissance de la rémunération par tête ressortira à 3,4 % en moyenne pour 2025 et continuera de se modérer pour s'établir à 2,7 % en 2026.

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 deuxième trimestre 2025.

Depuis la réunion du Conseil des gouverneurs de juillet, les indicateurs des anticipations d'inflation à plus long terme extraits des instruments de marché et des enquêtes ont peu évolué. Les mesures de la compensation de l'inflation à court terme extraites des instruments de marché sont restées globalement stables, à des niveaux inférieurs à 2 % (graphique 12). Dans l'enquête de la BCE auprès des prévisionnistes professionnels pour le troisième trimestre 2025 et l'enquête réalisée en septembre 2025 par la BCE auprès des analystes monétaires, la moyenne et la médiane des anticipations d'inflation à plus long terme sont restées à 2 %. Les anticipations à court terme tirées d'enquêtes pour 2025 se sont également établies autour de 2 %, de faibles évolutions reflétant les dernières données disponibles et des variations des prix des matières premières énergétiques. Le taux des swaps indexés sur l'inflation à un an dans un an – une mesure de la compensation de l'inflation à court terme extraite des instruments de marché – est demeurée globalement stable, à 1,8 % environ, en hausse de 7 points de base depuis la réunion de juin du Conseil des gouverneurs, les prix du pétrole légèrement plus élevés ayant entraîné une augmentation des anticipations d'inflation à court terme, ce qui a contrebalancé l'effet baissier résultant de l'appréciation de l'euro. À moyen et plus long terme, la légère augmentation de la compensation de l'inflation reflète principalement une hausse des primes de risque sur l'inflation. De ce fait, les taux des swaps indexés sur l'inflation à cinq ans, corrigés de la prime de risque d'inflation, se sont établis à près de 2 %.

Les perceptions de l'inflation passée par les consommateurs et leurs anticipations d'inflation à court terme sont restées stables en juillet 2025,

tandis que leurs anticipations à moyen terme ont légèrement augmenté (graphique 12).

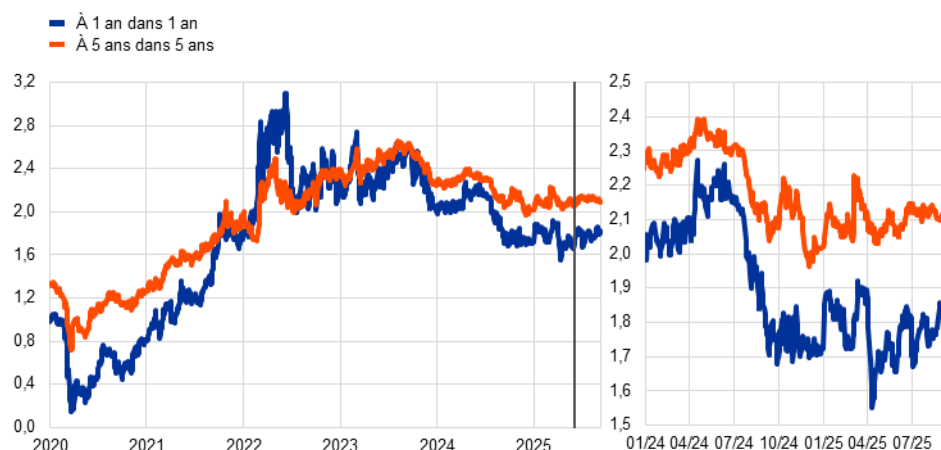
Selon l'enquête de la BCE sur les anticipations des consommateurs pour juillet 2025, le taux médian de l'inflation perçue sur les 12 derniers mois est également resté stable à 3,1 % pour le sixième mois consécutif. Les anticipations médianes relatives à l'inflation totale pour les 12 prochains mois sont également demeurées inchangées à 2,6 %, un chiffre nettement inférieur aux 3,1 % enregistrés en avril 2025. Toutefois, les anticipations médianes à trois ans ont légèrement augmenté, passant de 2,4 % en juin à 2,5 % en juillet.

Graphique 12

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

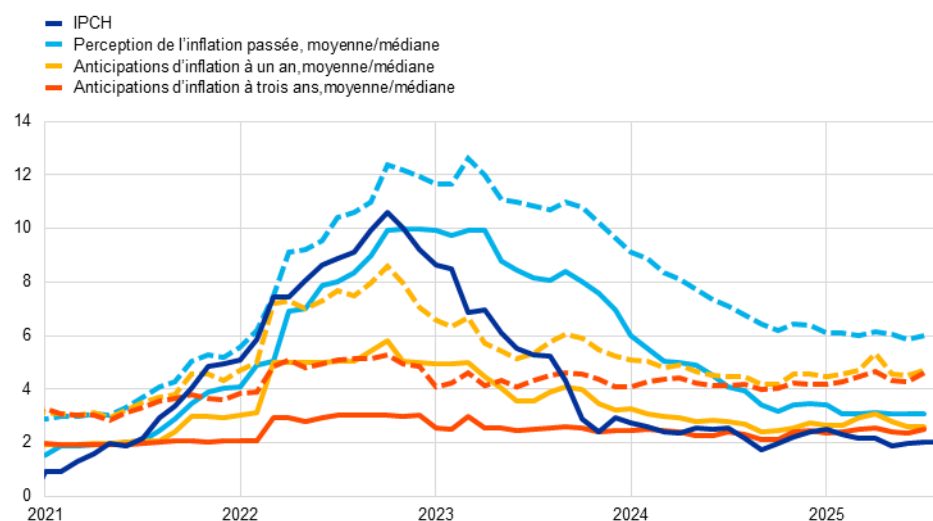
a) Mesures de la compensation de l'inflation extraites des instruments de marché

(variations annuelles en pourcentage)



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

(variations annuelles en pourcentage)



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

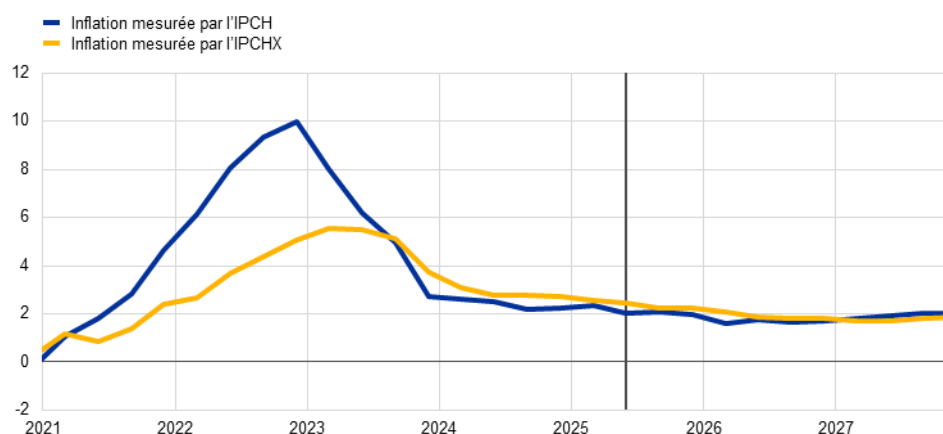
Notes : La partie a) présente les taux à terme des swaps indexés sur l'inflation à différents horizons pour la zone euro. La ligne verticale grise indique le début de la période sous revue, le 5 juin 2025. Dans la partie b), les lignes en pointillés montrent le taux moyen et les lignes continues, le taux médian. Les dernières observations se rapportent au 10 septembre 2025 pour la partie a), à août 2025 (estimation rapide d'Eurostat) pour l'IPCH, et à juillet 2025 pour les autres mesures dans la partie b).

Les projections macroéconomiques de septembre 2025 prévoient que l'inflation totale devrait, en moyenne, s'établir à 2,1 % en 2025 et 1,7 % en 2026, avant de se redresser à 1,9 % en 2027 (graphique 13). L'inflation totale devrait rester proche de 2 % au second semestre 2025, puis passer sous ce seuil en 2026 et tout au long de l'année. Ce taux plus bas de l'inflation totale en 2026 reflète un ralentissement de la hausse des prix des services et des produits alimentaires, ainsi qu'un taux de variation légèrement négatif des prix de l'énergie. L'inflation totale devrait ensuite augmenter en 2027, principalement sous l'effet de la hausse des prix de l'énergie liée à l'introduction d'un nouveau système d'échange de quotas d'émission de l'UE. Par rapport aux projections de juin 2025, les perspectives pour l'inflation totale ont été révisées à la hausse de 0,1 point de pourcentage pour 2025 et 2026, et à la baisse de 0,1 point de pourcentage pour 2027. La révision à la hausse reflète une inflation plus marquée pour l'énergie et les produits alimentaires, en raison de prix des matières premières énergétiques plus élevés que prévu et de l'effet décalé des hausses passées des prix internationaux des matières premières alimentaires, qui ont contrebalancé l'impact résultant de l'appréciation de l'euro. Pour 2027, les effets décalés de l'appréciation de l'euro devraient se faire sentir, entraînant une révision à la baisse. L'inflation mesurée par l'IPCHX devrait revenir de 2,4 % en 2025 à 1,9 % en 2026 et 1,8 % en 2027, à mesure que les tensions sur les salaires vont diminuer, que la hausse des prix des services se modèrera, et que l'appréciation de l'euro se transmettra progressivement le long de la chaîne des prix et freinera le renchérissement des biens. Par rapport aux projections de juin 2025, l'inflation mesurée par l'IPCHX est restée globalement inchangée pour 2025 et 2026, tandis qu'elle a été révisée à la baisse de 0,1 point de pourcentage pour 2027.

Graphique 13

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

(variations annuelles en pourcentage)



Sources : Eurostat et [Projections macroéconomiques pour la zone euro établies par les services de la BCE, septembre 2025](#). Notes : La ligne verticale grise indique le dernier trimestre avant le début de l'horizon de projection. Les dernières observations se rapportent au deuxième trimestre 2025 pour les données et au quatrième trimestre 2027 pour les projections. Les projections macroéconomiques de septembre 2025 ont été finalisées le 28 août 2025 et la date d'arrêt des hypothèses techniques est le 15 août 2025. Les données historiques et projetées relatives à l'inflation mesurée par l'IPCH et l'IPCHX sont déclarées trimestriellement.

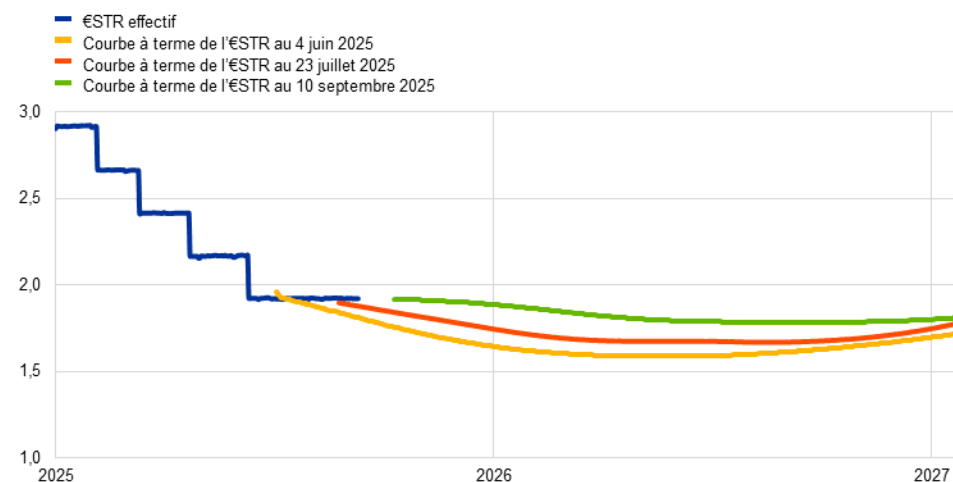
Au cours de la période sous revue, du 5 juin au 10 septembre 2025, les taux sans risque à court terme de la zone euro ont augmenté, tandis que les taux sans risque à plus long terme sont restés globalement inchangés. Les rendements des obligations souveraines à long terme ont terminé la période sous revue en hausse et les écarts de rendement par rapport aux taux des swaps au jour le jour sans risque (OIS) se sont légèrement élargis, malgré des variations d'un pays à l'autre. Les marchés boursiers de la zone euro n'ont pas marqué de réelle tendance, continuant d'afficher des performances inférieures à celles de leurs homologues américains, les anticipations de bénéfices plus faibles des sociétés non financières (SNF), en particulier des exportateurs exposés aux droits de douane américains, ayant été globalement contrebalancées par les solides performances du secteur financier. Les écarts de rendement sur les marchés des obligations d'entreprises se sont encore resserrés, inversant totalement l'élargissement lié aux droits de douane observé plus tôt dans l'année. Sur le marché des changes, l'euro s'est apprécié vis-à-vis du dollar américain (2,8 %) ainsi qu'en termes pondérés des échanges commerciaux (2,1 %). Cela a reflété une réévaluation à la baisse des anticipations relatives aux taux d'intérêt aux États-Unis et d'une amélioration du sentiment à l'égard de l'euro, soutenu par des fondamentaux relativement robustes de la zone euro dans un contexte de préoccupations relatives aux politiques américaines en matière de droits de douane et à la soutenabilité budgétaire aux États-Unis.

Les taux sans risque à court terme de la zone euro ont augmenté au cours de la période sous revue, tandis que les taux sans risque à plus long terme sont restés globalement inchangés (graphique 14). Le taux de référence €STR s'est établi à 1,92 % à la fin de la période sous revue, à la suite des décisions prises par le 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 et de les laisser inchangés lors de sa réunion de juillet. L'excédent de liquidité a diminué de 57 milliards d'euros environ pour s'établir à 2 651 milliards. Cette évolution reflète principalement la poursuite de la diminution des portefeuilles de titres détenus à des fins de politique monétaire, qui a été en partie contrebalancée par une baisse des engagements libellés en euros tels que les dépôts des administrations publiques. Les taux à très court terme ont nettement augmenté à la suite des réunions de juin et de juillet du Conseil des gouverneurs. Après la réunion de juillet, les anticipations relatives aux taux directeurs à court terme se sont progressivement déplacées vers le haut, les perspectives relatives aux taux d'intérêt faisant apparaître une réaction limitée aux nouvelles annonces de droits de douane américains, tel que l'accord commercial entre les États-Unis et l'UE conclu le 27 juillet, ainsi qu'aux tensions géopolitiques au Moyen-Orient. À la fin de la période sous revue, la courbe des taux à terme a intégré des réductions cumulées de taux d'intérêt de 8 points de base fin 2025, soit 25 points de base de moins qu'au début de la période. À plus long terme, la courbe à terme de l'€STR au-delà de 2027 est restée globalement inchangée.

Graphique 14

Taux à terme de l'€STR

(en pourcentage annuel)



Sources : Bloomberg Finance L.P. et calculs de la BCE.

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

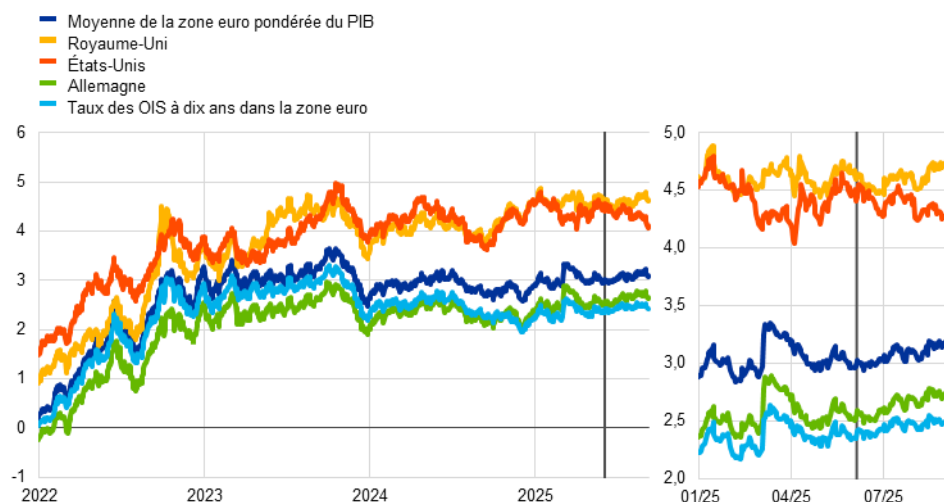
Les rendements des obligations souveraines à long terme ont terminé la période sous revue en hausse, les écarts de rendement s'élargissant légèrement (graphiques 15 et 16). Malgré quelques fluctuations, le taux nominal

des OIS à dix ans est resté globalement inchangé à 2,4 % au cours de la période sous revue. De même, les taux réels à long terme ont été largement stables, les intervenants de marché ayant adopté une approche globalement neutre des informations macroéconomiques et géopolitiques au cours de la période sous revue. Le rendement pondéré du PIB des obligations souveraines à dix ans de la zone euro a augmenté de 6 points de base, pour terminer à 3,1 % environ. Les écarts de rendement souverains par rapport aux taux sans risque des OIS se sont élargis à la fin de la période sous revue, les écarts agrégés augmentant de 6 points de base, dans un contexte de réévaluation mondiale liée en partie à des préoccupations de viabilité budgétaire dans les économies avancées. Dans ce contexte, les intervenants de marché ont prêté une attention particulière aux évolutions budgétaires, en particulier en France, où l'annonce d'un vote de confiance début septembre a suscité des inquiétudes quant à des retards dans l'assainissement budgétaire. Les rendements souverains français ont augmenté de 20 points de base, pour s'établir à 3,5 % environ à la fin de la période sous revue. En revanche, les rendements souverains italiens ont diminué de 6 points de base, renforçant la tendance à la convergence sur le long terme des rendements souverains français et italiens. S'inscrivant sur une trajectoire divergente par rapport à la revalorisation globale, le rendement des titres du Trésor américain à dix ans a diminué d'environ 35 points de base au cours de la période sous revue, pour s'établir à 4,1 %. Cette baisse résulte principalement de données relatives à l'emploi plus faibles que prévu publiées fin juillet et en août, qui ont entraîné une réévaluation à la baisse marquée des anticipations des taux directeurs américains à court terme. Par conséquent, le différentiel de taux d'intérêt à long terme entre la zone euro et les États-Unis s'est réduit d'environ 35 points de base.

Graphique 15

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

(en pourcentage annuel)



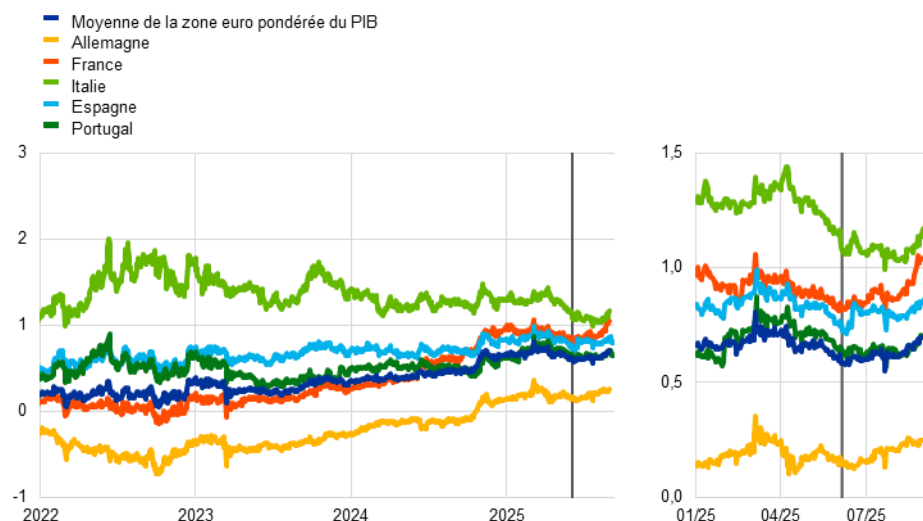
Sources : LSEG et calculs de la BCE.

Notes : La ligne verticale grise indique le début de la période sous revue (5 juin 2025). Les dernières observations se rapportent au 10 septembre 2025.

Graphique 16

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

(en points de pourcentage)



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 10 septembre 2025.

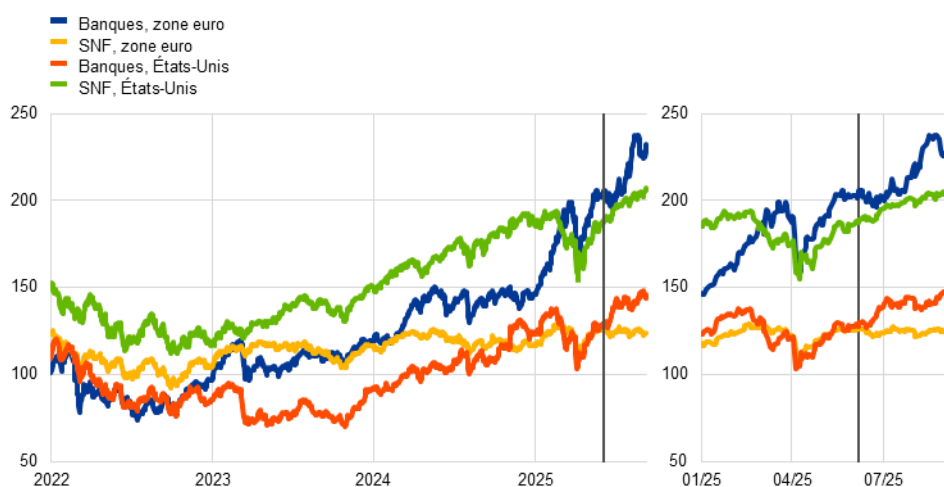
Les marchés boursiers de la zone euro n'ont pas marqué de réelle tendance au cours de la période sous revue, enregistrant des performances nettement inférieures à celles de leurs homologues américains (graphique 17). Au cours de la période sous revue dans son ensemble, les indices boursiers de la zone euro sont demeurés inchangés, le sous-indice relatif aux SNF ayant diminué de 1,5 % et

celui relatif aux cours des actions bancaires ayant augmenté de 13,6 %. Les indices larges de la zone euro ont augmenté sous l'effet d'une forte réévaluation des sociétés financières, qui ont bénéficié d'une tendance à la pentification des courbes des rendements et d'une augmentation des bénéfices de transaction, contrebalançant globalement la faible performance des actions non financières. En revanche, les indices boursiers américains se sont renforcés de 10 % environ, avec des hausses de 14,6 % pour les banques et de 10,6 % pour les SNF. Cette divergence entre les marchés boursiers de la zone euro et des États-Unis résulte en partie d'un regain d'intérêt pour les valeurs technologiques américaines dans une période de bénéfices élevés. Les entreprises de la zone euro dont les revenus sont davantage exposés aux États-Unis ont enregistré des performances nettement inférieures à celles des entreprises moins exposées, reflétant les anticipations de droits de douane qui pèseront sur les bénéfices futurs. L'annonce le 27 juillet de l'accord commercial entre l'UE et les États-Unis instaurant des droits de douane de 15 % sur les exportations de l'UE vers les États-Unis a eu peu d'incidence immédiate, suggérant que les marchés avaient largement anticipé son effet sur les bénéfices des entreprises.

Graphique 17

Indices boursiers dans la zone euro et aux États-Unis

(indice : 1er janvier 2020 = 100)



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 10 septembre 2025.

Sur les marchés des obligations d'entreprises, les écarts de rendement des obligations bien notées (*investment-grade*) et à rendement élevé (*high-yield*) se sont encore resserrés, se redressant pleinement par rapport à la forte hausse des droits de douane enregistrée plus tôt cette année. Malgré une incertitude élevée relative aux échanges commerciaux, le sentiment à l'égard du risque sur le marché des obligations d'entreprises s'est amélioré au cours de la période sous revue, les écarts de rendement au sein du compartiment bien noté et du compartiment à rendement élevé s'étant resserrés d'environ 11 et 17 points de base, respectivement. Au sein du compartiment à rendement élevé, les écarts de rendement des obligations émises par les SNF ont diminué de 24 points de base,

tandis que les écarts de rendement des obligations émises par les sociétés financières se sont élargis d'environ 41 points de base.

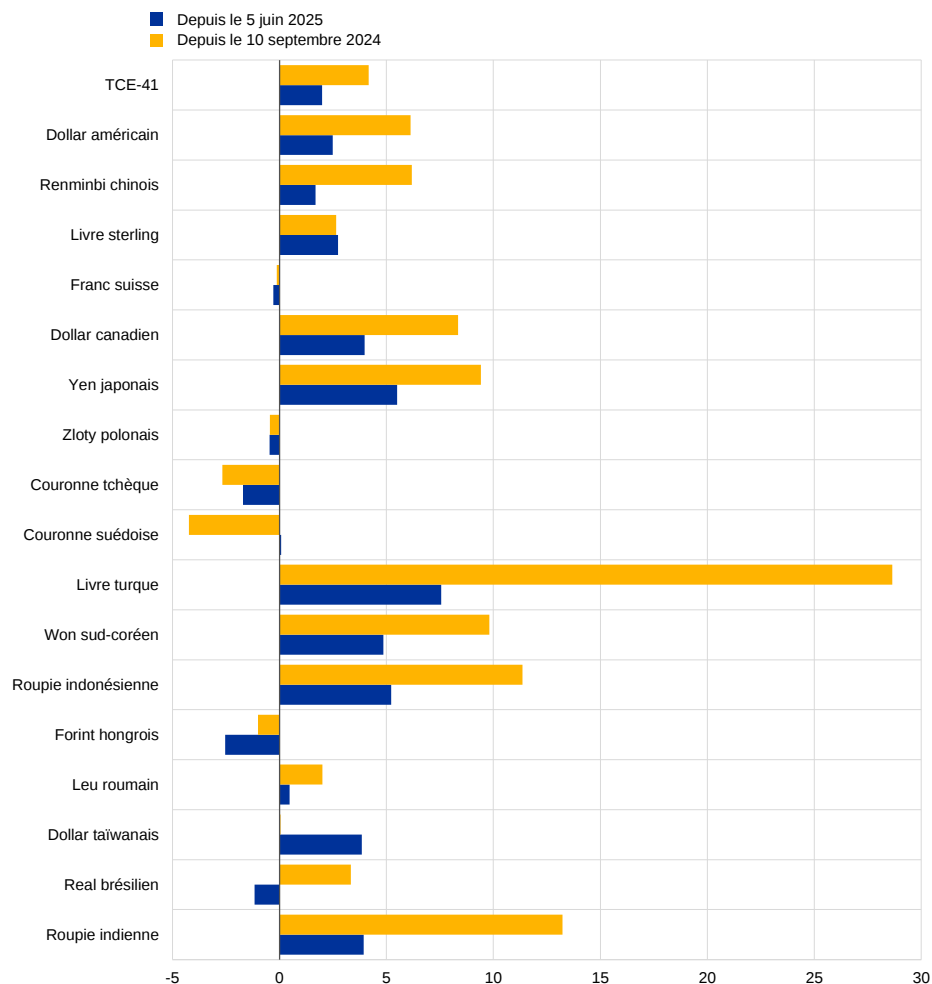
Sur les marchés des changes, l'euro s'est apprécié vis-à-vis du dollar américain ainsi qu'en termes pondérés des échanges commerciaux (graphique 18).

Au cours de la période sous revue, le taux de change effectif nominal de l'euro, mesuré par rapport aux monnaies des 41 principaux partenaires commerciaux de la zone euro, s'est renforcé de 2,1 %. L'appréciation de l'euro a été généralisée dans l'ensemble, avec des bénéfices par rapport à la plupart des grandes devises et des devises des marchés émergents. En particulier, il a augmenté de 5,2 % par rapport au yen japonais, ce qui reflète en partie les incertitudes entourant les perspectives politiques et en matière de politique monétaire au Japon. À l'inverse, il s'est légèrement affaibli, de 0,3 %, par rapport au franc suisse, qui continue de jouer son rôle de valeur refuge en période d'incertitude accrue. Par rapport au dollar américain, il a augmenté de 2,8 % sous l'effet d'une réévaluation à la baisse des anticipations relatives aux taux d'intérêt américains et d'une amélioration du sentiment à l'égard de l'euro, soutenu par des fondamentaux relativement robustes de la zone euro dans un contexte de préoccupations relatives aux politiques américaines en matière de droits de douane et à la soutenabilité budgétaire aux États-Unis. L'incertitude relative aux échanges commerciaux s'est légèrement atténuée à la suite de la conclusion de l'accord commercial entre l'UE et les États-Unis fin juillet, qui a contribué à une forte dépréciation temporaire de l'euro et à un regain de la demande de dollar. L'euro est également demeuré sensible aux variations des anticipations des marchés en ce qui concerne la politique monétaire américaine, les données plus faibles sur le marché du travail américain début août soutenant l'euro, les marchés ayant ajusté leurs anticipations relatives aux taux d'intérêt américains.

Graphique 18

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

(variations en pourcentage)



Source : Calculs de la BCE.

Notes : Le « TCE-41 » est le taux de change effectif nominal de l'euro par rapport aux monnaies des 41 principaux partenaires commerciaux de la zone euro. Une variation positive (négative) correspond à une appréciation (dépréciation) de l'euro. Toutes les évolutions sont calculées en utilisant les taux de change enregistrés le 10 septembre 2025.

Les réductions antérieures des taux d'intérêt ont continué de se transmettre à la baisse des coûts de financement des banques et des coûts d'emprunt des entreprises jusqu'en juillet. Les taux d'intérêt moyens des nouveaux prêts aux entreprises sont revenus à 3,5 %, tandis que les taux d'intérêt moyens sur les nouveaux prêts hypothécaires consentis aux ménages se sont établis à 3,3 %, demeurant globalement stables depuis le début de l'année. La croissance des prêts aux entreprises et aux ménages a continué de se redresser progressivement, mais est restée inférieure aux moyennes historiques, en partie en réponse à une incertitude élevée. La croissance des émissions d'obligations d'entreprises s'est accélérée. Au cours de la période sous revue allant du 5 juin au 10 septembre 2025, le coût du financement par endettement de marché et surtout le coût du financement par fonds propres ont diminué pour les entreprises en raison, respectivement, d'un resserrement des écarts de rendement des obligations d'entreprises et d'une diminution de la prime de risque sur actions. Le taux de croissance annuel de l'agrégat monétaire large (M3) a diminué, principalement en raison des sorties du secteur financier non bancaire, pour s'établir à 3,4 % en juillet.

Les coûts de financement des banques ont continué de diminuer lentement jusqu'en juillet 2025, reflétant les réductions passées des taux directeurs.

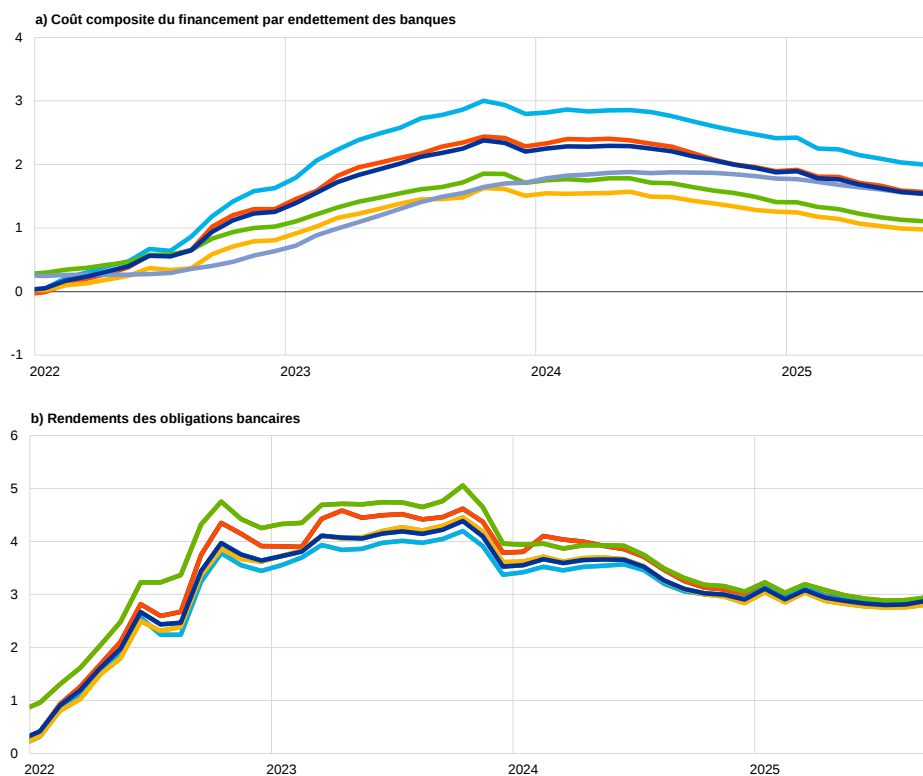
Le coût composite du financement par endettement pour les banques de la zone euro, c'est-à-dire l'indice qui mesure les coûts marginaux de financement des banques, a légèrement baissé en juillet (graphique 19, partie a), reflétant la poursuite de la transmission des baisses des taux directeurs de la BCE aux taux des dépôts et aux taux interbancaires. Les rendements des obligations bancaires ont fluctué à des niveaux proches de 3,0 % depuis le début de l'année, dans un contexte de volatilité temporairement accrue sur les marchés financiers, liée notamment à l'incertitude relative aux droits de douane américains qui a récemment été partiellement levée (graphique 19, partie b). Le taux de dépôt composite a continué de diminuer en juillet, ressortant à 0,9 %, après un pic à 1,4 % en mai 2024. Cette diminution résulte de la baisse des taux d'intérêt appliqués aux dépôts à terme des entreprises et des ménages et, dans une moindre mesure, à leurs dépôts à vue. Ainsi, tout en restant significatif, l'écart de rémunération entre les dépôts à terme et les dépôts à vue pour les entreprises et pour les ménages s'est réduit progressivement depuis son pic atteint en octobre 2023.

Graphique 19

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

(pourcentages annuels)

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



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 juillet 2025 pour le coût composite du financement par endettement des banques (partie a) et au 3 septembre 2025 pour les rendements des obligations bancaires (partie b).

Les taux débiteurs bancaires appliqués aux entreprises ont poursuivi leur baisse, bien que plus lentement, 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. Le coût de l'emprunt bancaire pour les sociétés non financières (SNF) a diminué pour s'établir à 3,5 % en juillet, soit une baisse d'environ 1,8 point de pourcentage par rapport à son point haut d'octobre 2023 (graphique 20, partie a). Cette baisse a été variable d'un pays de la zone euro à l'autre et inégale entre les différentes échéances ; elle a été plus prononcée pour les prêts à moyen terme avec une échéance comprise entre un et cinq ans, sous l'effet d'un certain nombre de prêts accordés aux grandes entreprises. L'écart entre les taux d'intérêt appliqués aux prêts aux entreprises de petite et de grande taille s'est resserré en juillet. Le coût d'emprunt pour les prêts au logement consentis aux ménages est resté globalement stable en juillet, à 3,3 %,

soit environ 80 points de base au-dessous de son pic de novembre 2023, avec de légères variations d'un pays à l'autre (graphique 20, partie b). La disparité entre les taux débiteurs consentis aux ménages et ceux appliqués aux entreprises reflète principalement 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. En ligne avec la pentification de la courbe des rendements, l'écart entre les taux débiteurs appliqués aux entreprises et ceux appliqués aux prêts hypothécaires a continué de se réduire, s'établissant 116 points de base au-dessous de son point haut historique atteint en mars 2024.

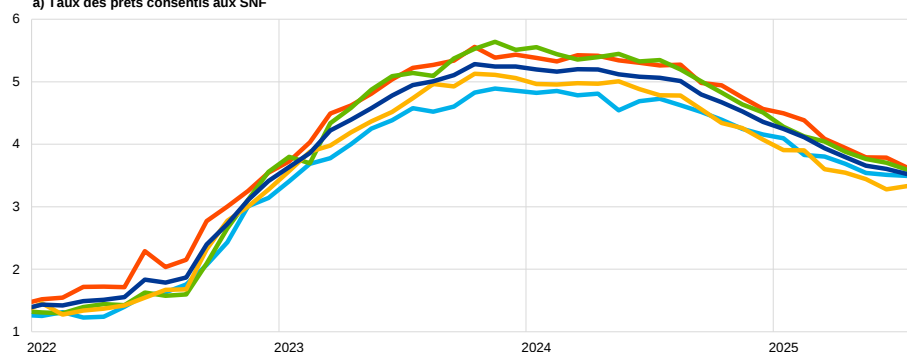
Graphique 20

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

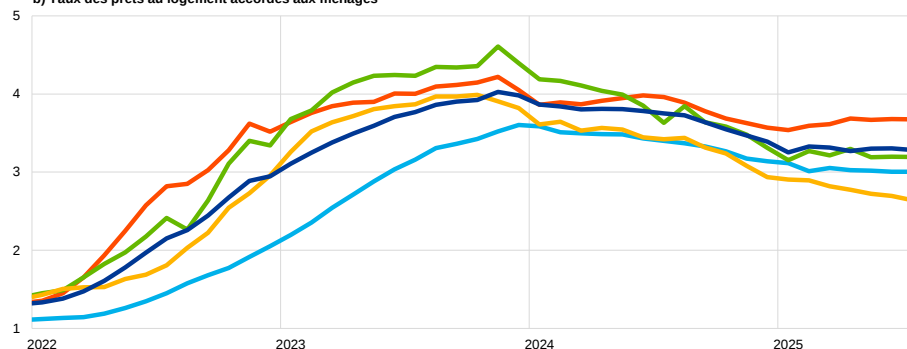
(pourcentages annuels)

■ Zone euro
■ Allemagne
■ France
■ Italie
■ Espagne

a) Taux des prêts consentis aux SNF



b) Taux des prêts au logement accordés aux ménages



Sources : BCE et calculs de la BCE.

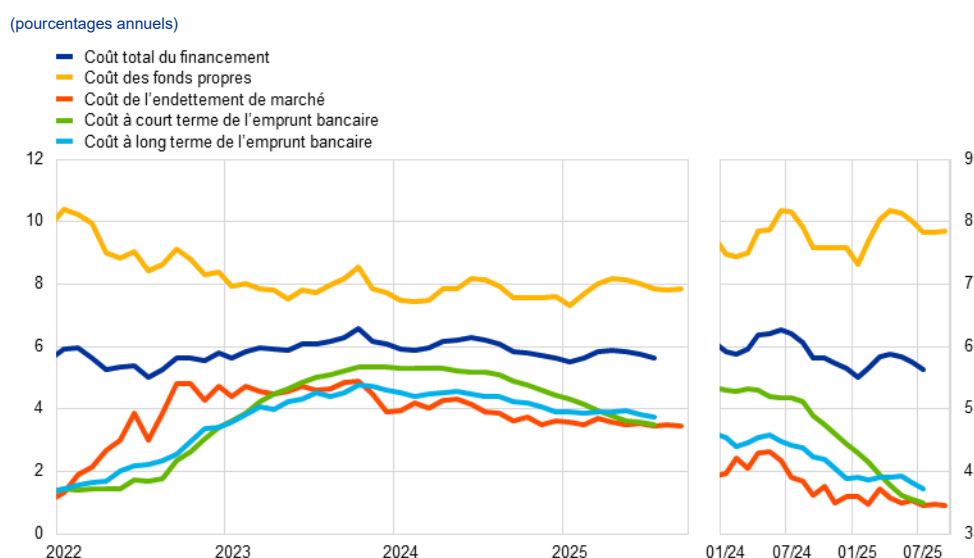
Notes : Les taux débiteurs bancaires composites sont calculés en agrégeant les taux à court et à long terme à l'aide de la moyenne mobile sur 24 mois des volumes de contrats nouveaux. Les dernières observations se rapportent à juillet 2025. Dans la partie a), « SNF » signifie sociétés non financières.

Au cours de la période sous revue allant du 5 juin au 10 septembre 2025, le coût du financement par endettement de marché et celui du financement par fonds propres ont diminué pour les SNF. 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 diminué en juillet par rapport au mois précédent et

s'est établi à 5,6 % (graphique 21) ⁸. La diminution importante du coût du financement par fonds propres a été le principal facteur à l'origine de la baisse du coût global du financement. Toutes les autres composantes des coûts ont également diminué, mais dans une moindre mesure. Les données quotidiennes pour la période sous revue allant du 5 juin au 10 septembre 2025 montrent que le coût de l'endettement de marché et, plus significativement, le coût du financement par fonds propres ont encore diminué. La baisse du coût de l'endettement de marché s'explique par une compression des écarts de rendement des obligations d'entreprises dans le compartiment des obligations bien notées (*investment-grade*) et surtout dans celui des obligations à haut rendement (*high-yield*). La baisse du coût du financement par fonds propres sur la même période a reflété une diminution de la prime de risque sur actions, tandis que le taux sans risque à long terme, approximé par le taux des *swaps* au jour le jour à dix ans, est resté stable.

Graphique 21

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



Sources : BCE, Eurostat, Dealogic, Merrill Lynch, Bloomberg Finance L.P., 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 10 septembre 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 s'est progressivement redressée jusqu'en juillet, mais montre des signes de stabilisation et reste inférieure aux moyennes historiques.

Le taux de croissance annuel des prêts bancaires aux entreprises a légèrement augmenté pour s'établir à 2,8 % en juillet 2025, après 2,5 % en mai et 2,7 % en juin. Toutefois, ce taux demeure inférieur à sa moyenne historique de 4,3 % (graphique 22, partie a). L'augmentation progressive de la croissance annuelle reflète une convergence vers une dynamique stable à court terme. Dans ce contexte, les

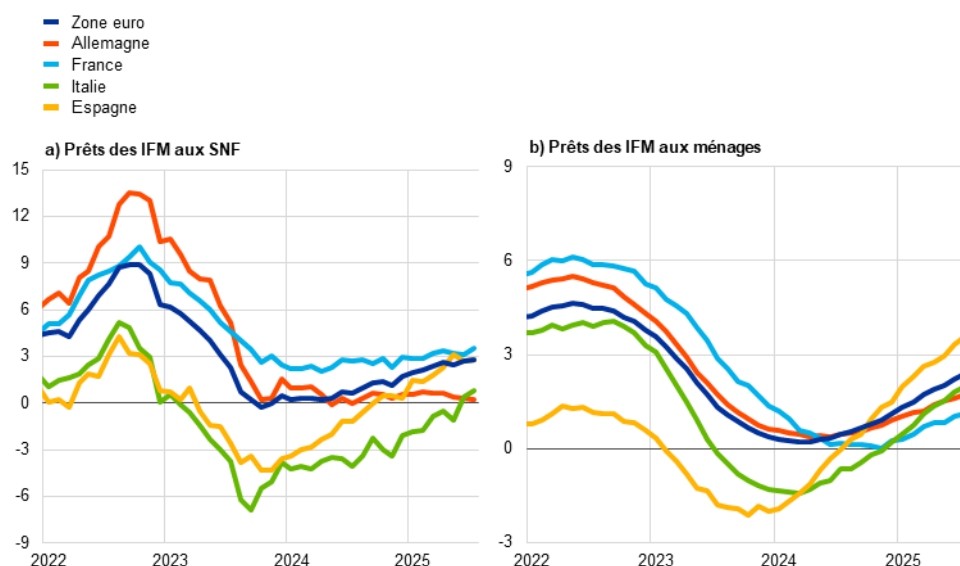
⁸ En raison de décalages dans la disponibilité des données relatives au coût de l'emprunt auprès des banques, les données relatives au coût total du financement des SNF ne sont disponibles que jusqu'à juillet 2025.

émissions nettes de titres de créance des entreprises ont augmenté, passant de 3,4 % en juin à 4,1 % en juillet. Les émissions nettes en juillet étaient en ligne avec la moyenne observée depuis le début de l'année, indiquant une stabilisation des évolutions de cette source de financement. La dynamique récente à court terme des prêts aux ménages reste également globalement stable. Le taux de croissance annuel des prêts aux ménages s'est amélioré progressivement pour atteindre 2,4 % en juillet, après 2,2 % en juin, mais reste nettement inférieur à sa moyenne historique de 4,1 % (graphique 22, partie b). Les prêts au logement consentis aux ménages ont continué d'être le principal déterminant de cette tendance haussière, la croissance du crédit à la consommation demeurant stable à 4,6 % en juillet. Toutefois, la reprise des prêts aux ménages semble s'être essoufflée, comme l'indique la baisse des flux mensuels sous l'effet des prêts hypothécaires, malgré une demande de logement soutenue, reflétée dans les données tirées d'enquêtes. 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 est resté globalement stable. Selon l'[enquête de la BCE sur les anticipations des consommateurs](#), les conditions d'accès au crédit perçues sont restées globalement inchangées en juin et juillet, mais les ménages ont fait état de difficultés croissantes à faire face à leurs paiements hypothécaires. À plus long terme, les ménages prévoient que l'accès au crédit restera inchangé au cours des 12 prochains mois.

Graphique 22

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

(variations annuelles en pourcentage)



Sources : BCE et calculs de la BCE.

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

La croissance de l'agrégat monétaire large (M3) s'est ralentie depuis mai

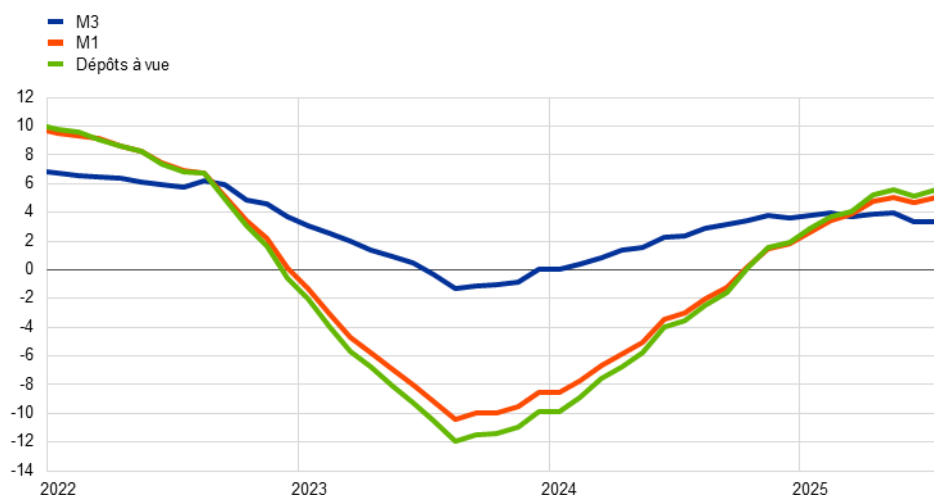
(graphique 23). La croissance annuelle de M3 s'est établie à 3,4 % en juillet, au-dessous de la moyenne de 3,9 % observée au cours des cinq premiers mois

de 2025. La croissance annuelle de l'agrégat monétaire étroit (M1), qui comprend les composantes les plus liquides de M3, est ressortie à 5,0 % en juillet, un niveau autour duquel elle oscille depuis avril. Les composantes volatiles non structurelles semblent avoir joué un rôle important dans la dynamique récente de M3. S'agissant des composantes individuelles, les données de juillet ont été déterminées par les sorties de dépôts détenus par des établissements financiers non bancaires, reflétant en partie une volatilité accrue. Cela contraste avec la contribution des ménages et des entreprises, qui est restée stable dans l'ensemble. Dans l'environnement actuellement incertain, les deux secteurs ont montré une préférence plus marquée pour la liquidité et ont augmenté leurs avoirs en dépôts à vue en conséquence. En outre, les ménages et les entreprises ont suspendu leurs retraits nets de dépôts à terme, en ligne avec une possible stabilisation de la rémunération de ces dépôts. S'agissant des contreparties, les données de juillet reflètent une volatilité persistante des prêts bancaires aux entreprises, des flux sortants nets étrangers et d'autres composantes volatiles et non structurelles.

Graphique 23

M3, M1 et dépôts à vue

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



Source : BCE.

Note : Les dernières observations se rapportent à juillet 2025.

D'après les projections macroéconomiques de septembre 2025 établies par les services de la BCE, le déficit budgétaire des administrations publiques de la zone euro, qui se chiffrait à 3,1 % du PIB en 2024, devrait retomber à 2,9 % en 2025, avant d'augmenter sensiblement pour ressortir à 3,4 % du PIB en 2027. L'orientation budgétaire de la zone euro ne se resserrerait que légèrement en 2025, tandis qu'elle s'assouplirait en 2026, pour ensuite se durcir à nouveau, un peu plus nettement, en 2027. Le relâchement attendu en 2026 tient principalement à un gonflement des investissements publics. Le resserrement prévu en 2027 reflète essentiellement le recul des dépenses publiques présumées, dans la foulée de la suppression des subventions octroyées au titre du programme Next Generation EU (NGEU). Le ratio dette/PIB de la zone euro, qui se trouve sur une trajectoire ascendante, devrait s'établir juste en deçà de 90 % du PIB en 2027, les différentiels favorables entre les taux d'intérêt et la croissance étant plus que contrebalancés par les déficits primaires persistants et par les ajustements dette-déficit positifs.

D'après les projections macroéconomiques de septembre 2025 établies par les services de la BCE, le solde budgétaire des administrations publiques de la zone euro devrait se dégrader sur l'horizon de projection (graphique 24) ⁹.

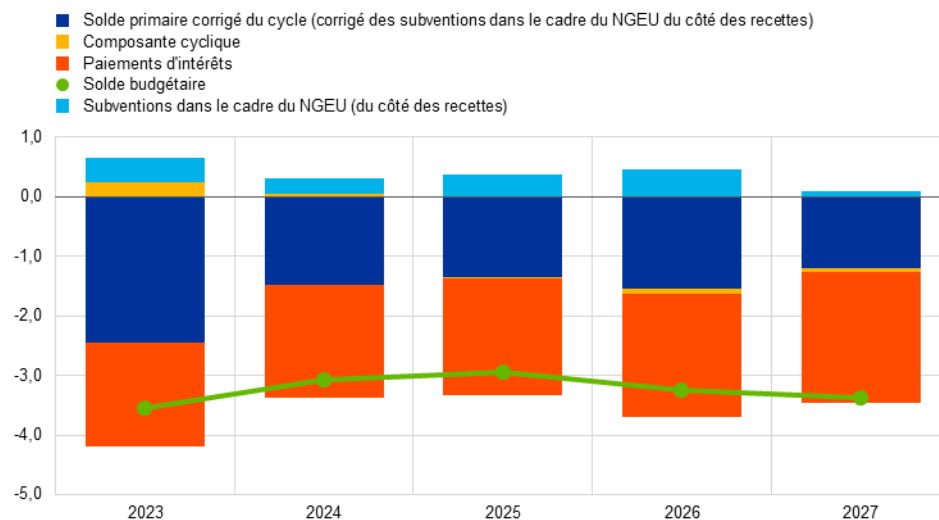
Le déficit budgétaire de la zone euro est revenu de 3,5 % du PIB en 2023 à 3,1 % du PIB en 2024. Ce repli s'explique par la levée de la plupart des mesures de soutien budgétaire liées à l'énergie et à l'inflation qui subsistaient. S'agissant de la période à venir, il devrait retomber à 2,9 % en 2025, avant de s'accroître pour atteindre 3,2 % du PIB en 2026 et 3,4 % du PIB en 2027. Cette augmentation est attribuable principalement à des paiements d'intérêts accrus, la dette à plus long terme arrivant à échéance et étant refinancée à des taux d'intérêt plus élevés, mais aussi à une légère détérioration du solde primaire corrigé du cycle et de la composante conjoncturelle.

⁹ Cf. les « Projections macroéconomiques pour la zone euro établies par les services de la BCE, septembre 2025 », publiées sur le site internet de la BCE le 11 septembre 2025.

Graphique 24

Solde budgétaire et ses composantes

(en pourcentage du PIB)



Sources : Calculs de la BCE et projections macroéconomiques pour la zone euro établies par les services de la BCE, septembre 2025.

Par rapport aux projections de juin, le solde budgétaire a été revu à la hausse sur l'ensemble de l'horizon de projection, quoique surtout à partir de 2026.

Cette amélioration est alimentée par le renforcement attendu de politiques budgétaires discrétionnaires en 2026, qui sera suivi par leur renversement partiel en 2027. Le resserrement budgétaire s'explique principalement par des révisions à la hausse des impôts indirects nets en Allemagne dans le contexte des discussions sur le budget 2026. Ces révisions portent sur une réduction de la taxe sur l'électricité moins importante que celle approuvée précédemment et sur une moindre augmentation des subventions (liées à la redevance sur le réseau électrique). D'autres sources de révisions incluent une croissance attendue plus faible de la consommation publique (par rapport au PIB potentiel nominal), en particulier en France mais aussi en Espagne, ainsi qu'une majoration des impôts directs sur les ménages en France. L'orientation budgétaire légèrement moins stricte qu'escompté en juin pour 2027 reflète principalement des révisions à la hausse de la consommation publique et des transferts budgétaires dans plusieurs pays, surtout en Italie et aux Pays-Bas. En conséquence, le déficit budgétaire de la zone euro, exprimé en pourcentage du PIB, a été revu à la baisse de 0,2 point de pourcentage en 2026 et de 0,1 point de pourcentage en 2025 ainsi qu'en 2027.

L'orientation budgétaire de la zone euro ne se resserrerait que marginalement en 2025, tandis qu'elle s'assouplirait en 2026, pour se durcir à nouveau, un peu plus nettement, en 2027¹⁰. Après un durcissement significatif en 2024, tenant

¹⁰ L'orientation budgétaire reflète la direction et l'ampleur de la relance économique induite par les politiques budgétaires, au-delà de la réaction automatique des finances publiques au cycle conjoncturel. Elle est mesurée ici comme la variation du ratio du solde primaire corrigé du cycle, déduction faite du soutien des pouvoirs publics au secteur financier. Étant donné que les recettes budgétaires plus élevées liées aux subventions du programme NGEU provenant du budget de l'UE n'ont pas pour effet de comprimer la demande, le solde primaire corrigé du cycle est ajusté afin d'exclure lesdites recettes. Pour plus de détails concernant l'orientation budgétaire de la zone euro, cf. l'article intitulé « L'orientation budgétaire de la zone euro », *Bulletin économique*, n° 4, BCE, 2016.

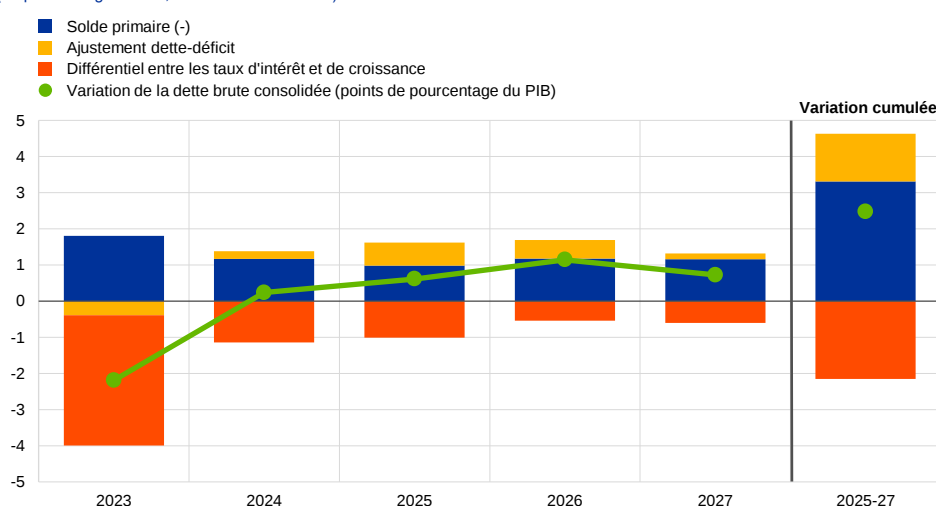
à la fois à des facteurs non discrétionnaires et à des mesures de politique budgétaire, l'orientation budgétaire ne devrait se resserrer que légèrement en 2025, principalement sous l'effet de mesures discrétionnaires en matière de recettes. Il s'agit notamment de l'augmentation des cotisations de sécurité sociale et, dans une moindre mesure, de la majoration d'impôts directs et indirects. Ces hausses d'impôts sont partiellement compensées par une croissance continue des dépenses publiques. En 2026, l'orientation budgétaire devrait s'assouplir, à la faveur principalement de l'accroissement des investissements publics. Cette évolution reflète le gonflement des dépenses de défense et d'infrastructure déjà incorporées dans le scénario de référence des projections de juin, en particulier celles de l'Allemagne (2026-2027), ainsi que la vive croissance des investissements financés par le NGEU en Italie, en Espagne ainsi que dans d'autres pays. Le resserrement de l'orientation budgétaire corrigée du NGEU en 2027 traduit essentiellement le recul des dépenses publiques supposées, au gré de l'arrivée à échéance des subventions du NGEU.

Le ratio dette/PIB de la zone euro devrait lentement progresser, s'établissant juste au-dessous des 90 % en 2027 alors qu'il s'affichait à 87,4 % en 2024 (graphique 25). Le ratio dette/PIB de la zone euro devrait suivre une trajectoire ascendante, les différentiels favorables, bien qu'en hausse, entre les taux d'intérêt et la croissance étant plus que contrebalancés par les déficits primaires persistants et par les ajustements dette-déficit positifs. Par rapport aux projections de juin, le ratio d'endettement a été revu à la baisse, principalement en raison de la diminution des déficits primaires cumulés.

Graphique 25

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

(en pourcentage du PIB, sauf mention contraire)



Sources : Calculs de la BCE et projections macroéconomiques pour la zone euro établies par les services de la BCE, septembre 2025.

Les projets de plans budgétaires pour 2026, que les gouvernements des États membres de l'UE sont supposés présenter pour le 15 octobre 2025, devraient étayer l'exécution des plans budgétaires à moyen terme. Les gouvernements devraient assurer la soutenabilité des finances publiques conformément au cadre de

gouvernance économique de l'UE, tout en accordant la priorité à la mise en place de réformes structurelles et d'investissements stratégiques essentiels afin de stimuler la croissance. Au niveau de la zone euro, un assainissement des finances publiques, pensé de manière à favoriser la croissance, sera nécessaire dans les prochaines années.

Encadrés

1 Restrictions sur les exportations chinoises de terres rares : quelle vulnérabilité de la zone euro ?

Mattia Banin, Mario D’Agostino, Vanessa Gunnella et Laura Lebastard

Le 4 avril 2025, la Chine a imposé des restrictions sur les exportations de terres rares, évoquant des difficultés de production pour certaines entreprises.

Ces mesures ont été introduites en représailles à la hausse des droits de douane américains sur les biens chinois pendant la montée des tensions commerciales entre les États-Unis et la Chine. Elles limitent les exportations chinoises de terres rares, de leurs composés et des produits qui y sont liés, tels que les aimants permanents utilisés dans les secteurs de la défense, des véhicules électriques, de l’énergie et de l’électronique (Commission européenne, 2020). Cette décision a entraîné un choc d’offre : en mai, les expéditions chinoises d’aimants fabriqués à partir de terres rares ont chuté de 75 % environ par rapport à l’année précédente, obligeant certains constructeurs automobiles à interrompre leur production.

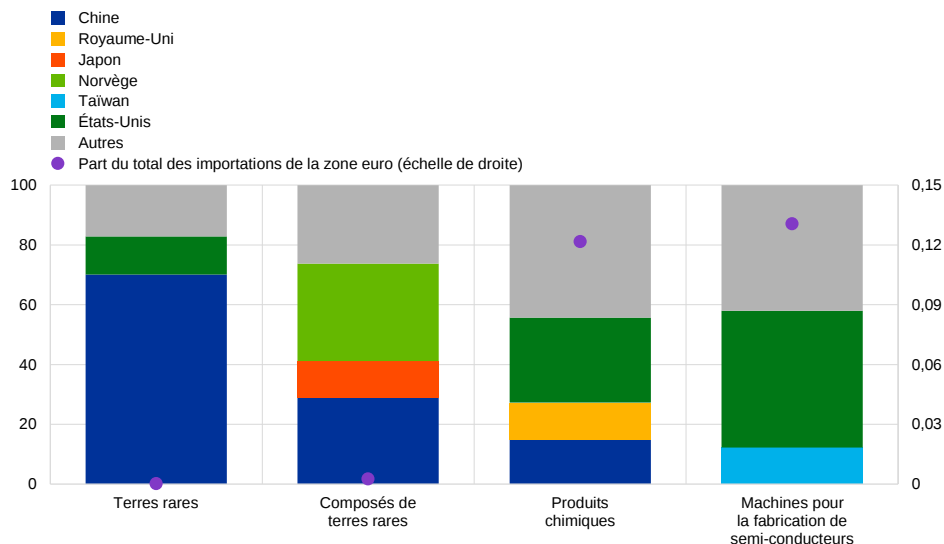
La zone euro est exposée à des risques liés aux chaînes d’approvisionnement associées aux exportations chinoises de terres rares – elle dépend des importations directes en provenance de Chine et de l’approvisionnement indirect via des tiers.

La Chine domine le marché mondial des terres rares, avec 95 % de la production mondiale. Elle occupe également une position centrale dans le raffinage d’autres matières premières critiques, telles que le lithium et le cobalt (Agence internationale de l’énergie, 2024). Cela souligne le rôle central de la Chine dans les chaînes d’approvisionnement mondiales et met en évidence les vulnérabilités de la zone euro aux perturbations géopolitiques (*International Relations Committee Work stream on Open Strategic Autonomy*, 2023 ; Attinasi et al., 2025). La Chine fournit 70 % des importations de terres rares de la zone euro (graphique A, première colonne). Même lorsque la zone euro se procure des produits secondaires contenant des terres rares auprès d’autres pays que la Chine (graphique A, de la deuxième à la quatrième colonne), les fournisseurs dépendent fortement de la Chine pour les terres rares à l’état brut. Par exemple, les États-Unis importent 80 % de leurs terres rares depuis la Chine, la zone euro reste donc indirectement exposée aux chaînes d’approvisionnement chinoises lorsqu’elle importe des produits américains utilisant ces matériaux.

Graphique A

Produits importés confrontés à des restrictions des exportations chinoises

(pourcentages)



Sources : Eurostat et calculs des services de la BCE.

Notes : Le code SH (niveau à six chiffres du Système harmonisé (SH) de classification de l'Organisation mondiale des douanes) est 280530 pour les terres rares, 284690 pour les composés de terres rares, 382499 pour les produits chimiques et 848690 pour les machines utilisées pour la fabrication de semi-conducteurs. Les données se rapportent à 2024.

Des pénuries d'approvisionnement en terres rares affecteraient des parties importantes du secteur manufacturier et auraient des répercussions négatives généralisées.

Les terres rares jouent un rôle essentiel dans la production de biens spécifiques, comme les voitures, les ordinateurs et les téléphones, pour des secteurs qui occupent une place centrale dans la chaîne de production de la zone euro. Une analyse de réseau fondée sur une base de données Bloomberg des relations client-fournisseur indique que plus de 80 % des grandes entreprises européennes se situent au maximum à trois intermédiaires d'un producteur chinois de terres rares (graphique B) ^{1, 2}. Selon les données, seules quelques entreprises de la zone euro se procurent des terres rares directement auprès de fournisseurs chinois (par exemple, Airbus et BASF). Un quart environ de l'ensemble des entreprises, incluant Volkswagen, Renault et Telefónica, dépendent d'un seul et unique intermédiaire. Les intermédiaires sont souvent des entreprises technologiques américaines qui fabriquent des produits avec des terres rares fournies par des entreprises chinoises. Cette dépendance à des chaînes d'approvisionnement indirectes amplifie l'exposition des entreprises de la zone euro à d'éventuelles perturbations, dans la mesure où même des interruptions mineures

¹ La base de données inclut environ 12 300 entreprises de la zone euro. Les entreprises de la zone euro ne sont pas totalement représentatives, car il s'agit de très grandes multinationales qui comptent un nombre élevé de fournisseurs. Toutefois, lorsque les informations sur le chiffre d'affaires sont disponibles, ces entreprises représentent 30 % du chiffre d'affaires de la zone euro (40 % lorsqu'on se concentre sur le seul secteur manufacturier) et jouent donc probablement un rôle important dans l'activité économique agrégée. D'éventuelles perturbations de leur production affecteraient également l'écosystème des entreprises plus petites qui dépendent d'elles au sein de la chaîne d'approvisionnement.

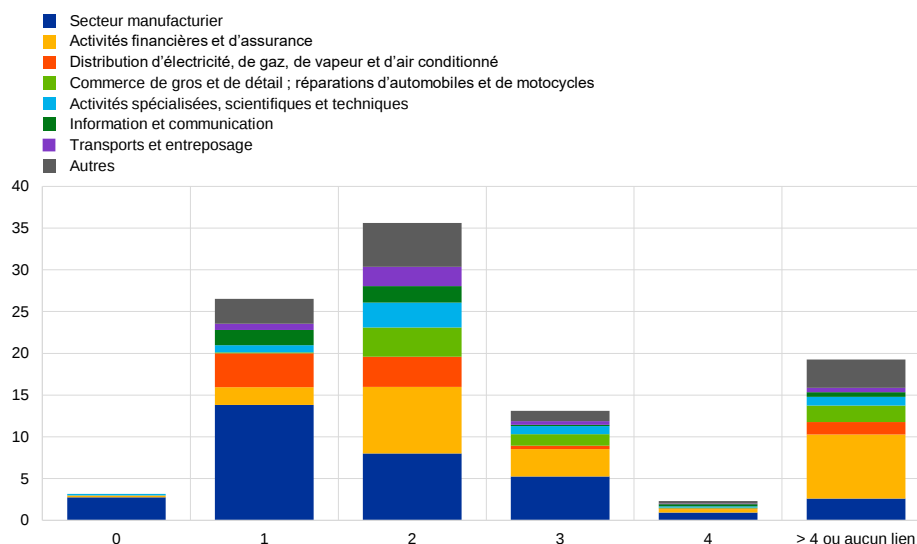
² À titre de comparaison, le nombre moyen d'intermédiaires entre une entreprise de la zone euro et un producteur de pétrole est également de trois environ.

des exportations chinoises peuvent se répercuter sur les intermédiaires et affecter un large éventail de secteurs.

Graphique B

Nombre d'intermédiaires entre les entreprises de la zone euro et les fournisseurs chinois de terres rares

(pourcentage d'entreprises de la zone euro, pondéré par le chiffre d'affaires)



Sources : Bloomberg Finance L.P. et calculs des services de la BCE.

Notes : Les entreprises sont classées par secteur NACE (Nomenclature statistique des activités économiques dans la Communauté européenne). Le graphique présente les liens, au sein de la chaîne de production, entre les entreprises de la zone euro et les producteurs chinois de terres rares sur la période 2020-2024. Les liens sont définis comme les relations fournisseur-client entre deux entreprises. Une valeur de 0 indique que les entreprises de la zone euro se procurent des terres rares directement auprès de producteurs chinois, sans intermédiaires. Les liens entre un fournisseur chinois de terres rares et une entreprise chinoise produisant des biens qui ne sont pas soumis à des restrictions à l'exportation ne sont pas inclus.

La nature des dépendances aux terres rares diffère selon les secteurs.

Les industries manufacturières sont particulièrement exposées, les pénuries de terres rares étant susceptibles d'interrompre la production. L'industrie automobile, par exemple, repose largement sur les aimants permanents fabriqués à partir de terres rares. De même, le secteur de l'énergie dépend fortement de ces matériaux pour les aimants au néodyme utilisés dans les éoliennes. En revanche, les secteurs des services sont moins vulnérables, les terres rares y étant généralement utilisées comme intrant intermédiaire ponctuel.

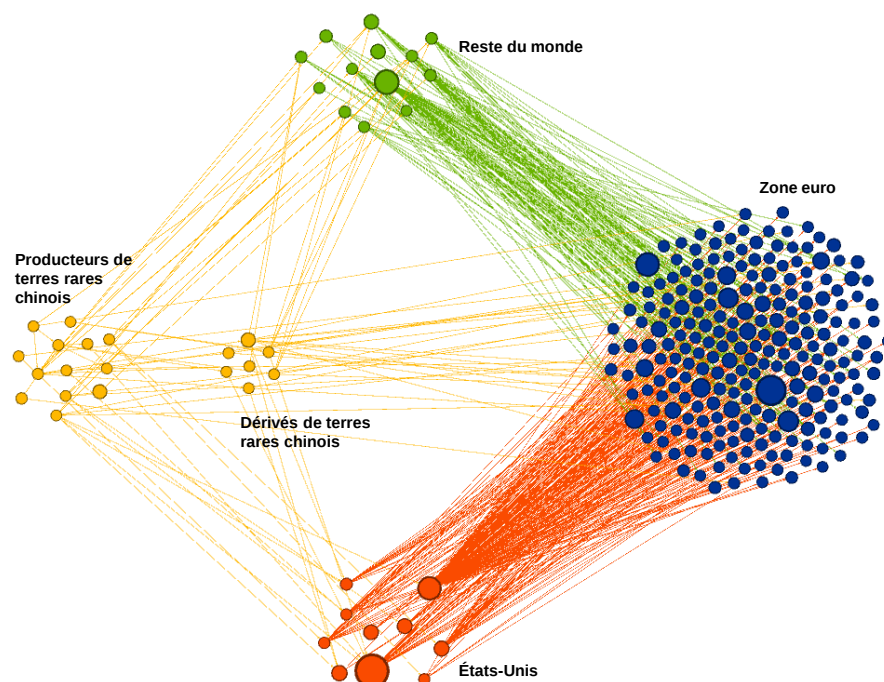
Le réseau des fournisseurs chinois de terres rares révèle un tissu dense de liens industriels au niveau mondial.

Les relations directes avec les clients sont au cœur du réseau de terres rares, qui implique des entreprises en Asie (en dehors de la Chine, principalement au Japon), dans l'Union européenne et en Amérique du Nord. Un grand nombre d'entre elles opèrent dans les secteurs de la technologie, de l'énergie et des industries manufacturières de pointe. La figure A illustre le réseau des producteurs chinois de terres rares et de leurs dérivés, montrant les liens directs entre les entreprises de la zone euro et les producteurs de terres rares, ainsi que les liens via des entreprises à intermédiaire unique (qui correspondent aux deux premières colonnes du graphique B). Sur les 1767 entreprises de la zone euro contenues dans l'échantillon, 11 liens directs entre des entreprises productrices de terres rares et des entreprises de la zone euro sont visibles ; il existe 16 liens avec

des entreprises productrices de dérivés de terres rares et 223 entreprises sont liées par un seul et unique intermédiaire (environ 13 %) ³.

Figure A

Liens entre les producteurs de terres rares chinois et les entreprises de la zone euro



Sources : Bloomberg Finance L.P. et calculs des services de la BCE.

Notes : Les nœuds pour la Chine représentent les producteurs de terres rares et de leurs dérivés. La figure illustre les liens directs et indirects (via le premier intermédiaire) des entreprises chinoises de terres rares avec des entreprises de la zone euro. La taille des nœuds reflète les chiffres d'affaires. Seules les entreprises disposant d'un chiffre d'affaires sont prises en compte dans le réseau.

Un arrêt soudain de l'approvisionnement en terres rares des États-Unis par la Chine aurait d'importantes répercussions pour les entreprises de la zone euro en raison de la position centrale des entreprises américaines dans le réseau d'approvisionnement mondial. Les entreprises américaines constituent le plus grand intermédiaire central, approvisionnant les entreprises de la zone euro en biens transformés dérivés de terres rares (graphique C). Les entreprises américaines – y compris d'importantes entreprises technologiques telles que Microsoft, Apple et Intel – opèrent dans des secteurs stratégiques comme la fabrication de semi-conducteurs, la production d'aimants de précision et la transformation chimique, et dépendent de l'approvisionnement en matières premières provenant de Chine. Cela démontre l'exposition indirecte de la zone euro aux fournisseurs de terres rares chinois. Seules 157 entreprises américaines interviennent en tant qu'intermédiaire direct entre les entreprises de la zone euro et les exportateurs de terres rares chinois. Toutefois, ces entreprises fournissent des produits à de nombreuses contreparties de la zone euro – les perturbations des sources de terres

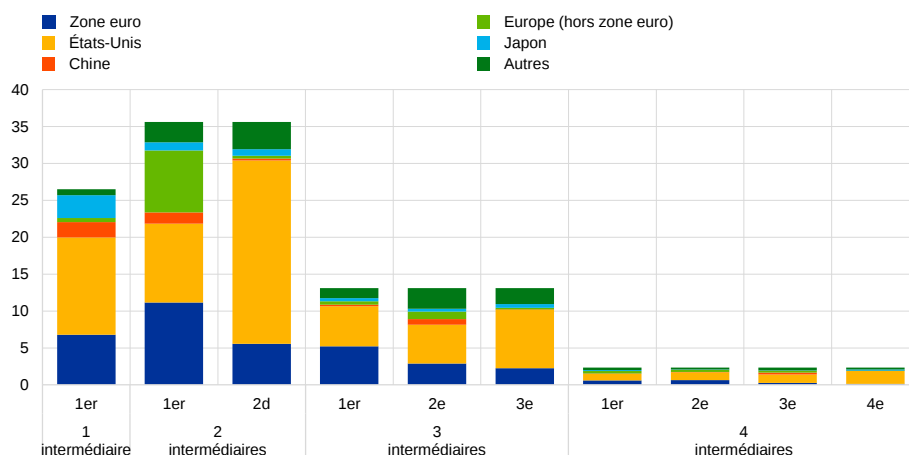
³ Lorsque l'on prend également en compte les entreprises pour lesquelles on ne dispose pas d'informations sur le chiffre d'affaires (12 300 entreprises), le nombre d'entreprises liées directement ou indirectement via un seul intermédiaire s'élève à 550 environ.

rare pourraient produire des effets en cascade le long des chaînes d'approvisionnement.

Graphique C

Nationalité des intermédiaires entre les entreprises de la zone euro et les entreprises chinoises de terres rares

(pourcentage d'entreprises de la zone euro, pondéré par le chiffre d'affaires)



Sources : Bloomberg Finance L.P. et calculs des services de la BCE.

Notes : Le premier intermédiaire est le maillon le plus proche des entreprises de la zone euro, tandis que l'intermédiaire avec le nombre le plus élevé est le maillon le plus proche des entreprises chinoises qui produisent des terres rares.

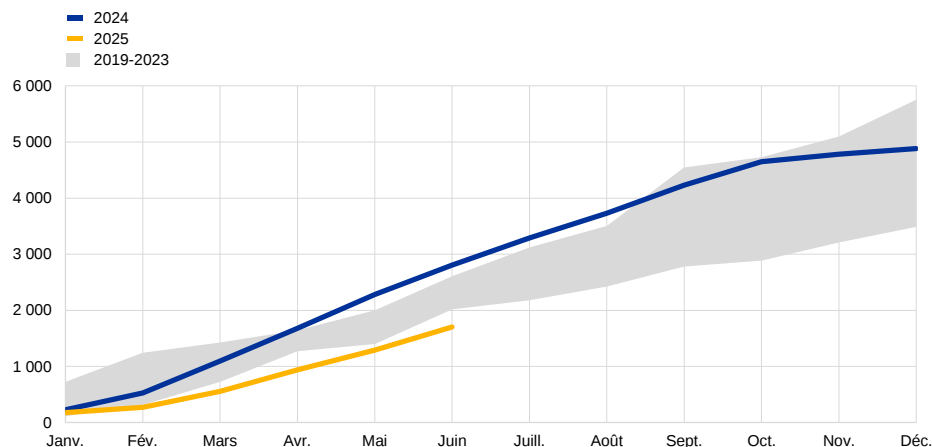
La limitation des exportations de terres rares par la Chine a déjà causé des perturbations dans la chaîne de valeurs mondiale et a affecté certaines entreprises européennes.

La zone euro n'avait généralement pas stocké de terres rares avant la mise en œuvre des restrictions – en juin, les importations agrégées en provenance de Chine étaient inférieures à leurs niveaux habituels (graphique D). Ce même mois, l'industrie automobile européenne a tiré la sonnette d'alarme, citant des stocks extrêmement bas entraînant la fermeture de plusieurs lignes de production et usines dans toute l'Europe (*European Association of Automotive Suppliers*, 2025). Le retard de la Chine dans le traitement des demandes de licences d'exportation a provoqué une partie de ces perturbations. Toutefois, les autorités européennes ont depuis lors mené des négociations afin de permettre à certaines entreprises européennes d'accélérer l'attribution de licences.

Graphique D

Importations de la zone euro de terres rares en provenance de Chine

(tonnes, en cumulé depuis janvier)



Sources : Eurostat et calculs des services de la BCE.

Notes : Une combinaison des deux premières colonnes du graphique A (codes HS 280530 et 284690) est présentée ici. La dernière observation se rapporte à juin 2025.

La Chine exploite son quasi-monopole en matière de terres rares dans les

conflits commerciaux internationaux.

En limitant les exportations de terres rares en réponse aux droits de douane américains, la Chine a montré sa volonté d'utiliser ces matériaux pour faire pression sur ses partenaires commerciaux. De même, la Chine pourrait utiliser les terres rares pour exercer des pressions sur les négociations commerciales en cours avec l'UE. Le Parlement européen a appelé la Commission à remédier à ces vulnérabilités en mettant rapidement en œuvre la Législation européenne sur les matières premières critiques (*Critical Raw Materials Act*, CRM Act). La Législation européenne sur les matières premières critiques vise, entre autres, à améliorer la position de l'Europe en diversifiant les importations de matières premières critiques et à renforcer les efforts en termes de recyclage (Parlement européen, 2025).

La zone euro reste exposée aux risques liés à l'inflation et aux risques économiques du fait de sa dépendance à la fourniture de terres rares, par la Chine, aux industries critiques.

Les perturbations de la chaîne d'approvisionnement résultant des restrictions aux exportations mises en œuvre par la Chine pourraient entraîner une augmentation du coût des intrants pour les fabricants de produits manufacturés, en particulier dans l'industrie automobile, l'électronique, et les énergies renouvelables. Cette augmentation de coût pourrait pousser à la hausse les prix à la consommation et contribuer aux tensions inflationnistes. De plus, des pénuries de matériaux sont également susceptibles d'interrompre la production, ce qui pèserait sur la production industrielle et freinerait l'activité économique globale. La pandémie a mis en évidence la fragilité des chaînes d'approvisionnement mondiales et montré comment des perturbations soudaines peuvent entraîner des répercussions sur l'ensemble des industries et des secteurs. Les estimations fondées sur des modèles suggèrent que les perturbations de l'approvisionnement en intrants critiques, tels que les terres rares, pourraient affecter de manière disproportionnée les secteurs en aval (Attinasi *et al.*, 2025).

Les indicateurs actuels ne suggèrent pas de tensions sur les chaînes d'approvisionnement ni de hausses de prix imminentes. Toutefois, il est essentiel de rester vigilant et de suivre attentivement l'évolution de la situation compte tenu du risque de changements rapides de la dynamique de l'offre au niveau mondial. L'analyse de réseau, comme le démontre cette étude, pourrait servir d'outil de suivi pour identifier les vulnérabilités potentielles des chaînes d'approvisionnement.

Bibliographie

Attinasi (M.-G.), Boeckelmann (L.), Gerinovic (R.) et Meunier (B.) (2025), « [Lever le voile sur les coûts cachés des dépendances critiques](#) », *Bulletin économique*, n° 5, BCE.

European Association of Automotive Suppliers (2025), « [Urgent action needed as China's export restrictions on rare earths disrupt European automotive supply chains](#) », communiqué de presse, 4 juin.

Commission européenne (2020), « [Critical raw materials for strategic technologies and sectors in the EU](#) », Office des publications de l'Union européenne.

Commission européenne (2025), « [Critical Raw Materials Act](#) ».

Parlement européen (2025), « [La Commission doit s'attaquer aux restrictions des exportations chinoises de terres rares](#) », communiqué de presse, 10 juillet.

International Energy Agency (2024), « [Global Critical Minerals Outlook 2024](#) », *IEA Publications*.

International Relations Committee Work stream on Open Strategic Autonomy (2023), « [The EU's Open Strategic Autonomy from a central banking perspective](#) », *Occasional Paper Series*, n° 311, BCE.

Anticipations et actions des consommateurs durant les récentes tensions commerciales

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

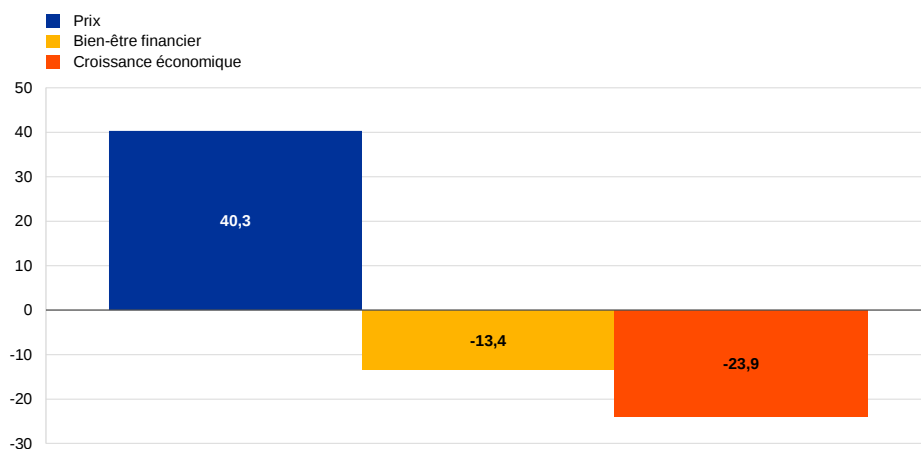
Les tensions commerciales et les annonces de droits de douane récentes affectent significativement le comportement et les anticipations des consommateurs européens.

Les données tirées de l'enquête de la BCE sur les anticipations des consommateurs (*Consumer Expectations Survey*, CES) collectées en juin 2025 révèlent que les consommateurs européens s'attendent à ce que les droits de douane affectent négativement l'inflation, les finances des ménages et la croissance économique ¹. Un solde net de 40 % des participants considère que les droits de douane sont inflationnistes, un solde net de 13 % considère qu'ils ont un impact négatif sur leurs finances et un solde net de 24 % estime que les droits de douane freineront la croissance économique (graphique A).

Graphique A

Anticipations des ménages concernant l'impact de la hausse des droits de douane

(pourcentages nets pondérés)



Source : BCE (juin 2025, enquête CES).

Notes : Données pondérées par la population. La question était la suivante : « Depuis son entrée en fonction en janvier, le président des États-Unis a annoncé l'imposition potentielle de droits de douane, et en réponse, plusieurs pays (dont l'Union européenne) ont annoncé des mesures de rétorsion. En supposant que ces droits de douane entrent en vigueur, comment pensez-vous qu'ils affecteront (le cas échéant) chacun des éléments suivants au cours des 12 prochains mois ? ». Pourcentages nets pondérés moyens calculés en pondérant les réponses comme suit : « Forte hausse » (+ 1), « Légère hausse » (+ 0,5), « Légère baisse » (- 0,5), « Forte baisse » (- 1).

Les consommateurs qui considèrent les droits de douane comme inflationnistes ont ajusté leurs anticipations d'inflation à la hausse.

Les données montrent que, pour le groupe qui considère les droits de douane comme inflationnistes dans l'enquête de juin 2025, les anticipations d'inflation ont également augmenté par rapport à janvier 2025, d'environ 0,2 point de pourcentage pour l'horizon à un an, 0,13 point de pourcentage pour l'horizon à trois ans

¹ Cf. Baumann *et al.* (2025a) pour une analyse détaillée des évolutions récentes de la confiance des consommateurs et de la faible croissance correspondante de la consommation.

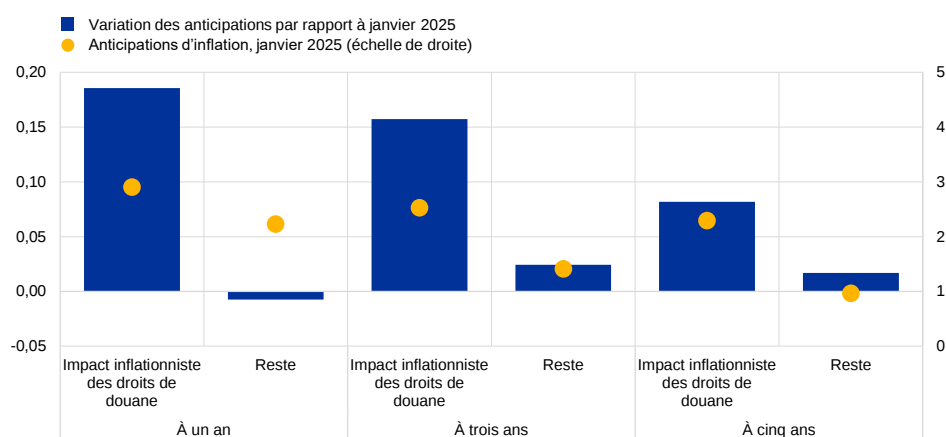
et 0,06 point de pourcentage pour l'horizon à cinq ans (graphique B, partie a). La faible hausse des anticipations d'inflation à long terme parmi les participants qui estiment que les droits de douane sont inflationnistes suggère que l'impact perçu des droits de douane sur l'inflation n'est peut-être pas complètement transitoire.

Graphique B

Variations des anticipations liées aux droits de douane

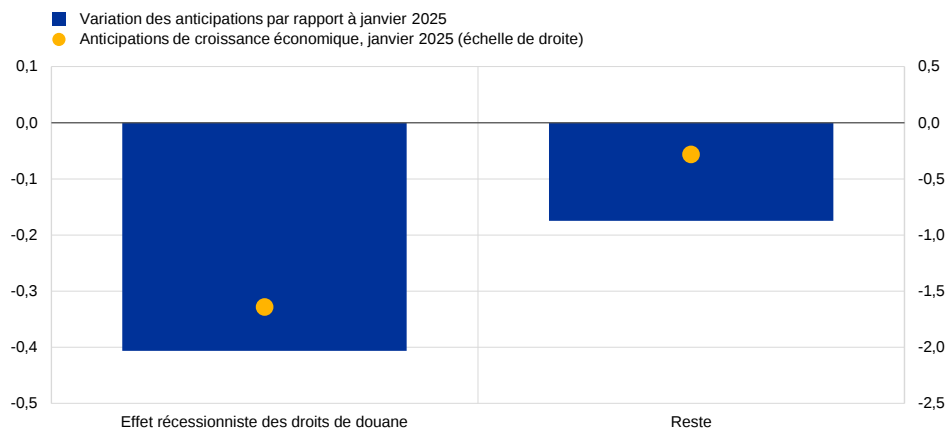
a) Anticipations d'inflation

(échelle de gauche : en points de pourcentage ; échelle de droite : en pourcentage)



b) Anticipations de croissance économique

(échelle de gauche : en points de pourcentage ; échelle de droite : en pourcentage)



Source : BCE (juin 2025, enquête CES).

Notes : Données pondérées par la population. La partie a) présente la différence entre les anticipations d'inflation de janvier 2025 et la moyenne des anticipations d'inflation d'avril, mai et juin 2025 pour les participants qui estiment que les droits de douane accentueront l'inflation et pour ceux qui pensent que ce ne sera pas le cas, pour trois horizons : à un an, trois ans et cinq ans. La partie b) présente la différence entre les anticipations de croissance économique de janvier 2025 et la moyenne des anticipations de croissance économique d'avril, mai et juin 2025 pour les participants qui estiment que les droits de douane freineront la croissance économique et pour ceux qui pensent que ce ne sera pas le cas.

De même, les inquiétudes concernant la croissance économique se sont accrues parmi ceux qui estiment que les droits de douane ont un effet récessionniste. Les consommateurs qui perçoivent les droits de douane comme ayant un effet récessionniste ont réduit leurs anticipations de croissance économique au cours des 12 prochains mois de 0,4 point de pourcentage depuis janvier 2025, contre une baisse de seulement 0,2 point de pourcentage pour les autres participants (graphique B, partie b). Ces résultats font écho au message du

graphique A, à savoir que les tensions commerciales rendent les ménages plus pessimistes sur les perspectives économiques.

En réaction aux inquiétudes liées aux droits de douane, les consommateurs modifient leurs habitudes de consommation de manière non négligeable.

Environ 26 % des participants ont déclaré s'être détournés des produits américains, tandis que 16 % environ ont indiqué avoir réduit leurs dépenses globales (graphique C, partie a) ². Ces changements de comportement varient selon les groupes de revenus : les ménages à revenu élevé sont plus susceptibles de se détourner des biens américains, tandis que les ménages à faible revenu sont plus enclins à réduire leurs dépenses globales.

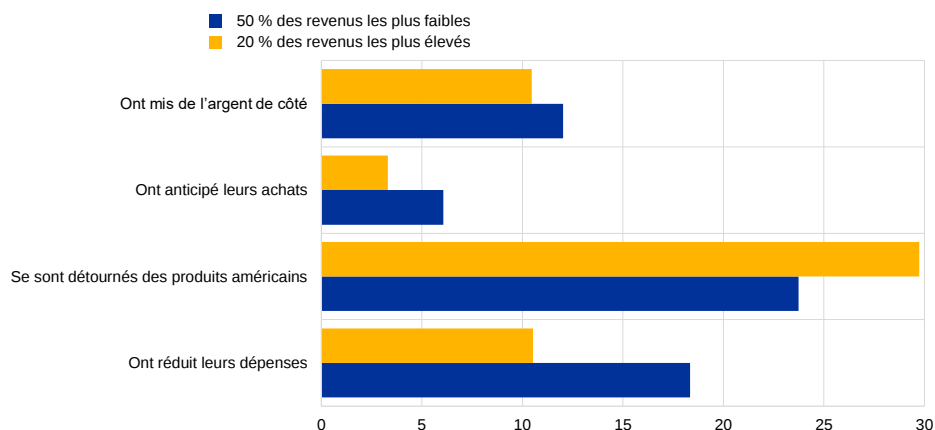
² Les participants ont déclaré s'être détournés des produits américains malgré la forte dépréciation du dollar.

Graphique C

Décisions prises par les participants à l'enquête CES après les annonces sur les droits de douane

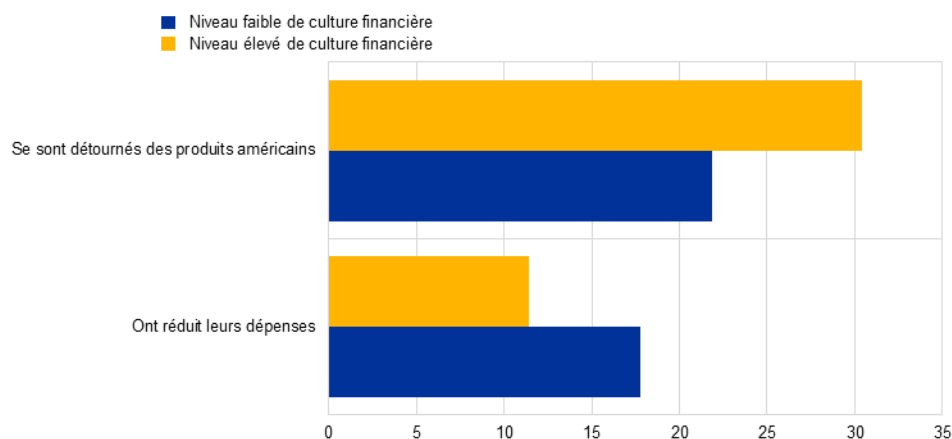
a) Décisions prises, par niveau de revenus

(en pourcentages des participants)



b) Décisions prises, par niveau de culture financière

(en pourcentages des participants)



Source : BCE (juin 2025, enquête CES).

Notes : Données pondérées par la population. Pourcentage de participants ayant pris une action spécifique après l'annonce d'éventuels droits de douane. Dans la partie a), les quantiles de revenu sont calculés à partir du revenu des ménages déclaré par vague et par pays. Dans la partie b), la culture financière est fondée sur les notes obtenues dans le cadre d'un « quiz » financier de l'enquête CES sur une échelle de 0 à 4, où 4 correspond à un niveau élevé de culture financière et moins de 3 à un niveau faible.

La culture financière et le fait de préférer acheter d'autres produits semblent jouer un rôle dans la prise de ces décisions. Comme l'ont souligné Baumann *et al.* (2025b), de nombreux consommateurs étaient déjà disposés à délaisser les produits américains avant les annonces de l'administration américaine relatives aux droits de douane en avril 2025³. Dans l'enquête de juin 2025, les consommateurs ayant un niveau plus élevé de culture financière étaient plus susceptibles de déclarer ne pas acheter des produits américains, tandis que les consommateurs ayant un

³ Parmi les participants qui, en mars 2025, ont déclaré que leurs préférences constituaient la principale raison d'une substitution potentielle, les réponses à l'enquête de juin 2025 indiquent qu'environ 40 % d'entre eux ont désormais concrétisé ces intentions.

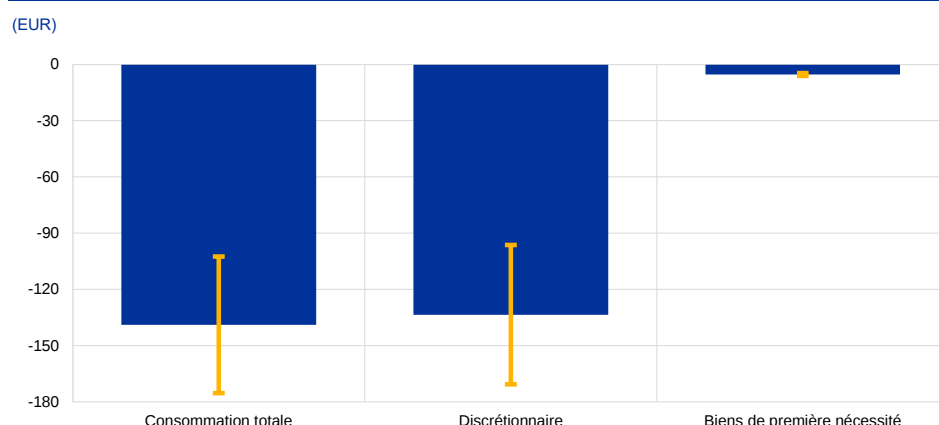
niveau plus faible de culture financière étaient plus susceptibles de déclarer avoir réduit leur consommation globale (graphique C, partie b).

La diminution des dépenses résulte des réductions des dépenses

discrétionnaires. Les consommateurs ayant déclaré avoir ajusté leur consommation à la suite des annonces de droits de douane ont réduit davantage leurs dépenses nominales globales que le groupe de comparaison, tel qu'estimé par la différence entre les deux groupes et leur consommation en janvier et avril 2025. Comme attendu, cette baisse est entièrement due aux dépenses discrétionnaires, tandis que les dépenses liées aux biens de première nécessité n'ont pratiquement pas été affectées (graphique D).

Graphique D

Estimations par doubles différences de la réduction de la consommation en réaction aux tensions commerciales



Source : BCE (juin 2025, enquête CES).

Notes : Données pondérées par la population. Différence dans la variation du niveau de consommation entre janvier 2025 et avril 2025 pour ceux qui ont déclaré avoir réduit leurs dépenses à la suite des annonces des droits de douane et ceux qui ne l'ont pas fait. Les biens de première nécessité incluent l'alimentation, les boissons, les coûts des logements et les services collectifs, tandis que toutes les autres consommations sont discrétionnaires. Les lignes jaunes représentent les intervalles de confiance à 90 %.

Ces résultats mettent en évidence les effets tangibles des tensions commerciales sur le comportement et les anticipations économiques des consommateurs européens.

En modifiant les anticipations d'inflation et de croissance et en entraînant des changements dans le comportement de dépense, les droits de douane ont introduit un niveau d'incertitude qui influence à la fois les décisions des ménages individuels et, éventuellement, les évolutions économiques plus globales.

Bibliographie :

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

Baumann (A.), Caprari (L.), Dossche (M.), Kocharkov (G.) et Kouvavas (O.) (2025b), « [How European consumers respond to US tariffs](#) », *VoxEU Column*, Centre for Economic Policy Research, 16 juillet.

Secteur manufacturier versus secteur des services : comment l'anticipation des entreprises et l'incertitude ont déterminé les évolutions récentes

Niccolò Battistini et Johannes Gareis

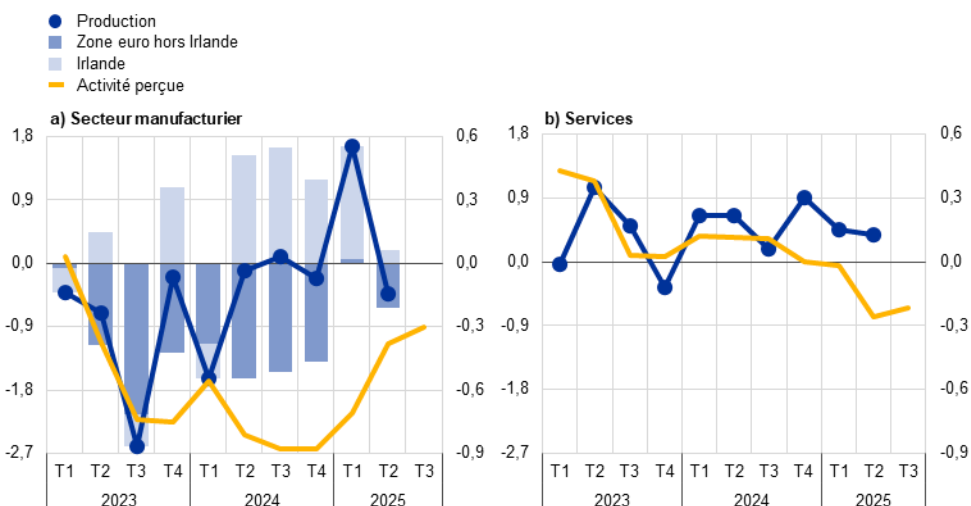
L'activité manufacturière a renoué avec la croissance début 2025, tandis que l'activité dans les services s'est ralentie, marquant une inversion des tendances précédentes dans ces deux secteurs. Les données quantitatives relatives à la production montrent que l'activité manufacturière s'est fortement contractée en 2023 et 2024. Toutefois, au premier trimestre 2025, le secteur manufacturier a enregistré un rebond, la contraction dans la zone euro hors Irlande s'étant brutalement interrompue, tandis que l'expansion en Irlande s'est accélérée (graphique A). En revanche, l'activité dans les services, qui avait poursuivi sa croissance au cours des deux années précédentes, s'est essoufflée. Les données tirées des enquêtes de la Commission européenne sur les perceptions des entreprises corroborent cette inversion. Les entreprises manufacturières ont indiqué une nette augmentation de l'activité perçue, qui est toutefois restée inférieure à sa moyenne de long terme. À l'inverse, les entreprises de services ont fait état d'une baisse de l'activité perçue au-dessous de sa norme historique. La divergence antérieure entre le secteur manufacturier et les services reflétait la poussée d'inflation liée à l'énergie et le durcissement consécutif de la politique monétaire, qui ont en particulier pesé sur le secteur manufacturier, tandis que les services ont été soutenus par la normalisation des profils de consommation après la pandémie ¹. Si certains de ces déterminants se sont inversés, de nouveaux facteurs sont apparus. L'anticipation temporaire des entreprises avant la hausse des droits de douane américains a probablement soutenu la reprise du secteur manufacturier, tandis que l'incertitude croissante entourant la politique commerciale (et, plus largement, la politique économique) semble avoir freiné l'activité globale. Le présent encadré examine les effets résultant de l'anticipation des entreprises et de l'incertitude liée à la politique commerciale à l'aide de données granulaires sectorielles et analyse les perspectives à court terme pour l'activité du secteur manufacturier et des services.

¹ Pour une évaluation de l'impact du durcissement passé de la politique monétaire sur l'activité du secteur manufacturier et des services, cf. Battistini et Gareis (2023).

Graphique A

Production et activité perçue dans le secteur manufacturier et les services

(échelle de gauche : variations trimestrielles en pourcentage et contributions en points de pourcentage ; échelle de droite : soldes en pourcentage normalisés)



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

Notes : La production de services se rapporte à l'économie marchande hors services financiers et publics. L'activité perçue se rapporte à l'évaluation par les entreprises des évolutions de la production au cours des trois derniers mois pour le secteur manufacturier et de la demande au cours des trois derniers mois pour le secteur des services. Les indicateurs tirés d'enquêtes sont normalisés sur la période allant de janvier 1999 à la dernière observation. Les moyennes trimestrielles pour les observations les plus récentes sont calculées à partir des observations mensuelles disponibles. Les dernières observations mensuelles se rapportent à juin 2025 pour la production manufacturière, à mai 2025 pour la production de services et à juillet 2025 pour les enquêtes.

L'anticipation des entreprises avant la hausse des droits de douane américains a probablement renforcé temporairement l'activité manufacturière au premier trimestre 2025.

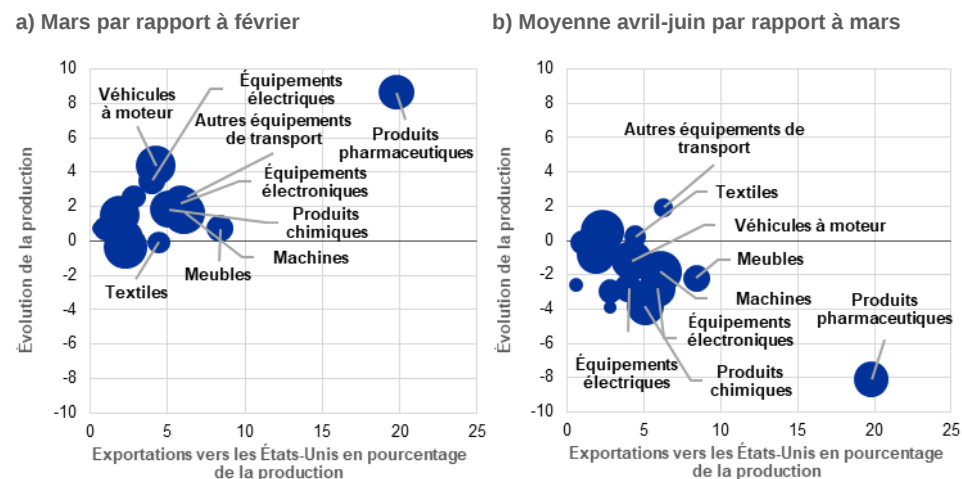
Selon des enquêtes menées auprès des entreprises, cette anticipation a reflété une hausse temporaire de la demande américaine pour les produits de la zone euro avant les augmentations tarifaires prévues en avril (Melemenidis *et al.*, 2025). Cela est cohérent avec le rythme et l'ampleur des fluctuations de la production manufacturière. La production manufacturière a fortement augmenté au premier trimestre après deux années de baisse, principalement sous l'effet d'une forte hausse en mars, lorsqu'elle a atteint un point haut, avant de reculer entre avril et juin. Des effets temporaires liés à cette anticipation apparaissent également lorsque l'on compare l'exposition de différents secteurs aux exportations vers les États-Unis avec la dynamique de leur production (graphique B). La production dans les secteurs les plus exposés aux exportations américaines a enregistré une hausse plus marquée en mars (graphique B, partie a) et un recul plus prononcé entre avril et juin (graphique B, partie b). L'industrie pharmaceutique illustre très clairement cette dynamique, en raison de sa forte exposition aux exportations américaines. La production dans ce secteur a augmenté de près de 9 % en mars par rapport à février, puis a diminué dans des proportions similaires en moyenne au deuxième trimestre. Parmi les pays, ces évolutions ont largement reflété la volatilité élevée de

la production pharmaceutique en Allemagne, aux Pays-Bas et, très probablement, en Irlande ².

Graphique B

Production dans le secteur manufacturier et exposition aux exportations américaines

(variations en pourcentage d'une période à l'autre)



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

Notes : La taille des points reflète la part des secteurs dans la valeur ajoutée brute totale. Les légendes identifient les secteurs dans lesquels les exportations américaines dépassent 3 % de la production du secteur. Les données sectorielles d'entrées-sorties sont basées sur les tableaux FIGARO pour 2022. Les dernières observations se rapportent à juin 2025.

Si l'activité manufacturière a été temporairement soutenue par l'anticipation des entreprises, la montée de l'incertitude relative à la politique commerciale a probablement contribué au ralentissement récent dans les services. À la suite de l'annonce des droits de douane par l'administration américaine le 2 avril, l'incertitude relative à la politique commerciale a atteint un point haut historique, bien au-dessus des niveaux observés lors des précédents épisodes de tensions commerciales, tels que les différends entre les États-Unis et la Chine au cours du premier mandat du président Trump (graphique C) ³. Les données empiriques montrent que l'incertitude relative à la politique commerciale pèse de façon disproportionnée sur les investissements des entreprises (Caldara *et al.*, 2020 ; Andersson *et al.*, 2024) et sur l'activité sectorielle associée (De Santis et Zimic, 2019). Des données granulaires et plus récentes tirées d'enquêtes menées dans les différents secteurs corroborent cette conclusion. Au cours du premier mandat de l'administration Trump, l'activité perçue a diminué dans les entreprises du secteur manufacturier et du secteur des services aux entreprises, les deux étant

² La production pharmaceutique en Allemagne et aux Pays-Bas a augmenté de 19 % et 17 % environ entre février et mars, puis a diminué de 15 % et 26 % en moyenne au deuxième trimestre par rapport à mars, respectivement. Bien qu'aucune donnée officielle sur la production ne soit disponible pour l'industrie pharmaceutique en Irlande, la production irlandaise dans le « secteur moderne » (incluant les produits pharmaceutiques) ainsi que les exportations de produits pharmaceutiques vers les États-Unis ont fortement augmenté en mars avant de reculer au deuxième trimestre, ce qui pourrait suggérer un profil de production similaire.

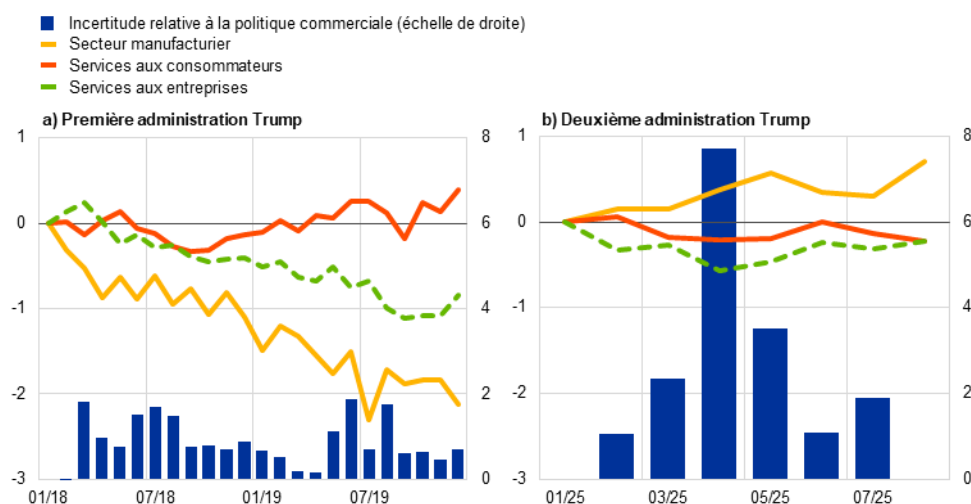
³ Dans cet encadré, l'incertitude relative à la politique commerciale se rapporte à l'indice développé par Caldara *et al.* (2020) qui est élaboré en comptant la fréquence des apparitions simultanées de termes liés à la politique commerciale et à l'incertitude dans les principaux journaux américains. Pour une première évaluation de l'importance de l'incertitude relative à la politique commerciale par rapport à d'autres mesures de l'incertitude au cours du premier mandat de l'administration Trump, cf. Azqueta-Gavaldón *et al.* (2019)

étroitement liés à l'investissement des entreprises, tandis qu'elle est restée résiliente dans les entreprises du secteur des services aux consommateurs (graphique C, partie a) ⁴. De même, dans la situation actuelle, l'incertitude accrue relative à la politique commerciale a probablement pesé davantage sur le secteur manufacturier et les services aux entreprises que sur les services aux consommateurs. Dans le cas de l'industrie manufacturière, toutefois, cet impact négatif a jusqu'à présent été largement contrebalancé par des effets positifs liés à l'anticipation, qui ont temporairement stimulé la production (graphique C, partie b).

Graphique C

Incertitude relative à la politique commerciale et activité perçue dans le secteur manufacturier et les services

(échelle de gauche : variations cumulées des soldes en pourcentage normalisés ; échelle de droite : variation cumulée de l'indice normalisé)



Sources : Eurostat, Commission européenne, Caldara *et al.* (2020) et calculs de la BCE.

Notes : L'activité perçue se rapporte à l'évaluation par les entreprises des évolutions de la production au cours des trois derniers mois pour le secteur manufacturier et de la demande au cours des trois derniers mois pour le secteur des services. Les services aux consommateurs incluent l'hébergement et la restauration, ainsi que les agences de voyage, les activités de diffusion et de poste ; les services aux entreprises incluent les autres activités professionnelles, l'entreposage, l'édition (principalement de logiciels) et la réparation d'ordinateurs. Pour la mesure de l'incertitude relative à la politique commerciale, cf. Caldara *et al.* (2020). Les variations cumulées sont calculées à partir de janvier 2018 dans la partie a) et à partir de janvier 2025 dans la partie b). Les dernières observations se rapportent à juillet 2025.

Plusieurs facteurs influencent les perspectives du secteur manufacturier et des services, sans aucun signe clair pour l'instant quant à celui qui prévaudra.

Les données tirées des enquêtes de la Commission européenne indiquent que l'activité s'est légèrement ralentie dans les services aux consommateurs, tandis qu'elle s'est légèrement redressée dans les services aux entreprises au cours du troisième trimestre, l'incertitude relative à la politique commerciale s'étant atténuée (graphique C, partie b). En outre, l'activité manufacturière a continué de progresser au-dessus de son niveau du début de l'année. S'agissant des risques provenant de l'incertitude, si l'incertitude relative à la politique commerciale devait rester élevée au regard des évolutions de long terme, ses effets modérateurs

⁴ L'incertitude croissante en matière de politique commerciale au cours du premier mandat du président Trump ne devrait constituer qu'un des facteurs à l'origine du ralentissement perçu de l'activité dans le secteur manufacturier et les services aux entreprises. Cette évolution peut également avoir été influencée par d'autres facteurs, y compris les difficultés dans le secteur automobile résultant de l'introduction de nouvelles normes d'émissions, les turbulences financières sur les marchés émergents et le Brexit (Gunnella et Quaglietti, 2019).

pourraient continuer à peser sur les services et devenir visibles dans le secteur manufacturier à mesure que les effets liés à l'anticipation des entreprises se dissipent. Toutefois, l'accord commercial entre l'UE et les États-Unis pourrait entraîner un recul rapide de cette incertitude, atténuant ainsi certains de ses effets négatifs. Outre les risques liés à l'incertitude, d'autres facteurs sont susceptibles de déterminer les perspectives. Les facteurs défavorables résultent de l'appréciation de l'euro et de l'impact de la hausse des droits de douane, tandis que les effets retardés de l'assouplissement de la politique monétaire et le soutien potentiel d'une augmentation des dépenses de défense et d'infrastructure constituent des facteurs compensateurs favorables.

Bibliographie :

Andersson (M.), Bobasu (A.) et De Santis (R.A.) (2024), « [Quels sont les signaux économiques tirés des mesures de l'incertitude ?](#) », *Bulletin économique*, n° 8, BCE.

Azqueta-Gavaldón (A.), Hirschbühl (D.), Onorante (L.) et Saiz (L.) (2019), « [Les sources de l'incertitude relative à la politique économique dans la zone euro : une approche par apprentissage automatique](#) », *Bulletin économique*, n° 5, BCE.

Battistini (N.) et Gareis (J.) (2023), « [La politique monétaire et le ralentissement récent du secteur manufacturier et des services](#) », *Bulletin économique*, n° 8, BCE.

Caldara (D.), Iacoviello (M.), Molligo (P.), Prestipino (A.) et Raffo (A.) (2020), « *The economic effects of trade policy uncertainty* », *Journal of Monetary Economics*, vol. 109, janvier, p. 38-59.

De Santis (R.A.) et Zimic (S.) (2019), « [Les raisons de la baisse de la production industrielle dans la zone euro : facteurs domestiques et facteurs extérieurs](#) », *Bulletin économique*, n° 6, BCE.

Gunnella (V.) et Quaglietti (L.) (2019), « [Les implications économiques de la montée du protectionnisme : du point de vue de la zone euro et à l'échelle mondiale](#) », *Bulletin économique*, numéro 3, BCE.

Melemenidis (A.), Morris (R.) et Roma (M.) (2025), « [Principales conclusions tirées des contacts récents de la BCE avec les sociétés non financières](#) », *Bulletin économique*, n° 5, BCE.

Les travailleurs sont-ils disposés à accepter des réductions de salaire en échange de la flexibilité apportée par le travail à distance ?

António Dias da Silva et Marco Weissler

Depuis la pandémie, le télétravail est devenu plus courant dans la zone euro ¹.

Selon Eurostat, la part des salariés âgés de 20 à 64 ans télétravaillant au moins occasionnellement a doublé entre 2019 et 2024, passant de 11,7 % à 22,4 % ².

Parmi les participants à l'enquête de la BCE sur les anticipations des consommateurs (enquête CES), le télétravail apparaît encore plus répandu, avec en mai 2024, 33,6 % des salariés qui déclaraient travailler à domicile au moins deux jours par semaine. Cet écart pourrait s'expliquer par des différences méthodologiques et, l'enquête CES étant réalisée en ligne, par d'éventuelles différences d'échantillonnage. L'enquête CES montre également que ces régimes de travail à distance, qui sont restés globalement stables de 2024 à 2025, semblent désormais bien établis. Les avantages non salariaux – notamment les possibilités de travail à distance – sont souvent proposés par les entreprises comme une alternative à des salaires plus élevés. De précédentes études internationales sur ce sujet ont souvent montré que les salariés seraient prêts à renoncer à une partie de leur salaire en échange de la possibilité de télétravailler (Aksoy *et al.*, 2022, Nagler *et al.*, 2024, et Cullen *et al.*, 2025). Cet encadré analyse l'importance que les salariés de la zone euro attachent à la possibilité de travailler depuis leur domicile.

Selon l'enquête CES, un mode de travail hybride reste l'option la plus courante et privilégiée parmi les salariés qui travaillent à distance.

En 2025, 55,7 % des salariés ne télétravaillaient pas du tout, 11,9 % travaillaient de chez eux environ un jour par semaine, 21,9 % entre deux et quatre jours par semaine (« travail hybride ») et 10,6 % cinq jours ou plus par semaine (graphique A) ³. La comparaison entre les modalités de travail à distance effectives des salariés et celles qu'ils souhaiteraient révèle certaines différences importantes. L'écart le plus important est observé pour les salariés qui télétravaillent actuellement un jour par semaine, suivis de ceux qui ne télétravaillent jamais, puis de ceux qui travaillent entièrement à distance. Dans l'ensemble, un mode de travail hybride semble être l'option privilégiée pour le travail à distance, la plupart des travailleurs hybrides (84 %) se déclarant satisfaits de leur dispositif actuel. Il est intéressant de noter que 43 % des salariés qui travaillent entièrement à distance préféreraient passer plus de jours au bureau. Cela laisse

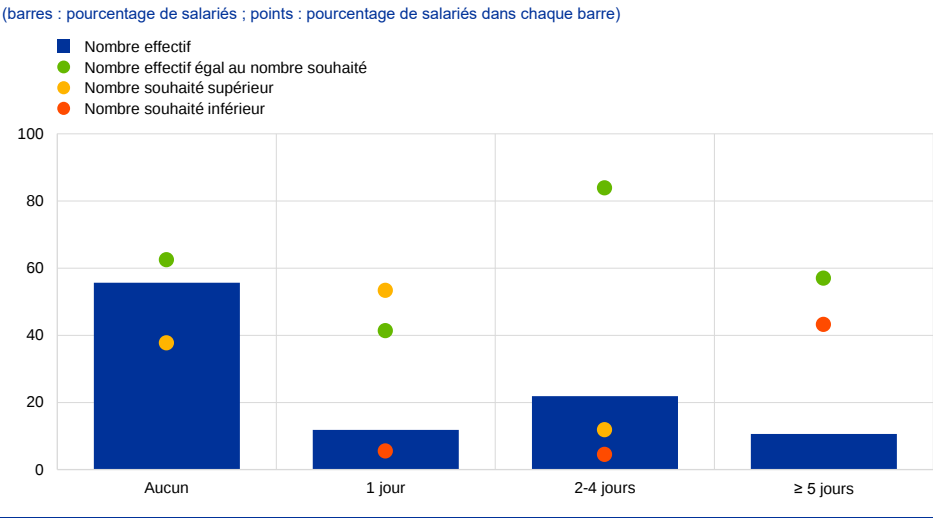
¹ Dans cet encadré, les termes « télétravail » et « travail à distance » sont utilisés de manière interchangeable pour désigner le travail effectué en dehors du bureau ou d'un autre lieu de travail traditionnel, que ce soit au lieu de résidence du salarié ou dans un autre endroit de son choix.

² Ces parts se rapportent aux travailleurs âgés de 20 à 64 ans qui ne sont pas des travailleurs indépendants. En outre, si la part actuelle des salariés qui télétravaillent est plus élevée qu'en 2019, elle est plus faible qu'en 2021 et 2022, en ligne avec les données relatives aux États-Unis (Bick *et al.*, 2025). Cf. Dias da Silva *et al.* (2023) pour une analyse des évolutions du travail à distance dans la zone euro durant la pandémie.

³ Les chiffres agrégés masquent des différences importantes entre les professions en fonction de la faisabilité du travail à distance, comme le montrent Dias da Silva *et al.* (2023).

penser que le travail à distance peut être davantage motivé par la nécessité ou les exigences de l'employeur que par la préférence du salarié ⁴.

Graphique A
Jours de télétravail effectifs par semaine et jours de télétravail souhaités



Source : Enquête de la BCE sur les anticipations des consommateurs (CES)
Notes : Résultats tirés du module annuel de l'enquête CES relatif au marché du travail complété en mai 2025 pour les salariés âgés de 20 à 64 ans. Ces résultats sont fondés sur les questions suivantes : « Combien de jours avez-vous eu tendance à télétravailler au cours d'une semaine normale durant les trois derniers mois ? » et « À l'horizon d'un an, à quelle fréquence au cours d'une semaine normale aimeriez-vous bénéficier de jours de télétravail rémunérés ? ».

Les salariés ne sont pas disposés à renoncer à une part importante de leur salaire pour un mode de travail hybride, même s'ils sont très satisfaits de leurs dispositifs de télétravail actuels. En mai 2025, il a été demandé aux participants à l'enquête CES de supposer que leur employeur n'autorisait pas le télétravail et d'indiquer le niveau de réduction de salaire qu'ils seraient disposés à accepter (en pourcentage de leur salaire actuel) en échange de la possibilité de télétravailler deux ou trois jours par semaine. Les résultats montrent que 70 % des salariés ne seraient pas disposés à accepter une réduction de salaire pour travailler à domicile. Toutefois, 13 % des salariés accepteraient une réduction de salaire comprise entre 1 % et 5 %, tandis que 8 % accepteraient une réduction comprise entre 6 % et 10 % (graphique B, partie a).

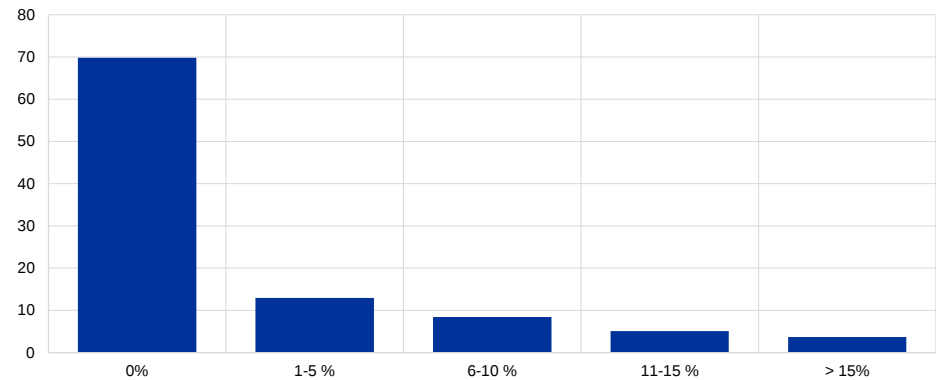
⁴ Seule la moitié des salariés ayant déclaré travailler entièrement à distance en mai 2024 disposaient toujours de ce régime de travail en mai 2025, contre 74 % pour ceux bénéficiant d'un mode de travail hybride et 88 % pour ceux travaillant rarement/jamais à domicile. Cela suggère que le fait de travailler entièrement à distance ne constitue pas un mode de travail persistant.

Graphique B

Disposition à accepter une réduction de salaire en échange d'un mode de travail hybride

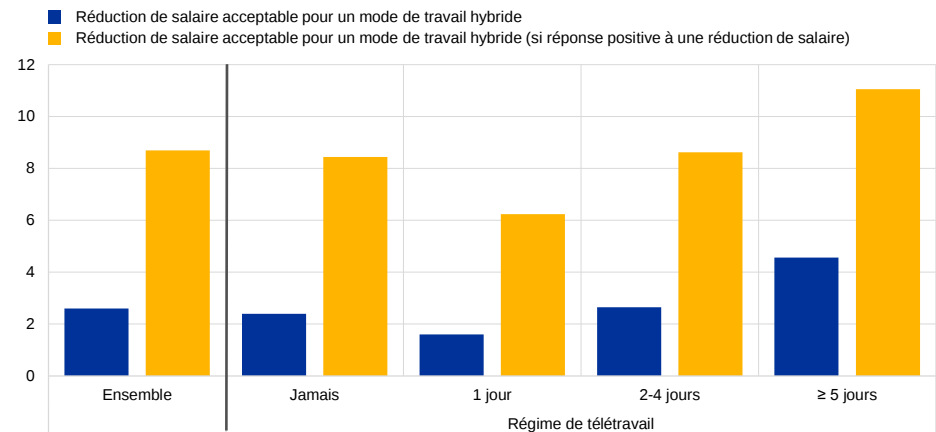
a) Part des salariés disposés à accepter une réduction de salaire

(axe des abscisses : en pourcentage du salaire actuel ; axe des ordonnées : en pourcentage des salariés)



b) Réduction de salaire moyenne acceptable pour bénéficier d'un mode de travail hybride

(en pourcentage du salaire actuel)



Source : Enquête de la BCE sur les anticipations des consommateurs (CES)

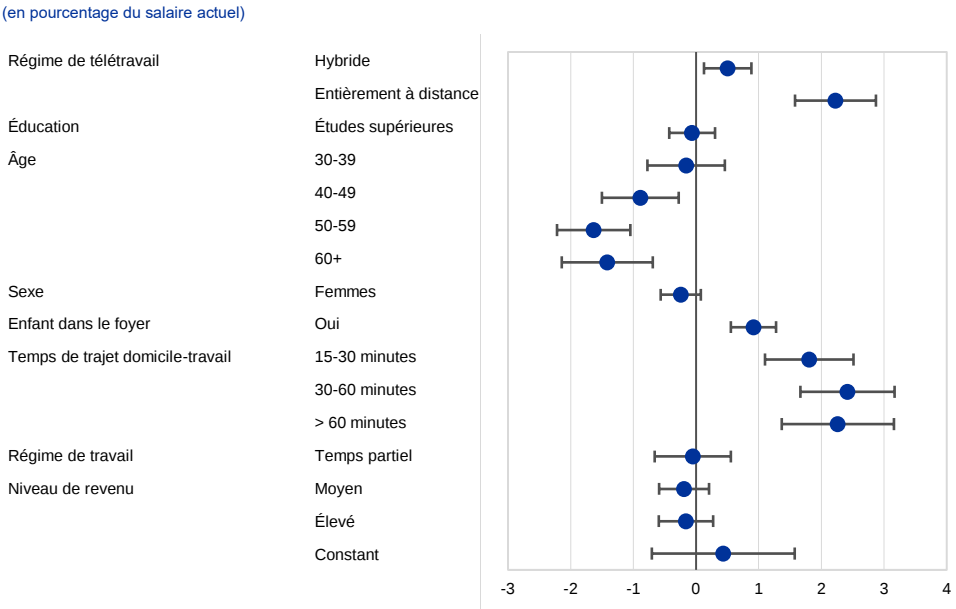
Notes : Résultats tirés du module annuel de l'enquête CES relatif au marché du travail complété en mai 2025 pour les salariés âgés de 20 à 64 ans. Les résultats présentés dans la partie b) sont fondés sur la question suivante : « Imaginez que votre employeur ne permette pas à ses salariés de télétravailler. En théorie, quelle réduction de salaire seriez-vous disposé à accepter (en pourcentage de votre salaire actuel) pour avoir la possibilité de télétravailler deux ou trois jours par semaine ? ». Les résultats excluent les salariés dont le travail ne peut être effectué à distance.

La réduction moyenne de salaire que les employés accepteraient pour pouvoir télétravailler deux ou trois jours par semaine s'établit à 2,6 %. Ce chiffre est nettement inférieur aux autres estimations dans la littérature empirique. Barrero *et al.* (2021) estiment que les travailleurs américains accepteraient une réduction de salaire de 7 % pour télétravailler deux ou trois jours par semaine. Nagler *et al.* (2024) estiment qu'en Allemagne les travailleurs sont disposés à renoncer à 7,7 % de leurs revenus pour travailler entièrement à distance et à 5,4 % pour travailler à distance deux jours par semaine. En se concentrant sur le secteur de la tech aux États-Unis, Cullen *et al.* (2025) estiment que les travailleurs sont prêts à renoncer à environ 25 % de leur salaire total pour occuper un poste à distance au lieu d'un poste totalement en présentiel.

Nous constatons une variation importante dans la volonté d'accepter une réduction de salaire selon les différents régimes de télétravail. Les salariés qui travaillent actuellement plus fréquemment à domicile ont tendance à accepter une réduction de salaire plus élevée afin de préserver ce dispositif de travail (graphique B, partie b). Les salariés qui travaillent entièrement à distance sont disposés à accepter une réduction de salaire de 4,6 %. En revanche, ceux qui télétravaillent actuellement un jour par semaine accepteraient une réduction de salaire de 1,6 % seulement. Si l'on considère ceux qui sont prêts à accepter une réduction de salaire, la baisse moyenne acceptable est beaucoup plus élevée (8,7 %). Cela laisse penser que même si la plupart des salariés sont peu disposés à renoncer à leur rémunération pour travailler chez eux, il s'agit d'un avantage non salarial précieux pour certains.

Les caractéristiques personnelles et les caractéristiques de l'emploi influent sur la valeur accordée par les salariés à la possibilité de télétravailler (graphique C). Les jeunes travailleurs tendent à valoriser davantage le travail à distance que les travailleurs plus âgés. Les salariés comptant des enfants dans leur foyer tendent à accorder une grande valeur au travail à distance (cf., par exemple, Aksoy *et al.*, 2025), tout comme ceux qui ont des trajets domicile-travail plus longs. En revanche, les revenus, le niveau d'éducation et le sexe semblent avoir peu d'impact sur la valeur accordée par les salariés au travail à distance.

Graphique C
Disposition à accepter une réduction de salaire : résultats de la régression pour les caractéristiques personnelles et les caractéristiques de l'emploi



Sources : Enquête de la BCE sur les anticipations des consommateurs (CES) et calculs des services de la BCE.
Notes : Résultats tirés du module annuel de l'enquête CES relatif au marché du travail complété en mai 2025 pour les salariés âgés de 20 à 64 ans. Coefficients et intervalles de confiance à 95 % issus d'une régression linéaire avec des erreurs types robustes à l'hétérogénéité. Les valeurs de référence omises sont « Jamais » et « Un jour par semaine » (pour le télétravail), « 20-29 » (pour l'âge), « 0-15 min » (pour le temps de trajet domicile-travail) et « Faible » (pour le niveau de revenu). Les groupes de revenus sont définis comme des terciles des rémunérations horaires tronquées en avril 2025. Les résultats excluent les salariés dont le travail ne peut être effectué à distance. Exemple à des fins d'illustration : les travailleurs bénéficiant d'un mode de travail hybride (2 à 4 jours de télétravail par semaine) sont, en moyenne, disposés à accepter une réduction de salaire supérieure d'environ 0,5 point de pourcentage par rapport aux travailleurs qui télétravaillent rarement ou jamais. Il existe une probabilité de 95 % que la valeur réelle de cette estimation se situe entre 0,1 et 0,9 point de pourcentage, c'est-à-dire qu'elle est probablement supérieure à zéro.

Plusieurs autres facteurs peuvent influencer ces résultats. Le travail à distance va de pair avec des défis tels que l'isolement social, des occasions moins nombreuses de communiquer avec des collègues et des préoccupations quant à la visibilité au travail. Cela peut expliquer pourquoi de nombreux salariés ne sont pas disposés à accepter une réduction de salaire en échange de possibilités de travail hybride. Toutefois, pour certains salariés – en particulier ceux qui ont des enfants ou de longs trajets domicile-travail – le télétravail est très apprécié, car il peut les aider à trouver un équilibre entre leur travail et leur vie personnelle. Il peut également permettre aux travailleurs confrontés à des circonstances extérieures spécifiques de participer au marché du travail ou d'accepter des emplois qu'ils ne pourraient pas exercer autrement, par exemple en réduisant les coûts de déplacement ou en facilitant l'exercice de leurs responsabilités familiales. La flexibilité du travail à distance peut donc contribuer à attirer et à retenir les travailleurs, en particulier sur les marchés du travail tendus où le personnel qualifié est rare.

Bibliographie

Aksoy (C. G.), Barrero (J.M.), Bloom (N.), Davis (S. J.), Dolls (M.) et Zarate (P.) (2022), « *Working from Home Around the World* », *Brookings Papers on Economic Activity*, The Brookings Institution, p. 281-330.

Aksoy (C. G.), Barrero (J. M.), Bloom (N.), Davis (S. J.), Dolls (M.) et Zarate (P.) (2025), « *Working from Home in 2025: Five Key Facts* », Stanford Institute for Economic Policy Research, Université de Stanford, 14 avril.

Barrero (J. M.), Bloom (N.) et Davis (S. J.) (2021), « *Why Working from Home Will Stick* », *NBER Working Paper*, n° 28731, avril.

Bick (A.), Blandin (A.), Caplan (A.) et Caplan (T.) (2025), « *The work from home divide: Insights from six US survey* », *VoxEU*, 4 mars.

Cullen (Z.), Pakzad-Hurson (B.) et Perez-Truglia (R.) (2025), « *Home Sweet Home: How Much Do Employees Value Remote Work?* » *AEA Papers and Proceedings*, vol. 115, p. 276-281, mai.

Dias da Silva (A.), Georgarakos (D.) et Weissler (M.) (2023), « [Comment les salariés veulent travailler – quelles préférences pour le télétravail après la pandémie](#) », *Bulletin économique*, n° 1, BCE.

Nagler (M.), Rincke (J.) et Winkler (E.) (2024), « *Working from home, commuting, and gender* », *Journal of Population Economics*, vol. 37, Art. n° 58, 8 juin, p. 1-23.

Le suivi de l'attention portée à l'inflation dans les nouvelles

Ilias Aarab, Marta Bańbura, Elena Bobeica et Emma Leguay

Le degré d'attention que les citoyens accordent à l'inflation peut affecter les anticipations d'inflation, la répercussion des chocs sur l'inflation et la transmission de la politique monétaire. Plus précisément, le niveau d'attention détermine la manière dont les anticipations d'inflation sont formées, et celles-ci jouent un rôle central dans la dynamique des prix et des salaires. L'attention portée à l'inflation varie au fil du temps ¹. Lorsqu'elle est élevée, les anticipations sont plus sensibles aux évolutions, ce qui peut entraîner une répercussion plus forte et plus rapide sur les prix et les salaires effectifs. Des études montrent également que la réactivité à la politique monétaire peut différer entre ceux qui sont attentifs à l'inflation et ceux qui ne le sont pas. Le degré d'attention peut ainsi influencer l'efficacité de la transmission de la politique monétaire (Pfäuti, 2024 ; Song et Stern, 2024).

Nous approximations l'attention portée à l'inflation en mesurant la place que le sujet occupe dans les actualités. Les enquêtes peuvent fournir une mesure directe de l'attention par le biais de questions personnalisées, mais la couverture médiatique offre une alternative indirecte, reflétant les informations dont disposent les agents économiques ². On a constaté que la couverture médiatique façonne les perceptions et les anticipations des consommateurs, les ménages s'appuyant sur les médias pour se tenir informés de l'évolution des prix ³. En outre, les données d'actualité sont disponibles à haute fréquence et rapidement.

Cet encadré présente une mesure, fondée sur le dictionnaire, de l'attention portée à l'inflation. Cette mesure s'appuie sur un large corpus d'articles publiés dans les journaux généralistes des quatre principaux pays de la zone euro. Pour mesurer l'attention portée à l'inflation dans la zone euro, nous suivons la méthodologie proposée par Baker *et al.* (2016) afin d'obtenir un indice d'incertitude de la politique économique. Nous calculons la proportion d'articles de journaux qui contiennent un ou plusieurs mots-clés associés à l'inflation ⁴. Nous utilisons des articles publiés dans leur langue d'origine dans des journaux en France,

¹ Souvent, les individus ne recueillent pas ou ne traitent pas toutes les informations disponibles lorsqu'ils prennent des décisions, soit en raison de limitations cognitives, soit à cause des coûts que cela implique. Dans ce dernier cas, ils ont tendance à donner la priorité aux signaux les plus pertinents (Handel et Schwartzstein, 2018 ; Coibion *et al.*, 2018). Ce mécanisme, appelé l'« inattention rationnelle » (pour une analyse, cf. Maćkowiak *et al.*, 2023), peut influencer les anticipations et a par conséquent des implications importantes pour la dynamique économique.

² D'autres études ont examiné d'autres sources de données telles que X (anciennement Twitter), Google Trends ou la couverture télévisuelle, pour les États-Unis comme pour les pays européens, et sont parvenues à des résultats comparables à ceux présentés dans cet encadré (cf. par exemple Buelens, 2023 ; Korenok *et al.*, 2022).

³ Cf. par exemple Larsen *et al.* (2021) ; Nimark et Pitschner (2019) ; et Arndt (2024).

⁴ Outre le mot « inflation » lui-même, nous utilisons également plusieurs termes et expressions qui s'y rapportent, notamment les synonymes de hausse des prix, dynamique des prix et tensions sur les prix, évolutions du pouvoir d'achat et valeur de la monnaie, ainsi que leurs variantes grammaticales dans chaque langue.

en Allemagne, en Italie et en Espagne ⁵. Ces articles sont issus de Factiva, une base de données d'actualité gérée par Dow Jones. Après application de plusieurs étapes de prétraitement et de « nettoyage », l'ensemble de données qui en résulte contient plus de trois millions d'articles, avec une moyenne de 10 000 articles publiés chaque mois ⁶. Pour chaque langue, nous construisons un ensemble de mots-clés liés à l'inflation (le « dictionnaire ») et nous calculons la proportion quotidienne d'articles, dans le corpus de chaque journal, qui contiennent au moins un de ces mots-clés. La série chronologique quotidienne pour chaque journal est standardisée afin d'obtenir un écart type de un sur la période 1997-2011. Nous calculons ensuite la moyenne de ces proportions standardisées pour les différents journaux afin d'obtenir les séries chronologiques quotidiennes consolidées. Enfin, cette série chronologique est normalisée pour obtenir une moyenne de 100 sur la même période 1997-2011 ⁷. Par conséquent, une valeur de 500 pour l'indice de l'attention portée à l'inflation signifie que cette attention est cinq fois plus élevée que l'attention moyenne entre 1997 et 2011. Notre indice de l'attention portée à l'inflation présente une forte corrélation (0,85) avec l'inflation sur l'ensemble de la période d'échantillonnage disponible.

⁵ France : *Le Monde*, *Les Echos*, *Le Figaro* ; Allemagne : *Der Tagesspiegel*, *Die Welt*, *Die Süddeutsche Zeitung* ; Italie : *Il Corriere della Sera*, *Il Sole 24 Ore*, *La Repubblica*, *La Stampa* ; Espagne : *El Mundo*, *El País*, *Expansión*, *La Vanguardia*.

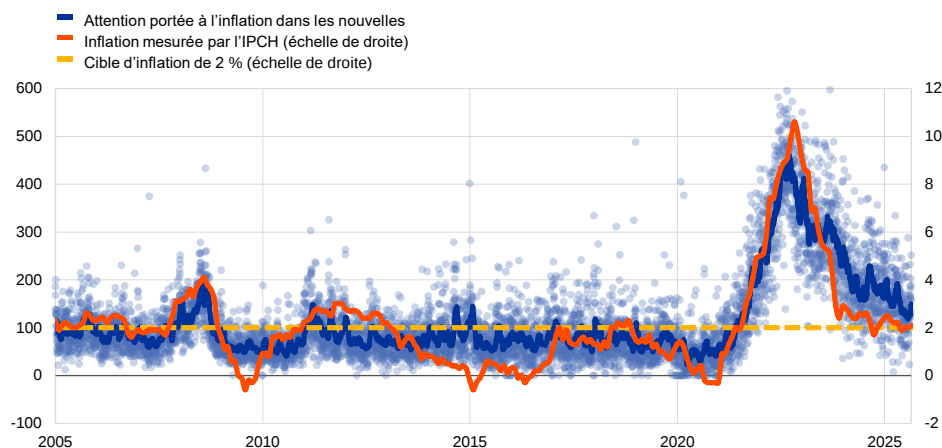
⁶ Cette méthodologie suppose des données textuelles de qualité élevée. Pour garantir cela, nous appliquons plusieurs étapes de prétraitement conçues pour exclure les documents peu susceptibles d'être pertinents et pour nettoyer d'autres artefacts de données qui pourraient brouiller le signal. Parmi les documents peu susceptibles d'être pertinents, on trouve ceux qui sont extrêmement courts ou extrêmement longs, ceux qui intègrent du contenu explicitement republié et ceux dont le code sujet ne figure pas dans la liste des catégories se rapportant à l'économie.

⁷ Notre méthodologie diffère de celle de Baker *et al.* (2016) de deux manières : premièrement, nous calculons l'indice à une fréquence quotidienne, alors qu'ils utilisent une fréquence mensuelle. Cette approche a été retenue, car des données suffisantes sont disponibles et parce que nous cherchons à prendre en compte les nouvelles à haute fréquence, qui fournissent des informations précieuses avant la publication mensuelle de l'indice des prix à la consommation harmonisé (IPCH). Deuxièmement, pour les étapes de standardisation et de normalisation, nous prenons la période 1997-2011, alors qu'ils utilisent la période 1985-2009. Cet ajustement permet d'inclure la crise de la dette souveraine – qui est particulièrement importante pour les pays européens.

Graphique A

Attention portée à l'inflation dans les nouvelles et inflation mesurée par l'IPCH

(échelle de gauche : indice du nombre relatif d'articles ; échelle de droite : variations annuelles en pourcentage)



Sources : Dow Jones Factiva, Eurostat et calculs de la BCE.

Notes : L'attention portée à l'inflation dans les nouvelles est calculée à l'aide de la moyenne mobile sur 28 jours de l'indice quotidien. L'indice quotidien est représenté par les points ombrés bleus. Les dernières observations se rapportent à août 2025.

Si l'attention portée à l'inflation dans les nouvelles a diminué par rapport à son pic de 2022, elle demeure supérieure aux niveaux observés avant la poussée d'inflation (graphique A). Les taux d'inflation ayant fortement augmenté dans la zone euro et au-delà, et la hausse des prix ayant érodé le pouvoir d'achat, les articles d'actualité se sont concentrés de plus en plus sur la dynamique de l'inflation. Cette attention accrue portée à l'inflation durant sa forte hausse met en évidence l'influence de l'environnement économique plus large sur les profils d'évolution de l'attention, comme documenté dans plusieurs études ⁸. Même si l'inflation est désormais proche de la cible de 2 % à moyen terme de la BCE depuis un certain temps, elle fait toujours l'objet d'une couverture médiatique relativement élevée ⁹. Cette persistance peut refléter les effets plus durables de l'épisode inflationniste le plus important subi par la zone euro au cours de l'histoire récente. Le souvenir d'une inflation élevée est encore frais dans l'esprit des citoyens, les niveaux de prix sont élevés par rapport aux niveaux d'avant la forte hausse et le pouvoir d'achat ne se rétablit que progressivement (Bates *et al.*, 2025).

L'attention soutenue accordée à l'inflation dans les actualités a coïncidé avec la perception par les citoyens d'une baisse de l'inflation plus lente qu'elle ne l'a été en réalité. Selon l'enquête de la BCE sur les anticipations des consommateurs, les perceptions des consommateurs relatives à l'inflation ont fortement augmenté en réponse à la hausse de l'inflation, mais ont diminué plus progressivement une fois que l'inflation effective a commencé à s'atténuer (graphique B). Cet ajustement plus lent a probablement contribué à la persistance d'anticipations d'inflation élevées, en particulier à un an, étant donné la forte relation entre les deux variables. Le niveau de couverture médiatique de l'inflation est étroitement corrélé aux perceptions des consommateurs relatives à l'inflation passée

⁸ Bracha et Tang (2025) ; Coibion et Gorodnichenko (2025) ; et Weber *et al.* (2025).

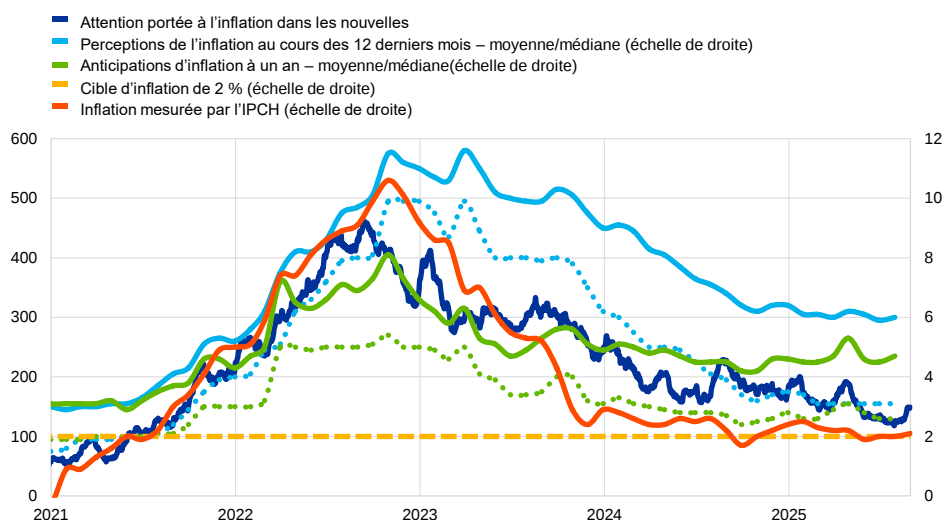
⁹ Une tendance similaire peut être observée aux États-Unis, avec une mesure différente de l'attention portée à l'inflation (Pfäuti, 2025).

et à leurs anticipations à court terme, tant durant la période de hausse de l'inflation que lors de sa baisse ultérieure. Comme dans le cas de l'attention portée à l'inflation dans les nouvelles, les perceptions et les anticipations sont demeurées légèrement élevées par rapport aux niveaux d'avant la forte hausse, alors même que l'inflation effective s'est dissipée plus rapidement.

Graphique B

Attention, perceptions et anticipations relatives à l'inflation au cours de la récente période d'inflation élevée

(échelle de gauche : indice du nombre relatif d'articles ; échelle de droite : variations annuelles en pourcentage)



Sources : Dow Jones Factiva, enquête sur les anticipations des consommateurs, Eurostat et calculs de la BCE.
Notes : L'attention portée à l'inflation dans les nouvelles est calculée à l'aide de la moyenne mobile sur 28 jours de l'indice quotidien. Pour les perceptions et les anticipations relatives à l'inflation, le taux moyen indiqué dans les réponses à l'enquête est représenté par des lignes continues, et le taux médian par des lignes en pointillés. Les dernières observations se rapportent à août 2025 pour l'attention portée à l'inflation dans les nouvelles et l'inflation mesurée par l'IPCH, et à juillet 2025 pour les perceptions relatives à l'inflation au cours des 12 derniers mois et les anticipations d'inflation à un an.

L'attention portée à l'inflation en général s'est légèrement modérée cette année, mais, si elle s'est normalisée pour la sous-composante énergie, elle reste élevée s'agissant des produits alimentaires. Fin août, l'attention portée à l'inflation était plus faible qu'au début de l'année. Un pic temporaire dans la couverture médiatique de l'inflation a été observé début avril, coïncidant avec l'annonce des droits de douane américains le 2 avril, mais il s'est atténué avec le relâchement des tensions liées aux droits de douane. Un examen plus attentif de l'énergie et des produits alimentaires – deux sous-composantes qui ont joué un rôle central dans la poussée initiale d'inflation et qui ont fortement influencé les anticipations – fait apparaître des points communs et des tendances contrastées. Durant la poussée d'inflation, l'attention portée aux deux sous-composantes de l'inflation a été nettement plus importante que celle accordée à l'inflation en général. En particulier, la couverture médiatique de l'inflation énergétique a été sept fois supérieure à sa moyenne historique et celle consacrée à l'inflation alimentaire a atteint un niveau onze fois supérieur à sa moyenne historique. Comparativement, les nouvelles concernant l'inflation globale ont été multipliées par cinq environ. L'attention portée à la hausse des prix de l'énergie est largement revenue aux niveaux antérieurs à la flambée des prix, tandis que la hausse des prix des produits

alimentaires continue de bénéficier d'une importante couverture médiatique ¹⁰. Cette tendance est cohérente avec une inflation qui reste élevée pour la composante produits alimentaires (3,2 % en glissement annuel en août 2025) et des prix des produits alimentaires en général qui dépassent toujours sensiblement leurs niveaux d'avant la pandémie.

Globalement, l'attention portée à l'inflation a diminué, soulignant l'importance de l'environnement économique plus large pour déterminer la couverture médiatique. Toutefois, l'attention reste supérieure aux niveaux observés avant la poussée d'inflation. Cela peut refléter les taux d'inflation de certaines rubriques, telles que les produits alimentaires, qui restent supérieurs aux niveaux d'avant la pandémie, ainsi que les effets plus durables sur la mémoire collective européenne de l'épisode d'inflation le plus prononcé de l'histoire récente de la zone euro. Cette attention persistante pourrait avoir des implications sur la manière dont les chocs futurs se propagent à travers l'économie (Salle *et al.*, 2023 ; Pfäuti, 2025).

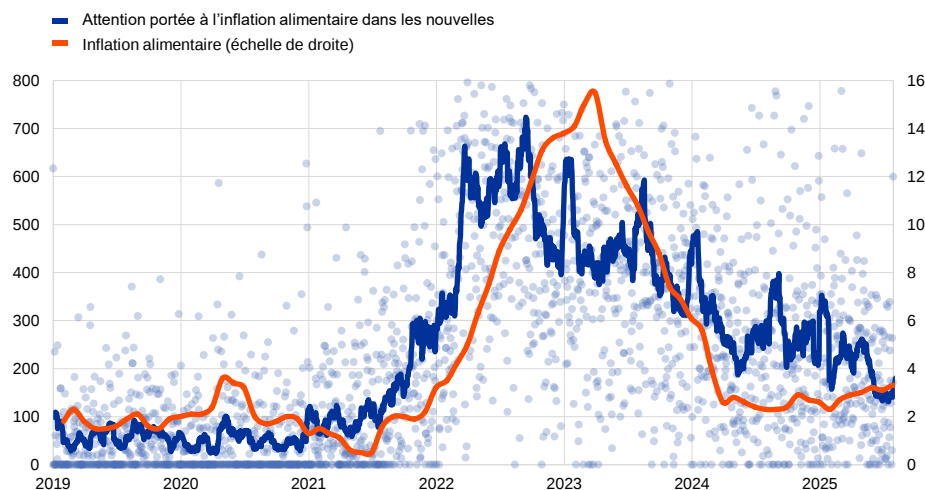
¹⁰ Afin d'analyser les sous-composantes de l'inflation, nous nous appuyons sur la méthodologie de Baker *et al.* (2016) en suivant une approche d'étiquetage hiérarchique et en ajoutant une couche dans le mécanisme de correspondance des mots clés. Plus particulièrement, au sein de l'ensemble des articles liés à l'inflation, nous identifions ceux qui contiennent un ou plusieurs mots-clés globalement associés à la sous-composante. Nous calculons ensuite la proportion de ces articles par rapport au nombre total d'articles publiés, plutôt que de limiter le calcul au seul sous-ensemble d'articles liés à l'inflation. Les mêmes étapes de standardisation et de normalisation que celles utilisées pour l'indice relatif à l'attention portée à l'inflation globale sont appliquées. En nous concentrant sur les articles étiquetés « inflation » et en appliquant de grands dictionnaires spécifiques aux produits alimentaires et à l'énergie, nous maximisons le rappel sans perdre en précision.

Graphique C

Attention portée aux sous-composantes de l'inflation dans les nouvelles

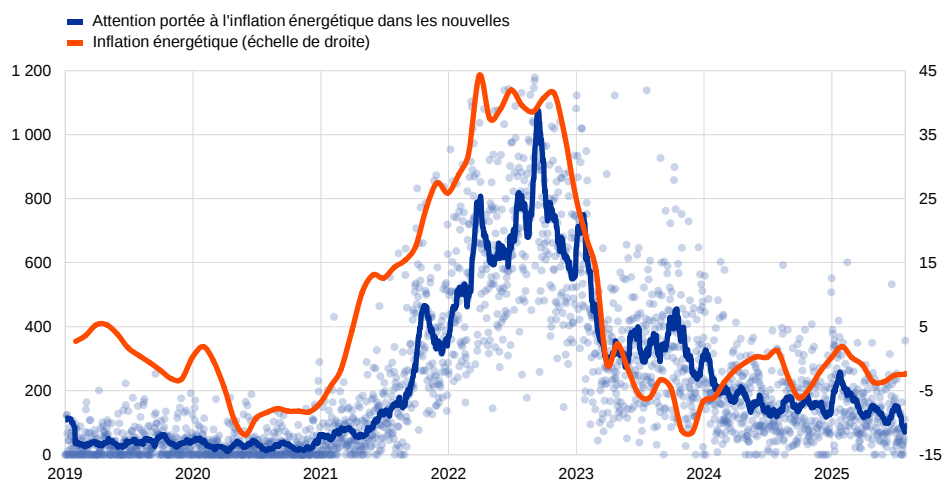
a) Attention portée à l'inflation alimentaire

(échelle de gauche : indice du nombre relatif d'articles ; échelle de droite : variations annuelles en pourcentage)



b) Attention portée à l'inflation énergétique

(échelle de gauche : indice du nombre relatif d'articles ; échelle de droite : variations annuelles en pourcentage)



Sources : Dow Jones Factiva, Eurostat et calculs de la BCE.

Notes : L'attention portée à l'inflation alimentaire dans les nouvelles et celle portée à l'inflation énergétique sont calculées en utilisant les moyennes mobiles sur 28 jours des indices quotidiens. Les indices quotidiens sont représentés par les points ombrés bleus. Les indices quotidiens sont normalisés pour obtenir une moyenne de 100 sur la période 1997-2011. Une valeur de 700 pour l'indice de l'attention portée à l'inflation alimentaire signifie que l'attention portée à la sous-composante produits alimentaires de l'inflation est sept fois plus élevée que l'attention moyenne portée à l'inflation de ces produits entre 1997 et 2011. Les dernières observations se rapportent à août 2025.

Bibliographie

Arndt (S.) (2024), « *Different Newspapers – Different Inflation Perceptions* », *Working Paper*, Université d'Heidelberg, juin.

- Baker (S.R.), Bloom (N.) et Davis (S.J.) (2016), « [Measuring Economic Policy Uncertainty](#) », *The Quarterly Journal of Economics*, vol. 131, n° 4, novembre, p. 1593-1636.
- Bates (C.), Bodnár (K.), Botelho (V.) et Rousseau (F.) (2025), « [Rattrapage des salaires réels dans la zone euro](#) », *Bulletin économique*, BCE, n° 5.
- Bracha (A.) et Tang (J.) (2025), « [Inflation Levels and \(In\)Attention](#) », *The Review of Economic Studies*, vol. 92, n° 3, mai, p. 1564-1594.
- Buelens (C.) (2023), « [Googling “Inflation”: What does Internet Search Behaviour Reveal about Household \(In\)attention to Inflation and Monetary Policy?](#) », *Discussion Papers*, n° 183, Commission européenne, mars.
- Coibion (O.) et Gorodnichenko (Y.) (2025), « [Expectations and Monetary Policy: What Have We Learned and to What End?](#) », *Discussion Paper Series*, IZA Institute of Labor Economics, n° 17919, mai.
- Coibion (O.), Gorodnichenko (Y.) et Kumar (S.) (2018), « [How Do Firms Form Their Expectations? New Survey Evidence](#) », *American Economic Review*, vol. 108, n° 9, septembre, p. 2671-2713.
- Handel (B.) et Schwartzstein (J.) (2018), « [Frictions or Mental Gaps: What's Behind the Information We \(Don't\) Use and When Do We Care?](#) », *Journal of Economic Perspectives*, vol. 32, n° 1, p. 155-178.
- Korenok (O.), Munro (D.) et Chen (J.) (2022), « [Inflation and attention thresholds](#) », *Discussion Paper*, n° 1175, Global Labor Organization.
- Larsen (V.H.), Thorsrud (L.A.) et Zhulanova (J.) (2021), « [News-driven inflation expectations and information rigidities](#) », *Journal of Monetary Economics*, vol. 117, p. 507-520.
- Maćkowiak (B.), Matějka (F.) et Wiederholt (M.) (2023), « [Rational Inattention: A Review](#) », *Journal of Economic Literature*, vol. 61, n° 1, mars, p. 226-273.
- Nimark (K.P.) et Pitschner (S.) (2019), « [News media and delegated information choice](#) », *Journal of Economic Theory*, vol. 181, mai, p. 160-196.
- Pfäuti (O.) (2025), « [The Inflation Attention Threshold and Inflation Surges](#) », *Papers* 2308.09480, arXiv.org, révisé en 2025.
- Pfäuti (O.) (2024), « [Inflation – Who Cares? Monetary Policy in Times of Low Attention](#) », *Journal of Money, Credit and Banking*, vol. 57, n° 5.
- Salle (I.), et Gorodnichenko (Y.) et Coibion (O.) (2023), « [Lifetime Memories of Inflation: Evidence from Surveys and the Lab](#) », *NBER Working Paper*, n° 31996, décembre.

Song (W.) et Stern (S.) (2024), « [Firm Inattention and the Efficacy of Monetary Policy: A Text-Based Approach](#) », *The Review of Economic Studies*, vol. 92, n° 5, octobre, p. 3438-3469.

Weber (M.), Candia (B.), Afrouzi (H.), Ropele (T.), Lluberas (R.), Frache (S.), Meyer (B.), Kumar (S.), Gorodnichenko (Y.), Georgarakos (D.), Coibion (O.), Kenny (G.) et Ponce (J.) (2025), « [Tell Me Something I Don't Already Know: Learning in Low- and High-Inflation Settings](#) », *Econometrica*, vol. 93, n° 1, janvier, p. 229-264.

Conditions de la liquidité et opérations de politique monétaire du 23 avril au 29 juillet 2025

Samuel Bieber et Vladimir Tsonchev

Le présent encadré décrit les conditions de la liquidité et les opérations de politique monétaire de l'Eurosystème durant les troisième et quatrième périodes de constitution de réserves de 2025. Ces deux périodes de constitution se sont successivement déroulées du 23 avril au 29 juillet 2025 (la « période sous revue »).

L'excédent de liquidité moyen dans le système bancaire de la zone euro a continué de diminuer. La fourniture de liquidité a baissé, en raison d'une diminution des avoirs de l'Eurosystème au titre du programme d'achats d'actifs (*asset purchase programme*, APP) et du programme d'achats d'urgence face à la pandémie (*pandemic emergency purchasing programme*, PEPP) à la suite de l'arrêt des réinvestissements au titre de l'APP début juillet 2023 et des réinvestissements au titre du PEPP fin décembre 2024. La baisse a été en partie contrebalancée par la réduction continue de l'absorption de liquidité via le solde des facteurs autonomes.

Besoins de liquidité

Au cours de la période sous revue, le besoin moyen de refinancement quotidien du système bancaire, qui correspond à la somme du solde des facteurs autonomes et des réserves obligatoires, a diminué de 36 milliards d'euros pour s'établir à 1 318 milliards. Cette évolution reflète le fait que les facteurs autonomes de retrait de liquidité ont moins augmenté que les facteurs autonomes d'apport de liquidité (tableau A). Les réserves obligatoires sont restées à 167 milliards d'euros, sans incidence sur les besoins de liquidité agrégés.

Les facteurs autonomes de retrait de liquidité ont augmenté de 60 milliards d'euros au cours de la période sous revue, principalement en raison d'une hausse des autres facteurs autonomes. En moyenne, les autres facteurs autonomes nets ont augmenté de 52 milliards d'euros. Cette évolution a principalement résulté d'une augmentation pour environ 70 milliards d'euros des comptes de réévaluation en raison de la hausse des prix de l'or (cf. le paragraphe consacré aux facteurs autonomes d'apport de liquidité ci-après), qui a été partiellement compensée par une diminution du capital et des réserves de l'Eurosystème après les pertes enregistrées en 2024. Les dépôts des administrations publiques ont légèrement diminué, de 5 milliards d'euros, pour s'établir à 104 milliards. La diminution globale de ce poste depuis 2022 reflète les variations de la rémunération des dépôts des administrations publiques auprès de l'Eurosystème, ce qui a rendu plus attrayant financièrement le placement de fonds sur le marché, ainsi que la normalisation des coussins de liquidité détenus par les trésors publics nationaux. Conformément à l'évolution habituelle pour cette période

de l'année, la valeur moyenne des billets en circulation a augmenté au cours de la période sous revue, de 14 milliards d'euros pour s'établir à 1 583 milliards.

Les facteurs autonomes d'apport de liquidité ont augmenté de 97 milliards d'euros, reflétant principalement une augmentation de 74 milliards des avoirs extérieurs nets. Cette hausse des avoirs extérieurs nets s'explique principalement par un renchérissement de l'or. Les actifs nets libellés en euros ont augmenté de 23 milliards d'euros au cours de la période sous revue.

Tableau A

Conditions de la liquidité dans l'Eurosystème

Engagements

(moyennes ; en milliards d'euros)

	Période sous revue actuelle : 23 avril – 29 juillet 2025						Précédente période sous revue : 5 février – 22 avril 2025	
	Troisième et quatrième périodes de constitution		Troisième période de constitution : 23 avril – 10 juin 2025		Quatrième période de constitution : 11 juin – 29 juillet 2025		Première et deuxième périodes de constitution	
Facteurs autonomes de retrait de liquidité	2 861	(+60)	2 877	(+52)	2 845	(-33)	2 801	(+61)
Billets en circulation	1 583	(+14)	1 579	(+7)	1 587	(+8)	1 569	(-0)
Dépôts des administrations publiques	104	(-5)	104	(+4)	103	(-1)	109	(-2)
Autres facteurs autonomes (nets) ¹⁾	1 174	(+52)	1 194	(+41)	1 154	(-40)	1 122	(+63)
Excédent des avoirs en compte courant par rapport aux réserves obligatoires	5	(-0)	6	(+0)	5	(-1)	5	(-0)
Réserves obligatoires ²⁾	167	(+0)	167	(+1)	167	(-0)	167	(+3)
Facilité de dépôt	2 705	(-120)	2 740	(-67)	2 671	(-69)	2 825	(-92)
Opérations de réglage fin de retrait de liquidité	0	(+0)	0	(+0)	0	(+0)	0	(+0)

Source : BCE.

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

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

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

Avoirs

(moyennes ; en milliards d'euros)

	Période sous revue actuelle : 23 avril – 29 juillet 2025						Précédente période sous revue : 5 février – 22 avril 2025	
	Troisième et quatrième périodes de constitution		Troisième période de constitution : 23 avril – 10 juin 2025		Quatrième période de constitution : 11 juin – 29 juillet 2025		Première et deuxième périodes de constitution	
Facteurs autonomes d'apport de liquidité	1 710	(+97)	1 722	(+65)	1 699	(-23)	1 613	(+133)
Avoirs extérieurs nets	1 330	(+74)	1 345	(+58)	1 315	(-29)	1 256	(+85)
Avoirs nets libellés en euros	380	(+23)	377	(+6)	384	(+6)	357	(+48)
Instruments de politique monétaire	4 029	(-156)	4 068	(-78)	3 989	(-80)	4 185	(-162)

	Période sous revue actuelle : 23 avril – 29 juillet 2025						Précédente période sous revue : 5 février – 22 avril 2025	
	Troisième et quatrième périodes de constitution		Troisième période de constitution : 23 avril – 10 juin 2025		Quatrième période de constitution : 11 juin – 29 juillet 2025		Première et deuxième périodes de constitution	
Opérations d' <i>open market</i>	4 029	(-156)	4 068	(-78)	3 989	(-80)	4 185	(-162)
Opérations de crédit	23	(-2)	25	(+1)	21	(-4)	26	(-14)
MRO	10	(+0)	11	(+1)	8	(-3)	9	(-1)
LTRO (trois mois)	13	(-3)	14	(-1)	13	(-1)	16	(+2)
TLTRO III	0	(+0)	0	(+0)	0	(+0)	0	(-16)
Portefeuilles d'achats fermes de titres ¹⁾	4 005	(-154)	4 043	(-78)	3 968	(-76)	4 159	(-147)
Facilité de prêt marginal	0	(-0)	0	(+0)	0	(-0)	0	(+0)

Source : BCE.

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

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

Autres informations fondées sur la liquidité

(moyennes ; en milliards d'euros)

	Période sous revue actuelle : 23 avril – 29 juillet 2025						Précédente période sous revue : 5 février – 22 avril 2025	
	Troisième et quatrième périodes de constitution		Troisième période de constitution : 23 avril – 10 juin 2025		Quatrième période de constitution : 11 juin – 29 juillet 2025		Première et deuxième périodes de constitution	
Besoin global de financement ¹⁾	1 318	(-36)	1 323	(-11)	1 313	(-10)	1 354	(-69)
Solde des facteurs autonomes ²⁾	1 151	(-37)	1 156	(-12)	1 146	(-9)	1 188	(-72)
Excédent de liquidité ³⁾	2 711	(-120)	2 746	(-67)	2 676	(-70)	2 830	(-92)

Source : BCE.

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

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

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

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

Évolutions des taux d'intérêt

(moyennes ; pourcentages et points de pourcentage)

	Période sous revue actuelle : 23 avril – 29 juillet 2025				Précédente période sous revue : 5 février – 22 avril 2025			
	Troisième période de constitution : 23 avril – 10 juin 2025		Quatrième période de constitution : 11 juin – 29 juillet 2025		Première période de constitution : 5 février – 11 mars 2025		Deuxième période de constitution : 12 mars – 22 avril 2025	
MRO	2,40	(-0,25)	2,15	(-0,25)	2,90	(-0,25)	2,65	(-0,25)
Facilité de prêt marginal	2,65	(-0,25)	2,40	(-0,25)	3,15	(-0,25)	2,90	(-0,25)
Facilité de dépôt	2,25	(-0,25)	2,00	(-0,25)	2,75	(-0,25)	2,50	(-0,25)
€STR	2,17	(-0,25)	1,92	(-0,25)	2,67	(-0,25)	2,42	(-0,25)
RepoFunds Rate Euro	2,25	(-0,24)	2,00	(-0,24)	2,73	(-0,23)	2,49	(-0,25)

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

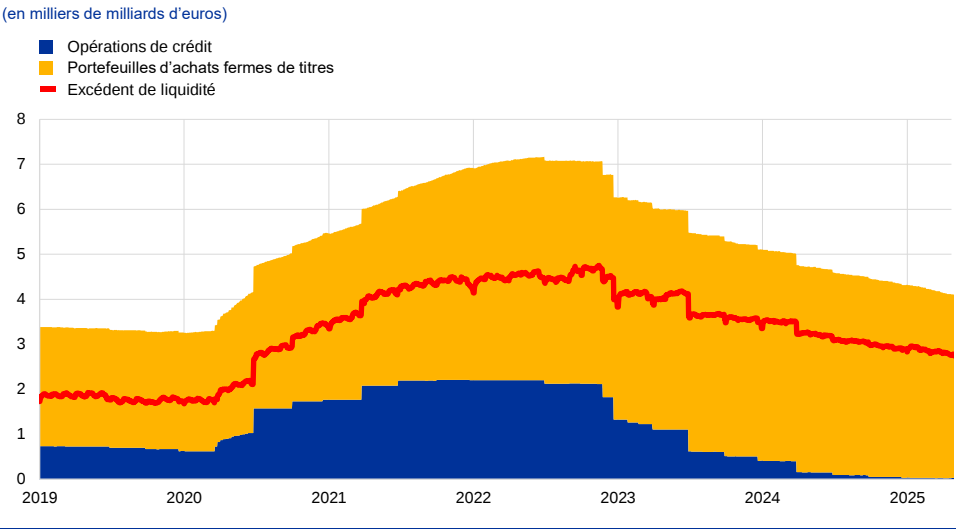
Fourniture de liquidité par le biais des instruments de politique monétaire

Le montant moyen de la liquidité fournie par le biais des instruments de politique monétaire a diminué de 156 milliards d’euros, pour s’établir à 4 029 milliards au cours de la période sous revue (graphique A).

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

Graphique A

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



Source : BCE.
Note : Les dernières observations se rapportent au 29 juillet 2025.

Le montant moyen de la liquidité fournie par le biais des encours des portefeuilles d'achats fermes de titres a diminué de 154 milliards d'euros, pour s'établir à 4 005 milliards au cours de la période sous revue. Cette baisse s'explique par la poursuite de l'arrivée à échéance des avoirs détenus au titre de l'APP et du PEPP en l'absence de réinvestissements ¹.

Le montant moyen de la liquidité fournie par le biais d'opérations de crédit a diminué de 2 milliards d'euros, pour s'établir à 23 milliards au cours de la période sous revue. L'encours moyen des opérations principales de refinancement (MRO) est demeuré stable, ressortant à 10 milliards d'euros, tandis que celui des opérations de refinancement à plus long terme d'une durée de trois mois (LTRO) a diminué de 3 milliards d'euros pour s'établir à 13 milliards. La participation en baisse des banques à ces opérations régulières reflète leur situation de liquidité globalement confortable et la disponibilité d'autres sources de financement à des taux de marché et des échéances attractifs.

Excédent de liquidité

Au cours de la période sous revue, l'excédent de liquidité a diminué de 120 milliards d'euros, pour s'établir à 2 711 milliards (graphique A).

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

Évolutions des taux d'intérêt

Lors de sa réunion du 5 juin 2025, le Conseil des gouverneurs a décidé de réduire de 25 points de base les trois taux directeurs de la BCE, notamment le taux de la facilité de dépôt, qu'il utilise pour piloter l'orientation de la politique monétaire. Cela a ramené les taux de la facilité de dépôt, des MRO et de la facilité de prêt marginal à 2 %, 2,15 % et à 2,4 % respectivement.

L'évolution du taux moyen à court terme de l'euro (€STR) au cours de la période sous revue a reflété les baisses de taux de la BCE, tout en maintenant un écart négatif par rapport au taux de la facilité de dépôt. En moyenne, l'€STR était inférieur de 7,9 points de base au taux de la facilité de dépôt au cours de la période sous revue, contre 8,4 points de base en moyenne aux première et deuxième périodes de constitution de 2025. La transmission des modifications des

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

taux directeurs aux taux du marché monétaire des opérations en blanc a été complète et immédiate.

La transmission des modifications des taux directeurs aux taux repo a également été immédiate et sans heurts. Le taux repo moyen dans la zone euro, mesuré par l'indice RepoFunds Rate Euro, est resté plus proche du taux de la facilité de dépôt que de l'€STR. En moyenne, le taux repo s'est établi au même niveau que le taux de la facilité de dépôt au cours de la période sous revue, alors qu'il était inférieur de 1,3 point de base à celui-ci au cours des première et deuxième périodes de constitution de 2025. La poursuite du resserrement progressif de l'écart entre les taux repo et le taux de la facilité de dépôt reflète la disponibilité croissante de garanties résultant de l'augmentation des émissions nettes d'obligations souveraines et de la diminution des avoirs de l'Eurosystème au titre de l'APP et du PEPP.

Articles

1 Les impacts macroéconomiques d'une hausse des dépenses de défense : une évaluation fondée sur des modèles

Nikola Bokan, Pascal Jacquinot, Magdalena Lalik, Georg Müller, Romanos Priftis et Rodolfo Rigato

1 Introduction

Cet article utilise une suite de modèles pour analyser l'impact macroéconomique de l'augmentation des dépenses publiques en matière de défense. En juin 2025, les membres de l'Organisation du traité de l'Atlantique Nord (OTAN) se sont engagés à augmenter leurs dépenses ayant trait à la défense proprement dite ainsi que les autres dépenses connexes pour un volume sans précédent dans l'histoire récente. À la lumière de cet engagement, nous revisitons l'ampleur des multiplicateurs budgétaires et leurs déterminants à l'aide de plusieurs modèles macroéconomiques de la BCE. Cet article complète les analyses précédentes de la BCE en soulignant le rôle des différences entre les modèles dans la quantification des effets économiques des dépenses publiques ¹.

Des simulations sont réalisées sur la base d'une augmentation de la consommation publique de 2 % du PIB en 2024 à 3 % du PIB d'ici à 2028, qui illustre une expansion stylisée des achats liés à la défense (graphique 1) ².

L'augmentation débute en 2025, atteint son pic début 2028 et reste à ce niveau plus élevé pendant dix ans, avant de revenir progressivement à son niveau initial.

L'utilisation de paramètres alternatifs permet d'étudier les déterminants des multiplicateurs budgétaires et des estimations d'inflation. Cet article examine les effets de l'augmentation des dépenses publiques sur les variables macroéconomiques en utilisant des paramètres de référence, avant d'étudier la transmission selon d'autres spécifications. Il montre a) l'importance des anticipations du secteur privé concernant les évolutions futures des marchés financiers et le

¹ Pour des études antérieures examinant les implications des plans de dépenses des gouvernements de la zone euro en matière de défense pour les projections macroéconomiques de base et l'analyse des risques, cf. Checherita-Westphal *et al.* (2025). Cette analyse se concentre sur les nouvelles dépenses de défense annoncées depuis février 2025, les risques associés, leurs aspects de composition spécifiques à chaque pays et une sélection de dépendances vis-à-vis de l'état de l'économie. Les simulations ont été réalisées à l'aide des modèles de projection de la BCE avec comme hypothèse une absence de réaction de la politique monétaire.

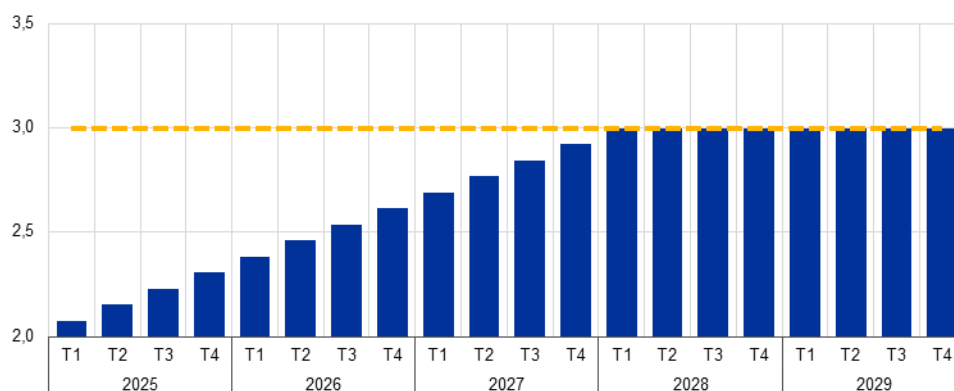
² La plupart des résultats présentés dans cet article se vérifient pour des augmentations des dépenses publiques de différentes ampleurs, à condition que l'effet sur les variables macroéconomiques soit ajusté en conséquence. Le dernier engagement des alliés de l'OTAN est d'augmenter les dépenses ayant trait à la défense proprement dite à 3,5 % du PIB et d'y ajouter 1,5 % du PIB pour les dépenses liées à la sécurité, portant le total des dépenses de défense à 5 % du PIB. Ces dépenses annuelles devront être atteintes d'ici à 2035. Dans notre analyse, le profil des dépenses constitue donc une interprétation stylisée du calendrier exact des dépenses.

financement du déficit ; b) les aspects distributifs de l'augmentation des dépenses publiques ; et c) l'ampleur des effets de débordement intra-zone euro, qui varient en fonction de l'instrument utilisé ou de l'origine des importations. L'évaluation fondée sur des modèles est complétée par l'encadré 1, qui met en perspective les résultats en fournissant une vue d'ensemble des multiplicateurs budgétaires dans la littérature empirique pertinente sur les dépenses de défense.

Graphique 1

Trajectoire contrefactuelle de l'augmentation des dépenses publiques en matière de défense

(en pourcentage du PIB)



Source : Hypothèses des auteurs.

2 Évaluation comparative des multiplicateurs budgétaires entre les différents modèles

Afin de couvrir de nombreux canaux de transmission différents, l'analyse utilise à la fois des modèles semi-structurels et des modèles d'équilibre général stochastique dynamique (DSGE) développés à la BCE. Les modèles semi-structurels utilisés incluent des modèles de projection de base, à savoir le modèle ECB-MC (Angelini *et al.*, à paraître) et son équivalent pour la zone euro, ECB-BASE (Angelini *et al.*, 2019 et Bańkowski, 2023). Nous utilisons également une version de ce dernier qui intègre des anticipations prospectives : ECB-REBASE (Adjemian *et al.*, 2024). En outre, nous avons recours à deux modèles DSGE. Le premier est une version étendue du modèle NAWM-E de la BCE (Coenen *et al.*, 2024), qui intègre une structure mondiale et désagrégée par région³. Le second, qui est un modèle nouvellement développé tenant compte de l'hétérogénéité des ménages, appelé modèle néo-keynésien à agents hétérogènes, ou modèle HANK (cf. Kase et Rigato, 2025), nous permet de rendre compte plus explicitement des effets distributifs. Nous introduisons le même choc d'achat public dans tous les modèles et harmonisons dans la mesure du possible les modalités de

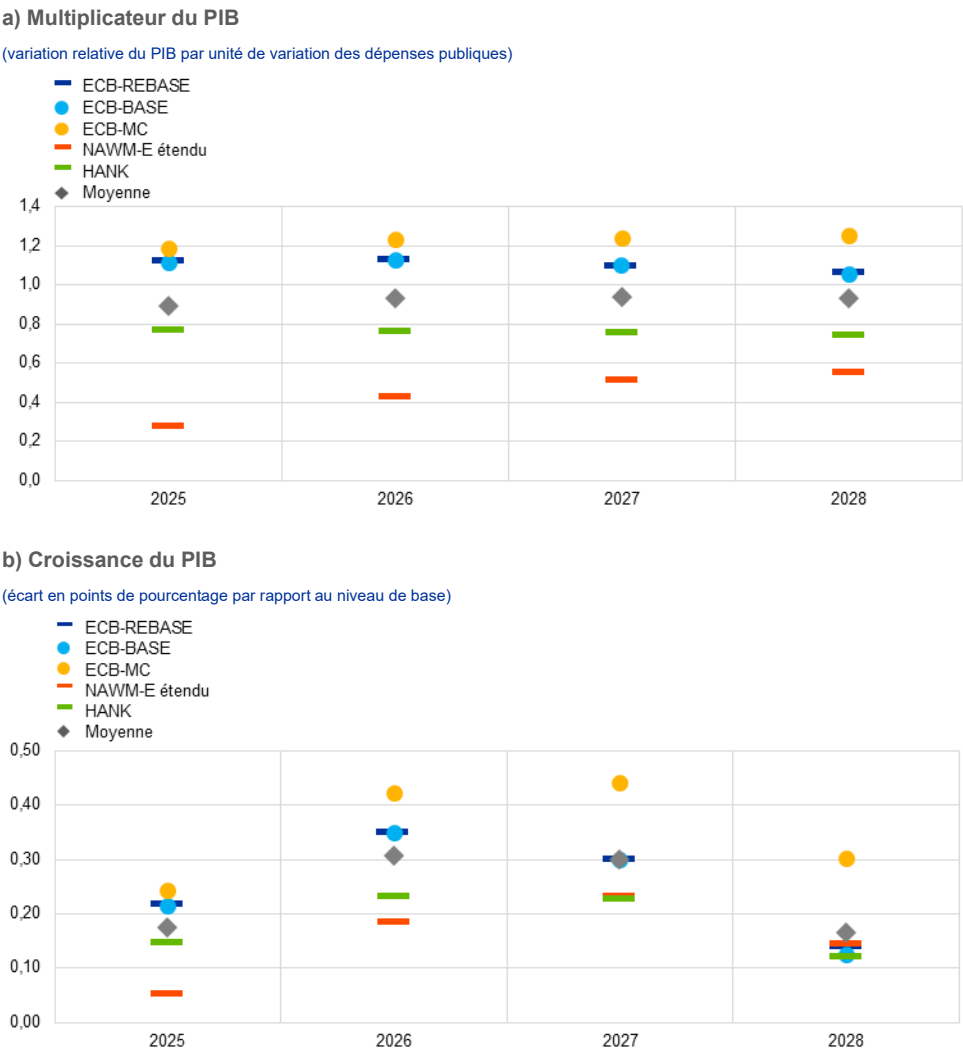
³ L'extension utilise un modèle NAWM-E non linéaire calibré pour étudier les répercussions au sein de l'union monétaire dans la logique du modèle EAGLE (Gomes *et al.*, 2012), en permettant une désagrégation en deux régions de la zone euro, à savoir un pays principal (l'Allemagne, l'Espagne, la France, l'Italie ou les Pays-Bas) et le reste de la zone euro.

simulation. Il est important de noter que la politique monétaire est considérée comme active dans l'ensemble des simulations ⁴.

Le multiplicateur moyen du PIB lié aux dépenses publiques dans l'ensemble des modèles s'établit à 0,93 sur un horizon de deux ans, bien qu'il existe une hétérogénéité importante. Le graphique 2 montre le multiplicateur du PIB et l'impact sur la croissance du PIB et l'inflation mesurée par l'IPCH (indice des prix à la consommation harmonisé) pour chaque modèle. Les multiplicateurs présentés dans cet article se situent dans la même fourchette que ceux indiqués dans la littérature empirique (encadré 1). Dans l'ensemble, les modèles semi-structurels affichent des multiplicateurs plus élevés que les modèles DSGE. Cela s'explique principalement par a) l'absence de canaux d'anticipation, dans les paramètres de référence, concernant le financement du déficit qui en résulte *via* la fiscalité, et b) les effets plus faibles des taux d'intérêt sur les décisions de consommation. En revanche, dans les modèles DSGE, les dépenses supplémentaires sont nécessairement financées par le biais d'une combinaison de dette et de fiscalité, ce qui entraîne un effet d'éviction plus marqué en raison des incidences de la fiscalité sur les anticipations du secteur privé concernant le revenu disponible futur. Les modèles semi-structurels ont également tendance à indiquer un rôle plus faible de la stabilisation de la politique monétaire. Au contraire, les modèles DSGE comportent une forte réallocation intertemporelle *via* le canal des taux d'intérêt réels. La transmission en termes nominaux diffère également selon les propriétés du modèle, le modèle HANK affichant des effets plus marqués sur l'inflation mesurée par l'IPCH, principalement parce que l'inflation est plus sensible aux pressions économiques sur les coûts dans le paramétrage utilisé. L'extension mondiale et régionale du modèle NAWM-E montre des effets plus faibles, et les modèles de prévision semi-structurels se situent quelque part entre les deux. Compte tenu des nombreuses caractéristiques propres à chaque modèle affectant la taille du multiplicateur budgétaire, les sections suivantes examinent comment le mécanisme de transmission des dépenses publiques peut varier lorsque les canaux pertinents sont modifiés.

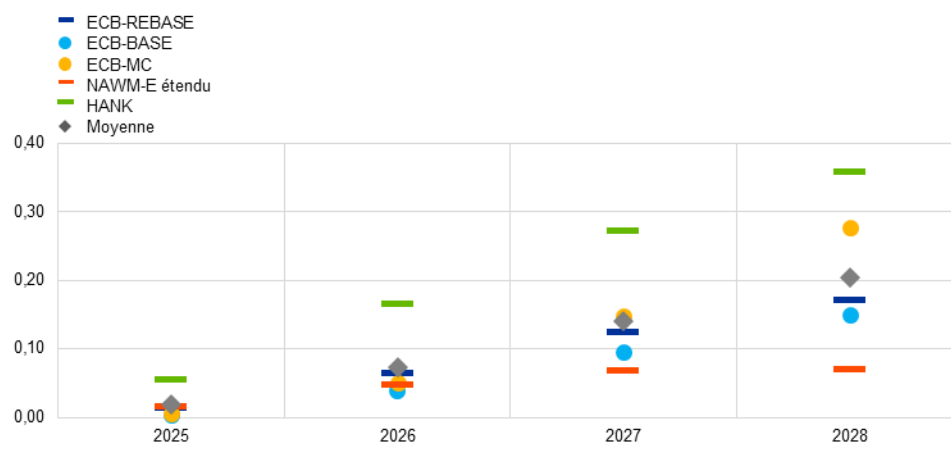
⁴ Les règles selon lesquelles la banque centrale fixe le taux d'intérêt dans les modèles suivent toutes les mêmes principes de stabilisation des variations de l'inflation et de la production. La formulation et le calibrage exacts des règles sont propres à chaque modèle.

Graphique 2
Impact d’une augmentation de la consommation publique dans les différents modèles



c) Inflation mesurée par l'IPCH

(écart en points de pourcentage par rapport au niveau de base)



Source : Calculs des services de la BCE.

Notes : Le choc de consommation publique est calibré comme une augmentation linéaire de 1 % du PIB sur trois ans ; le niveau reste ensuite constant à moyen terme (graphique 1). Le multiplicateur du PIB à l'horizon k est défini comme $\frac{\sum_{t=1}^k \beta^t (Y_t - Y)}{\sum_{t=1}^k \beta^t (G_t - G)}$ où Y_t et G_t se rapportent respectivement au PIB en volume et aux dépenses publiques, les lettres sans indice se rapportent à des valeurs d'équilibre ou de base et β est un facteur d'actualisation. Les modalités de simulation de référence intègrent une politique monétaire active. Tous les modèles, à l'exception du modèle NAWM-E étendu, fonctionnent sans rétroaction liée à l'économie ouverte et sans réactions du taux de change. Les modèles semi-structurels supposent un financement intégral des dépenses budgétaires par le déficit, car leurs paramètres de référence ne prévoient pas de règle fiscale (« taux d'imposition fixe »). Les dépenses supplémentaires sont ensuite financées par l'émission de dette publique.

3 Le rôle des anticipations : prévoir les réactions des marchés financiers et le revenu disponible futur

Les anticipations du secteur privé peuvent influencer fortement les effets macroéconomiques d'une augmentation des dépenses publiques.

Pour comprendre cette interaction, nous comparons les prédictions de deux modèles reposant sur des hypothèses différentes en ce qui concerne le mécanisme de formation des anticipations. Le premier modèle (ECB-BASE) fait l'hypothèse d'anticipations rétrospectives. De manière générale, cela signifie que les agents économiques forment leurs anticipations uniquement sur la base des régularités historiques et des informations passées. En revanche, le deuxième modèle (ECB-REBASE) suppose que les agents sont tournés vers l'avenir et intègrent dans leurs décisions actuelles les informations relatives aux chocs futurs et aux évolutions économiques. Ce mécanisme de formation des anticipations est appelé anticipations cohérentes avec le modèle.

Un comportement plus prospectif entraîne une augmentation plus précoce et plus rapide des taux de financement, avec un impact défavorable sur l'investissement, mais peut stimuler la consommation via les anticipations de

revenus futurs plus élevés des ménages ⁵. Le graphique 3 compare la réponse macroéconomique avec des anticipations rétrospectives (lignes bleues) et prospectives (lignes jaunes) pour des taux d'imposition inchangés. Dans le cadre des anticipations rétrospectives, on observe un effet d'entraînement sur la consommation et l'investissement lorsque l'économie prend progressivement conscience de l'impulsion de la demande et des revenus, les conditions financières ne se resserrant que progressivement. S'agissant des paramètres prospectifs, les anticipations de hausses futures des taux directeurs se reflètent plus rapidement dans les taux d'intérêt à long terme, et la détérioration des conditions d'emprunt qui en résulte a un impact négatif sur la dynamique des investissements à court terme. En général, les décisions de consommation sont également affectées par le durcissement des conditions d'emprunt, mais dans une bien moindre mesure que les décisions d'investissement. En revanche, la consommation augmente sous l'effet de revenus attendus plus élevés ⁶. Les perspectives d'une augmentation des revenus dans le futur sont anticipées dans le modèle prospectif, ce qui entraîne une dynamique de consommation plus forte. Dans les spécifications des modèles BASE et REBASE, on estime un effet d'éviction sur la consommation et l'investissement privés à plus long terme, à mesure que les effets de la hausse de la production et des revenus commencent à s'estomper et que le resserrement des marchés financiers entraîne une contraction de l'économie. L'anticipation du profil des dépenses dans le modèle prospectif entraîne également un léger effet d'anticipation dans la dynamique de fixation des prix et des salaires et, par conséquent, une accélération légèrement plus rapide de l'inflation mesurée par l'IPCH.

Le multiplicateur du PIB est nettement plus faible lorsque le déficit public doit être financé par une augmentation de la fiscalité du travail. Les lignes rouges et vertes du graphique 3 montrent les spécifications selon lesquelles le déficit budgétaire est financé par une augmentation de la fiscalité sur les revenus du travail, ce qui introduit une anticipation de hausses futures de la fiscalité à l'amorce de l'augmentation des dépenses militaires. Deux hypothèses sont présentées concernant le financement du déficit : un mécanisme de financement partiel par la fiscalité, qui implique encore une légère augmentation de la dette publique, et un exemple extrême de financement intégral *via* une hausse des impôts. Dans le modèle prospectif, les ménages internalisent les répercussions sur leurs flux de revenus disponibles futurs et réduisent fortement leur consommation actuelle. Même si une atténuation des tensions sur les prix est plutôt favorable à l'investissement en raison des variations relativement limitées des indicateurs financiers, le

⁵ On fait l'hypothèse que la prime de risque souverain ne réagit pas à une augmentation de la dette publique. Par conséquent, l'analyse présentée dans cet article ne tient pas compte des implications possibles d'un niveau de dette plus élevé et croissant dans certains pays. Nous faisons également abstraction de la transmission par le secteur bancaire de l'assouplissement des contraintes de bilan aux conditions d'emprunt et, plus généralement, nous fixons tous les écarts de financement au niveau de base. Par conséquent, dans ces simulations, seules les anticipations relatives aux taux directeurs futurs affectent les taux d'intérêt à long terme (hypothèse des anticipations), qui peuvent ensuite modifier les taux de financement externe (*via* des taux d'intérêt composés à écarts constants). La prime de terme est fixée à sa valeur de base dans toutes les simulations.

⁶ Outre l'anticipation des revenus futurs du travail, un autre effet positif sur la consommation résulte de l'accumulation d'un patrimoine financier supplémentaire à des taux d'intérêt plus élevés. Toutefois, cet effet est moins important.

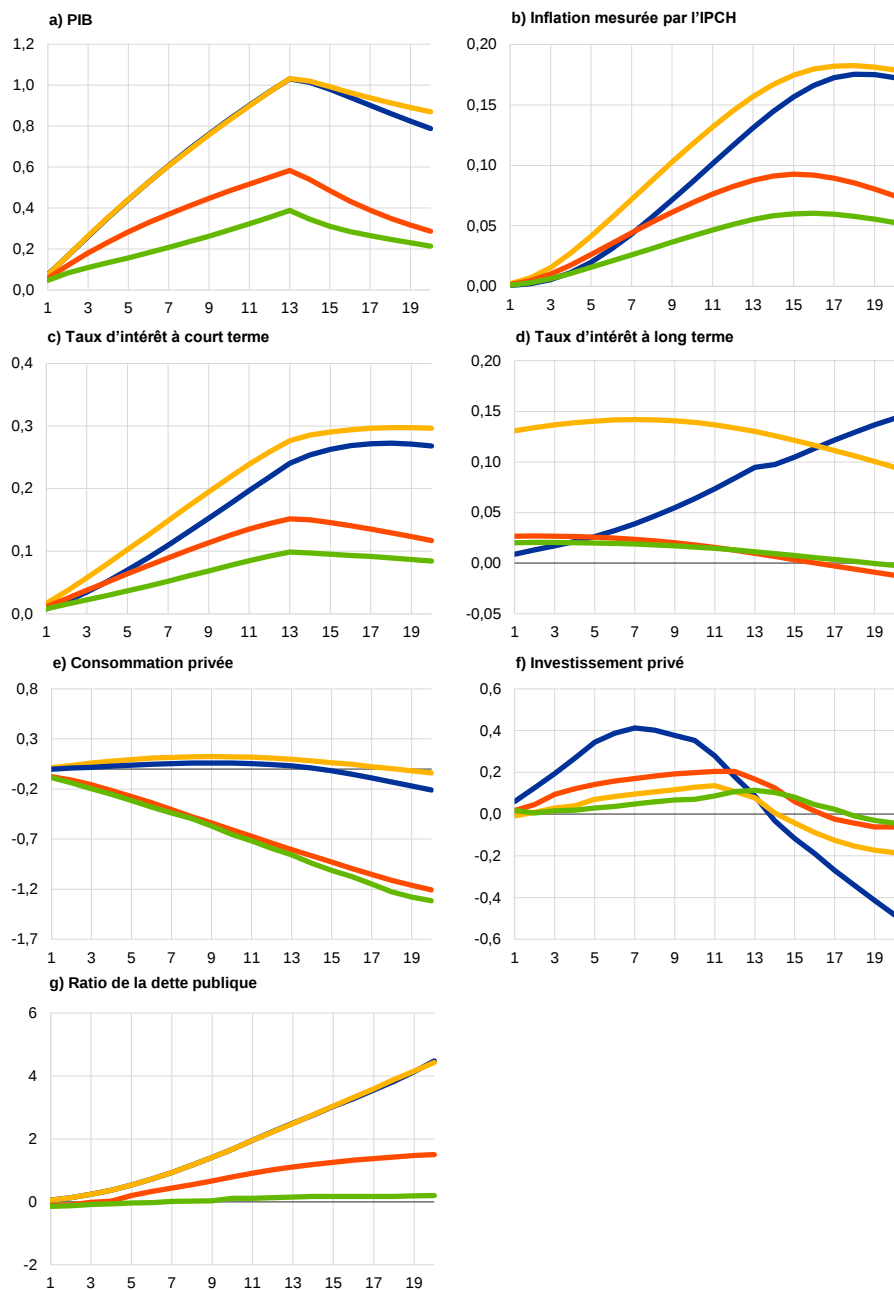
multiplicateur du PIB est pour l'essentiel déterminé par la dynamique de la consommation. Par conséquent, les multiplicateurs du PIB sont fortement atténués.

Graphique 3

Le rôle des anticipations sous le prisme du modèle ECB-(RE)BASE

(axe des abscisses : trimestres ; axe des ordonnées : écart par rapport à la trajectoire de croissance équilibrée/au niveau de base)

- BASE (anticipations VAR) : taux d'imposition fixe
- REBASE (MCE, intégralité) : taux d'imposition fixe
- REBASE (MCE, intégralité) : financement partiel par la fiscalité
- REBASE (MCE, intégralité) : financement intégral par la fiscalité



Source : Calculs des services de la BCE à l'aide des modèles BASE et REBASE.

Notes : La hausse des dépenses est interprétée comme un choc de consommation (achats) publique. Les simulations sont réalisées en tenant compte d'une politique monétaire active et d'une réaction active des taux d'imposition lorsque cela est indiqué. Le taux de change, la prime de terme et les écarts de financement ne sont pas autorisés à réagir au choc. Les « anticipations VAR » se rapportent aux anticipations établies à l'aide d'un modèle vectoriel autorégressif, qui est une version simplifiée de l'économie modélisée complète, fondé sur les régularités historiques et alimenté uniquement par des informations actuelles et passées. La rubrique « MCE, intégralité » (*Full MCE*) se rapporte aux anticipations cohérentes avec le modèle prises comme hypothèses pour l'ensemble des secteurs de l'économie modélisée. L'inflation mesurée par l'IPCH en glissement annuel est exprimée en écarts en points de pourcentage par rapport à son taux de croissance de base. Les taux d'intérêt sont exprimés en écarts en points de pourcentage du taux annualisé par rapport à son taux de base. Le ratio annualisé de la dette publique (par rapport au PIB) est exprimé en écarts en points de pourcentage par rapport à son ratio de base. Toutes les autres variables sont présentées sous la forme d'écarts en pourcentage par rapport au niveau de base.

4 Effets distributifs et rôle des propensions marginales à consommer

La présente section examine les aspects distributifs du stimulus budgétaire.

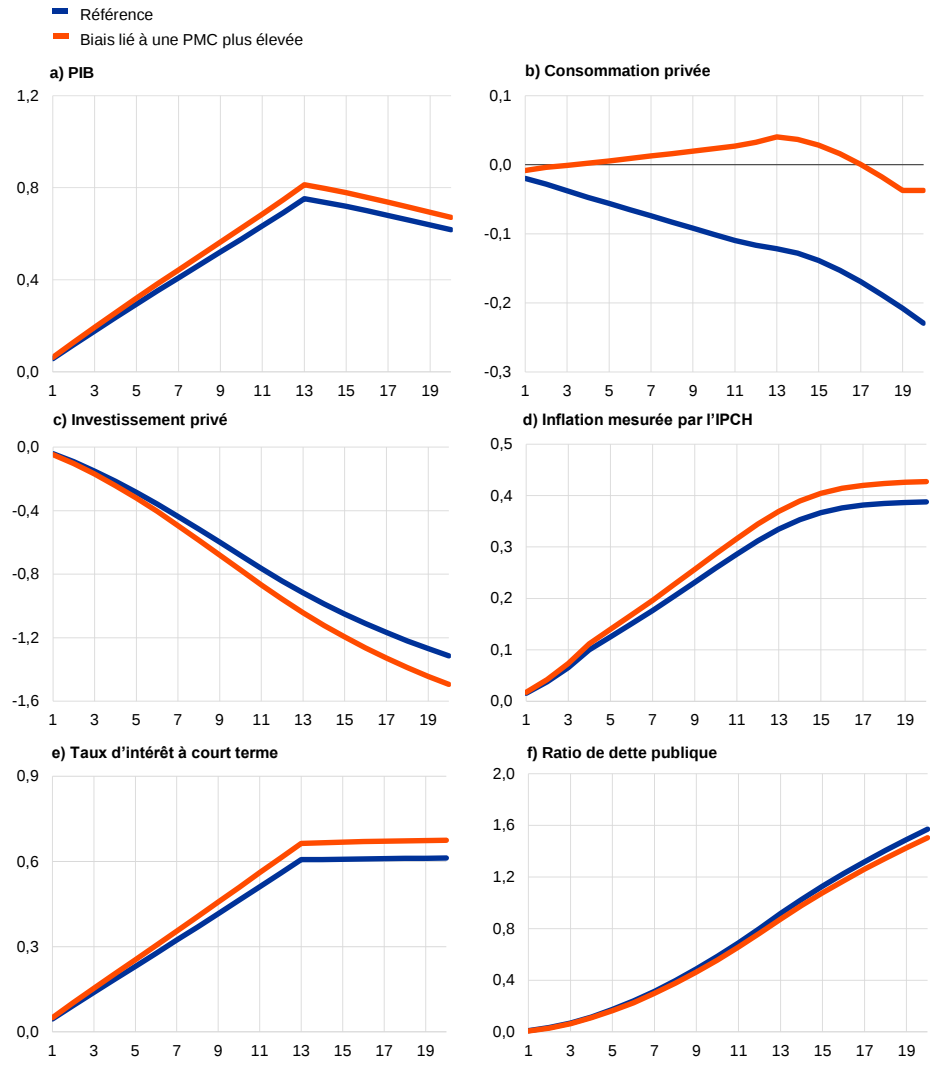
Elle utilise le modèle HANK, qui inclut des ménages hétérogènes avec des propensions marginales à consommer (PMC) importantes et dispersées. Comme cela est classique dans cette catégorie de modèle, et en ligne avec les données empiriques, les ménages situés dans la partie inférieure de la distribution des revenus ont des propensions marginales à consommer plus élevées que ceux situés dans la partie supérieure. Comme dans les autres modèles, une augmentation des dépenses publiques est associée à une hausse du PIB en volume, malgré un effet d'éviction sur la consommation privée. Les courbes bleues du graphique 4 montrent les implications du choc budgétaire dans le cadre d'une spécification de référence du modèle HANK. L'effet d'éviction sur la consommation et l'investissement privés est significatif en raison à la fois des taux d'intérêt plus élevés et de la hausse de la fiscalité du travail.

Les effets de la politique budgétaire sont amplifiés lorsque les dépenses publiques supplémentaires ciblent des secteurs qui emploient des ménages à faibles revenus. Les courbes rouges du graphique 4 présentent les résultats obtenus dans le cadre de cette spécification alternative. Les propensions marginales à consommer étant corrélées négativement au revenu, dans ce cas, les dépenses supplémentaires génèrent un stimulus supplémentaire de la consommation privée. Contrairement à la spécification de référence, il existe initialement un léger effet d'entraînement sur la consommation privée. Par conséquent, l'inflation mesurée par l'IPCH est plus élevée que dans la spécification de référence, de même que les taux d'intérêt. Cela entraîne une éviction plus importante de l'investissement privé, mais le multiplicateur budgétaire reste plus élevé que dans la spécification de référence.

Graphique 4

Rôle du comportement non ricardien et hétérogénéité de la propension marginale à consommer (PMC)

(axe des abscisses : trimestres ; axe des ordonnées : écarts par rapport à la situation d'équilibre)



Source : Calculs des services de la BCE à l'aide du modèle HANK.
Notes : Le PIB, la consommation privée et l'investissement privé sont présentés comme des écarts en pourcentage par rapport à la situation d'équilibre. L'inflation mesurée par l'IPCH et le taux d'intérêt à court terme sont en points de pourcentage, tandis que la dette publique est exprimée en pourcentage de la production en situation d'équilibre.

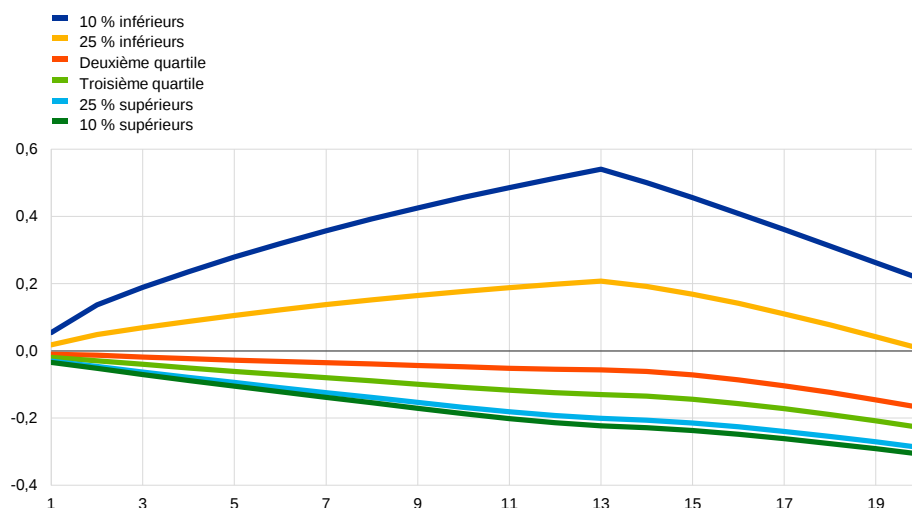
Les effets des dépenses militaires supplémentaires sur la consommation sont positifs dans la partie inférieure de la distribution du patrimoine et négatifs dans la partie supérieure. Le graphique 5 présente les effets distributifs de l'augmentation des dépenses publiques selon la spécification de référence du modèle HANK. Chaque courbe correspond à un groupe de ménages différent en termes de patrimoine détenu. Un profil clair se dégage : les ménages situés dans la partie inférieure de la distribution du patrimoine accroissent la consommation, tandis qu'un effet d'éviction est visible dans les parties situées au milieu et en haut de la distribution. Dans la mesure où les propensions marginales à consommer sont plus importantes dans la partie inférieure de la distribution, l'augmentation de la demande de main-d'œuvre et des salaires résultant des dépenses publiques supplémentaires

tend à stimuler la consommation de ces ménages. Au milieu et en haut de la distribution du patrimoine, la hausse des taux d'intérêt et les anticipations d'une imposition future plus élevée jouent un rôle plus important, conduisant à l'éviction observée.

Graphique 5

Effets des dépenses publiques supplémentaires sur l'ensemble de la distribution du patrimoine

(axe des abscisses : trimestres ; axe des ordonnées : écart en pourcentage de la consommation par rapport à la situation d'équilibre)



Source : Calculs des services de la BCE à l'aide du modèle HANK.

Note : Les courbes représentent la consommation moyenne des différents groupes de ménages classés en fonction du patrimoine, exprimée en écarts en pourcentage par rapport aux valeurs à la situation d'équilibre.

5 Dépenses concentrées en fin de période par rapport aux dépenses réalisées par anticipation

Cette section examine comment varient les multiplicateurs budgétaires lorsque des dépenses publiques supplémentaires sont annoncées avant leur mise en œuvre. Cela est particulièrement pertinent dans le cas des engagements actuels liés à la défense, dans la mesure où ceux-ci ont été annoncés publiquement et discutés bien avant les dépenses effectives, qui se concrétisent sur une période plus longue. Contrairement aux transferts sociaux qui sont liés aux stabilisateurs automatiques, les mesures discrétionnaires en matière de dépenses de défense sont concentrées en fin de période et progressives.

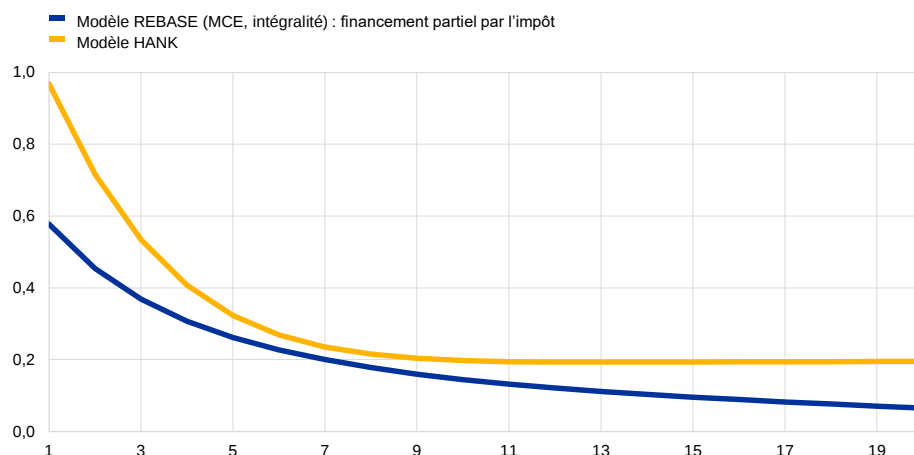
Les dépenses concentrées en fin de période entraînent des effets nettement moins importants sur le PIB en volume. Le graphique 6 présente les multiplicateurs budgétaires pour des chocs budgétaires préannoncés dans les modèles REBASE et HANK. Chaque point de la courbe correspond au multiplicateur budgétaire d'une hausse ponctuelle de la consommation publique en fonction du nombre de trimestres entre son annonce et sa mise en œuvre. Il convient de noter que l'augmentation des dépenses est identique – seule la date de mise en œuvre change. Quand les agents ont une vision prospective, les multiplicateurs budgétaires

diminuent lorsque le temps entre l'annonce et la mise en œuvre augmente. En effet, la perspective de hausses des impôts et des taux d'intérêt en raison d'augmentations futures des dépenses publiques conduit à une éviction immédiate des dépenses privées.

Graphique 6

Multiplicateurs dynamiques des chocs préannoncés

(axe des abscisses : nombre de trimestres entre l'annonce des dépenses et leur mise en œuvre ; axe des ordonnées : multiplicateur de la valeur actuelle à long terme (*long-run present-value multiplier*))



Source : Calculs des services de la BCE à l'aide des modèles REBASE et HANK.

Notes : Chaque point correspond au multiplicateur de la valeur actuelle à long terme pour une augmentation des dépenses mise en œuvre à différents moments. Le multiplicateur de la valeur actuelle à long terme correspond au multiplicateur cumulé sur l'ensemble de l'horizon. Pour le modèle REBASE, la spécification avec une règle fiscale est présentée. La rubrique « MCE, intégralité » (*Full MCE*) se rapporte aux anticipations cohérentes avec le modèle prises comme hypothèses pour l'ensemble des secteurs de l'économie modélisée.

6 Effets de débordement entre les pays

Cette section examine les effets de débordement entre pays des dépenses publiques et la manière dont ils peuvent varier en fonction des principales caractéristiques des dépenses. Nous évaluons tout d'abord les effets à l'aide du modèle ECB-MC. Compte tenu du caractère traditionnellement robuste de ce modèle, les paramètres importants, tels que le contenu en importations des dépenses publiques, sont fixés aux moyennes historiques. Nous examinons ensuite des scénarios alternatifs en utilisant l'extension mondiale et régionale du modèle NAWM-E afin de fournir une illustration plus qualitative à partir d'autres exercices de sensibilité.

La consommation publique et l'investissement public génèrent tous deux des effets réels domestiques positifs, mais l'ampleur des effets de débordement entre pays de la zone euro varie en fonction du contenu en importations de l'instrument (graphique 7). On suppose que la consommation publique s'appuie essentiellement sur la production intérieure, avec une part en importations de seulement 10 % environ. En revanche, l'investissement public compte une part en

importations beaucoup plus élevée (30 % environ) ⁷. En conséquence, à court et moyen termes, la consommation publique entraîne une plus forte augmentation de la production intérieure que l'investissement public, tandis que les effets de débordement sur les autres pays restent faibles – et deviennent même négatifs après trois ans – la hausse des taux directeurs l'emportant sur les effets commerciaux positifs à long terme. À l'inverse, l'investissement public engendre des effets de débordement positifs sur l'ensemble de l'horizon, car il stimule l'investissement privé et contrebalance en partie l'effet modérateur de la hausse des taux d'intérêt.

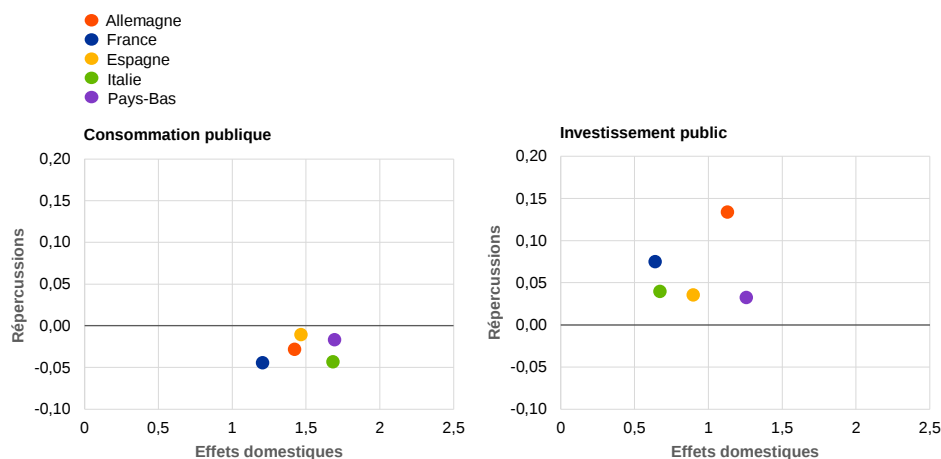
⁷ Ces parts en importations sont fondées sur des moyennes historiques provenant d'Eurostat et reflètent l'intégralité des composantes sectorielles (privées et publiques). De ce fait, elles peuvent ne pas représenter avec exactitude les dépenses spécifiquement consacrées à la défense dans chaque secteur de la consommation finale ou intermédiaire ou de l'investissement.

Graphique 7

Effets domestiques et de débordement des dépenses publiques au cours de la troisième année suivant le choc

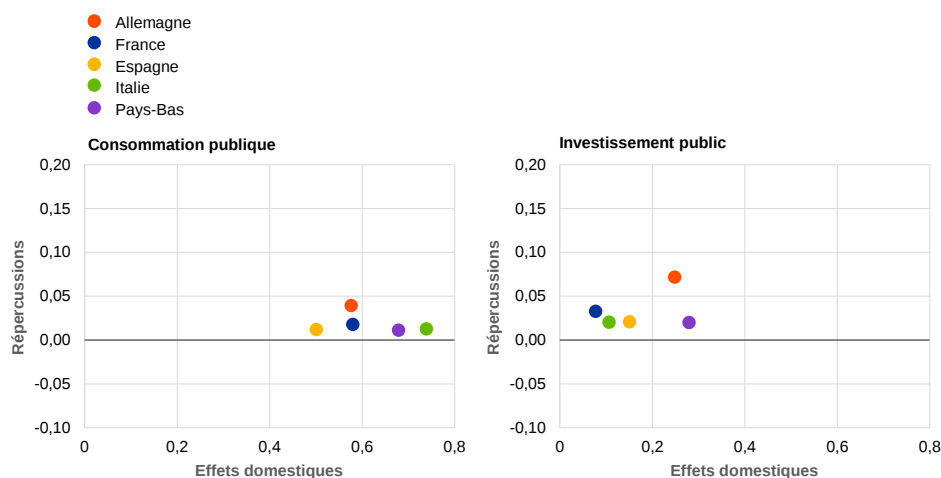
a) PIB en volume

(écart en pourcentage par rapport aux niveaux de base)



b) Inflation mesurée par l'IPCH

(écart en pourcentage par rapport aux niveaux de base)



Source : Simulations du modèle ECB-MC.

Notes : L'axe des abscisses présente l'impact sur le pays dans lequel le choc se produit et l'axe des ordonnées l'effet de débordement sur les économies restantes parmi les cinq grandes économies (Allemagne, Espagne, France, Italie et Pays-Bas). Par exemple, pour la consommation publique dans la partie a), le point bleu foncé montre qu'une hausse de la consommation publique en France accroît le PIB en volume français de 1,2 % et entraîne un effet de débordement négatif de -0,04 % sur le reste des grandes économies.

En termes nominaux, la consommation et l'investissement publics accentuent l'inflation intérieure et entraînent des effets de débordement inflationnistes dans les différents pays, mais de différentes manières. La consommation publique est nettement plus inflationniste, car elle accroît directement la demande sans stimuler la capacité productive. En revanche, l'investissement public fait augmenter l'inflation à court terme mais, en renforçant la productivité tendancielle, il contribue également à atténuer les tensions sur les prix à moyen terme.

Les effets de débordement se transmettent principalement par le canal des échanges commerciaux et moins par celui des taux d'intérêt, l'effet net sur la

zone euro apparaissant d'ampleur limitée. Le graphique 8 établit une distinction entre les canaux de transmission en utilisant l'extension mondiale du modèle NAWM-E et montre qu'une augmentation des dépenses publiques allemandes accroît la demande intérieure, ce qui stimule, au début, la production. Toutefois, avec le calibrage de référence, la hausse de la demande publique exerce un effet d'éviction sur la demande privée au fil du temps ⁸. En effet, une demande publique plus forte exerce des tensions à la hausse sur les prix et les salaires, ce qui accroît le coût de l'emprunt et réduit le revenu disponible réel des ménages et la rentabilité des entreprises ⁹. Dans le même temps, la demande accrue d'importations améliore le solde commercial des partenaires de l'Allemagne dans la zone euro, soutenant leurs exportations et leur production. Cependant, avec la hausse des prix en Allemagne, le taux de change réel s'apprécie, ce qui pèse sur la compétitivité des exportations allemandes et accroît encore les importations. Cette appréciation réelle compense en partie le renforcement des exportations nettes pour le reste de la zone euro. Pour la zone euro, l'augmentation de la demande agrégée et les tensions sur les prix alimentent l'inflation. En réponse, la banque centrale relève le taux directeur de manière négligeable, suggérant que l'impact de ce resserrement sur la consommation et l'investissement privés – via le canal traditionnel du taux d'intérêt – devrait être limité.

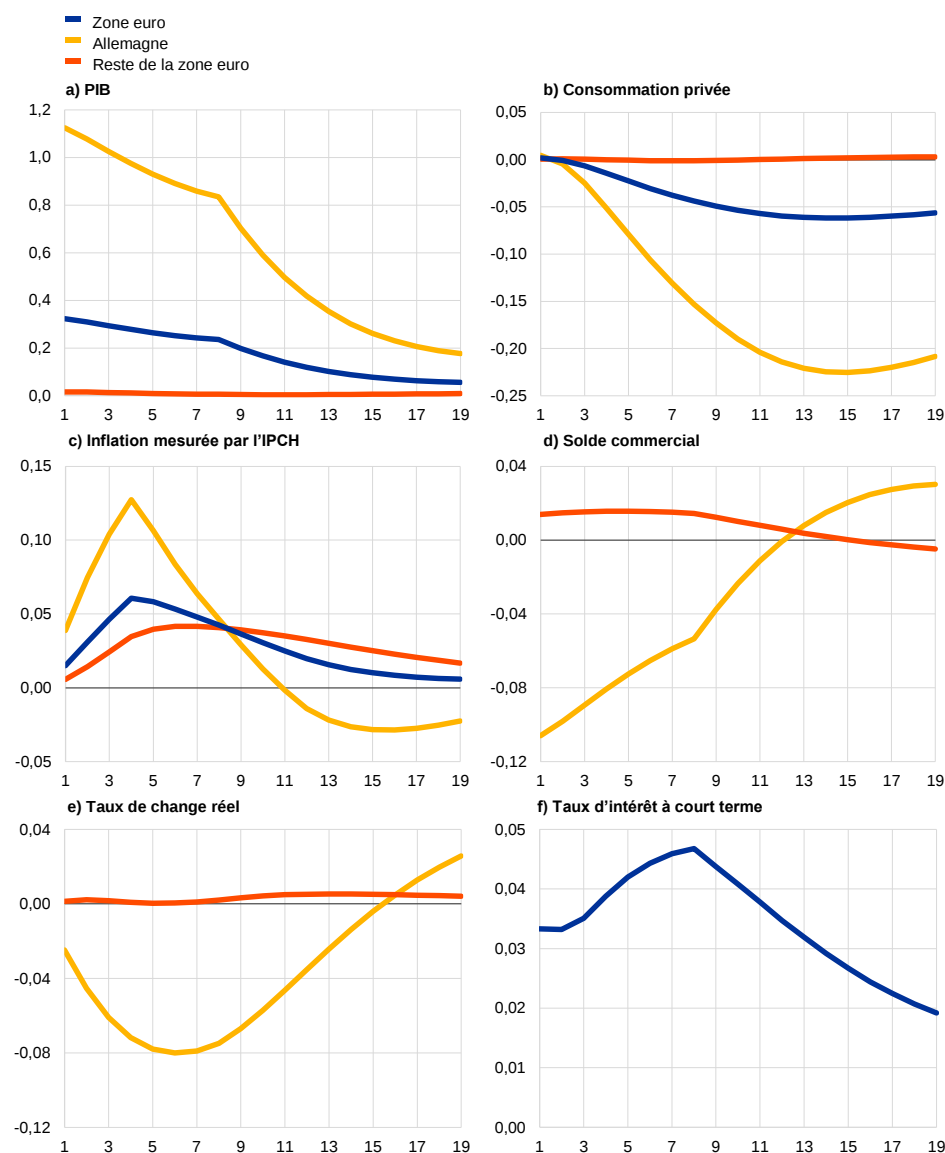
⁸ Lorsque la consommation publique et la consommation privée sont perçues comme des compléments, une hausse des dépenses publiques – telles que les dépenses de défense qui renforcent la sécurité et la stabilité – peut encourager la consommation privée, dopant le canal de la demande agrégée et renforçant les effets de débordement positifs sur le reste de la zone euro.

⁹ On peut sans doute interpréter la surprise budgétaire allemande comme reflétant une réévaluation des risques accrus pour la sécurité européenne, avec des dépenses budgétaires supplémentaires visant à éviter les futures pertes de demande qui se produiraient sans elles, plutôt qu'à procurer un simple gain net. Dans ce contexte, les dépenses budgétaires supplémentaires servent à préserver les niveaux de consommation actuels.

Graphique 8

Effets macroéconomiques de l'augmentation des dépenses de défense en Allemagne selon la version étendue du modèle NAWM-E

(axe des abscisses : trimestres ; axe des ordonnées : écarts par rapport à la situation d'équilibre)



Source : Simulations en utilisant l'extension mondiale et régionale du modèle NAWM-E.

Notes : La simulation suppose une augmentation temporaire des dépenses de consommation des administrations publiques allemandes de 1 % pendant deux ans à compter de la période 0. Les dépenses supplémentaires sont ensuite réduites chaque trimestre en appliquant un facteur de 0,9. Les réponses sont exprimées comme des écarts en pourcentage par rapport au niveau de base, à l'exception de l'inflation, du solde commercial et du taux d'intérêt à court terme, qui sont exprimés comme des écarts en points de pourcentage.

Une part plus élevée de biens et services importés se traduit par des effets de débordement plus importants sur le reste de la zone euro, mais les effets globaux sur la zone restent comparables. Par exemple, si l'Allemagne augmente ses achats liés à la défense impliquant des équipements étrangers ou investit dans des projets d'infrastructure nécessitant des machines importées, une part plus importante de la demande accrue part à l'étranger, ce qui stimule directement les exportations et la production chez ses partenaires commerciaux (graphique 9,

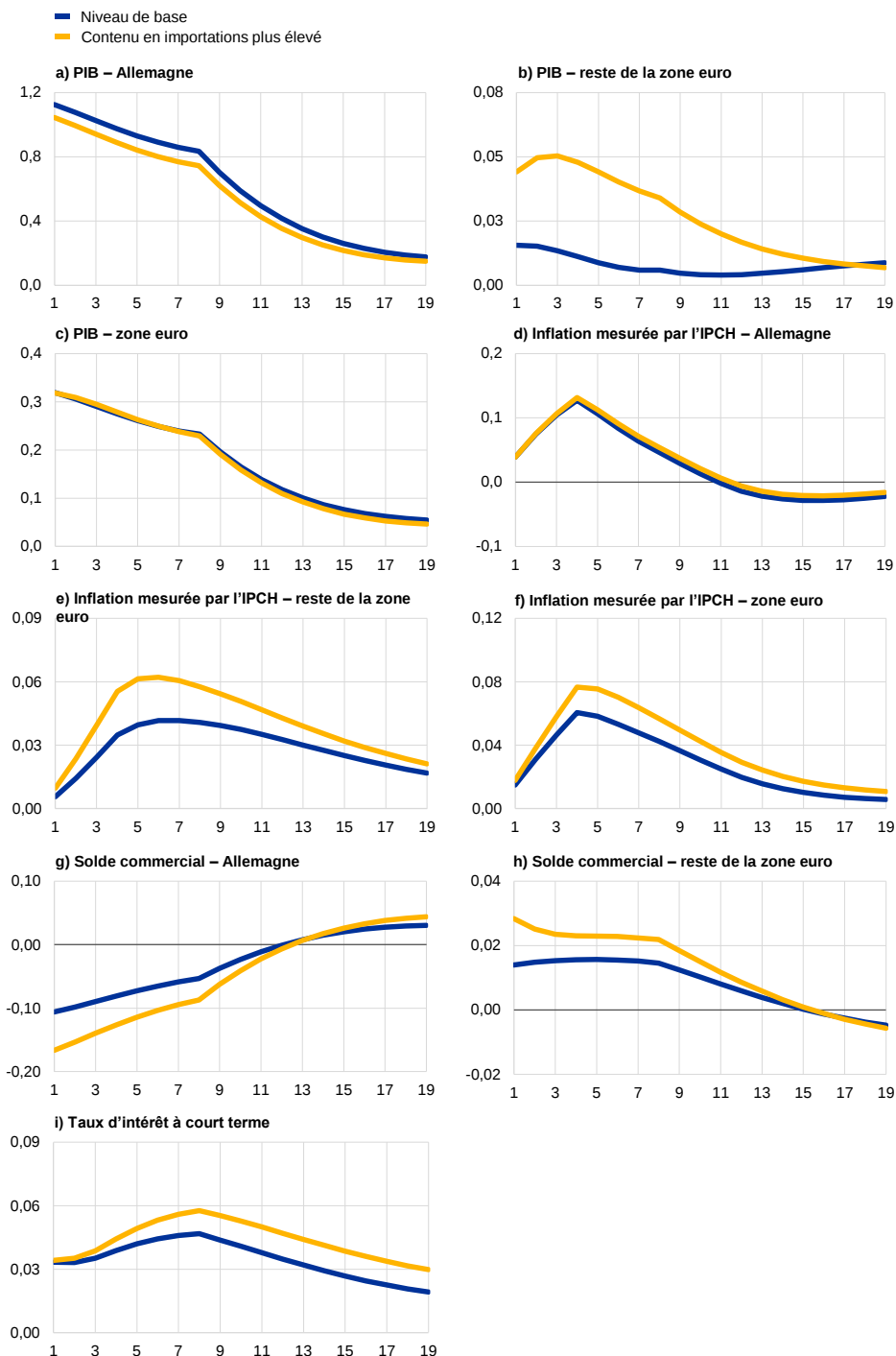
courbes jaunes)¹⁰. En conséquence, le canal des échanges commerciaux se renforce et les effets de débordement sur le reste de la zone euro deviennent plus importants. Toutefois, les effets globaux sur la production de la zone euro sont semblables au scénario dans lequel les dépenses sont principalement d'origine intérieure, l'augmentation de la production dans le reste de la zone euro étant contrebalancée par une déperdition d'importations en Allemagne et une appréciation générale du taux de change réel de la zone euro.

¹⁰ Les simulations supposent que le bien destiné à la consommation publique allemande est produit avec une part d'importations plus élevée – en provenance à la fois du reste de la zone euro et du reste du monde – en proportion de sa matrice d'échanges bilatéraux. En particulier, le contenu en importations de la consommation publique est doublé, passant de 2 % à 4 %. Modifier la composition des importations pour l'Allemagne (par exemple en important relativement plus en provenance du reste de la zone euro que du reste du monde) entraîne un effet de débordement plus important sur le reste de la zone euro en raison d'un renforcement du canal commercial. Toutefois, étant donné le faible contenu global en importations des dépenses publiques et l'ampleur limitée du stimulus budgétaire, la différence nette par rapport à l'agrégat de la zone euro est négligeable.

Graphique 9

Rôle du contenu en importations de la consommation publique

(axe des abscisses : trimestres ; axe des ordonnées : écarts par rapport à la situation d'équilibre)



Source : Simulations utilisant l'extension mondiale et régionale du modèle NAWM-E.

Notes : La simulation suppose une augmentation temporaire des dépenses de consommation des administrations publiques allemandes de 1 % pendant deux ans à compter de la période 0, suivie d'une normalisation progressive. Les réponses sont exprimées comme des écarts en pourcentage par rapport au niveau de base, à l'exception de l'inflation, du solde commercial et du taux d'intérêt à court terme, qui sont exprimés comme des écarts en points de pourcentage. Le contenu en importations plus élevé suppose que le contenu en importations de la consommation publique est doublé, passant de 2 % à 4 %.

Encadré 1

Multiplicateurs budgétaires des dépenses de défense : brève présentation de la littérature empirique

Cristina Checherita-Westphal et Laust Ladegård Særkjær

Bien que les données soient contrastées dans la littérature empirique, elles suggèrent que les dépenses militaires peuvent avoir des effets positifs sur la demande à court terme, qui tendent ensuite à diminuer progressivement. Cela confirme globalement les effets fondés sur des modèles de l'augmentation des dépenses publiques générales examinés dans cet article, même si les résultats sont plus dispersés en fonction des échantillons et des différentes dépendances à l'état de l'économie (graphique A). La taille du multiplicateur des dépenses de défense varie fortement d'une étude à l'autre, les effets à court terme étant inférieurs à ou proches de 1 dans la plupart des cas (ce qui correspond globalement aux résultats de la suite de modèles présentés ci-dessus), même si plusieurs études font état de valeurs proches de 1,5. Très peu d'études analysent directement l'impact sur la consommation privée d'une hausse des dépenses de défense ¹¹. Ilzetzki (2025), qui propose l'une des analyses les plus récentes, conclut qu'il existe un consensus sur le fait que le PIB augmente effectivement à la suite d'une hausse des dépenses de défense, mais que le degré de cet accroissement et l'effet d'éviction potentiel du secteur privé font l'objet de débats. Il souligne également que deux méta-analyses sur le sujet avancent des conclusions différentes. Alptekin et Levine (2012), dans une méta-étude portant sur 169 estimations du multiplicateur des dépenses militaires, suggèrent que ces dépenses ont des effets positifs mais faibles sur la croissance. À l'inverse, l'échantillon actualisé de Yesilyurt (F.) et Yesilyurt (M. E.) (2019) affiche une absence de relation. Enfin, dans leur méta-analyse des multiplicateurs budgétaires, Gechert et Rannenberg (2018) constatent que les dépenses militaires tendent à être assorties de multiplicateurs moyens plus faibles que les dépenses publiques générales ¹², un constat corroboré par une étude récente analysant les effets sur la production des dépenses de défense dans les pays d'Europe centrale et orientale membres du flanc oriental de l'OTAN (Olejnik, 2023).

Il existe également une forte hétérogénéité dans les effets sur la production des différentes composantes des dépenses militaires. Les effets qu'exercent sur la croissance les dépenses de recherche et de développement (R&D) dans le domaine militaire apparaissent comme nettement plus élevés que ceux des autres composantes et dépassent l'unité, avec des signes d'effet d'entraînement sur la R&D privée ¹³. Pour les autres catégories de dépenses, et en particulier à moyen et long termes, on constate généralement qu'une hausse des dépenses de défense exerce un effet d'éviction sur les ressources disponibles à des fins productives. Il ressort que les dépenses

¹¹ Seules trois des études résumées dans le graphique A incluent des estimations de l'impact sur la consommation privée. Ramey (2011) propose une discussion sur ce sujet. En construisant une variable d'information sur les dépenses militaires, elle parvient à la conclusion que la consommation de biens non durables et celle de biens durables diminuent, tandis que la consommation de services augmente en réponse aux informations concernant les dépenses militaires. Ben Zeev et Pappa (2017) constatent une légère baisse de la consommation privée, mais qui n'est pas statistiquement significative. Barro et Redlick (2011) constatent un impact négatif uniquement sur la consommation de biens durables à l'horizon d'un an, qui s'estompe ensuite.

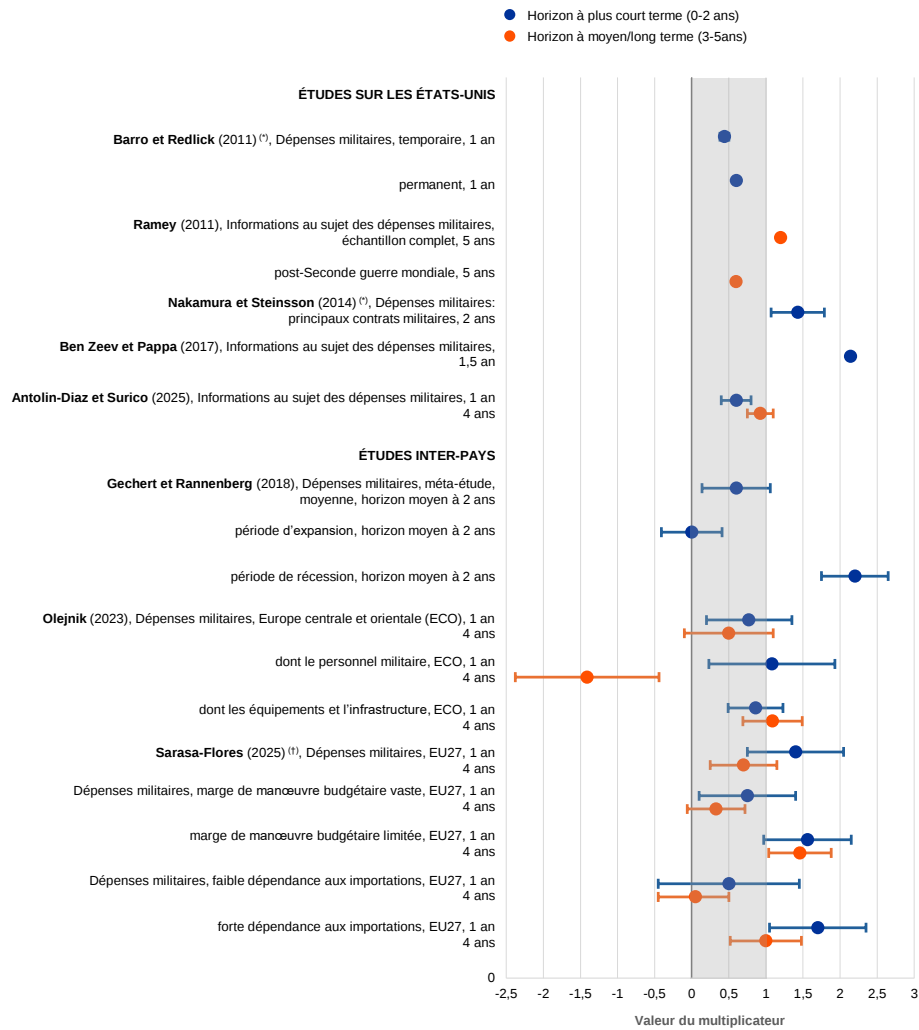
¹² Ce résultat se vérifie en moyenne et pendant les périodes d'expansion. À l'inverse, les multiplicateurs des dépenses militaires se révèlent plus importants que les multiplicateurs des dépenses générales pendant les périodes de récession.

¹³ En utilisant des données pour les États-Unis sur une période de 125 ans (et à l'aide d'un modèle vectoriel autorégressif bayésien (BVAR) avec de longs décalages), Antolin-Diaz et Surico (2025) concluent que les dépenses militaires ont des effets importants et persistants sur la production, car elles modifient la composition des dépenses publiques au profit de la R&D. Cela stimule l'innovation et l'investissement privé à moyen terme et accroît la productivité et le PIB à plus long terme. En revanche, l'article constate également que les effets de l'investissement public sont de plus courte durée et que la consommation publique a un impact modeste sur la plupart des horizons.

salariales ou en personnel militaire (non directement couvertes par les résultats de la simulation de modèle ci-dessus) ont des effets sur la croissance plus faibles, voire négatifs (à plus long terme), car ces dépenses peuvent entraver la productivité dans les autres secteurs civils de l'économie (cf. graphique A et conclusions supplémentaires dans Becker et Dunne, 2023).

Graphique A
Multiplicateurs budgétaires des dépenses militaires dans des études plus récentes

(hausse du PIB résultant d'une augmentation d'une unité des dépenses de défense, sauf indication contraire)



Sources : Publications indiquées dans le graphique.

Notes : Le point représente l'estimation (principale) du multiplicateur cumulé des dépenses de défense, et les intervalles indiquent un écart type lorsqu'il est disponible ou aisément calculé. Lorsque plusieurs résultats étaient disponibles, la sélection a été effectuée sur la base des spécifications retenues par l'auteur initial afin de garantir une comparaison pertinente avec les autres études, et pour des horizons d'un an et de quatre ans (centre des horizons à court terme et à moyen et long termes respectivement).

De manière générale, les multiplicateurs mesurent une hausse du PIB résultant d'une hausse d'une unité (1 dollar ou 1 euro, par exemple) des dépenses de défense. Pour les études marquées d'un astérisque (*), le multiplicateur mesure l'augmentation en points de pourcentage du taux de croissance du PIB à la suite d'une augmentation d'un point de pourcentage du ratio dépenses de défense/PIB retardé. Pour les études marquées d'une croix (†), le multiplicateur mesure l'augmentation en points de pourcentage du PIB par rapport à la tendance résultant d'une augmentation de 1 % des dépenses de défense par rapport au PIB tendanciel.

D'autres études utilisent les dépenses militaires (informations à ce sujet) comme variable instrumentale de l'augmentation des dépenses publiques générales. S'agissant des États-Unis, Ramey et Zubairy (2018) estiment que le multiplicateur budgétaire est inférieur à un, indépendamment de la sous-utilisation des capacités productives dans l'économie. Sur la base d'un large panel de pays, Sheremirov et Spirovska (2022) constatent que le multiplicateur moyen est inférieur à l'unité, et que son impact est le plus important à court terme, mais cela masque une hétérogénéité selon plusieurs dimensions. Ben Zeev et Pappa (2017) définissent leur choc d'information relatif aux dépenses militaires dans un modèle SVAR comme étant le choc qui n'a pas d'impact instantané sur les dépenses militaires mais qui maximise la variance de l'erreur de prévision des dépenses militaires sur un horizon de cinq ans.

Les multiplicateurs budgétaires de la défense se révèlent dépendants de l'état de l'économie.

La littérature empirique constate généralement que les multiplicateurs budgétaires sont plus importants a) en période de récession (période de conjoncture économique défavorable), lorsque la part des consommateurs non ricardiens tend à augmenter et que les dépenses publiques exercent un effet d'entraînement (plutôt que d'éviction) sur les investissements privés ; b) lorsqu'il existe une marge de manœuvre budgétaire importante ou des finances publiques saines (dette, déficit ou différentiel taux d'intérêt/croissance plus faible) ; c) dans les économies moins ouvertes (moins de risques d'effets de débordement en dehors de l'économie par le biais des importations) ; et d) dans les systèmes de change fixe (politique monétaire inactive) (cf. Warmedinger *et al.* (2015) pour une analyse). Des résultats similaires sont obtenus pour les multiplicateurs des dépenses de défense dans Sarasa-Flores (2025) (graphique A) et dans Sheremirov et Spirovska (2022) (pour les multiplicateurs budgétaires des dépenses publiques générales estimés en utilisant les dépenses militaires comme variable instrumentale). L'importance de la dépendance à l'état de l'économie (non linéarités) pour les périodes économiques favorables par rapport aux périodes défavorables est également soulignée dans la méta-analyse de Gechert et Rannenberg (2018). Avec les fondamentaux budgétaires, la dépendance à l'état de l'économie est un aspect important à prendre en compte dans les simulations (linéaires) fondées sur des modèles. Pour ce faire, il est nécessaire de faire varier de façon adéquate les paramètres du modèle en fonction de la situation qui prévaut.

Les études empiriques des dépenses de défense examinent rarement les effets directs sur l'inflation. Les quelques études disponibles pour les États-Unis constatent généralement un effet positif à court terme. Ben Zeev et Pappa (2017) observent que les informations au sujet des dépenses de défense ont un effet inflationniste, qui atteint son point haut après un an avant de revenir à zéro la deuxième année. Nakamura et Steinsson (2014), qui examinent les effets des dépenses militaires sur l'inflation au niveau des États, ne constatent pas d'effet cumulatif après deux ans. Plus récemment, Antonova *et al.* (2025) indiquent que les informations relatives aux dépenses militaires entraînent une hausse des prix dans le secteur manufacturier aux États-Unis (l'impact sur la hausse de l'indice des prix à la consommation n'est pas étudié). Cet effet a été plus important et plus persistant dans la période post-guerre froide, lorsque le secteur manufacturier américain s'est contracté.

7 Conclusion

Dans le contexte des hausses planifiées des dépenses de défense dans la zone euro, une évaluation fondée sur des modèles des chocs de dépenses publiques suggère un effet positif sur la croissance du PIB en volume et un effet modeste sur l'inflation mesurée par l'IPCH, les estimations étant entourées d'une grande incertitude. Une augmentation persistante mais progressive des dépenses militaires de 1 % du PIB sur trois ans est associée à un multiplicateur du PIB sur deux ans de 0,93 et un impact sur deux ans de 0,07 point de pourcentage en moyenne sur l'inflation mesurée par l'IPCH dans les différents types de modèles. Il existe une forte hétérogénéité entre les modèles, les multiplicateurs du PIB allant de 0,42 à 1,13. Quatre ans après le choc, le multiplicateur du PIB se maintient à 0,93 en moyenne, tandis que l'inflation mesurée par l'IPCH augmente de 0,2 point de pourcentage en moyenne dans les différents

modèles. Les multiplicateurs budgétaires induits par les modèles sont généralement alignés sur les données empiriques relatives aux effets des dépenses militaires. Nous identifions également les principaux canaux de transmission qui déterminent l'effet économique d'une augmentation des dépenses de défense : une part plus importante d'investissements entraîne des effets de débordement plus importants, tandis que l'anticipation d'impôts et de taux d'intérêt plus élevés par le secteur privé joue un rôle proéminent dans la baisse des multiplicateurs. Plusieurs aspects demeurent extérieurs au périmètre de cette analyse, et plus particulièrement la dépendance à l'état de l'économie s'agissant de l'endettement public et de la distinction entre conjoncture économique favorable et périodes défavorables, autant d'éléments considérés comme pertinents dans la littérature empirique. Enfin, des aspects importants des dépenses militaires ne peuvent être pleinement pris en compte dans cette analyse. On peut citer comme exemples la composition des dépenses par pays ou les effets sur l'offre sectorielle et effets de réseau dans l'industrie.

Bibliographie

- Adjemian (S.), Bokan (N.), Darracq Pariès (M.), Müller (G.) et Zimic (S.) (2024), « *ECB-(RE)BASE: Heterogeneity in expectation formation and macroeconomic dynamics* », *Working Paper Series*, n° 2965, BCE, Francfort-sur-le-Main.
- Alptekin (A.) et Levine (P.) (2012), « *Military expenditure and economic growth: A meta-analysis* », *European Journal of Political Economy*, vol. 28, n° 4, p. 636-650.
- Angelini (E.), Bokan (N.), Christoffel (K.), Ciccarelli (M.) et Zimic (S.) (2019), « *Introducing ECB-BASE: The blueprint of the new ECB semi-structural model for the euro area* », *Working Paper Series*, n° 2315, BCE, Francfort-sur-le-Main, septembre.
- Angelini (E.), Bokan (N.), Ciccarelli (M.), Lalik (M.) et Zimic (S.) (à paraître), « *The ECB-Multi Country Model: A semi-structural model for forecasting and policy analysis for the largest euro area countries* », *Working Paper Series*, BCE, Francfort-sur-le-Main.
- Antolin-Diaz (J.) et Surico (P.) (2025), « *The Long-Run Effects of Government Spending* », *American Economic Review*, vol. 115, n° 7, p. 2376-2413.
- Antonova (A.), Luetticke (R.) et Muller (G.J.) (2025), « *The Military Multiplier* », *CESifo Working Paper*, n° 11882, CESifo GmbH, Munich, mai.
- Bańkowski (K.) (2023), « *Fiscal policy in the semi-structural model ECB-BASE* », *Working Paper Series*, n° 2802, BCE, Francfort-sur-le-Main, mars.
- Barro (R.J.) et Redlick (C.J.) (2011), « *Macroeconomic Effects from Government Purchases and Taxes* », *The Quarterly Journal of Economics*, vol. 126, n° 1, p. 51-102.

Becker (J.) et Dunne (J.P.) (2023), « *Military Spending Composition and Economic Growth* », *Defence and Peace Economics*, vol. 34, n° 3, p. 259-271.

Ben Zeev (N.) et Pappa (E.) (2017), « *Chronicle of a War Foretold: The Macroeconomic Effects of Anticipated Defence Spending Shocks* », *The Economic Journal*, vol. 127, n° 603, p. 1568-1597.

Checherita-Westphal (C.), Huber (C.), Rodriguez-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.

Coenen (G.), Lozej (M.) et Priftis (R.) (2024), « *Macroeconomic effects of carbon transition policies: An assessment based on the ECB's New Area-Wide Model with a disaggregated energy sector* », *European Economic Review*, Elsevier, vol. 167.

Gechert (S.) et Rannenberg (A.) (2018), « *Which fiscal multipliers are regime-dependent? A meta-regression analysis* », *Journal of Economic Surveys*, vol. 32, n° 4, p. 1160-1182.

Gomes (S.), Jacquinot (P.) et Pisani (M.) (2012), « *The EAGLE. A model for policy analysis of macroeconomic interdependence in the euro area* », *Economic Modelling*, vol. 29, n° 5, p. 1686-1714.

Ilzetzki (E.) (2025), « *Guns and Growth: The Economic Consequences of Defense Buildups* », *Kiel Report*, n° 2, Kiel Institute for the World Economy, février.

Kase (H.) et Rigato (R.) (2025), « [Beyond averages: heterogeneous effects of monetary policy in a HANK model for the euro area](#) », *Working Paper Series*, n° 3086, BCE, Francfort-sur-le-Main.

Nakamura (E.) et Steinsson (J.) (2014), « *Fiscal stimulus in a monetary union: Evidence from US regions* », *American Economic Review*, vol. 104, n° 3, p. 753-792.

Olejník (L.W.) (2023), « *Economic growth and military expenditure in the countries on NATO's Eastern flank in 1999-2021* », *Working Paper Series*, n° 2023/2, Eesti Pank.

Ramey (V.A.) (2011), « *Identifying Government Spending Shocks: It's all in the Timing* », *The Quarterly Journal of Economics*, vol. 126, n° 1, p. 1-50.

Ramey (V.A.) et Zubairy (S.) (2018), « *Government Spending Multipliers in Good Times and in Bad: Evidence from US Historical Data* », *Journal of Political Economy*, vol. 126, n° 2, p. 850-901.

Sarasa-Flores (D.) (2025), « *Buy Guns or Buy Roses?: EU Defence Spending Fiscal Multipliers* », *Working Paper*, n° WP 25-06, BBVA Research, juin.

Sheremirov (V.) et Spirovska (S.) (2022), « *Fiscal multipliers in advanced and developing countries: Evidence from military spending* », *Journal of Public Economics*, vol. 208, 104631.

Warmedinger (T.), Checherita-Westphal (C.) et Hernández de Cos (P.) (2015), « *Fiscal multipliers and beyond* », *Occasional Paper Series*, n° 162, BCE, Francfort-sur-le-Main, juin.

Yesilyurt (F.) et Yesilyurt (M.E.) (2019), « *Meta-analysis, military expenditures and growth* », *Journal of Peace Research*, vol. 56, n° 3, p. 352-363.

2 Rester calme et avoir du liquide : enseignements sur le rôle unique de la monnaie physique à travers quatre crises

Francesca Faella et Alejandro Zamora-Pérez

1 Comment les crises affectent fortement la circulation des espèces

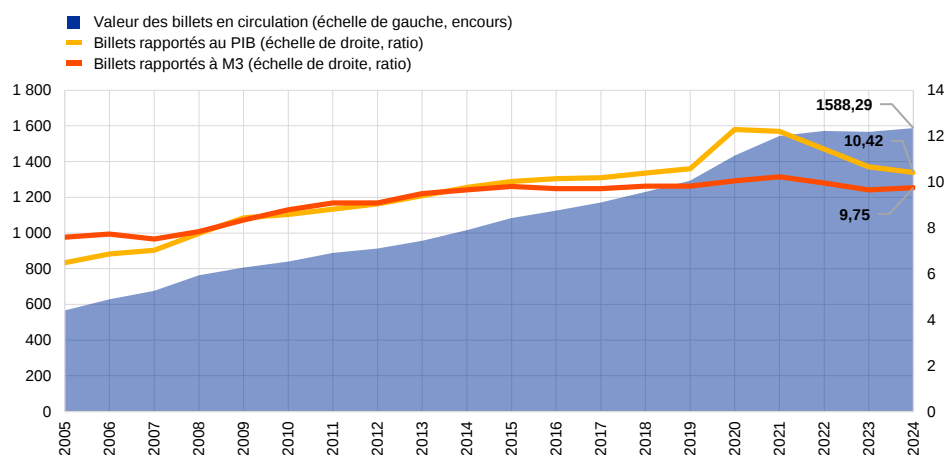
La demande de billets en euros a affiché une croissance robuste malgré la numérisation croissante des paiements. Alors que la part des espèces dans les transactions quotidiennes a diminué dans la zone euro, la valeur des billets en euros en circulation a fortement augmenté au cours des deux dernières décennies (graphique 1, partie a). Cette variable constitue un indicateur fiable de la demande globale – intérieure et extérieure – dans la mesure où l'Eurosystème répond aux demandes de billets. De fait, la valeur de l'encours de billets a systématiquement représenté plus de 10 % du PIB de la zone euro au cours des dix dernières années, avec une hausse temporaire durant les années de pandémie de COVID-19 et une modération depuis le second semestre 2022 en raison de l'augmentation des taux d'intérêt. Elle représente également une part constante d'environ 10 % de M3 (agrégat monétaire large) – une mesure englobant d'autres actifs liquides libellés en euros. La demande soutenue d'espèces, malgré la prolifération de solutions de paiement numérique alternatives, suggère une utilité spécifique et une substituabilité imparfaite des espèces. Cette stabilité de la demande globale contraste avec la diminution de la part des espèces dans les paiements quotidiens, un phénomène souvent appelé « paradoxe des billets » (Zamora-Pérez, 2021).

Graphique 1

Billets en euros en circulation

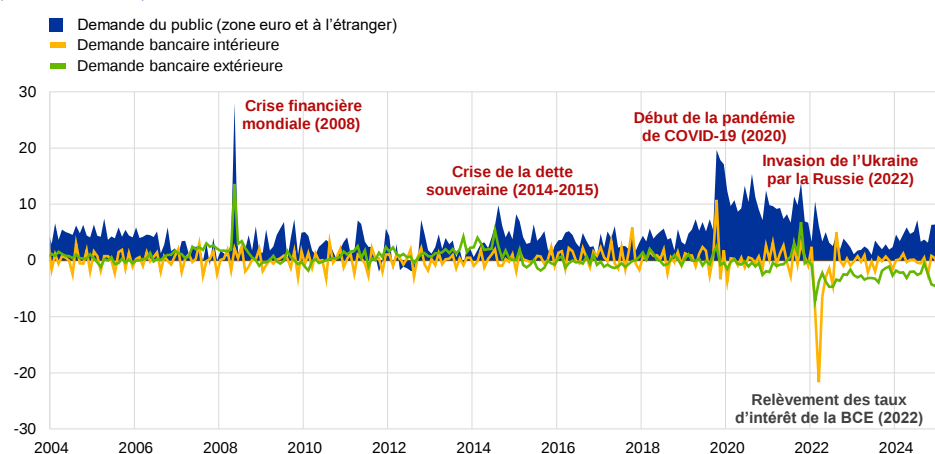
a) Valeur des billets en euros en circulation

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



b) Émissions nettes mensuelles de billets pour le public et pour les banques

(en milliards d'euros)



Sources : Entrepôt de données statistiques de la BCE (SDW) et calculs des services de la BCE.

Note : Dans la partie a), afin d'assurer une comparaison cohérente entre les périodes d'élargissement de la zone euro, les ratios par rapport au PIB et à M3 sont présentés en tenant compte des « changements de composition », c'est-à-dire en intégrant les nouveaux pays membres à partir de leur date d'entrée respective.

La demande soutenue de billets a été amplifiée par les fortes hausses de la demande du public pendant les crises majeures, ce qui souligne le rôle et les attributs uniques de la monnaie physique¹⁴. Comme l'illustre le graphique 1, partie b, les données relatives aux émissions nettes mensuelles peuvent être décomposées en demande du public, demande bancaire intérieure (« encaisses en numéraire ») et demande bancaire extérieure (« transferts nets »). La demande supplémentaire d'espèces de la part du public est généralement modérément positive. Toutefois, l'irruption de crises soudaines – telles que les turbulences financières de 2008, la crise de la dette souveraine de 2014-2015 en Grèce,

¹⁴ Les crises sont définies comme des situations instables et critiques qui représentent une menace importante pour les personnes, les organisations ou les sociétés et qui nécessitent souvent la prise de décisions immédiates dans des conditions d'incertitude.

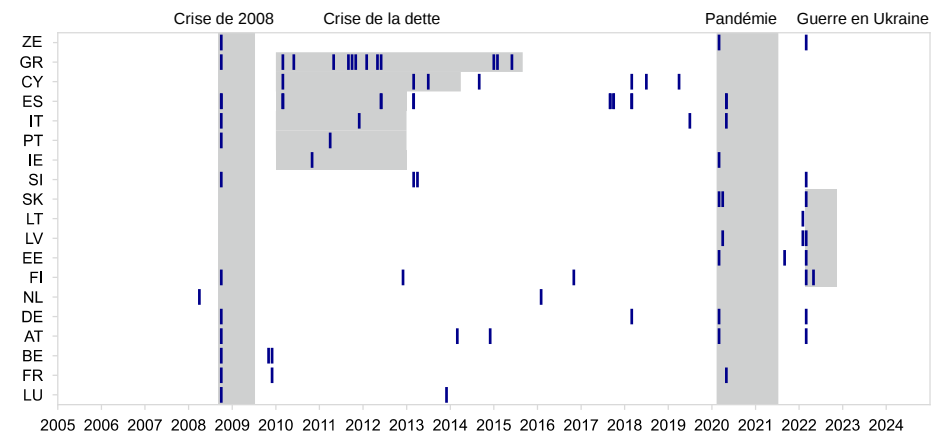
l'émergence de la pandémie de COVID-19 ou l'invasion à grande échelle injustifiée de l'Ukraine par la Russie en 2022 – a déclenché des hausses immédiates et extrêmes des retraits d'espèces par le public. La demande bancaire extérieure, reflétant les transferts nets des banques de gros vers des clients hors zone euro, a également atteint un point haut lors d'événements importants au niveau mondial, tels que la crise de 2008, et a réagi à la guerre en Ukraine ¹⁵. En revanche, la demande bancaire intérieure (« encaisses en numéraire »), qui représente une composante plus faible de la circulation totale (4 %-6 %), s'est montrée moins sensible aux événements de crise, à l'exception notable d'un pic lorsque la pandémie de COVID-19 s'est intensifiée en Europe en mars 2020. À l'inverse, les banques domestiques et étrangères affichent une forte réactivité à la politique monétaire, comme le montrent les flux nets très négatifs enregistrés en juillet 2022 et par la suite, lorsqu'une hausse des taux d'intérêt de la BCE a nettement accru le coût d'opportunité de la détention d'espèces ¹⁶. Si la demande du public a également enregistré un fléchissement temporaire au cours de cette période, les flux nets n'ont jamais été négatifs, et elle a depuis repris sa tendance positive, ce qui souligne la moindre sensibilité de ses déterminants aux taux d'intérêt. Une vue désagrégée, présentée dans le graphique 2, illustre en outre comment l'ampleur de ces fortes hausses varie en fonction de la nature de la crise. Certaines crises déclenchent des hausses généralisées de la demande dans la plupart des pays de la zone euro, tandis que d'autres ont un impact plus concentré, principalement régional ou national.

¹⁵ Les transferts nets représentent uniquement le canal officiel des activités de gros et ne prennent pas en compte les flux informels tels que le tourisme et les transferts de fonds, qui représentent une part significative de la demande extérieure. Dans l'ensemble, la détention étrangère de billets en euros représenterait, selon les estimations, jusqu'à la moitié de la valeur totale en circulation (Lalouette *et al.*, 2022).

¹⁶ Bien que cela ne soit pas visible dans ce graphique de flux mensuels, le stock d'encaisses en numéraire détenu par les banques a progressivement augmenté à partir de 2016 environ, lorsque les taux d'intérêt à court terme étaient à leur plus bas niveau, réduisant ainsi le coût de détention. La forte baisse observée en juillet 2022 a largement représenté un retour aux niveaux moyens antérieurs.

Graphique 2
Valeurs statistiques aberrantes dans la circulation agrégée des billets et les émissions nettes nationales

(axe des abscisses : année ; axe des ordonnées : pays, regroupés régionalement)



Source : Calculs des services de la BCE à l'aide de la base de données du Système d'information sur les données fiduciaires 2 (2005-2024).
Notes : Les zones grisées correspondent aux périodes de crises majeures dans les pays touchés. Les valeurs aberrantes pour l'émission nette de billets sont calculées à l'aide des séries de données mensuelles établies par les banques centrales nationales de la zone euro. Le graphique présente uniquement les valeurs aberrantes positives (lignes bleues verticales), qui correspondent à des augmentations des émissions nettes. Pour chaque série, un modèle ARIMA est d'abord identifié et estimé ; les variables muettes de régression pour les valeurs aberrantes additives (AO), les changements permanents de niveau (LS) et les variations transitoires (TC) ont été introduites et leur statistique t calculée. Les variables muettes dépassant un seuil critique (basé sur la taille de l'échantillon) sont sélectionnées à l'aide d'une régression séquentielle par ajout ou par élimination (avec LS comme fonctions d'étapes, TC comme impulsions en décroissance exponentielle avec un taux de décroissance prédéfini et AO comme chocs isolés). Le modèle est réestimé et la procédure se répète jusqu'à ce qu'il ne subsiste plus de valeurs aberrantes significatives, éventuellement dans une plage de dates définie par l'utilisateur. L'analyse exclut la Croatie, car du fait de son adhésion à la zone euro le 1^{er} janvier 2023, il n'existe pas de séries de données historiques suffisamment longues et comparables. Malte est également exclue parce que ses données relatives aux émissions nettes présentent de fortes variations, ce qui pose des difficultés pour la convergence et l'interprétation fiables de l'algorithme de détection des valeurs aberrantes.

En s'appuyant sur les éléments mentionnés précédemment, cet article examine le rôle des espèces en euros lors de crises majeures – mettant par là-même en évidence la valeur unique des espèces en tant que valeur refuge et instrument de paiement de secours essentiel en cas d'urgence. L'utilisation normale et quotidienne des espèces dans les transactions n'explique qu'en partie la demande d'espèces : les crises, lorsqu'elles se produisent, sont un facteur majeur déterminant l'émission d'espèces. L'augmentation de la demande d'espèces durant les périodes de tensions a déjà été documentée à l'échelle mondiale (par exemple, Bartzsch *et al.*, 2024), mais la présente étude fournit une analyse ciblée d'une sélection d'épisodes ayant affecté la zone euro. Les données quotidiennes sont examinées pour attribuer plus précisément les pics de demande à des événements spécifiques. En quantifiant ces effets et en étudiant les liens de causalité potentiels, cette étude contribue à une meilleure compréhension de la fonction persistante des espèces en tant qu'outil de secours. Ces enseignements contribuent à l'efficacité opérationnelle de l'Eurosystème, à la précision des prévisions relatives aux billets et aux stratégies de préparation aux crises. Les résultats suggèrent que les attributs uniques des espèces – le fait qu'elles soient tangibles, résilientes, hors ligne et largement acceptées – deviennent primordiaux pendant les crises et peuvent également être mis à profit dans la préparation aux crises. Par conséquent, plusieurs autorités européennes et nationales ont émis des recommandations à destination du

grand public, leur conseillant de conserver des réserves en espèces en cas d'événements soudains et inattendus ¹⁷.

2 Le rôle des espèces en période de crise

Cette section analyse la demande d'espèces au fil du temps pour différentes catégories de chocs (sanitaires, militaires, financiers et d'infrastructure) et différentes zones géographiques (à l'échelle de la zone euro, régionale et nationale). Elle analyse quatre épisodes de crise majeurs : la pandémie de COVID-19, l'invasion de l'Ukraine par la Russie, la panne d'électricité dans la péninsule ibérique en avril 2025 et la crise de la dette souveraine en Grèce ¹⁸. Cette sélection de scénarios variés – avec différents facteurs déclencheurs, portées géographiques et évolutions au fil du temps – nous permet de tester la robustesse du rôle des espèces en tant qu'instrument de secours essentiel, en allant au-delà des observations liées à un seul type de perturbation. Bien que tous les types de crise ne suscitent pas systématiquement en réaction une forte demande d'espèces (les éléments indiquant des changements majeurs dus aux seules tensions commerciales, par exemple, sont limités), les cas sélectionnés fournissent un test de résistance de la fonction des espèces lorsque l'économie, les infrastructures critiques ou la confiance du public sont fortement mises à l'épreuve.

Notre approche pour étudier l'impact de ces crises combine des indications descriptives avec une analyse causale. Pour décrire les crises, nous utilisons les données relatives aux émissions nettes mensuelles de billets provenant des banques centrales et des établissements de crédit. Ces données fournissent une analyse plus large des tendances – qui est contextualisée à l'aide d'autres indicateurs tels que l'incertitude, les indices de tensions sur la dette souveraine ou les données microéconomiques tirées d'enquêtes (BCE, 2024) – afin de comprendre les déterminants comportementaux. Pour l'attribution causale de l'augmentation de la demande d'espèces aux différents événements, nous utilisons une méthodologie d'inférence causale développée par Brodersen *et al.* (2015) ¹⁹. En resserrant les « fenêtres d'événement » autour du début des crises, nous pouvons attribuer avec plus de certitude les variations de la demande d'espèces aux chocs spécifiques. Pour les crises géographiquement localisées, nous utilisons généralement les émissions dans des zones non affectées comme « contrôles synthétiques » afin de rendre les scénarios contrefactuels plus robustes. Cette capacité à inférer la causalité à partir d'observations quotidiennes, en distinguant les effets de crise des

¹⁷ Des exemples, tels que les annonces de la Commission européenne et des autorités nationales autrichiennes, finlandaises et néerlandaises, sont examinés ci-après.

¹⁸ La crise financière mondiale de 2008 est exclue de notre analyse approfondie. S'il s'agit du choc le plus important affectant la circulation des billets en euros, ses effets sont bien documentés et sa nature mondiale complique l'attribution de la causalité. Par conséquent, nous axons notre analyse sur la pandémie de COVID-19 en tant que choc généralisé récent, et sur la crise de la dette grecque afin d'illustrer spécifiquement un contexte de turbulences financières et politiques nationales dans lequel l'inférence causale est plus robuste.

¹⁹ L'analyse de l'impact causal utilise un modèle bayésien de séries chronologiques structurel suggéré par Brodersen *et al.* (2015) pour estimer un scénario contrefactuel – c'est-à-dire le niveau d'émissions de banque centrale ou de retraits d'espèces dans les DAB si l'événement ne s'était pas produit, compte tenu des tendances antérieures à l'événement et, le cas échéant, du comportement des régions de contrôle non affectées.

tendances préexistantes ou des facteurs de confusion, représente une avancée par rapport aux analyses traditionnelles, qui pâtissent souvent de l'utilisation de données de fréquence moins élevée, par exemple mensuelle ou trimestrielle, sur la demande de billets ²⁰.

2.1 La pandémie de COVID-19

L'apparition de la pandémie, début 2020, a déclenché une hausse extraordinaire et soutenue de la demande de billets en euros, illustrant le rôle essentiel des espèces en période d'incertitude prolongée. Le graphique 3, partie a) montre que, fin 2020, les émissions nettes cumulées de billets dans la zone euro avaient fortement augmenté, de plus de 140 milliards d'euros, soit un accroissement de plus de 85 milliards d'euros (plus de 130 %) par rapport à la hausse annuelle moyenne d'environ 55 milliards observée au cours des années antérieures à la pandémie (2015-2019). Même début 2021, l'« excédent » de circulation (les émissions annuelles effectives moins les émissions annuelles moyennes antérieures à la pandémie) est resté important, atteignant au total 55 milliards d'euros environ à la fin de l'année. Cette hausse prolongée des billets en circulation est intervenue en dépit d'une diminution simultanée et bien documentée de leur utilisation pour les transactions quotidiennes – liées aux préoccupations sanitaires, aux confinements et à l'accélération du passage aux paiements en ligne et sans contact (Tamele *et al.*, 2021).

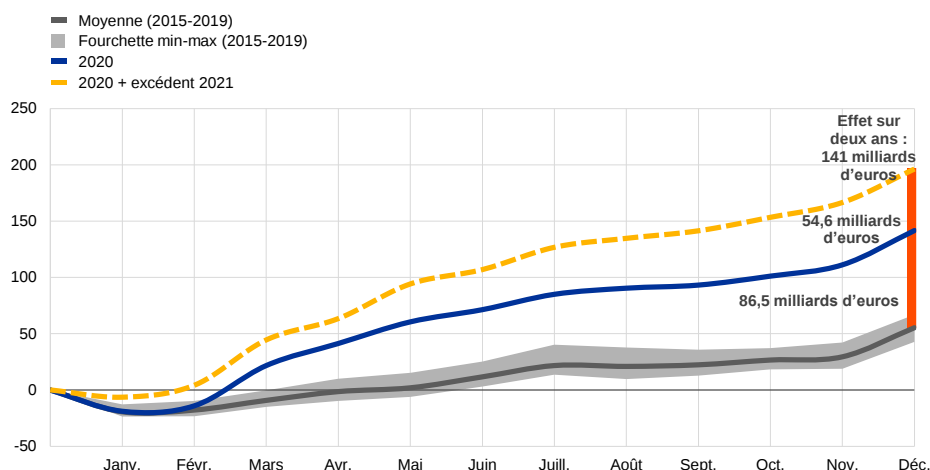
²⁰ La littérature antérieure a été confrontée à la difficulté d'isoler les pics de demande liés à la crise de la saisonnalité sous-jacente dans les données à haute fréquence relatives aux espèces, les flux d'espèces et les retraits aux DAB présentant des profils complexes, notamment des effets quotidiens, des variations mensuelles et des effets de calendrier distincts autour des jours fériés. Pour y remédier, nous utilisons des techniques de désaisonnalisation infra-mensuelles (Webel et Smyk, 2023).

Graphique 3

Effets à long terme de la pandémie sur la circulation des billets

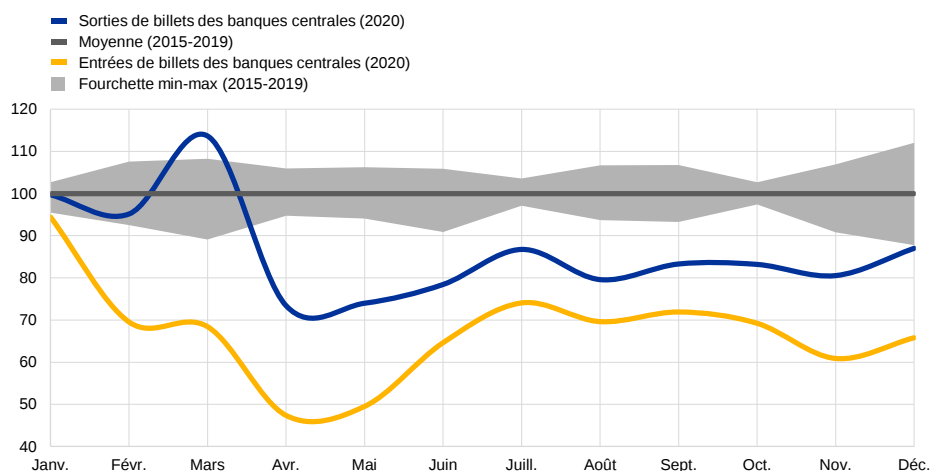
a) Valeur des billets en circulation (stocks)

(en milliards d'euros)



b) Sorties et entrées (flux) des banques centrales

(en pourcentages : 100 = moyenne des flux de billets des années précédentes)



Source : Calculs des services de la BCE à l'aide des données du Système d'information sur les données fiduciaires 2.

En d'autres termes, la pandémie a nettement accentué ce que l'on appelle le paradoxe des billets, en raison d'une forte augmentation des détentions d'espèces associée à une détérioration des flux de billets. Les données relatives aux flux des banques centrales (graphique 3, partie b) montrent que les sorties de billets des banques centrales (c'est-à-dire les retraits effectués par les banques commerciales) en 2020 étaient initialement élevées en mars, mais ont ensuite fluctué au-dessous des moyennes pré-pandémiques pendant une grande partie de l'année. Toutefois, les entrées de billets à destination des banques centrales (c'est-à-dire les dépôts effectués par les banques commerciales) ont encore plus fortement diminué. Cette réduction significative du flux de retour des espèces, reflétant une baisse du chiffre d'affaires des détaillants et une tendance du public

à conserver les billets, a constitué le principal déterminant de l'augmentation nette de la circulation (Tamele *et al.*, 2021).

Certains facteurs liés à la pandémie ont eu des effets divergents sur les différentes fonctions des espèces, réduisant leur utilisation transactionnelle tout en augmentant la probabilité que des personnes détiennent chez elles des réserves en espèces. Par exemple, une analyse économétrique de données d'enquêtes montre que la réduction de l'accès aux espèces (par exemple, en raison de la fermeture temporaire des succursales bancaires ou de confinements) et la crainte de la contagion étaient liées à une diminution de l'utilisation transactionnelle, cependant elles ont également augmenté statistiquement la propension à détenir des réserves en espèces ²¹. En revanche, d'autres facteurs ont eu des *effets convergents*, influençant les deux fonctions dans la même direction. Par exemple, une augmentation perçue de la commodité des moyens de paiement autres que les espèces a non seulement fait baisser la demande d'espèces à des fins de transaction, mais a également été associée à une probabilité plus faible de conserver des espèces à domicile.

Alors que durant la pandémie, on a observé, selon les estimations, une augmentation de 140 milliards d'euros des avoirs en espèces sur deux ans, reflet d'une évolution durable en faveur de leur fonction de réserve de valeur, l'émergence initiale de la COVID-19 a précipité une augmentation nette et importante de l'acquisition d'espèces pour répondre à des besoins immédiats de liquidité. Pour isoler et quantifier ce choc immédiat, nous nous concentrons sur la période qui a suivi les premiers confinements généralisés dans la zone euro. Bien que le premier confinement européen important ait été mis en place vers le 9 mars 2020, nous prenons le 24 janvier 2020 comme point de départ de l'intervention afin de capturer d'éventuels effets d'anticipation ²². Compte tenu de la propagation rapide de la pandémie à travers l'Europe après cette date, l'utilisation de pays de la zone euro clairement épargnés en tant que contrôles externes n'est pas possible. Par conséquent, afin d'estimer le volume d'émission qui aurait été enregistré si la pandémie ne s'était pas déclarée, nous avons construit un contrôle synthétique pour l'émission de billets en euros en 2019-2020 en exploitant sa

²¹ Lorsque la peur du virus exerce des effets opposés sur les deux fonctions de la demande d'espèces, cela peut s'expliquer par le facteur non observé (de confusion) des profils de risque généraux. Certaines personnes ayant une aversion au risque sanitaire plus élevée ont diminué leurs paiements physiques par crainte de contracter le virus et ont en parallèle été plus enclines à conserver des espèces en tant que réserve de valeur tangible en cas d'urgence, les particuliers pouvant constituer de manière proactive des réserves d'espèces à leur domicile.

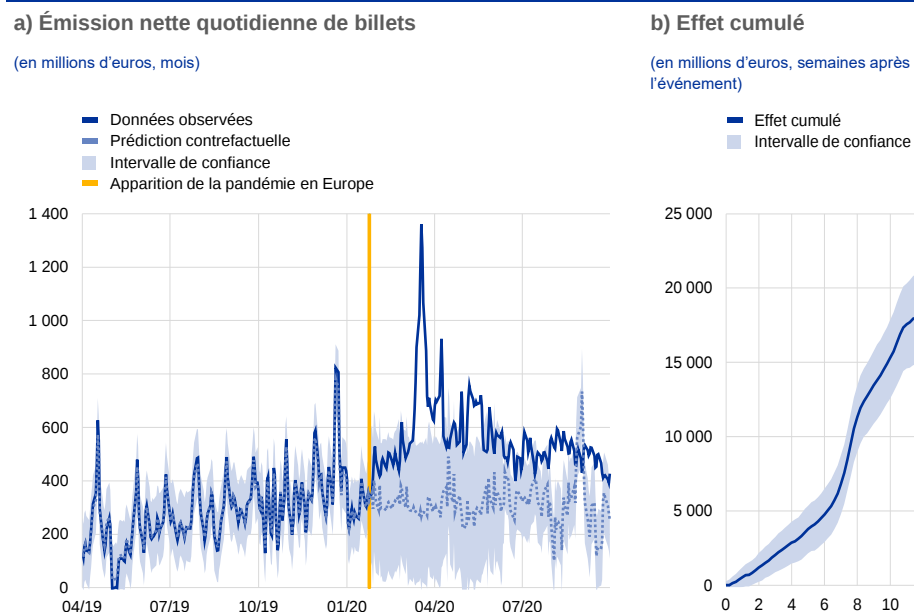
²² La date avancée du 24 janvier 2020 coïncide avec le premier cas documenté de COVID-19 en Europe (et hors d'Asie). Cet événement a été confirmé par les autorités sanitaires nationales et a fait l'objet d'une importante couverture médiatique, amplifiant probablement la perception du risque par le public et le comportement de précaution avant l'annonce des mesures gouvernementales officielles. Toutefois, compte tenu des effets d'anticipation visibles et progressifs avant les confinements généralisés (à compter du 9 mars 2020), le choix d'une date est dans une certaine mesure arbitraire.

stabilité historique ²³. Le graphique 4 fait apparaître une hausse importante et statistiquement significative : au cours de la période de 90 jours qui a suivi le 24 janvier, les émissions nettes quotidiennes moyennes, pour l'ensemble des banques centrales de l'Eurosystème, ont atteint environ 616 millions d'euros. Cela représente près du double de la prédiction contrefactuelle de 320 millions d'euros, impliquant un effet de causalité quotidien de 260 millions d'euros environ – soit une hausse relative de 94 %. En données cumulées, cette forte hausse initiale sur 90 jours a ajouté, selon une estimation prudente, environ 19,5 milliards d'euros au niveau contrefactuel de la monnaie en circulation, dont 10 milliards peuvent être attribués de manière causale au mois qui a suivi la mise en place des premiers confinements le 9 mars 2020. Cela indique que les personnes se tournent immédiatement vers les espèces pour obtenir de la liquidité en période de forte incertitude due à un événement sans précédent – une réponse distincte de la thésaurisation de précaution à plus long terme qui a suivi, alimentée par les inquiétudes persistantes concernant la contagion et la stabilité des revenus.

²³ Notre approche utilise les données relatives aux flux d'espèces des années précédentes (2015-2016, 2016-2017, 2017-2018 et 2018-2019) comme variables explicatives. Ces périodes historiques ont été alignées avec la période sous revue, 2019-2020, sur une base de jours correspondants, en tenant compte de facteurs tels que le jour de la semaine et sa fréquence spécifique au cours de l'année. Cette méthode est appropriée parce que l'émission de billets en euros est historiquement très stable, comme le montre la fourchette minimum-maximum relativement étroite entre 2015 et 2019 (illustrée par la zone grise du graphique 3, partie a). Bien qu'il ne s'agisse pas de contrôles contemporains, cette méthode améliore nos estimations en l'absence de meilleures solutions, fournissant une interprétation prudente (c'est-à-dire, avec de larges intervalles de confiance) de l'impact observé.

Graphique 4

L'impact à court terme de la pandémie sur les émissions nettes quotidiennes d'espèces des banques centrales de la zone euro



Source : Calculs des services de la BCE à l'aide de la base de données du Système d'information sur les données fiduciaires 2.

Notes : La partie a) présente l'émission nette quotidienne de billets observée (ligne bleue continue), agrégée pour l'ensemble des pays de la zone euro, qui augmente fortement plusieurs semaines après la date d'intervention (ligne verticale jaune, qui marque le début de la pandémie). Il s'agit d'une divergence à la hausse significative par rapport à la prédiction contrefactuelle du modèle (ligne bleue en pointillés avec un intervalle de confiance à 95 % ombré), qui donne une estimation des émissions nettes attendues si la pandémie ne s'était pas produite, en se fondant sur les tendances d'avant la pandémie et sur la saisonnalité quotidienne ou calendaire. Afin de tenir compte des effets d'anticipation, le traitement débute le 24 janvier 2020, date à laquelle les trois premiers cas confirmés de COVID-19 en Europe ont été annoncés. La partie b) présente l'effet cumulé au fil du temps depuis l'intervention, illustrant un excédent total d'émissions de monnaie en forte croissance attribuable à la pandémie en particulier à compter du 9 mars 2020 (après la sixième semaine), lorsque les confinements ont débuté en Europe. Il se ralentit légèrement après la huitième semaine et se stabilise après trois mois. Le modèle a été entraîné à partir des données de la période d'un an précédant l'intervention, en utilisant les séries de flux d'espèces des années précédentes comme contrôles sur une base de jours correspondants. La période post-intervention couvre les trois mois après le début de la pandémie en Europe. La forte significativité statistique de l'effet causal (probabilité bayésienne unilatérale de la queue de la distribution, $p = 0,001$) indique une très forte probabilité a posteriori que l'augmentation observée soit effectivement supérieure à zéro, et non due au hasard, compte tenu du modèle et des données.

2.2 L'invasion de l'Ukraine par la Russie

L'invasion à grande échelle injustifiée de l'Ukraine par la Russie en février 2022 a déclenché une forte hausse de la demande d'espèces, concentrée dans plusieurs pays voisins. Il s'agit d'une réponse courante à

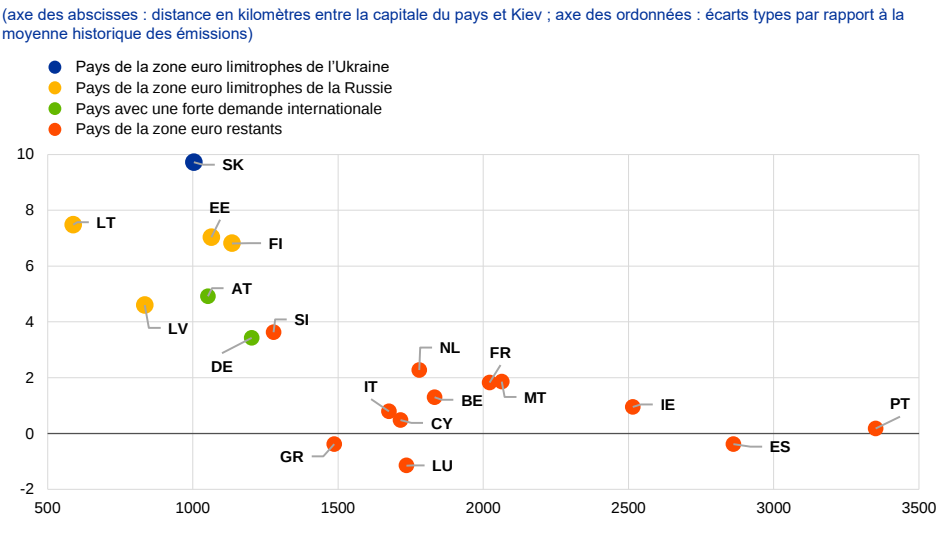
l'incertitude généralisée que les conflits armés et les tensions géopolitiques introduisent en matière de stabilité institutionnelle, de capacité d'action de l'État et de résistance des infrastructures critiques²⁴. Parmi les préoccupations spécifiques alimentant cette demande, figurent les craintes d'éventuelles cyberattaques de la Russie contre les infrastructures numériques critiques (Rösl et Seitz, 2023). L'intensité de cette incertitude juste après l'invasion russe se reflète dans des mesures plus larges comme l'indice de risque géopolitique, qui a enregistré sa troisième valeur la plus élevée du XXI^e siècle en mars 2022 (Caldara et

²⁴ Étant donné le calendrier des effets observés, ce phénomène résulte sans doute pour l'essentiel non seulement de la demande d'espèces en euros de la part des réfugiés en provenance d'Ukraine, mais aussi d'un motif de précaution.

Iacoviello, 2022), amplifiant la nécessité perçue d’une réserve de valeur tangible et fiable telle que les espèces physiques.

La proximité géographique a constitué le déterminant-cléf de l’augmentation la demande d’espèces en euros. Le graphique 5 illustre cette situation en présentant l’écart mensuel des émissions d’espèces par rapport à leur moyenne historique pour chaque pays de la zone euro en fonction de la distance de sa capitale vis-à-vis de Kiev. Dans le sillage de l’invasion, les pays limitrophes de l’Ukraine ou de la Russie (comme l’Estonie, la Lettonie, la Lituanie, la Slovaquie et la Finlande) ont affiché une demande nettement plus élevée, avec des niveaux d’émissions supérieurs de six à dix écarts types à leurs normes historiques respectives. Un écart de cette ampleur est extrêmement inhabituel. Même les pays où les établissements de crédit sont fortement engagés dans les échanges de devises au niveau international, comme l’Allemagne et l’Autriche (présentées en vert dans le graphique 5), ont également été confrontés à une demande excédentaire inhabituelle, avec des émissions jusqu’à cinq écarts types supérieures aux profils habituels. En revanche, à mesure que s’accroît la distance géographique par rapport au conflit, les niveaux d’émission se rapprochent de leur tendance historique. Ce gradient spatial clair plaide nettement pour un motif de précaution, suggérant que les personnes réagissent à une proximité plus élevée de potentielles perturbations en accumulant des liquidités transportables (Beckmann et Zamora-Pérez, 2023).

Graphique 5
Une demande d’espèces exceptionnellement élevée dans les pays de la zone euro limitrophes du conflit début 2022



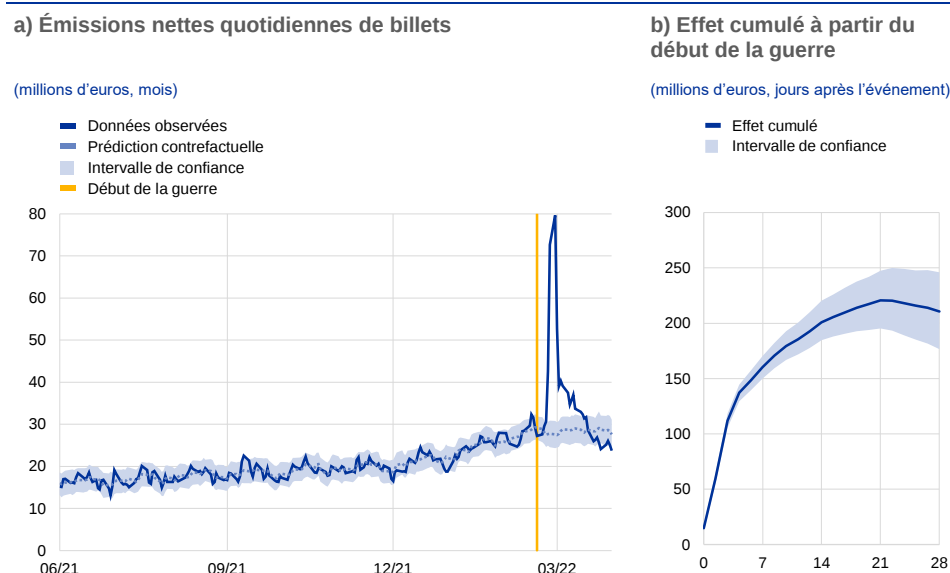
Source : Calculs des services de la BCE.
Notes : Sur l’axe des ordonnées, les données de la série chronologique relative aux émissions de billets sont corrigées des variations saisonnières pour chaque pays et sont normalisées. Sur l’axe des abscisses, la distance physique en kilomètres entre chaque capitale et Kiev est mesurée à l’aide de droites.

Dans les pays limitrophes, au cours du premier mois du conflit, la guerre a entraîné une hausse de la moyenne des émissions nettes quotidiennes de billets estimée à 36 %. Juste après le début de la guerre, les émissions nettes quotidiennes dans les pays affectés ont nettement dépassé les prédictions contrefactuelles, atteignant un pic de 80 millions d’euros enregistrés en une journée

fin février 2022 (graphique 6, partie a)²⁵. Au cours de cette période, la moyenne des émissions nettes quotidiennes dans le groupe de traitement a atteint 38 millions d'euros environ, contre une estimation contrefactuelle de 28 millions d'euros en l'absence de guerre. L'impact cumulé sur les émissions nettes de billets a dépassé 211 millions d'euros (graphique 6, partie b). En partant de zéro au début de l'invasion, la demande d'espèces cumulées a fortement augmenté au cours des semaines initiales. Le rythme d'accumulation s'est ensuite ralenti, la courbe cumulative s'aplatissant et se stabilisant vers la troisième semaine. Cette hausse soutenue de la demande de billets de banque physiques est particulièrement frappante compte tenu du fait que les États baltes et les pays du Nord de l'Europe sont en général fortement numérisés et ont largement recours aux systèmes de paiements dématérialisés.

Graphique 6

L'effet de la guerre menée par la Russie en Ukraine sur les émissions nettes quotidiennes d'espèces dans les pays de la zone euro limitrophes du conflit



Source : Calculs des services de la BCE à l'aide de la base de données du Système d'information sur les données fiduciaires 2.
Notes : La partie a) présente les émissions nettes quotidiennes de billets observées (ligne bleue continue), agrégées pour l'Estonie, la Lettonie, la Lituanie, la Slovaquie et la Finlande, qui augmentent fortement juste après l'intervention (ligne verticale jaune, marquant le début de la guerre). Il s'agit d'une divergence à la hausse significative par rapport à la prédiction contrefactuelle du modèle (ligne bleue en pointillés avec un intervalle de confiance à 95 % ombré), qui représente la circulation attendue s'il n'y avait pas eu de guerre. La partie b) présente l'effet cumulé au fil du temps depuis l'intervention, illustrant un excédent total de monnaie en circulation en hausse constante dans les pays de traitement, attribuable à la guerre, qui se stabilise après la troisième semaine. Le début du traitement est signalé comme étant le 24 février 2022, soit la date de l'invasion à grande échelle de l'Ukraine par la Russie. Le modèle a été entraîné à partir des données de la période d'un an précédant l'intervention, et la période post-intervention couvre un mois après le début de la guerre. La forte significativité statistique de l'effet causal (probabilité bayésienne unilatérale de queue de la distribution $p = 0,001$) indique une probabilité a posteriori très élevée que la hausse observée soit effectivement supérieure à zéro et non due au hasard, étant donné le modèle et les données.

²⁵ La date de l'intervention est le 24 février 2022, lorsque les forces militaires russes ont pénétré en Ukraine depuis le Bélarus, la Russie et la Crimée. L'analyse est fondée sur les émissions nettes quotidiennes de billets agrégées pour l'Estonie, la Lettonie, la Lituanie, la Slovaquie et la Finlande, qui forment le groupe de traitement, tandis que les pays plus éloignés – l'Espagne, la France, l'Italie et le Portugal – servent de série de contrôle. La période post-intervention est définie comme le premier mois après le début de la guerre.

2.3 La panne d'électricité d'avril 2025 sur le réseau ibérique

Le rôle essentiel des espèces physiques en cas de défaillance des infrastructures numériques a été démontré lors de la récente panne d'électricité sur le réseau ibérique le 28 avril 2025. Peu après midi, heure d'Europe centrale, le réseau électrique ibérique a connu des défaillances de synchronisation et s'est déconnecté du réseau européen principal, causant une coupure d'électricité presque totale dans la péninsule, qui a affecté plus de 50 millions de personnes (REGRT-E, 2025). Bien que l'électricité ait été rétablie dans la moitié de la péninsule avant la fin de la soirée, certaines zones n'ont été remises sous tension qu'environ 22 heures après le début de la panne, avec des conséquences étendues sur les transports et les infrastructures numériques.

L'électricité et les télécommunications étant en panne, les systèmes de paiement numériques ont connu des défaillances dans toute la péninsule.

Selon les estimations, les paiements par carte physique dans les zones affectées ont fortement diminué, de 41 à 42 % par rapport aux régions épargnées ou aux niveaux normaux, tandis que le commerce électronique national a chuté de 54 % environ, contribuant à une diminution de 34 % de la consommation espagnole totale ce jour-là (CaixaBank Research, 2025 ; BBVA Research, 2025)²⁶. De nombreux terminaux de points de vente, distributeurs automatiques de billets (DAB) et portefeuilles mobiles – y compris les réseaux de cartes bancaires et les services de personne à personne (P2P) comme Bizum – ont été largement inexploitable pendant des heures et remis intégralement en service le lendemain matin seulement. Les estimations des pertes directes en termes de PIB vont de 400 millions d'euros à 1 600 millions d'euros (CaixaBank Research, 2025 ; Reuters, 2025). Cet événement a fait passer les espèces d'une option de paiement parmi de nombreuses autres à l'unique moyen de paiement pour une grande partie des personnes qui en détenaient ou y avaient accès, les billets existants demeurant parfaitement fonctionnels même lorsque les systèmes numériques et de nombreux DAB étaient défaillants.

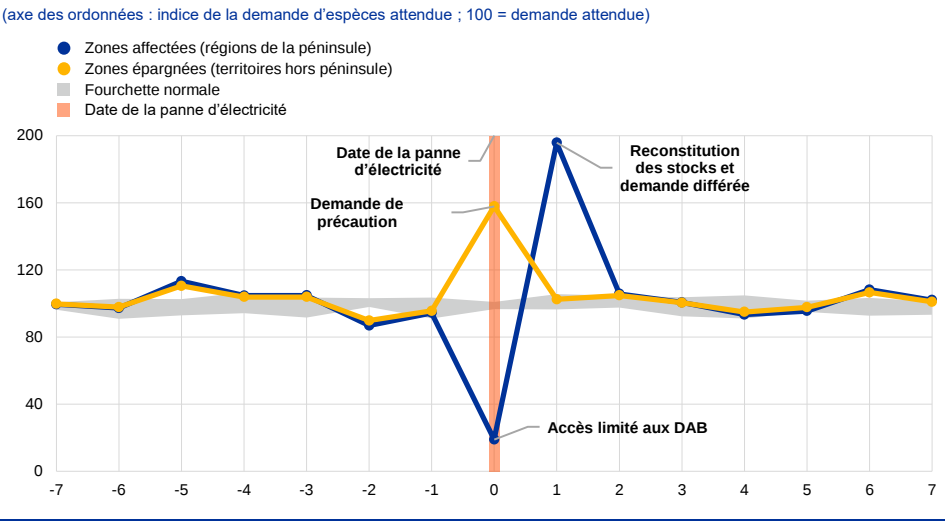
Les retraits dans les DAB - bien qu'affectés localement par la panne - constituent le meilleur indicateur de la demande d'espèces, tandis qu'aucun pic significatif des flux de gros (de banque centrale) n'a été enregistré.

En examinant les profils des retraits quotidiens dans les DAB pour un échantillon national d'environ 4 500 DAB espagnols fournis par BBVA Research, nous observons une divergence très importante de la demande d'espèces. Le graphique 7 illustre un indice pour lequel 100 représente la demande quotidienne normale, la zone ombrée grise indiquant l'intervalle interquartile typique. Dans les jours qui ont précédé la panne (J-7 à J-1), les retraits d'espèces dans les zones affectées par la suite (en Espagne continentale) et ailleurs (les zones hors péninsule) ont fluctué normalement. Le jour de la panne (Jour J), les retraits auprès des DAB dans les zones affectées (ligne bleue) ont chuté, reflétant un accès limité, les DAB étant déconnectés du réseau. À l'inverse, dans les zones épargnées (ligne jaune), les

²⁶ Une analyse plus détaillée du cas espagnol est fournie ici, les données permettant une comparaison entre les régions affectées et les régions épargnées. Cette distinction n'est pas possible avec les données portugaises.

retraits dans les DAB se sont révélés nettement supérieurs aux niveaux normaux, signe d'une forte demande de précaution, les citoyens cherchant la sécurité des espèces physiques en période d'incertitude ²⁷. Tout de suite après (à partir de J+1), une fois l'électricité et les services de DAB rétablis dans les zones affectées, on a observé une forte hausse des retraits, dépassant largement les niveaux habituels ²⁸.

Graphique 7
Retraits d'espèces quotidiens auprès des DAB pendant et après la panne d'électricité en Espagne



Sources : BBVA Research et calculs des services de la BCE.
Notes : Le graphique présente un indice de la valeur des retraits effectués quotidiennement aux DAB (100 = le volume normal attendu pour ce jour de la semaine) pour plus de 4 500 DAB espagnols. La ligne bleue représente les zones affectées par la panne (la péninsule ibérique continentale) et la ligne jaune les zones épargnées (les îles Baléares, les îles Canaries, Ceuta et Melilla). La zone grise correspond à l'intervalle interquartile de référence (*baseline interquartile range*, IQR) de la fluctuation quotidienne typique. Afin d'isoler l'impact de la panne, la demande « normale » de référence fait l'objet d'une construction prudente : elle inclut des jours de semaine habituels comparables, intégrant les profils de demande généralement observés avant les jours fériés tels que ceux constatés autour du 1^{er} mai 2024. Cela garantit qu'une éventuelle hausse en 2025 est évaluée par rapport à une demande généralement élevée dans la période précédant un jour férié, fournissant ainsi une estimation prudente de l'effet relevant distinctement de la panne.

Cet épisode illustre la double fonction des espèces (méthode de paiement hors ligne et résiliente ainsi que réserve de valeur tangible) pendant une défaillance infrastructurelle grave, comme le confirme l'analyse causale.

Les retraits aux DAB ont chuté dans les zones affectées par la panne en Espagne continentale en raison de contraintes opérationnelles. Toutefois, les personnes ont vraisemblablement eu recours aux espèces qu'elles détenaient à titre personnel. Selon les données tirées d'enquêtes de la BCE, 39 % des Espagnols conservent des réserves d'espèces chez eux, à titre de précaution (BCE, 2024). Le pic observé le lendemain de la panne reflète la combinaison d'un effet de « reconstitution des stocks », les individus cherchant à rétablir leurs détentions d'espèces après les avoir utilisées, et d'une possible augmentation des réserves de précaution.

²⁷ Même si cette forte hausse indique probablement une réaction de précaution généralisée à la crise, elle a sans doute été amplifiée par le fait que des personnes, dans ces zones épargnées, aient retiré des espèces en prévision de voyages dans la péninsule privée d'électricité.

²⁸ Une analyse complémentaire du Banco de España et du Banco de Portugal confirme une légère augmentation des flux de banque centrale sortants après la panne, résultant pour l'essentiel des coupures provenant des DAB (20 euros, 50 euros), mais aussi dans certains cas d'une hausse de la demande de grosses coupures (100 euros). Les données hebdomadaires nationales des DAB pour les deux pays font aussi état d'une demande supérieure à la simple reconstitution des stocks, signalant des détentions d'espèces supplémentaires à titre de précaution.

Cette interprétation est étayée par une analyse d'effet de causalité, qui constate un impact positif net statistiquement significatif sur la demande d'espèces cumulée, même en tenant compte des retraits qui n'ont pas été effectués le jour précédent ²⁹. À l'inverse, la forte hausse des retraits aux DAB dans les zones épargnées indique que l'incertitude en Espagne continentale a encouragé les retraits d'espèces à titre de précaution en Espagne hors péninsule. Cela s'est produit bien que les systèmes numériques dans ces zones soient demeurés fonctionnels et que les paiements par carte aient moins diminué que dans les zones affectées (CaixaBank Research, 2025 ; BBVA Research, 2025).

2.4 La Grèce et la crise de la dette souveraine

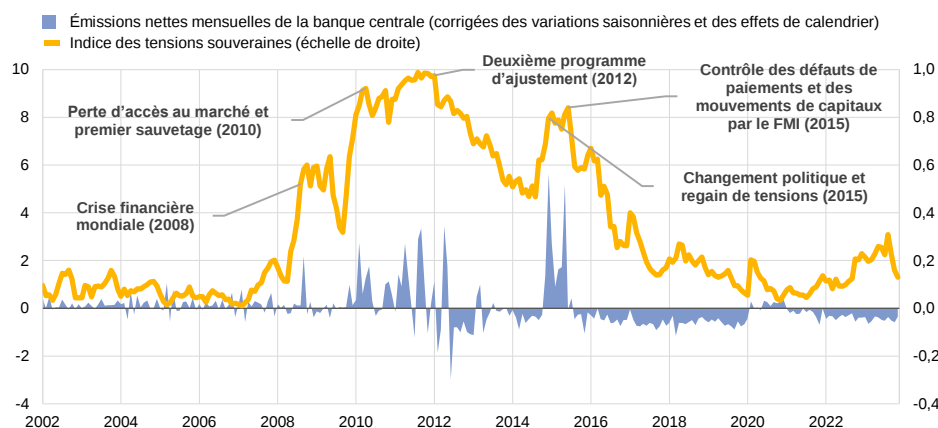
Pendant la crise de la dette souveraine, l'incertitude accrue sur les marchés résultant de la situation politique et de l'évolution des perspectives concernant le programme d'ajustement macroéconomique ont entraîné une forte hausse de la demande de billets en Grèce. Le graphique 8 juxtapose les émissions nettes mensuelles de billets en Grèce à l'indicateur composite de tensions systémiques sur la dette souveraine (*Composite Indicator of Systemic Sovereign Stress*, SovCISS) pour la Grèce. Reflétant l'incertitude accrue, les émissions nettes mensuelles de billets par la Banque de Grèce ont atteint un pic historique de près de 5 milliards d'euros en juin 2015. Après plusieurs événements fin juin 2015, notamment la décision prise par les autorités grecques d'organiser un référendum et la non-prolongation du programme d'ajustement macroéconomique, le gouvernement grec annonce la fermeture des banques et introduit un contrôle strict des capitaux, incluant des plafonds quotidiens de retraits aux DAB. L'intensité de cette période se reflète dans l'indicateur SovCISS, qui agrège des mesures telles que les écarts de rendement, la volatilité et les écarts entre cours acheteur et cours vendeur (Garcia-de-Andoain et Kremer, 2018). En juillet 2015, cet indicateur avait atteint le niveau exceptionnel de 0,82 sur une échelle de 0 à 1, suivant étroitement les pics d'émissions d'espèces dans le graphique 8. L'important co-mouvement entre l'indicateur SovCISS et les émissions nettes de billets indique que la demande accrue de monnaie physique émanant du public est étroitement corrélée aux périodes de tensions élevées sur la dette souveraine et sur les marchés financiers.

²⁹ D'après Brodersen *et al.* (2015) et en contrôlant par les variations saisonnières quotidiennes et les effets de calendrier, nous constatons un impact positif net statistiquement significatif sur la demande d'espèces cumulée en Espagne continentale, même en tenant compte des retraits qui n'ont pas été effectués le jour précédent. Les retraits aux DAB observés les jours suivant la panne (indice moyen : 379,16) dépassent de loin ce que l'on aurait attendu si le comportement était simplement revenu à la normale après l'événement. (L'indice moyen contrefactuel était de 268,57 et une forte significativité statistique de l'effet causal a été constatée – une probabilité bayésienne unilatérale de la queue de la distribution $p = 0,009$ – indiquant une probabilité postérieure très élevée que la hausse observée soit effectivement supérieure à zéro et non due au hasard.) Des modèles comparables appliqués à la demande hors péninsule *confirment également une hausse causale attribuable à la panne, très probablement due à la crainte que cette panne ne s'étende aux îles espagnoles ainsi qu'à Ceuta et Melilla.

Graphique 8

Émissions nettes mensuelles d'espèces par la banque centrale et tensions sur la dette souveraine en Grèce

(échelle de gauche : milliards d'euros ; échelle de droite : échelle de l'indice)



Sources : Entrepôt de données statistiques de la BCE (SDW) et calculs des services de la BCE.

Notes : La zone bleue représente les émissions nettes mensuelles de billets en Grèce, les valeurs de référence figurant sur l'échelle de gauche. La ligne jaune représente les valeurs mensuelles de l'indicateur SovCISS pour la Grèce, les valeurs de référence figurant sur l'échelle de droite.

De fin 2014 à mi-2015, les émissions nettes quotidiennes de billets en Grèce ont été bien supérieures au niveau attendu en l'absence de crise, reflétant une perception élevée des risques par le public. En utilisant une approche d'inférence causale avec des contrôles synthétiques (Pays-Bas, Autriche et Finlande) ³⁰, notre analyse montre que l'intensification de la crise a eu un effet prononcé et mesurable sur la demande d'espèces en Grèce. Les émissions nettes quotidiennes ont de façon répétée largement dépassé les estimations contrefactuelles du modèle (graphique 9, partie a). Un pic particulièrement prononcé est intervenu le 18 juin 2015, coïncidant avec une réunion de l'Eurogroupe qui n'a pas donné lieu à un accord de libération de fonds supplémentaires. Ce seul jour, les émissions nettes ont dépassé 300 millions d'euros. L'analyse confirme que les pics individuels sont attribuables de manière causale aux événements spécifiques présentés dans le graphique 8. À des fins d'illustration, nous montrons que, sur l'ensemble de la période post-intervention d'une durée de sept mois, les émissions nettes quotidiennes moyennes en Grèce ont été supérieures d'approximativement 72 millions d'euros au niveau attendu ³¹. L'effet cumulé s'est inscrit en hausse constante à partir du moment où la crise a commencé à s'intensifier, atteignant un total estimé de 11,2 milliards d'euros six mois plus tard (graphique 9, partie b).

³⁰ L'Allemagne, en dépit de sa distance par rapport à la Grèce et de sa situation budgétaire à ce moment-là, n'est pas un pays de contrôle adapté car les restrictions sur les retraits aux DAB en Grèce ont eu une incidence sur les billets émis par l'Allemagne qui étaient en circulation (Deutsche Bundesbank, 2022).

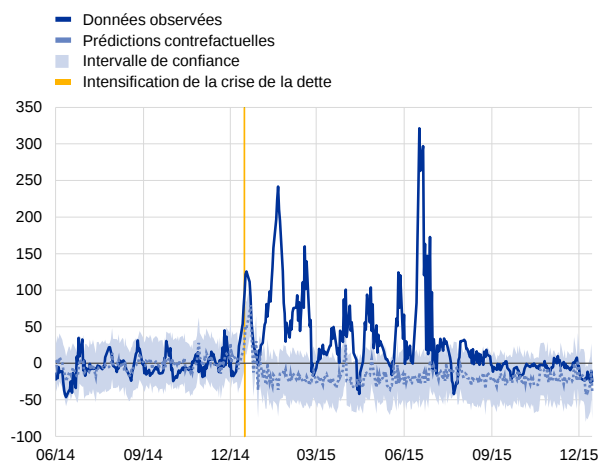
³¹ Les émissions nettes quotidiennes se sont établies à 57 millions d'euros, contrastant fortement avec les - 15 millions d'euros prédits par le modèle si la crise ne s'était pas intensifiée. Cette prédiction négative est cohérente avec la saisonnalité habituelle des flux d'espèces, certaines périodes de l'année affichant généralement des flux entrants nets de billets vers la banque centrale. En Grèce, cette situation est encore renforcée par les flux entrants de billets liés au tourisme.

Graphique 9

Effet de la crise de la dette souveraine sur les émissions nettes quotidiennes d'espèces en Grèce

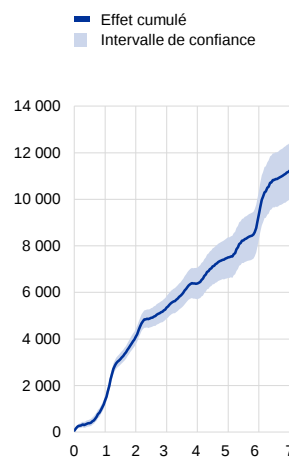
a) Émissions nettes quotidiennes d'espèces

(millions d'euros, mois)



b) Effet cumulé à partir de l'intensification de la crise de la dette

(millions d'euros, mois après l'événement)



Source : Calculs des services de la BCE à l'aide de la base de données du Système d'information sur les données fiduciaires 2.
Notes : La partie a) présente les émissions nettes quotidiennes de billets observées en Grèce (ligne bleue continue) qui affichent plusieurs pics après l'intervention (ligne verticale jaune, marquant le moment où la crise de la dette souveraine a commencé à s'intensifier). Cela constitue une divergence significative par rapport à la prédiction contrefactuelle du modèle (ligne bleue en pointillés avec un intervalle à 95 % en ombré), qui représente les émissions attendues si la crise ne s'était pas intensifiée. La partie b) illustre l'effet cumulé dans le temps depuis l'intervention, montrant un excédent total des émissions nettes de monnaie en Grèce en croissance constante qui est attribuable à la crise. Le début du traitement est daté du 17 décembre 2014, lorsque la Bourse d'Athènes a plongé d'environ 20 % et que les rendements des obligations d'État grecques à dix ans ont atteint un pic à plus de 9 % après un premier tour de scrutin présidentiel non concluant. Le modèle a été entraîné à partir des données de la période d'un an précédant l'intervention, et la période post-intervention couvre les sept mois suivant l'intensification de la crise. La forte significativité statistique de l'effet causal (probabilité bayésienne unilatérale de la queue de la distribution $p = 0,001$) indique une probabilité a posteriori très élevée que la hausse observée soit effectivement supérieure à zéro et non due au hasard, étant donné le modèle et les données.

3 Conclusion et implications pour les politiques publiques

Ces divers épisodes de crise montrent que l'utilité des espèces s'accroît fortement lorsque la stabilité est menacée – indépendamment de la nature spécifique ou de la portée géographique du choc sous-jacent, ou encore du degré de numérisation. Chaque étude de cas met toutefois en évidence une

dimension distincte de cette résilience pour différents points de défaillance.

La pandémie a révélé une thésaurisation soutenue d'espèces à titre de précaution liée à l'incertitude prolongée durant une urgence de santé publique. L'invasion à grande échelle injustifiée de l'Ukraine par la Russie a mis en évidence des pics de demande rapides et localisés à proximité des zones de conflit et ce, quel que soit le degré de numérisation des pays. La panne d'électricité dans la péninsule ibérique a montré que les espèces constituent une méthode de paiement indispensable en cas de défaillance des infrastructures numériques, ainsi qu'un instrument important pour rassurer le public, avec des répercussions s'étendant même aux zones non directement affectées par le choc initial. Enfin, lors de la crise de la dette souveraine en Grèce, des pics récurrents de demande ont été observés durant les turbulences financières et les tensions politiques prolongées. Collectivement, ces cas mettent en évidence un schéma constant : en période de tensions aiguës, le public se tourne

souvent vers la monnaie physique comme réserve de valeur fiable et moyen de paiement résilient, soulignant le rôle crucial qu'elle joue au-delà de sa facilité d'utilisation pour les transactions quotidiennes.

Cette demande liée à la crise résulte des attributs fondamentaux des espèces : elles présentent une utilité psychologique et une utilité pratique distinctes, qui expliquent leur pérennité, bien documentée, à l'échelle mondiale. La théorie des actifs sûrs explique en partie les mouvements de report vers les passifs garantis par l'État en période d'incertitude (Gorton et Ordoñez, 2022). Toutefois, l'attrait des espèces est amplifié par leur nature tactile, qui offre confort et maîtrise, et par leur fonctionnalité hors ligne qui devient primordiale lors des défaillances du système numérique (Bartzsch *et al.*, 2024). Les espèces offrent une sécurité s'agissant de leur valeur nominale et en termes d'accès immédiat et de confidentialité. L'aversion accrue pour les pertes en période de crise, conjuguée à la diversité des perceptions individuelles de la stabilité, fait des espèces un outil permettant de satisfaire la demande d'assurance de liquidité directe des individus ayant une aversion pour le risque (Muñoz et Soons, 2022)³². Cette utilité spécifique aux périodes de crise contribue à la demande persistante d'espèces qui ne peut s'expliquer totalement par des facteurs économiques traditionnels tels que les taux d'intérêt ou le revenu (Jobst et Stix, 2017 ; Goodhart et Ashworth, 2020).

Au-delà de ces facteurs individuels, la résilience des espèces suggère qu'elles présentent des avantages plus vastes à l'échelle du système, qui sont difficiles à quantifier. Du point de vue de la théorie des systèmes, même si les rails de paiement (*payment rails*) numériques sont optimisés à des fins d'efficacité (en maximisant le « temps moyen entre les défaillances »), les espèces offrent une redondance essentielle – une « roue de secours » – pour le système de paiement³³. Cette redondance est vitale pour tout système, car aucun n'est infaillible. Dans le même ordre d'idées, la détention individuelle généralisée d'espèces génère un avantage pour la société ou une « externalité positive » : un réseau de liquidité distribué pour la communauté de la zone euro lorsque les systèmes centralisés sont défaillants – une caractéristique que les régimes exclusivement numériques ne peuvent reproduire. Les espèces deviennent ainsi une sorte d'assurance sociétale, une protection à faible coût contre une instabilité systémique majeure. Enfin, les espèces peuvent constituer un contrepoids essentiel à la concentration du pouvoir au sein des systèmes de paiement, favorisant la concurrence sur le marché (Lagos et Zhang, 2022) et donnant du pouvoir aux utilisateurs en leur offrant la possibilité d'effectuer des transactions non enregistrées. Cela suggère que leurs avantages sociaux latents pourraient être plus importants qu'estimé traditionnellement (Rösl et Seitz, 2022 et 2024).

³² Dans des conditions de tensions et d'incertitude, les individus font souvent preuve d'une aversion accrue pour les pertes, ce qui signifie que l'impact psychologique d'une perte potentielle devient disproportionnellement plus important que celui d'un gain équivalent.

³³ L'analogie s'appuie sur l'ingénierie de sécurité des systèmes, dans laquelle les systèmes critiques intègrent des mécanismes de secours plus simples, souvent manuels, afin d'assurer le fonctionnement en cas de défaillance des systèmes automatisés principaux. Un exemple bien connu est l'escalier de secours dans un gratte-ciel ; si les ascenseurs sont plus efficaces pour une utilisation quotidienne, l'escalier fournit lui un chemin essentiel et redondant pour évacuer lors d'une panne d'électricité. Même si l'analogie n'est pas parfaite – les espèces, à la différence d'un escalier de secours, étant largement utilisées pour les transactions quotidiennes – le principe sous-jacent se vérifie.

Ces conclusions comme ces réflexions confortent la reconnaissance croissante par les autorités du fait que les espèces constituent une composante essentielle de la préparation nationale aux crises.

Les banques centrales, les ministères des Finances et les organismes de protection civile dans plusieurs pays recommandent désormais aux ménages de conserver de l'argent liquide pour pouvoir effectuer les achats essentiels pendant plusieurs jours. Par exemple, aux Pays-Bas, en Autriche et en Finlande, les autorités suggèrent de détenir des montants allant d'environ 70 euros à 100 euros par membre du foyer ou suffisants pour couvrir les besoins essentiels pendant environ 72 heures ^{34,35}. Certaines juridictions, comme la Finlande, explorent même la possibilité de DAB « à l'épreuve des perturbations » afin de garantir l'accès durant les défaillances numériques ³⁶. Cette position est alignée avec l'idée selon laquelle la monnaie physique sert non seulement à répondre aux besoins individuels, mais contribue également à la résilience systémique au sens plus large ³⁷.

Au final, les données soulignent qu'il demeure important pour les banques centrales et le secteur privé de garantir un approvisionnement en espèces efficient et robuste, englobant des stocks adéquats et des plans de continuité des activités résilients. Comprendre la nature des pics de demande d'espèces qui présentent souvent une distribution à queue épaisse – où des événements extrêmes et peu fréquents engendrent une demande disproportionnée – a des implications profondes. Cela signifie que si les prévisions opérationnelles au jour le jour peuvent s'appuyer sur une distribution plus normale de la demande, l'infrastructure et les réserves stratégiques doivent être préparées pour ces pics moins prévisibles qui ont un fort impact ³⁸. Cela garantit que les espèces, en tant que seul passif de banque centrale directement disponible pour tous, peuvent remplir leur rôle – pas seulement dans les transactions quotidiennes, mais comme pilier fondamental de la stabilité économique et de la confiance du public, en particulier au moment où cela est le

³⁴ Cf., par exemple, ministère des Finances de Finlande (2022), Oesterreichische Nationalbank (2024) et De Nederlandsche Bank (2025).

³⁵ Dans le même ordre d'idées, les recommandations de la Commission européenne pour être prêts à faire face à une situation d'urgence durant 72 heures incluaient les espèces ainsi que des biens essentiels tels l'eau et les médicaments (Reuters, 2025b). Cette annonce faite au travers d'une vidéo sur la chaîne YouTube officielle de la Commission européenne a fait l'objet d'une large couverture médiatique. Toutefois, il n'existe pas encore d'ébauche de ces lignes directrices pour la préparation de la population. Cela s'inscrira dans le cadre de la « [stratégie de l'UE pour une union de la préparation visant à prévenir les menaces et les crises émergentes et à y réagir](#) ».

³⁶ Disponible sur le site internet de la Suomen Pankki à la page « ['Home emergency kit' for payments](#) ».

³⁷ Cependant, cette utilité persistante des espèces, en particulier leur fonction de réserve de valeur et la demande en période de crise, semble souvent en contradiction avec les politiques qui, intentionnellement ou non, augmentent les frictions dans leur utilisation ou visent à réduire leur circulation. Des mesures telles que des limites de paiement strictes ou le retrait des grosses coupures – comme observé, par exemple, dans les motivations à l'origine de la démonétisation de l'Inde – peuvent ne pas prendre suffisamment en compte les externalités positives d'une réserve d'argent liquide rapidement disponible ou du besoin légitime du public d'un stockage physique pratique de valeur élevée, en particulier en période d'incertitude. Pour cette raison, le [règlement \(UE\) 2024/1624 du Parlement européen et du Conseil du 31 mai 2024 relatif à la prévention de l'utilisation du système financier aux fins du blanchiment de capitaux ou du financement du terrorisme](#) (le nouveau règlement en matière de lutte contre le blanchiment des capitaux) prévoit qu'en cas d'événements imprévus où les paiements électroniques ne sont pas disponibles, les limites appliquées aux paiements en espèces peuvent être temporairement suspendues.

³⁸ Cela est analogue à la conception des digues néerlandaises, qui sont pensées non pas pour les marées moyennes, mais pour les inondations catastrophiques rares, en utilisant les principes tirés de la théorie des valeurs extrêmes pour modéliser de tels pics à fort impact. De même, un approvisionnement en espèces résilient doit être dimensionné pour le rôle critique qu'il joue lors des rares crises, et pas seulement pour les flux transactionnels quotidiens.

plus nécessaire. Ces impératifs sont reconnus dans la stratégie fiduciaire de l'Eurosystème, qui vise à garantir la disponibilité permanente des espèces dans la zone euro ainsi que l'accès à celles-ci et leur acceptation.

Bibliographie

Armeliuss (H.), Claussen (C.A.) et Reslow (A.) (2022), « *Withering cash: Is Sweden ahead of the curve or just special?* », *International Journal of Central Banking*, vol. 18, n° 5, p. 199-238.

Bartzsch (N.), Rösl (G.) et Seitz (F.) (2024), « *Cash demand in times of crisis : A global perspective* », *Banque i Kredyt*, vol. 54, n° 1, p. 1-43.

BBVA Research (2025), « [The blackout in real time: collapse and resilience of consumption after 28A](#) », 9 mai.

Beckmann (E.) et Zamora-Pérez (A.) (2023), « *The impact of war: Extreme demand for euro cash in the wake of Russia's invasion of Ukraine* », *The international role of the euro*, BCE, pp. 37-40.

Brodersen (K.H.), Gallusser (F.), Koehler (J.), Remy (N.) et Scott (S.L.) (2015), « *Inferring causal impact using Bayesian structural time-series models* », *Annals of Applied Statistics*, vol. 9, n° 1, p. 247-274.

Bundesbank (2022), « [Demand for euro banknotes issued by the Bundesbank: current developments](#) », *Monthly Report*, avril, p. 67-83.

CaixaBank Research (2025), « *Valoración del impacto económico del apagón del día 28 de abril* » *Nota breve*, 5 mai.

Caldara (D.) et Iacoviello (M.) (2022), « *Measuring Geopolitical Risk* », *American Economic Review*, vol. 112, n° 4, 2022, p. 1194-1225.

Clipal (R.) et Zamora-Pérez (A.) (2025), « 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 », *Bulletin économique*, n° 5, BCE, Francfort-sur-le-Main.

De Nederlandsche Bank (2025), « [NFPS advice: Prepare for a three-day disruption of electronic payments](#) », 20 mai.

BCE (2024), « [Study on the payment attitudes of consumers in the euro area \(SPACE 2024\)](#) (SPACE) », Francfort-sur-le-Main.

European Network of Transmission System Operators for Electricity (ENTSO-E) (2025), « [Iberian Peninsula Blackout](#) », 28 avril.

Garcia-de-Andoain (C.) et Kremer (M.) (2018), « *Beyond spreads: Measuring sovereign market stress in the euro area* », *Working Paper Series*, n° 2185, BCE, Francfort-sur-le-Main, octobre.

Lagos (R.) et Zhang (S.) (2022), « *The limits of monetary economics: On money as a constraint on market power* », *Econometrica*, vol. 90, N° 3, p. 1177-1204.

Lalouette (L.), Zamora-Pérez (A.), Rusu (C.), Bartzsch (N.), Politronacci (E.), Delmas (M.), Rua (A.), Brandi (M.), et Naksi (M.), « *Foreign demand for euro banknotes* », *Occasional Paper Series*, n° 253, BCE, Francfort-sur-le-Main, janvier.

Lerner (J.S.), Li (Y.), Valdesolo (P.) et Kassam (K.S.) (2015), « *Emotion and decision making* », *Annual Review of Psychology*, vol. 66, p. 799-823.

Ministère des Finances de Finlande (2022), « *Securing daily payments* ».

Oesterreichische Nationalbank (2024), « *Cash management* ».

Reuters (2025a), « *EU tells the public to hold 72 hours of emergency supplies* », 26 mars.

Reuters. (2025b), « *Power begins to return after huge outage hits Spain and Portugal* », 29 avril.

Reuters (2025c), « *Post-blackout in Spain and Portugal, companies count the cost* », 29 avril.

Rösl (G.) et Seitz (F.) (2022), « *Cash demand in times of crisis* », *Journal of Payments Strategy & Systems*, vol. 16, n° 2), p. 107-119.

Rösl (G.) et Seitz (F.) (2024), « *Uncertainty, politics, and crises: The case for cash* », *Latin American Journal of Central Banking*, vol. 5, n° 3, 100128.

Tamele (B.), Zamora-Pérez (A.), Litardi (C.), Howes (J.), Steinmann (E.) et Todt (D.) (2021), « *Catch me (if you can): assessing the risk of SARS-CoV-2 transmission via euro cash* », *Occasional Paper Series*, n° 259, BCE, Francfort-sur-le-Main, juillet.

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.

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	United States	United Kingdom (HICP)	Japan	China	Memo item: euro area ²⁾ (HICP)
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
2022	3,5	2,5	4,8	1,0	3,1	3,6	8,0	9,1	2,5	2,0	8,4
2023	3,5	2,9	0,4	1,2	5,4	0,4	4,1	7,4	3,3	0,2	5,4
2024	3,2	2,9	1,1	0,1	5,0	0,9	2,9	2,5	2,7	0,2	2,4
2024 Q3	0,9	0,8	0,0	0,6	1,3	0,4	2,6	2,0	2,8	0,5	2,2
Q4	0,9	0,6	0,1	0,5	1,6	0,4	2,7	2,5	2,9	0,2	2,2
2025 Q1	0,8	-0,1	0,7	0,1	1,2	0,6	2,7	2,8	3,8	-0,1	2,3
Q2	.	0,8	0,3	0,5	1,1	0,1	2,4	3,5	3,5	0,0	2,0
2025 Mar.	-	-	-	-	-	-	2,4	2,6	3,6	-0,1	2,2
Apr.	-	-	-	-	-	-	2,3	3,5	3,6	-0,1	2,2
May	-	-	-	-	-	-	2,4	3,4	3,5	-0,1	1,9
June	-	-	-	-	-	-	2,7	3,6	3,3	0,1	2,0
July	-	-	-	-	-	-	2,7	3,8	3,1	0,0	2,0
Aug.	-	-	-	-	-	-	.	.	.	.	2,1

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

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	-	-	-	-	-	-	-	-	-	0,5	-3,7	4,5
2024	52,9	53,7	52,5	51,3	52,1	50,1	50,7	53,1	49,0	4,2	3,6	4,8
2024 Q3	52,9	54,3	53,1	52,5	50,9	50,3	49,8	53,4	48,4	1,3	1,6	1,1
Q4	53,0	54,8	50,9	50,1	51,8	49,3	49,9	53,3	48,4	0,9	1,1	0,8
2025 Q1	52,0	52,6	50,8	50,6	51,5	50,4	50,9	52,1	49,7	3,2	8,5	-1,6
Q2	51,4	52,2	50,3	51,0	50,6	50,4	50,3	51,6	48,2	-1,4	-5,6	2,8
2025 Mar.	52,3	53,5	51,5	48,9	51,8	50,9	50,4	52,6	50,1	3,2	8,5	-1,6
Apr.	50,9	50,6	48,5	51,2	51,1	50,4	50,5	50,9	47,3	2,2	4,2	0,3
May	51,5	53,0	50,3	50,2	49,6	50,2	49,0	52,1	48,0	1,3	0,5	2,0
June	51,9	52,9	52,0	51,5	51,3	50,6	51,3	51,8	49,2	-1,4	-5,6	2,8
July	53,0	55,1	51,5	51,6	50,8	50,9	49,7	53,5	48,2	.	.	.
Aug.	53,4	54,6	53,5	52,0	51,9	51,0	51,7	53,4	48,7	.	.	.

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

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

All data are seasonally adjusted.

2) Excluding the euro area.

2 Economic activity

2.1 GDP and expenditure components

(quarterly data seasonally adjusted; annual data unadjusted)

	GDP											
	Total	Domestic demand								External balance ¹⁾		
		Total	Private consumption	Government consumption	Gross fixed capital formation				Changes in inventories ²⁾	Total	Exports ¹⁾	Imports ¹⁾
					Total	Total construction	Total machinery	Intellectual property products				
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
Current prices (EUR billions)												
2022	13 757,8	13 480,3	7 253,3	2 942,0	3 015,4	1 555,9	870,4	582,9	269,6	-277,5	7 430,4	7 152,9
2023	14 637,7	14 113,6	7 742,5	3 096,3	3 192,6	1 631,7	925,2	629,1	82,1	-524,1	7 386,9	6 862,8
2024	15 200,2	14 523,9	8 022,4	3 261,9	3 187,8	1 638,8	919,4	623,1	51,7	-676,3	7 488,7	6 812,4
2024 Q3	3 813,5	3 655,9	2 013,8	822,2	799,0	407,8	228,9	160,7	20,8	-157,6	1 869,7	1 712,1
Q4	3 859,0	3 695,5	2 030,1	831,7	810,1	414,0	231,5	163,0	23,6	-163,5	1 884,3	1 720,8
2025 Q1	3 896,5	3 735,6	2 053,4	836,4	831,5	419,3	231,0	179,4	14,3	-160,9	1 929,0	1 768,1
Q2	3 929,3	3 765,1	2 065,7	846,6	821,7	419,2	233,3	167,4	31,1	-164,2	1 911,6	1 747,4
as percentage of GDP												
2024	100,0	95,6	52,8	21,5	21,0	10,8	6,0	4,1	0,3	-4,4	-	-
Chain-linked volumes (prices for the previous year)												
quarter-on-quarter percentage changes												
2024 Q3	0,4	1,3	0,5	0,7	1,6	-0,5	-1,9	13,6	-	-	-1,4	0,3
Q4	0,4	0,3	0,5	0,5	0,6	0,8	0,7	-0,1	-	-	0,1	-0,1
2025 Q1	0,6	0,5	0,3	-0,1	2,7	0,5	0,2	11,8	-	-	2,2	2,2
Q2	0,1	0,4	0,1	0,5	-1,8	-0,2	0,8	-8,6	-	-	-0,5	0,0
annual percentage changes												
2022	3,6	3,9	5,3	1,3	1,9	-0,3	3,9	4,7	-	-	7,6	8,6
2023	0,4	0,0	0,4	1,5	1,7	0,2	2,1	5,2	-	-	-1,1	-1,9
2024	0,9	0,5	1,2	2,3	-2,0	-1,4	-1,9	-3,7	-	-	0,4	-0,4
2024 Q3	0,9	1,1	1,3	2,6	-1,8	-2,0	-3,6	1,4	-	-	0,9	1,2
Q4	1,3	1,4	1,8	2,4	-2,2	-0,6	-0,9	-7,7	-	-	0,4	0,6
2025 Q1	1,6	2,2	1,4	2,1	2,3	0,4	-0,5	11,2	-	-	2,4	3,8
Q2	1,5	2,6	1,4	1,7	3,0	0,6	-0,4	15,9	-	-	0,3	2,4
contributions to quarter-on-quarter percentage changes in GDP; percentage points												
2024 Q3	0,4	1,3	0,3	0,2	0,3	-0,1	-0,1	0,5	0,5	-0,9	-	-
Q4	0,4	0,3	0,2	0,1	0,1	0,1	0,0	0,0	-0,1	0,1	-	-
2025 Q1	0,6	0,5	0,1	0,0	0,6	0,1	0,0	0,5	-0,2	0,1	-	-
Q2	0,1	0,3	0,1	0,1	-0,4	0,0	0,0	-0,4	0,5	-0,2	-	-
contributions to annual percentage changes in GDP; percentage points												
2022	3,6	3,8	2,7	0,3	0,4	0,0	0,2	0,2	0,4	-0,1	-	-
2023	0,4	0,0	0,2	0,3	0,4	0,0	0,1	0,2	-0,9	0,4	-	-
2024	0,9	0,5	0,6	0,5	-0,4	-0,2	-0,1	-0,2	-0,2	0,4	-	-
2024 Q3	0,9	1,0	0,7	0,6	-0,4	-0,2	-0,2	0,1	0,2	-0,1	-	-
Q4	1,3	1,4	0,9	0,5	-0,5	-0,1	-0,1	-0,4	0,4	-0,1	-	-
2025 Q1	1,6	2,1	0,7	0,5	0,5	0,0	0,0	0,5	0,4	-0,5	-	-
Q2	1,5	2,4	0,7	0,4	0,6	0,1	0,0	0,6	0,7	-0,9	-	-

Sources: Eurostat and ECB calculations.

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

2) Including acquisitions less disposals of valuables.

2 Economic activity

2.2 Value added by economic activity

(quarterly data seasonally adjusted; annual data unadjusted)

	Gross value added (basic prices)											Taxes less subsidies on products
	Total	Agriculture, forestry and fishing	Manufacturing energy and utilities	Construction	Trade, transport, accommodation and food services	Information and communication	Finance and insurance	Real estate	Professional, business and support services	Public administration, education, health and social work	Arts, entertainment and other services	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
Current prices (EUR billions)												
2022	12 365,3	217,1	2 413,5	647,7	2 368,2	638,1	546,6	1 340,6	1 490,9	2 320,9	381,7	1 392,4
2023	13 240,0	222,5	2 594,9	705,9	2 472,6	694,7	608,0	1 467,1	1 604,7	2 456,7	412,9	1 397,6
2024	13 684,1	230,2	2 550,5	726,5	2 559,2	731,3	641,3	1 542,0	1 677,8	2 593,4	431,9	1 516,1
2024 Q3	3 430,6	57,8	635,0	181,3	640,2	184,1	161,1	387,3	421,9	652,7	109,1	382,9
Q4	3 472,6	58,9	653,7	182,7	645,8	186,4	162,1	387,9	424,9	660,9	109,3	386,4
2025 Q1	3 500,2	59,8	659,3	185,5	649,4	187,9	163,5	389,8	427,4	667,5	110,2	396,2
Q2	3 533,5	61,6	661,8	187,6	656,2	190,3	164,9	392,6	432,7	674,0	111,9	395,8
as percentage of value added												
2024	100,0	1,7	18,6	5,3	18,7	5,3	4,7	11,3	12,3	19,0	3,2	-
Chain-linked volumes (prices for the previous year)												
quarter-on-quarter percentage changes												
2024 Q3	0,3	-0,2	0,5	-0,7	0,0	1,3	0,1	0,2	0,2	0,3	1,5	1,5
Q4	0,3	0,8	0,3	0,2	0,4	1,1	-0,3	0,3	-0,1	0,5	-1,1	1,6
2025 Q1	0,6	2,0	2,0	0,7	0,3	0,6	0,3	0,3	0,3	0,3	-0,1	-0,3
Q2	0,1	-1,7	0,2	-0,6	0,3	0,7	-0,3	0,2	0,4	0,0	0,4	-0,1
annual percentage changes												
2022	4,0	-0,9	0,4	-0,3	9,0	6,3	-1,8	2,6	5,9	2,8	16,9	0,8
2023	0,6	-2,7	-1,6	0,9	0,1	6,6	-1,9	1,8	1,7	0,9	3,8	-1,8
2024	0,9	-0,9	-0,8	-1,0	0,8	2,9	1,7	1,8	1,8	1,4	1,4	0,7
2024 Q3	1,0	-1,0	0,2	-1,4	0,6	2,6	1,5	2,0	1,7	1,5	1,5	0,1
Q4	0,9	-0,3	-0,6	-1,1	1,0	2,7	1,8	1,8	0,9	1,6	1,6	5,2
2025 Q1	1,5	0,9	3,0	-0,3	0,8	3,2	-0,2	1,0	1,0	1,6	0,9	2,8
Q2	1,4	0,9	3,0	-0,4	1,0	3,7	-0,2	1,0	0,8	1,1	0,7	2,7
contributions to quarter-on-quarter percentage changes in value added; percentage points												
2024 Q3	0,3	0,0	0,1	0,0	0,0	0,1	0,0	0,0	0,0	0,1	0,0	-
Q4	0,3	0,0	0,1	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	-
Q2	0,1	0,0	0,0	0,0	0,1	0,0	0,0	0,0	0,1	0,0	0,0	-
contributions to annual percentage changes in value added; percentage points												
2022	4,0	0,0	0,1	0,0	1,6	0,3	-0,1	0,3	0,7	0,6	0,5	-
2023	0,6	0,0	-0,3	0,0	0,0	0,3	-0,1	0,2	0,2	0,2	0,1	-
2024	0,9	0,0	-0,2	-0,1	0,2	0,2	0,1	0,2	0,2	0,3	0,0	-
2024 Q3	1,0	0,0	0,0	-0,1	0,1	0,1	0,1	0,2	0,2	0,3	0,0	-
Q4	0,9	0,0	-0,1	-0,1	0,2	0,1	0,1	0,2	0,1	0,3	0,0	-
2025 Q1	1,5	0,0	0,6	0,0	0,2	0,2	0,0	0,1	0,1	0,3	0,0	-
Q2	1,4	0,0	0,6	0,0	0,2	0,2	0,0	0,1	0,1	0,2	0,0	-

Sources: Eurostat and ECB calculations.

2 Economic activity

2.3 Employment ¹⁾

(quarterly data seasonally adjusted; annual data unadjusted)

	Total	By employment status		By economic activity									
		Employ-ees	Self-employed	Agricul- ture forestry and fishing	Manufac- turing, energy and utilities	Const- ruction	Trade, transport, accom- modation and food services	Inform- ation and com- munica- tion	Finance and in- surance	Real estate	Professional business and support services	Public adminis- tration, education, health and social work	Arts, enter- tainment and other services
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
Persons employed													
<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	6,5
2023	100,0	86,1	13,9	2,8	14,1	6,4	24,3	3,4	2,3	1,1	14,2	24,9	6,6
2024	100,0	86,2	13,8	2,8	14,0	6,4	24,3	3,4	2,3	1,0	14,2	25,0	6,5
<i>annual percentage changes</i>													
2022	2,3	2,5	1,4	-0,7	1,2	3,5	3,1	5,8	0,1	3,5	3,8	1,5	1,1
2023	1,4	1,5	0,7	-2,4	0,8	1,3	2,0	3,6	0,4	2,0	1,7	1,3	1,6
2024	1,0	1,0	0,8	0,0	0,2	1,1	1,0	2,0	0,8	-0,6	0,7	1,6	0,6
2024 Q3	1,0	1,0	1,1	0,3	0,3	0,7	1,0	1,7	1,0	-1,4	1,1	1,7	0,9
Q4	0,8	0,9	0,3	-1,1	0,0	0,8	1,1	1,3	1,0	0,1	0,1	1,5	0,2
2025 Q1	0,7	0,9	-0,2	-1,6	-0,2	0,8	0,7	1,0	1,4	3,1	0,6	1,4	1,0
Q2	0,6	0,7	0,2	-2,7	-0,3	0,9	0,8	0,6	1,2	3,3	0,8	1,2	0,2
Hours worked													
<i>as a percentage of total hours worked</i>													
2022	100,0	81,8	18,2	3,8	14,7	7,4	25,0	3,5	2,4	1,1	14,2	22,0	5,9
2023	100,0	82,0	18,0	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	14,3	22,2	5,9
<i>annual percentage changes</i>													
2022	3,7	3,8	3,1	-1,3	1,3	4,3	7,3	6,2	-0,6	5,8	4,6	1,1	4,8
2023	1,4	1,7	0,3	-2,1	0,7	0,9	1,8	3,5	0,5	2,0	1,8	1,7	2,3
2024	1,1	1,1	0,7	-0,5	0,3	1,1	1,0	2,2	0,6	-0,9	1,2	1,6	1,1
2024 Q3	0,5	0,6	0,1	-0,8	-0,2	0,1	0,6	1,3	0,6	-2,1	0,9	1,0	0,7
Q4	0,9	1,1	0,1	-1,0	0,0	0,9	1,1	1,5	0,2	0,7	0,8	1,7	1,1
2025 Q1	0,4	0,7	-1,0	-2,1	-0,6	0,5	0,2	0,8	1,1	2,3	0,4	1,3	1,6
Q2	0,4	0,6	-0,7	-2,5	-0,7	1,1	0,3	0,4	1,3	2,5	0,6	0,9	1,1
Hours worked per person employed													
<i>annual percentage changes</i>													
2022	1,3	1,3	1,7	-0,7	0,1	0,8	4,1	0,3	-0,7	2,2	0,8	-0,4	3,7
2023	0,0	0,2	-0,4	0,3	-0,1	-0,4	-0,2	-0,1	0,1	0,0	0,1	0,3	0,7
2024	0,1	0,1	-0,1	-0,5	0,0	0,0	0,0	0,3	-0,2	-0,4	0,5	0,0	0,5
2024 Q3	-0,5	-0,4	-1,0	-1,0	-0,5	-0,6	-0,4	-0,3	-0,4	-0,6	-0,2	-0,7	-0,2
Q4	0,2	0,3	-0,2	0,1	0,0	0,1	0,0	0,2	-0,8	0,6	0,7	0,2	0,9
2025 Q1	-0,3	-0,1	-0,8	-0,5	-0,4	-0,3	-0,5	-0,1	-0,3	-0,8	-0,2	-0,1	0,6
Q2	-0,3	-0,1	-0,9	0,2	-0,3	0,2	-0,5	-0,2	0,1	-0,7	-0,2	-0,3	0,8

Sources: Eurostat and ECB calculations.

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

2 Economic activity

2.4 Labour force, unemployment and job vacancies

(seasonally adjusted, unless otherwise indicated)

	Labour force, millions	Under-employment, % of labour force	Unemployment ¹⁾											Job vacancy rate ³⁾
			Total		Long-term unemployment, % of labour force ²⁾	By age				By gender				
						Adult		Youth		Male		Female		
			Millions	% of labour force		Millions	% of labour force	Millions	% of labour force	Millions	% of labour force	Millions	% of labour force	% of total posts
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
% of total in 2024			100,0			78,7		21,3		51,2		48,8		
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 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
2024 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
2025 Q2	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	2,3
2025 Feb.	-	-	10,886	6,3	-	8,553	5,5	2,334	14,7	5,542	6,1	5,344	6,6	-
Mar.	-	-	11,039	6,4	-	8,681	5,5	2,358	14,8	5,682	6,2	5,357	6,6	-
Apr.	-	-	10,918	6,3	-	8,626	5,5	2,292	14,4	5,616	6,1	5,302	6,5	-
May	-	-	11,011	6,4	-	8,691	5,5	2,320	14,5	5,714	6,2	5,297	6,5	-
June	-	-	10,975	6,3	-	8,684	5,5	2,291	14,3	5,693	6,2	5,282	6,5	-
July	-	-	10,805	6,2	-	8,578	5,5	2,227	13,9	5,614	6,1	5,191	6,4	-

Sources: Eurostat and ECB calculations.

1) Where annual and quarterly Labour Force Survey data have not yet been published, they are estimated as simple averages of the monthly data. Fully break-free euro area and EU time-series were published for the first time in February 2022, following the implementation of the Integrated European Social Statistics Framework Regulation in 2021. For details of the break correction, see Eurostat (2024) EU labour force survey – correction for breaks in time series, Statistics Explained, updated 13 September 2024.

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	10,0	-4,3
2023	-1,7	-1,2	-6,2	3,1	-1,0	-5,0	2,0	-1,9	-2,6	-1,0	-1,7	2,3	14,6
2024	-3,0	-3,3	-3,9	-5,0	0,0	-0,1	-1,0	1,2	0,5	1,7	0,7	1,6	-0,1
2024 Q3	-1,7	-2,0	-3,7	-3,9	2,6	1,1	-2,2	2,1	0,8	2,9	2,4	0,8	-8,8
2024 Q4	-1,5	-1,8	-2,4	-4,0	2,6	0,3	-0,1	2,2	1,0	3,0	0,9	2,0	-1,4
2025 Q1	1,5	1,4	-1,0	-1,6	9,2	0,6	-0,4	2,0	1,3	2,7	1,5	2,0	-2,9
2025 Q2	1,2	1,2	-1,5	-0,1	6,3	1,7	3,3	2,7	1,9	3,3	3,7	1,9	-1,7
2025 Feb.	0,9	0,3	-2,4	-2,2	7,5	2,2	-0,4	2,0	1,7	2,2	2,0	0,9	1,5
Mar.	3,7	3,9	0,7	0,4	14,0	1,8	-1,2	2,1	0,8	3,0	2,2	2,7	-6,8
Apr.	0,2	0,6	-0,9	-0,7	4,1	-1,7	4,7	2,7	2,6	2,7	4,5	0,9	3,4
May	3,1	3,2	-1,7	2,8	10,1	2,3	3,6	2,0	0,7	2,8	2,7	2,0	4,9
June	0,2	-0,2	-1,8	-2,1	4,5	4,6	1,7	3,5	2,4	4,4	4,0	2,9	-12,2
July	.	.	.	.	.	.	.	2,2	0,9	3,1	2,3	.	6,1
month-on-month percentage changes (s.a.)													
2025 Feb.	1,2	1,2	0,3	1,0	1,7	1,1	-1,2	0,2	0,2	0,2	0,5	-0,1	3,4
Mar.	2,2	2,0	1,4	2,3	2,1	-0,4	0,0	0,4	0,0	0,5	0,8	0,9	-3,9
Apr.	-2,5	-2,1	-0,9	-1,2	-4,3	-2,9	4,5	0,4	0,8	0,2	1,3	-0,3	3,6
May	1,1	0,7	-1,7	0,9	6,8	3,6	-2,1	-0,3	-0,4	-0,1	-1,0	0,3	-1,1
June	-1,3	-1,6	-0,2	-2,2	-4,3	2,9	-0,8	0,6	0,6	0,6	0,8	-0,1	-5,3
July	.	.	.	.	.	.	.	-0,5	-1,1	0,2	-1,7	.	5,0

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

1) Excluding trade and financial services.

2 Economic activity

2.6 Opinion surveys

(seasonally adjusted)

	European Commission Business and Consumer Surveys (percentage balances, unless otherwise indicated)								Purchasing Managers' Surveys (diffusion indices)			
	Economic sentiment indicator (long-term average = 100)	Manufacturing industry		Consumer confidence indicator	Construction confidence indicator	Retail trade confi- dence indicator	Service industries		Purchasing Managers' Index (PMI) for manu- facturing	Manu- facturing output	Business activity for services	Composite output
		Industrial confi- dence indicator	Capacity utilisation (%)				Services confi- dence indicator	Capacity utilisation (%)				
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
1999-21	94,7	-5,1	33,8	-14,4	-6,1	-7,9	-9,1	.	-	-	-	-
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 Q4	95,2	-12,7	77,4	-13,4	-3,8	-5,7	5,7	90,4	45,4	45,1	50,9	49,3
2025 Q1	95,5	-11,4	77,3	-14,1	-3,3	-5,8	4,5	90,3	47,6	48,8	51,0	50,4
Q2	94,3	-11,1	77,5	-15,7	-3,4	-7,8	2,3	89,8	49,3	51,3	50,1	50,4
Q3	.	.	77,8	.	.	.	.	89,9	.	.	.	.
2025 Mar.	95,2	-10,7	.	-14,5	-3,6	-6,9	2,5	.	48,6	50,5	51,0	50,9
Apr.	93,9	-11,0	77,5	-16,6	-3,9	-8,8	1,9	89,8	49,0	51,5	50,1	50,4
May	94,9	-10,3	.	-15,1	-3,4	-7,1	1,9	.	49,4	51,5	49,7	50,2
June	94,1	-11,8	.	-15,3	-2,9	-7,6	3,0	.	49,5	50,8	50,5	50,6
July	95,7	-10,5	77,8	-14,7	-3,1	-6,6	4,1	89,9	49,8	50,6	51,0	50,9
Aug.	95,2	-10,3	.	-15,5	-3,5	-6,5	3,6	.	50,7	52,5	50,5	51,0

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	13,5	91,0	0,5	2,2	12,5	2,1	7,7	37,8	4,9	72,9	4,9	9,4	3,4
2023	14,2	85,0	1,3	2,0	2,6	3,8	1,2	36,4	5,1	68,9	1,6	2,7	0,8
2024	15,3	82,0	2,4	2,4	-2,2	4,4	3,1	34,0	2,9	67,3	1,8	-2,8	0,9
2024 Q2	14,9	83,2	2,1	2,3	-2,2	3,7	2,0	34,9	3,8	68,2	1,8	-8,1	0,9
Q3	15,2	82,5	2,5	2,4	-1,4	5,5	2,5	34,3	3,5	67,7	2,0	2,1	1,0
Q4	15,3	82,0	2,3	2,4	-1,6	4,4	3,1	34,0	2,9	67,3	1,8	2,3	0,9
2025 Q1	15,2	81,7	0,7	2,5	1,1	4,2	4,3	34,1	2,7	67,0	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 1	Debit 2	Balance 3	Credit 4	Debit 5	Credit 6	Debit 7	Credit 8	Debit 9	Credit 10	Debit 11	Credit 12	Debit 13
2024 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
Q2	1 476,5	1 390,3	86,2	712,2	625,4	387,6	351,5	329,5	318,0	47,1	95,3	18,0	12,5
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.	490,1	471,5	18,6	239,0	207,9	126,8	120,1	108,3	111,4	16,0	32,1	5,6	3,7
May	496,4	464,7	31,8	237,9	204,8	129,8	116,1	113,0	112,4	15,8	31,3	5,7	3,8
June	489,9	454,1	35,8	235,2	212,7	131,1	115,3	108,2	94,2	15,4	32,0	6,7	5,0
12-month cumulated transactions													
2025 June	5 975,7	5 657,2	318,5	2 877,5	2 510,0	1 541,4	1 397,4	1 362,0	1 369,0	194,8	380,7	105,2	77,7
12-month cumulated transactions as a percentage of GDP													
2025 June	38,6	36,5	2,1	18,6	16,2	9,9	9,0	8,8	8,8	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	
Values (EUR billions; annual percentage changes for columns 1 and 2)													
2024 Q3	2,2	0,3	711,5	339,1	137,6	219,3	590,7	675,8	380,7	112,6	165,6	491,3	75,0
Q4	1,1	2,1	714,6	335,8	139,5	224,6	593,0	682,9	380,8	111,9	171,2	493,2	70,1
2025 Q1	7,9	8,0	769,7	377,1	145,1	230,9	641,3	708,2	399,8	114,6	177,6	507,7	67,7
Q2	0,0	1,9	724,1	.	.	.	600,6	691,1	.	.	.	501,1	.
2025 Jan.	3,0	8,2	245,6	117,8	47,0	76,4	202,6	232,7	131,3	37,3	58,0	166,5	23,8
Feb.	6,3	6,1	257,3	127,0	47,2	76,6	213,6	236,4	133,9	38,6	59,0	168,6	22,8
Mar.	14,0	9,7	266,9	132,3	50,9	77,9	225,2	239,2	134,6	38,7	60,6	172,6	21,1
Apr.	-1,1	0,0	244,6	114,0	46,3	77,8	204,0	230,0	128,7	38,4	57,9	167,3	20,9
May	0,9	-0,7	242,7	115,4	45,7	76,0	202,5	227,0	125,4	37,8	58,1	165,0	19,5
June	0,4	6,8	236,8	.	.	.	194,1	234,0	.	.	.	168,8	.
Volume indices (2000 = 100; annual percentage changes for columns 1 and 2)													
2024 Q2	-1,2	-4,3	95,6	89,7	92,3	108,4	95,5	98,6	95,0	96,9	105,0	98,4	133,1
Q3	-0,6	-1,1	94,5	88,9	91,0	106,0	94,7	98,8	94,8	99,4	105,5	99,8	129,8
Q4	-2,6	1,3	93,7	87,3	90,5	107,2	93,9	99,8	95,1	96,9	109,3	99,9	133,0
2025 Q1	0,6	2,1	98,0	93,3	94,2	108,2	98,6	100,4	95,9	97,6	110,4	100,7	129,1
2024 Dec.	-1,9	0,4	93,6	86,3	89,9	108,7	93,6	98,9	93,1	97,1	110,4	99,1	132,3
2025 Jan.	-3,1	2,4	95,5	88,9	92,7	108,7	95,6	99,3	95,2	94,6	108,9	99,1	127,6
Feb.	-1,5	-0,5	97,6	93,3	92,3	107,1	97,9	100,9	96,3	99,6	109,4	100,7	133,2
Mar.	6,0	4,5	100,8	97,7	97,6	108,8	102,4	101,0	96,3	98,6	112,8	102,4	126,6
Apr.	-5,4	-2,4	93,6	87,2	89,0	107,9	93,9	99,0	94,3	98,4	108,1	99,5	134,4
May	-1,0	0,2	95,3	89,4	90,2	109,1	95,7	99,4	94,2	96,7	110,0	99,1	135,2

Sources: ECB and Eurostat.

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

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

3 Prices and costs

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

	Total					Total (s.a.; percentage change vis-à-vis previous period) ²⁾							Administered prices	
	Index: 2015 = 100	Total		Goods	Services	Total	Processed food	Unpro- cessed food	Non- energy indus- trial goods	Energy (n.s.a.)	Services	Total HICP excluding adminis- tered prices	Adminis- tered prices	
		Total	Total excluding food and energy											
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	
% of total in 2024	100,0	100,0	70,6	55,1	44,9	100,0	15,1	4,3	25,7	9,9	44,9	88,5	11,5	
2022	116,8	8,4	3,9	11,9	3,5	-	-	-	-	-	-	8,5	7,8	
2023	123,2	5,4	4,9	5,7	4,9	-	-	-	-	-	-	5,5	4,9	
2024	126,1	2,4	2,8	1,1	4,0	-	-	-	-	-	-	2,3	3,3	
2024 Q3	126,6	2,2	2,8	0,6	4,0	0,5	0,8	0,8	0,2	-1,4	0,9	1,9	4,0	
Q4	126,9	2,2	2,7	0,8	3,9	0,5	0,8	1,8	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	1,4	0,1	-4,1	1,0	1,9	3,0	
2025 Mar.	128,0	2,2	2,4	1,1	3,5	0,1	0,2	0,7	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	0,6	0,0	-2,3	0,7	2,0	3,3	
May	128,7	1,9	2,3	0,8	3,2	-0,1	0,4	-0,1	0,1	-1,2	-0,1	1,8	3,0	
June	129,1	2,0	2,3	0,9	3,3	0,3	0,2	0,5	0,1	0,2	0,4	1,9	2,8	
July	129,1	2,0	2,3	1,1	3,2	0,3	0,3	0,9	0,3	1,0	0,1	1,9	3,0	
Aug. ³⁾	129,3	2,1	2,3	.	3,1	0,2	0,2	0,3	0,0	-0,6	0,4	.	.	
	Goods						Services							
	Food (including alcoholic beverages and tobacco)			Industrial goods			Housing		Transport	Communi- cation	Recreation and personal care	Miscel- laneous		
	Total	Processed food	Unpro- cessed food	Total	Non- energy industrial goods	Energy	Total	Rents						
	14	15	16	17	18	19	20	21	22	23	24	25		
% of total in 2024	19,5	15,1	4,3	35,6	25,7	9,9	9,6	5,6	7,4	2,2	16,4	9,3		
2022	9,0	8,6	10,4	13,6	4,6	37,0	2,4	1,7	4,4	-0,2	6,1	2,1		
2023	10,9	11,4	9,1	2,9	5,0	-2,0	3,6	2,7	5,2	0,2	6,9	4,0		
2024	2,9	3,2	1,9	0,0	0,8	-2,2	3,3	2,9	4,2	-0,9	4,9	4,0		
2024 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 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		
July	3,3	2,7	5,4	-0,1	0,8	-2,4	3,2	2,9	4,1	-1,9	3,0	3,9		
Aug. ³⁾	3,2	2,6	5,5	.	0,8	-1,9	.	.	.	.	.	.		

Sources: Eurostat and ECB calculations.

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

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

3) Flash estimate.

3 Prices and costs

3.2 Industry, construction and property prices

(annual percentage changes, unless otherwise indicated)

	Industrial producer prices excluding construction ¹⁾										Construction ²⁾	Residential property prices	Experimental indicator of commercial property prices ³⁾
	Total (index: 2021 = 100)	Total		Industry excluding construction and energy						Energy			
		Total	Manu- facturing	Total	Inter- mediate goods	Capital goods	Consumer goods						
							Total	Food, beverages and tobacco	Non- food				
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
% of total in 2021	100,0	100,0	77,8	72,3	30,9	19,3	22,2	15,7	6,5	27,7			
2022	132,7	32,7	17,0	13,8	19,8	7,1	12,2	16,6	6,8	81,1	11,9	7,3	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 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	1,0	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	1,0	5,4	.
Q2	123,5	0,5	-0,1	1,0	0,2	1,7	2,2	1,9	1,4	-0,7	1,4	.	.
2025 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	3,9	-	-	-
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	0,2	1,7	2,2	2,0	1,4	-1,5	-	-	-
June	123,9	0,6	0,1	0,9	-0,1	1,7	2,4	1,9	1,5	0,0	-	-	-
July	124,4	0,2	0,1	1,0	-0,3	1,8	2,3	1,9	1,6	-1,2	-	-	-

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

1) Domestic sales only.

2) Output prices for residential buildings.

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

3.3 Commodity prices and GDP deflators

(annual percentage changes, unless otherwise indicated)

	GDP deflators								Oil prices (EUR per barrel)	Non-energy commodity prices (EUR)					
	Total (s.a.; index: 2020 = 100)	Total	Domestic demand				Exports ¹⁾	Imports ¹⁾		Import-weighted ²⁾			Use-weighted ²⁾		
			Total	Private con- sumption	Government con- sumption	Gross fixed capital forma- tion				Total	Food	Non-food	Total	Food	Non-food
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	
% of total										100,0	45,5	54,6	100,0	50,4	49,6
2022	107,4	5,2	7,1	6,7	4,4	8,2	12,8	17,4	95,0	18,3	28,8	9,6	19,3	27,7	10,9
2023	113,8	6,0	4,7	6,3	3,7	4,1	0,6	-2,2	76,4	-12,8	-11,6	-14,0	-13,7	-12,5	-15,0
2024	117,2	3,0	2,4	2,4	3,0	1,9	0,9	-0,4	77,8	9,4	13,6	5,1	9,2	12,2	5,5
2024 Q3	117,4	2,8	2,2	2,1	2,9	1,8	1,5	0,3	.	10,0	11,6	8,2	10,9	12,4	9,1
Q4	118,3	2,5	1,9	1,8	2,4	1,9	1,8	0,5	.	17,7	23,5	11,8	17,8	21,9	12,8
2025 Q1	118,8	2,3	2,2	2,1	2,8	1,8	2,2	1,9	.	20,0	28,2	11,4	19,2	24,8	12,2
Q2	119,7	2,5	2,1	2,1	2,7	2,0	0,7	-0,2	.	-1,9	2,0	-6,2	-2,3	0,6	-6,0
2025 Mar.	-	-	-	-	-	-	-	-	.	13,5	16,3	10,4	12,5	13,3	11,4
Apr.	-	-	-	-	-	-	-	-	.	-3,0	-0,7	-5,7	-2,8	-1,0	-5,2
May	-	-	-	-	-	-	-	-	.	0,3	7,7	-7,3	-0,8	4,1	-6,7
June	-	-	-	-	-	-	-	-	.	-3,2	-0,9	-5,7	-3,3	-1,1	-6,0
July	-	-	-	-	-	-	-	-	.	-3,7	-4,8	-2,5	-3,6	-3,9	-3,1
Aug.	-	-	-	-	-	-	-	-	.	1,1	2,5	-0,3	-0,5	-0,1	-1,0

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
1999-21	24,6	19,0	7,5	13,3	25,0	-	-	-	-
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	6,6	13,5	13,7	2,9	50,4	52,0	57,9	50,1	53,0
Q4	7,4	13,8	14,7	4,9	48,8	49,2	58,0	48,2	53,3
2025 Q1	10,3	16,8	14,8	4,6	50,3	52,2	60,1	50,0	54,1
Q2	8,2	16,2	14,1	3,2	49,3	48,3	58,2	50,0	52,8
2025 Mar.	11,0	16,6	13,6	3,0	49,5	52,4	58,7	50,4	53,6
Apr.	10,6	17,1	14,6	4,5	48,7	48,9	58,2	51,3	52,9
May	8,0	15,2	14,2	2,9	50,2	47,8	58,3	49,2	52,6
June	5,9	16,3	13,6	2,0	49,1	48,1	58,1	49,5	53,1
July	8,9	16,7	14,0	3,0	49,0	50,0	56,5	49,9	53,0
Aug.	6,7	16,6	15,1	0,8	47,1	50,4	58,3	49,8	53,3

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	4,5	5,3	5,1	4,0	4,4
2024	115,6	4,6	4,7	4,5	4,7	4,5	4,5
2024 Q3	111,9	4,7	4,5	5,2	4,8	4,3	5,4
Q4	122,6	3,8	4,2	2,7	4,0	3,4	4,1
2025 Q1	112,1	3,4	3,5	3,2	3,8	2,5	2,5
Q2	123,9	3,7	3,8	3,5	4,2	2,8	4,0

Sources: Eurostat and ECB calculations.

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

3 Prices and costs

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

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

	Total (index: 2020 =100)	Total	By economic activity									
			Agriculture, forestry and fishing	Manu- facturing, energy and utilities	Con- struction	Trade, transport, accom- modation and food services	Information and commu- nication	Finance and insurance	Real estate	Professional business and support services	Public ad- ministration, education, health and social work	Arts, enter- tainment and other services
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
Unit labor costs												
2022	102,8	3,2	4,4	4,7	8,2	0,5	2,3	5,0	6,2	3,7	2,1	-6,4
2023	109,5	6,5	6,3	8,4	5,3	7,7	2,3	7,9	4,0	6,3	5,3	3,0
2024	114,6	4,7	5,1	5,6	6,2	4,7	3,3	3,8	1,1	3,8	4,8	4,2
2024 Q3	114,9	4,6	5,6	4,3	6,7	5,1	3,1	4,1	-0,1	4,1	4,8	3,8
Q4	115,7	3,6	4,0	4,7	6,0	4,4	3,2	2,5	1,6	3,9	3,8	3,2
2025 Q1	116,4	3,1	2,1	0,0	5,0	4,1	1,9	5,0	4,3	4,1	4,1	3,8
Q2	117,5	3,1	1,2	0,3	6,1	3,6	0,6	6,0	5,8	4,5	3,7	4,8
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	8,3
2023	115,0	5,4	5,9	5,7	4,9	5,8	5,3	5,4	3,8	6,3	4,8	5,3
2024	120,2	4,5	4,2	4,5	4,0	4,5	4,2	4,7	3,6	4,9	4,6	5,1
2024 Q3	120,8	4,5	4,3	4,2	4,4	4,8	4,1	4,7	3,4	4,8	4,6	4,4
Q4	122,0	4,2	4,8	4,0	4,0	4,3	4,6	3,3	3,3	4,7	4,0	4,7
2025 Q1	123,2	4,0	4,6	3,2	3,9	4,3	4,1	3,4	2,2	4,5	4,2	3,8
Q2	124,4	3,9	4,9	3,6	4,7	3,7	3,7	4,5	3,5	4,5	3,6	5,3
Labour productivity per person employed												
2022	106,1	1,3	-0,2	-0,8	-3,7	5,7	0,4	-1,9	-0,9	2,0	1,3	15,7
2023	105,1	-1,0	-0,4	-2,4	-0,4	-1,8	2,9	-2,3	-0,2	0,0	-0,4	2,2
2024	104,9	-0,1	-0,9	-1,1	-2,0	-0,2	0,9	0,8	2,4	1,1	-0,2	0,8
2024 Q3	105,1	-0,1	-1,2	-0,1	-2,1	-0,3	0,9	0,6	3,5	0,7	-0,2	0,6
Q4	105,3	0,5	0,8	-0,7	-1,9	-0,1	1,4	0,8	1,6	0,8	0,1	1,4
2025 Q1	105,7	0,8	2,5	3,2	-1,1	0,2	2,2	-1,6	-2,0	0,4	0,2	0,0
Q2	105,8	0,8	3,7	3,3	-1,3	0,1	3,1	-1,4	-2,2	0,0	0,0	0,5
Compensation per hour worked												
2022	103,5	3,2	5,5	3,9	3,9	1,9	2,6	3,6	3,7	4,5	3,9	4,9
2023	108,9	5,3	5,1	5,9	5,1	5,8	5,3	5,3	4,6	6,0	4,4	4,3
2024	113,7	4,4	3,8	4,4	4,1	4,4	3,9	4,7	3,8	4,3	4,5	4,7
2024 Q3	114,2	4,9	3,7	4,9	4,8	5,0	4,3	5,2	3,3	4,9	5,3	4,5
Q4	114,9	3,9	3,4	3,9	4,1	3,8	4,4	3,8	3,8	4,0	3,7	4,3
2025 Q1	116,3	4,1	4,7	3,6	4,2	4,4	4,0	3,6	2,7	4,7	4,3	3,2
Q2	117,4	4,0	4,1	3,9	4,1	3,8	3,7	4,4	4,1	4,8	4,0	4,5
Hourly labour productivity												
2022	100,2	0,0	0,4	-0,8	-4,5	1,5	0,1	-1,2	-3,0	1,2	1,7	11,6
2023	99,2	-1,0	-0,6	-2,3	0,0	-1,6	3,0	-2,5	-0,1	-0,1	-0,7	1,5
2024	99,0	-0,2	-0,4	-1,1	-2,1	-0,2	0,6	1,1	2,8	0,5	-0,3	0,3
2024 Q3	99,2	0,4	-0,2	0,4	-1,5	0,1	1,2	1,0	4,2	0,8	0,5	0,8
Q4	99,1	0,3	0,8	-0,7	-2,0	-0,1	1,2	1,6	1,0	0,2	-0,1	0,5
2025 Q1	99,8	1,1	3,0	3,6	-0,8	0,7	2,3	-1,3	-1,3	0,7	0,3	-0,6
Q2	99,8	1,1	3,5	3,7	-1,5	0,7	3,3	-1,5	-1,5	0,2	0,3	-0,4

Sources: Eurostat and ECB calculations.

4 Financial market developments

4.1 Money market interest rates

(percentages per annum, period averages)

	Euro area ¹⁾					United States	Japan
	Euro short-term rate (€STR)	1-month deposits (EURIBOR)	3-month deposits (EURIBOR)	6-month deposits (EURIBOR)	12-month deposit (EURIBOR)	Secured overnight financing rate (SOFR)	Tokyo overnight average rate (TONAR)
	1	2	3	4	5	6	7
2022	-0,01	0,09	0,35	0,68	1,10	1,63	-0,03
2023	3,21	3,25	3,43	3,69	3,86	5,00	-0,04
2024	3,64	3,56	3,57	3,48	3,27	5,15	0,12
2025 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
July	1,92	1,89	1,99	2,06	2,08	4,34	0,48
Aug.	1,92	1,89	2,02	2,08	2,11	4,34	0,48

Source: LSEG and ECB calculations.

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

4.2 Yield curves

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

	Spot rates					Spreads			Instantaneous forward rates			
	Euro area ^{1) 2)}					Euro area ^{1) 2)}	United States	Japan	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	0,41	2,85	2,48	2,47	2,76
2023	3,78	3,05	2,44	1,88	2,08	-0,96	-0,92	0,64	2,25	1,54	1,76	2,64
2024	2,58	2,18	2,01	2,13	2,45	0,27	0,41	0,63	1,86	1,89	2,50	2,91
2025 Mar.	2,18	2,03	1,99	2,27	2,78	0,75	0,18	0,81	1,92	2,03	2,88	3,52
Apr.	1,88	1,74	1,70	1,99	2,56	0,82	0,35	0,74	1,63	1,74	2,65	3,40
May	1,86	1,78	1,78	2,08	2,61	0,83	0,34	0,90	1,73	1,87	2,70	3,42
June	1,86	1,82	1,84	2,16	2,68	0,86	0,32	0,82	1,80	1,96	2,76	3,48
July	1,90	1,89	1,94	2,25	2,76	0,87	0,33	0,87	1,91	2,08	2,83	3,58
Aug.	1,94	1,90	1,92	2,22	2,79	0,89	0,45	0,88	1,89	2,03	2,83	3,72

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	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
	July	566,7	5 351,7	958,0	261,1	157,2	137,2	324,3	1 192,4	1 098,2	454,6	358,5	805,9	6 296,5	40 173,0
	Aug.	571,9	5 373,8	964,5	254,6	152,4	139,4	348,1	1 188,0	1 048,5	452,3	357,4	835,5	6 408,9	42 299,9

Source: LSEG.

4 Financial market developments

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

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

	Deposits				Revolving loans and overdrafts	Extended credit card credit	Loans for consumption			Loans to sole proprietors and unincorporated partnerships	Loans for house purchase					
	Over-night	Redeemable at notice of up to 3 months	With an agreed maturity of:				By initial period of rate fixation		APRC ³⁾		By initial period of rate fixation				APRC ³⁾	Composite cost-of-borrowing indicator
			Up tp 2 years	Over 2 years			Floating rate and up to 1 year	Over 1 year			Floating rate and up to 1 year	Over 1 and up to 5 years	Over 5 and up to 10 years	Over 10 years		
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16
2024 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	3,36	3,99	3,73
Sep.	0,37	1,77	2,99	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	3,64	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	3,57	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	8,32	4,22	3,70	3,42	3,45	3,12	3,58	3,30
June	0,27	1,44	1,79	2,21	7,41	16,47	6,68	7,47	8,17	4,10	3,61	3,41	3,47	3,12	3,58	3,30
July	0,25	1,43	1,75	2,21	7,29	16,44	6,68	7,53	8,17	4,11	3,56	3,39	3,45	3,12	3,56	3,28

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 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	3,30	3,48	3,66	3,66
June	0,53	1,93	2,58	3,82	3,70	4,21	4,89	3,54	3,40	3,63	3,28	3,41	3,54	3,60
July	0,51	1,88	2,49	3,68	3,52	4,08	4,76	3,55	3,41	3,61	3,24	3,41	3,46	3,52

Source: ECB.

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

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

4 Financial market developments

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

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

	Outstanding amounts							Gross issues ¹⁾						
	Total	MFIs	Non-MFI corporations		General government		Total	MFIs	Non-MFI corporations		General government			
			Financial corporations other than MFIs		Non-financial corporations	Total			of which central government	Financial corporations other than MFIs		Non-financial corporations	Total	of which central government
			Total	FVCs						Total	FVCs			
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
Short-term														
2022	1 404,9	500,0	143,6	80,6	94,8	666,5	621,7	494,0	193,1	116,4	76,7	50,5	134,0	96,8
2023	1 587,0	633,4	166,1	105,7	85,8	701,8	659,1	534,2	240,9	117,4	91,2	48,8	127,0	103,2
2024	1 606,7	571,6	224,1	138,7	69,3	741,6	674,6	512,2	203,9	134,5	105,0	38,7	135,1	108,3
2025 Feb.	1 573,4	586,3	208,8	122,7	83,4	694,9	629,8	517,1	221,1	140,3	113,1	36,8	118,9	97,9
Mar.	1 589,5	597,4	212,1	129,5	78,7	701,3	633,1	526,0	211,0	143,1	118,7	36,6	135,3	110,0
Apr.	1 554,3	556,0	203,8	111,5	90,1	704,4	631,9	558,1	222,0	148,5	113,8	53,2	134,5	110,8
May	1 556,6	579,4	190,0	102,0	97,5	689,7	619,8	560,9	250,4	137,3	111,7	48,3	124,8	96,0
June	1 573,6	593,2	183,7	102,0	91,7	705,0	635,7	533,3	224,3	141,1	113,0	44,4	123,6	95,6
July	1 567,2	589,7	185,0	95,9	95,4	697,1	631,0	531,5	225,1	146,9	115,5	44,1	115,3	96,6
Long-term														
2022	17 791,3	3 898,8	3 106,9	1 403,2	1 423,4	9 362,2	8 650,2	295,7	76,5	68,1	31,0	17,2	133,8	124,3
2023	19 417,8	4 440,4	3 241,3	1 433,2	1 539,8	10 196,3	9 456,4	322,2	92,9	67,5	30,7	21,4	140,4	131,9
2024	20 542,7	4 770,3	3 508,8	1 529,9	1 650,7	10 612,9	9 841,2	350,0	89,1	86,0	34,9	27,0	147,9	137,3
2025 Feb.	20 968,2	4 868,2	3 554,3	1 537,4	1 672,1	10 873,7	10 080,4	395,2	97,0	81,1	30,0	23,3	193,9	178,1
Mar.	20 696,2	4 813,9	3 525,3	1 537,8	1 651,7	10 705,3	9 920,3	389,2	95,0	93,1	43,8	30,9	170,2	153,9
Apr.	20 866,2	4 782,4	3 515,4	1 551,5	1 647,8	10 920,6	10 131,2	351,7	58,5	88,5	37,7	25,3	179,3	172,0
May	21 026,3	4 842,7	3 576,7	1 558,6	1 677,2	10 929,6	10 140,6	446,7	114,9	113,6	29,0	49,2	169,0	158,1
June	21 147,4	4 846,7	3 609,4	1 604,5	1 707,6	10 983,8	10 198,4	468,3	113,6	140,4	81,6	40,3	174,1	163,9
July	21 241,1	4 888,3	3 663,2	1 616,3	1 719,3	10 970,2	10 181,1	375,6	97,4	107,8	39,8	26,5	143,9	134,5

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	19 196,2	4 398,7	3 250,5	1 483,8	1 518,2	10 028,8	9 271,9	8 688,6	526,4	1 279,2	6 882,4	
2023	21 004,9	5 073,8	3 407,4	1 538,9	1 625,6	10 898,0	10 115,5	9 672,5	620,3	1 421,4	7 630,2	
2024	22 149,4	5 341,9	3 732,9	1 668,5	1 720,0	11 354,5	10 515,8	10 155,3	751,0	1 587,4	7 816,4	
2025	Feb.	22 541,6	5 454,5	3 763,1	1 660,0	1 755,4	11 568,6	10 710,1	11 107,3	934,2	1 741,5	8 431,2
	Mar.	22 285,7	5 411,3	3 737,4	1 667,2	1 730,4	11 406,6	10 553,4	10 617,6	937,4	1 716,7	7 963,2
	Apr.	22 420,5	5 338,5	3 719,1	1 662,9	1 737,9	11 625,0	10 763,1	10 533,5	931,3	1 711,9	7 889,9
	May	22 582,8	5 422,1	3 766,7	1 660,6	1 774,7	11 619,3	10 760,3	10 989,7	1 011,7	1 782,1	8 195,6
	June	22 721,0	5 439,9	3 793,1	1 706,6	1 799,3	11 688,8	10 834,1	10 914,1	1 006,9	1 794,0	8 112,7
	July	22 808,3	5 478,1	3 848,2	1 712,1	1 814,7	11 667,3	10 812,2	11 062,3	1 091,2	1 804,0	8 166,6
	Growth rate ¹⁾											
2024 Dec.	4.3	3.6	6.1	5.6	2.9	4.3	4.1	0.1	-2.6	-0.6	0.4	
2025	Jan.	4.2	3.1	4.3	2.7	3.4	4.9	4.7	0.1	-2.4	-0.6	0.4
	Feb.	4.1	2.6	4.7	3.4	3.2	4.7	4.7	0.0	-2.1	-0.6	0.3
	Mar.	3.7	1.7	5.1	3.7	3.1	4.2	4.2	-0.1	-1.8	-0.8	0.2
	Apr.	3.5	0.7	5.2	3.9	2.2	4.6	4.5	-0.1	-1.8	-0.4	0.1
	May	3.9	2.3	5.0	3.1	3.7	4.4	4.4	-0.1	-1.5	-0.3	0.1
	June	4.5	3.5	7.1	6.4	3.5	4.4	4.4	-0.1	-0.7	-0.7	0.0
	July	4.9	3.9	7.7	7.1	4.3	4.6	4.6	0.0	-0.5	-0.6	0.1

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	65,0	82,7	116,1	90,9
2023	98,1	94,0	97,8	88,7	67,6	86,1	121,8	94,7
2024	98,4	94,4	97,9	89,4	67,5	87,2	124,1	95,0
2024 Q3	99,0	94,9	98,5	89,9	67,3	87,7	125,1	95,5
Q4	97,6	93,6	97,0	88,9	65,9	86,5	123,6	94,2
2025 Q1	97,1	93,3	96,3	88,2	63,6	85,9	122,9	93,5
Q2	100,6	96,5	101,1	.	.	.	127,7	96,8
2025 Mar.	98,3	94,4	97,8	-	-	-	124,5	94,7
Apr.	100,5	96,5	100,6	-	-	-	127,7	96,9
May	100,1	96,0	100,7	-	-	-	127,0	96,2
June	101,3	97,1	102,0	-	-	-	128,5	97,3
July	102,3	98,1	103,1	-	-	-	129,9	98,4
Aug.	102,2	98,1	103,1	-	-	-	129,9	98,4
Percentage change versus previous month								
2025 Aug.	-0,1	-0,1	0,0	-	-	-	0,0	0,0
Percentage change versus previous year								
2025 Aug.	3,2	3,2	4,7	-	-	-	3,7	2,8

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 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
July	8,375	24,625	7,463	399,192	171,531	4,254	0,865	5,0716	11,199	0,932	1,168
Aug.	8,344	24,517	7,464	396,454	171,790	4,261	0,865	5,0651	11,161	0,939	1,163
Percentage change versus previous month											
2025 Aug.	-0,4	-0,4	0,0	-0,7	0,2	0,2	0,1	-0,1	-0,3	0,7	-0,4
Percentage change versus previous year											
2025 Aug.	6,0	-2,6	0,0	0,4	6,7	-0,7	1,6	1,8	-2,6	-0,7	5,6

Source: ECB.

4 Financial market developments

4.10 Euro area balance of payments, financial account

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

	Total ¹⁾			Direct investment		Portfolio investment		Net financial derivatives	Other investment		Reserve assets	Memo: Gross external debt
	Assets	Liabilities	Net	Assets	Liabilities	Assets	Liabilities		Assets	Liabilities		
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
Outstanding amounts (international investment position)												
2024 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
Outstanding amounts as percentage of GDP												
2025 Q1	235,3	224,8	10,5	82,5	64,7	93,8	107,7	0,1	49,1	52,4	9,9	110,6
Transactions												
2024 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	-
Q2	486,0	330,1	155,9	115,4	55,1	192,5	190,7	16,9	152,4	84,3	8,8	-
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	96,8	35,9	45,5	58,3	19,7	-45,2	-8,5	70,9	83,8	5,2	-
May	133,0	92,0	41,0	27,5	-2,5	48,0	96,3	16,8	38,5	-1,8	2,3	-
June	220,2	141,3	79,0	42,4	-0,7	124,9	139,6	8,6	42,9	2,4	1,4	-
12-month cumulated transactions												
2025 June	1 744,1	1 293,7	450,4	261,2	184,5	813,9	749,4	25,0	636,2	359,8	7,7	-
12-month cumulated transactions as percentage of GDP												
2025 June	11,3	8,4	2,9	1,7	1,2	5,3	4,8	0,2	4,1	2,3	0,0	-

Source: ECB.

1) Net financial derivatives are included in total assets.

5 Financing conditions and credit developments

5.1 Monetary aggregates ¹⁾

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

	M3											Total
	M2						M3-M2					
	M1			M2-M1			Total	Repos	Money market fund shares	Debt securities with a maturity of up to 2 years	Total	
	Currency in circulation	Overnight deposits	Total	Deposits with an agreed maturity of up to 2 years	Deposits redeemable at notice of up to 3 months	Total						
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
Outstanding amounts												
2022	1 538,9	9 758,1	11 297,0	1 366,9	2 565,3	3 932,2	15 229,2	122,4	646,6	50,0	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	183,7	740,0	71,6	995,3	16 095,5
2024	1 556,9	9 021,4	10 578,2	2 531,0	2 469,1	5 000,1	15 578,3	254,1	886,5	35,3	1 175,9	16 754,2
2024 Q3	1 541,7	8 840,8	10 382,5	2 594,5	2 424,8	5 019,3	15 401,9	239,7	858,4	46,0	1 144,1	16 546,0
Q4	1 556,9	9 021,4	10 578,2	2 531,0	2 469,1	5 000,1	15 578,3	254,1	886,5	35,3	1 175,9	16 754,2
2025 Q1	1 564,3	9 120,0	10 684,3	2 486,5	2 491,0	4 977,6	15 661,9	240,0	909,5	42,7	1 192,2	16 854,0
Q2 ^(a)	1 562,3	9 246,7	10 809,1	2 395,1	2 513,7	4 908,8	15 717,9	257,5	923,1	26,1	1 206,7	16 924,6
2025 Feb.	1 559,5	9 098,7	10 658,2	2 494,4	2 475,0	4 969,4	15 627,7	263,9	920,2	37,8	1 221,8	16 849,5
Mar.	1 564,3	9 120,0	10 684,3	2 486,5	2 491,0	4 977,6	15 661,9	240,0	909,5	42,7	1 192,2	16 854,0
Apr.	1 559,6	9 196,0	10 755,6	2 450,7	2 494,4	4 945,0	15 700,6	255,2	907,7	39,3	1 202,2	16 902,8
May	1 559,8	9 232,4	10 792,2	2 445,9	2 503,1	4 948,9	15 741,2	247,6	921,0	33,4	1 201,9	16 943,1
June	1 562,3	9 246,7	10 809,1	2 395,1	2 513,7	4 908,8	15 717,9	257,5	923,1	26,1	1 206,7	16 924,6
July ^(a)	1 565,3	9 242,9	10 808,1	2 406,2	2 519,8	4 926,0	15 734,1	243,1	919,0	27,8	1 189,9	16 924,0
Transactions												
2022	69,9	-57,3	12,6	425,5	55,6	481,1	493,7	3,4	2,5	76,9	82,8	576,5
2023	-4,1	-969,2	-973,3	920,6	-99,5	821,2	-152,1	39,9	93,8	23,9	157,6	5,5
2024	21,3	167,6	188,9	203,5	9,0	212,5	401,4	75,7	136,0	-36,0	175,7	577,1
2024 Q3	7,8	24,6	32,4	60,2	2,1	62,3	94,7	30,4	39,6	-14,0	56,1	150,7
Q4	15,2	162,6	177,7	-73,3	44,0	-29,2	148,5	16,9	24,8	-16,8	24,9	173,4
2025 Q1	7,5	117,3	124,8	-39,1	15,0	-24,2	100,6	-12,7	19,8	9,8	17,0	117,6
Q2 ^(a)	-2,0	149,6	147,6	-81,2	22,3	-59,0	88,7	20,3	11,3	-16,5	15,1	103,8
2025 Feb.	3,7	58,1	61,8	-20,8	3,5	-17,3	44,5	1,1	30,1	-13,7	17,6	62,1
Mar.	4,8	38,8	43,6	-2,6	9,5	6,9	50,5	-22,2	-11,7	7,0	-26,8	23,7
Apr.	-4,8	90,1	85,3	-29,3	2,9	-26,5	58,8	16,9	-2,4	-4,0	10,5	69,3
May	0,2	36,0	36,2	-5,4	8,6	3,2	39,5	-7,9	12,4	-4,5	0,0	39,5
June	2,6	23,6	26,1	-46,5	10,8	-35,7	-9,6	11,3	1,3	-8,0	4,7	-4,9
July ^(a)	2,9	-7,8	-4,8	8,6	6,0	14,6	9,8	-15,2	-4,9	2,1	-18,0	-8,3
Growth rates												
2022	4,8	-0,6	0,1	45,9	2,2	14,0	3,4	2,8	0,4	457,2	11,1	3,7
2023	-0,3	-9,9	-8,6	67,0	-3,9	20,9	-1,0	32,6	14,5	45,3	19,3	0,0
2024	1,4	1,9	1,8	8,9	0,4	4,5	2,7	41,6	18,3	-52,9	17,7	3,6
2024 Q3	0,5	-1,6	-1,3	23,0	-1,7	9,6	2,0	61,7	19,3	-35,6	21,8	3,2
Q4	1,4	1,9	1,8	8,9	0,4	4,5	2,7	41,6	18,3	-52,9	17,7	3,6
2025 Q1	2,5	4,1	3,9	0,8	2,3	1,6	3,1	25,2	13,9	-43,1	12,0	3,7
Q2 ^(a)	1,9	5,1	4,7	-5,3	3,4	-1,0	2,8	26,2	11,7	-58,6	10,4	3,3
2025 Feb.	1,7	3,7	3,4	2,4	1,7	2,0	3,0	49,5	18,4	-54,8	18,4	4,0
Mar.	2,5	4,1	3,9	0,8	2,3	1,6	3,1	25,2	13,9	-43,1	12,0	3,7
Apr.	1,8	5,3	4,8	-1,2	2,5	0,6	3,4	27,5	12,4	-49,6	10,9	3,9
May	1,9	5,6	5,1	-2,9	2,9	0,0	3,4	21,4	14,5	-51,3	11,6	3,9
June	1,9	5,1	4,7	-5,3	3,4	-1,0	2,8	26,2	11,7	-58,6	10,4	3,3
July ^(a)	1,9	5,6	5,0	-5,1	3,7	-0,8	3,1	8,7	9,7	-50,8	6,4	3,4

Sources: ECB.

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

5 Financing conditions and credit developments

5.2 Deposits in M3 ¹⁾

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

	Non-financial corporations ²⁾					Households ³⁾					Financial corporations other than MFIs and ICPFs ⁴⁾	Insurance corporations and pension funds ¹²⁾	Other general government ⁴⁾
	Total	Overnight	With an agreed maturity of up to 2 years	Redeemable at notice of up to 3 months	Repos	Total	Overnight	With an agreed maturity of up to 2 years	Redeemable at notice of up to 3 months	Repos			
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
Outstanding amounts													
2022	3 361,5	2 721,2	499,5	134,7	6,2	8 374,2	5 542,6	437,9	2 392,9	0,9	1 282,3	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	1 222,8	227,0	542,3
2024	3 438,2	2 500,7	792,7	133,7	11,1	8 759,0	5 199,1	1 256,9	2 301,5	1,5	1 298,0	232,1	548,2
2024 Q3	3 364,9	2 404,7	823,6	125,6	11,0	8 620,7	5 089,5	1 264,0	2 266,2	1,0	1 333,5	230,1	550,8
Q4	3 438,2	2 500,7	792,7	133,7	11,1	8 759,0	5 199,1	1 256,9	2 301,5	1,5	1 298,0	232,1	548,2
2025 Q1	3 413,5	2 475,5	787,4	140,2	10,6	8 792,4	5 256,0	1 219,6	2 315,7	1,1	1 363,3	229,0	539,3
Q2 ⁴⁾	3 421,2	2 494,7	772,6	144,5	9,3	8 842,1	5 334,0	1 173,0	2 333,9	1,2	1 367,5	236,6	545,7
2025 Feb.	3 440,0	2 479,8	811,0	136,4	12,8	8 775,1	5 235,5	1 233,5	2 304,9	1,2	1 344,1	232,7	540,1
Mar.	3 413,5	2 475,5	787,4	140,2	10,6	8 792,4	5 256,0	1 219,6	2 315,7	1,1	1 363,3	229,0	539,3
Apr.	3 430,8	2 483,0	794,9	141,4	11,5	8 807,8	5 288,2	1 199,8	2 318,9	0,9	1 378,7	243,5	535,4
May	3 444,5	2 500,7	791,6	142,7	9,5	8 832,7	5 316,8	1 188,4	2 326,5	1,0	1 380,2	230,3	541,2
June	3 421,2	2 494,7	772,6	144,5	9,3	8 842,1	5 334,0	1 173,0	2 333,9	1,2	1 367,5	236,6	545,7
July ⁴⁾	3 444,9	2 510,2	780,5	144,3	9,8	8 871,5	5 357,2	1 172,9	2 340,5	0,9	1 327,8	219,3	548,4
Transactions													
2022	122,9	-89,2	207,7	5,9	-1,5	295,8	166,8	74,9	54,0	0,1	-10,4	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	-64,6	-3,0	-27,8
2024	94,9	75,8	16,1	2,9	0,2	300,1	55,7	236,1	8,2	0,1	53,6	4,0	3,2
2024 Q3	-11,0	-1,7	-8,1	-1,7	0,4	61,4	-1,8	58,7	4,7	-0,3	41,1	9,3	16,5
Q4	61,8	88,8	-34,6	8,1	-0,5	133,8	106,8	-8,7	35,2	0,5	-42,6	0,7	-3,4
2025 Q1	-17,9	-20,6	-3,3	6,2	-0,2	34,8	64,3	-36,6	7,5	-0,4	75,1	-2,2	-9,3
Q2 ⁴⁾	21,1	27,2	-9,6	4,4	-0,8	54,3	81,3	-44,7	17,6	0,1	20,3	9,0	6,4
2025 Feb.	9,2	6,9	2,0	0,3	0,0	20,5	32,5	-15,4	3,6	-0,2	18,6	2,8	-9,2
Mar.	-19,6	0,3	-21,6	3,6	-1,9	19,0	27,7	-13,1	4,5	-0,1	27,8	-2,9	-0,8
Apr.	24,3	11,9	9,8	1,3	1,3	18,5	34,7	-18,5	2,6	-0,2	26,3	15,4	-4,0
May	12,9	17,3	-3,5	1,3	-2,0	24,6	28,4	-11,5	7,6	0,2	1,3	-13,4	5,9
June	-16,1	-2,0	-15,9	1,8	0,0	11,1	18,2	-14,6	7,5	0,1	-7,3	7,0	4,5
July ⁴⁾	20,6	13,2	6,7	0,2	0,4	28,6	22,8	-0,5	6,6	-0,2	-42,6	-17,6	2,7
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	3,6	1,1	23,2	0,4	6,1	4,4	1,8	0,6
2024 Q3	1,6	-1,0	11,5	-4,2	-15,0	2,9	-2,7	48,1	-1,4	21,7	7,0	10,0	-1,6
Q4	2,8	3,1	2,1	2,2	2,0	3,6	1,1	23,2	0,4	6,1	4,4	1,8	0,6
2025 Q1	2,2	4,0	-3,9	9,7	-2,8	3,6	3,4	7,4	1,9	5,4	8,3	2,9	-0,8
Q2 ⁴⁾	1,6	3,9	-6,7	13,4	-9,4	3,3	4,9	-2,6	2,9	-7,9	7,2	7,6	1,9
2025 Feb.	3,0	4,1	-0,6	6,6	3,9	3,5	2,7	11,1	1,5	15,7	9,3	4,3	-0,7
Mar.	2,2	4,0	-3,9	9,7	-2,8	3,6	3,4	7,4	1,9	5,4	8,3	2,9	-0,8
Apr.	2,6	4,3	-3,8	11,2	7,0	3,5	4,0	3,5	2,2	-9,2	10,2	16,0	0,6
May	2,7	4,8	-4,9	12,2	7,3	3,6	4,8	0,4	2,5	4,3	8,8	7,1	2,3
June	1,6	3,9	-6,7	13,4	-9,4	3,3	4,9	-2,6	2,9	-7,9	7,2	7,6	1,9
July ⁴⁾	2,7	4,9	-5,5	14,1	5,1	3,4	5,4	-4,6	3,1	-0,1	6,0	2,5	1,3

Sources: ECB.

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

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

3) Including non-profit institutions serving households.

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

5 Financing conditions and credit developments

5.3 Credit to euro area residents ¹⁾

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

	Credit to general government			Credit to other euro area residents								
	Total	Loans	Debt securities	Total	Loans					Debt securities	Equity and non-money market fund investment fund shares	
					Total		To non-financial corporations ²⁾	To households ²⁾	To financial corporations other than MFIs and ICPFs ³⁾			To insurance corporations and pension funds
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
Outstanding amounts												
2022	6 352,0	1 001,3	5 325,7	15 389,8	12 987,6	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	6 257,4	988,5	5 243,0	15 782,4	13 247,6	13 503,0	5 182,3	6 677,2	1 248,7	139,4	1 581,4	953,4
2024 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	6 257,4	988,5	5 243,0	15 782,4	13 247,6	13 503,0	5 182,3	6 677,2	1 248,7	139,4	1 581,4	953,4
2025 Q1	6 267,0	995,5	5 245,5	15 876,9	13 338,1	13 594,9	5 204,0	6 720,8	1 276,5	136,8	1 562,5	976,3
Q2	6 264,2	1 007,4	5 230,8	15 955,7	13 411,3	13 686,5	5 211,1	6 767,6	1 287,2	145,4	1 572,2	972,3
2025 Feb.	6 298,2	1 001,5	5 270,8	15 892,6	13 335,0	13 572,7	5 202,4	6 711,1	1 285,7	135,7	1 576,1	981,6
Mar.	6 267,0	995,5	5 245,5	15 876,9	13 338,1	13 594,9	5 204,0	6 720,8	1 276,5	136,8	1 562,5	976,3
Apr.	6 306,3	994,8	5 285,5	15 890,4	13 369,1	13 629,5	5 208,2	6 740,1	1 284,7	136,0	1 564,3	957,1
May	6 290,6	1 008,1	5 256,3	15 902,2	13 378,5	13 634,9	5 208,1	6 754,7	1 277,4	138,2	1 558,3	965,4
June	6 264,2	1 007,4	5 230,8	15 955,7	13 411,3	13 686,5	5 211,1	6 767,6	1 287,2	145,4	1 572,2	972,3
July	6 283,3	1 011,9	5 245,4	15 980,4	13 417,2	13 684,9	5 220,3	6 780,1	1 280,0	136,8	1 575,0	988,3
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	-64,4	-1,4	-63,5	288,9	229,8	272,1	76,9	44,8	107,0	1,1	11,4	47,6
2024 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	4,6	11,0	-6,5	140,8	101,4	126,3	44,2	22,3	28,7	6,3	14,3	25,1
2025 Q1	31,9	6,6	25,2	116,0	112,9	113,4	35,1	48,4	32,1	-2,7	-17,0	20,1
Q2	-27,7	11,7	-39,4	97,2	92,4	107,8	22,0	47,8	13,6	9,1	12,0	-7,2
2025 Feb.	-14,0	5,1	-19,1	59,0	56,0	48,8	13,1	15,4	29,2	-1,6	-5,6	8,6
Mar.	-3,6	-6,4	2,8	6,9	18,1	35,8	8,2	11,8	-3,4	1,5	-9,5	-1,7
Apr.	12,0	-1,1	13,1	25,5	41,7	44,2	11,2	16,5	14,4	-0,5	2,6	-18,8
May	-17,0	13,3	-30,5	7,5	9,8	5,8	1,3	15,5	-9,2	2,2	-5,9	3,7
June	-22,7	-0,5	-22,0	64,2	41,0	57,8	9,5	15,8	8,3	7,3	15,4	7,8
July	23,5	4,5	19,0	19,8	3,3	-2,8	7,6	13,4	-9,0	-8,7	1,5	15,0
Growth rates												
2022	2,7	0,9	3,0	4,3	5,0	5,4	5,5	3,8	13,4	-7,9	1,2	-0,6
2023	-2,5	-1,7	-2,7	0,3	0,2	0,5	-0,1	0,1	2,8	-5,5	-1,0	5,3
2024	-1,0	-0,1	-1,2	1,9	1,8	2,1	1,5	0,7	9,5	0,8	0,7	5,3
2024 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	2,1	1,5	0,7	9,5	0,8	0,7	5,3
2025 Q1	0,5	1,7	0,2	2,2	2,4	2,6	2,2	1,4	8,7	-0,7	-0,9	4,9
Q2	0,1	2,7	-0,4	2,7	2,8	3,0	2,3	2,1	7,8	11,3	0,8	4,6
2025 Feb.	0,4	1,9	0,1	2,3	2,4	2,4	2,2	1,4	9,8	-0,6	-1,0	6,3
Mar.	0,5	1,7	0,2	2,2	2,4	2,6	2,2	1,4	8,7	-0,7	-0,9	4,9
Apr.	0,5	1,9	0,2	2,4	2,6	2,8	2,5	1,7	8,6	-0,2	0,0	3,4
May	0,6	3,3	0,1	2,5	2,6	2,8	2,4	1,9	7,5	5,7	0,4	3,7
June	0,1	2,7	-0,4	2,7	2,8	3,0	2,3	2,1	7,8	11,3	0,8	4,6
July	0,6	3,6	0,0	2,7	2,6	2,8	2,5	2,3	4,8	3,5	1,6	5,8

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	5 213,4	703,3
2023	5 123,2	5 138,3	907,2	1 090,3	3 125,8	6 648,1	6 866,2	731,3	5 227,9	688,9
2024	5 182,3	5 203,1	922,4	1 098,0	3 161,9	6 677,2	6 928,7	745,0	5 254,1	678,1
2024 Q3	5 139,8	5 161,9	912,5	1 089,7	3 137,7	6 661,4	6 899,1	742,3	5 244,0	675,1
Q4	5 182,3	5 203,1	922,4	1 098,0	3 161,9	6 677,2	6 928,7	745,0	5 254,1	678,1
2025 Q1	5 204,0	5 227,6	922,9	1 114,7	3 166,4	6 720,8	6 973,1	750,8	5 291,9	678,1
Q2	5 211,1	5 252,9	928,1	1 116,0	3 167,0	6 767,6	7 016,4	757,3	5 333,6	676,7
2025 Feb.	5 202,4	5 213,7	926,1	1 104,4	3 171,9	6 711,1	6 956,1	747,3	5 284,9	679,0
Mar.	5 204,0	5 227,6	922,9	1 114,7	3 166,4	6 720,8	6 973,1	750,8	5 291,9	678,1
Apr.	5 208,2	5 231,0	927,0	1 109,3	3 171,9	6 740,1	6 990,9	753,6	5 309,0	677,5
May	5 208,1	5 229,1	926,0	1 108,8	3 173,3	6 754,7	7 002,0	754,2	5 322,9	677,7
June	5 211,1	5 252,9	928,1	1 116,0	3 167,0	6 767,6	7 016,4	757,3	5 333,6	676,7
July	5 220,3	5 258,2	922,6	1 122,6	3 175,1	6 780,1	7 030,0	760,1	5 345,5	674,5
Transactions										
2022	269,0	308,3	78,0	77,3	113,7	241,8	250,0	23,2	217,7	0,9
2023	-5,7	24,2	-44,0	10,3	27,9	7,7	26,5	18,9	10,0	-21,2
2024	76,9	88,1	21,9	14,1	40,9	44,8	77,0	26,6	28,0	-9,9
2024 Q3	18,7	22,7	13,6	4,5	0,6	20,0	20,7	7,1	17,9	-5,1
Q4	44,2	45,5	7,8	10,8	25,6	22,3	36,3	10,7	10,5	1,1
2025 Q1	35,1	35,8	2,3	21,6	11,1	48,4	50,4	8,9	39,2	0,3
Q2	22,0	35,9	11,1	6,9	4,0	47,8	45,8	6,0	40,1	1,7
2025 Feb.	13,1	10,9	1,3	5,0	6,8	15,4	15,9	2,0	13,6	-0,3
Mar.	8,2	19,2	-1,5	11,9	-2,2	11,8	19,2	4,1	7,9	-0,1
Apr.	11,2	9,2	7,2	-2,1	6,1	16,5	15,6	2,8	14,2	-0,5
May	1,3	-1,2	-0,9	0,1	2,1	15,5	12,6	1,1	14,0	0,4
June	9,5	27,9	4,8	8,9	-4,2	15,8	17,7	2,1	11,9	1,8
July	7,6	4,6	-6,5	6,4	7,7	13,4	15,2	3,3	11,9	-1,8
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	-1,4
2024 Q3	0,8	1,3	2,0	0,7	0,5	0,6	0,6	2,7	0,6	-2,1
Q4	1,5	1,7	2,4	1,3	1,3	0,7	1,1	3,7	0,5	-1,4
2025 Q1	2,2	2,4	4,6	3,4	1,2	1,4	1,7	3,7	1,4	-0,7
Q2	2,3	2,7	3,9	4,1	1,3	2,1	2,2	4,5	2,1	-0,3
2025 Feb.	2,2	2,1	4,6	2,2	1,5	1,4	1,5	3,8	1,3	-0,8
Mar.	2,2	2,4	4,6	3,4	1,2	1,4	1,7	3,7	1,4	-0,7
Apr.	2,5	2,6	5,8	3,3	1,3	1,7	1,9	4,0	1,6	-0,5
May	2,4	2,5	4,6	3,4	1,4	1,9	2,0	4,0	1,9	-0,3
June	2,3	2,7	3,9	4,1	1,3	2,1	2,2	4,5	2,1	-0,3
July	2,5	2,8	3,1	4,7	1,5	2,3	2,4	4,6	2,2	0,1

Source: ECB.

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

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

3) Including non-profit institutions serving households.

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

5 Financing conditions and credit developments

5.5 Counterparts to M3 other than credit to euro area residents 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	7 837,7	1 843,2	116,5	2 588,8	3 289,2	2 678,3	251,6	140,4	136,0
2024 Q3	402,8	7 679,4	1 833,1	114,3	2 541,1	3 190,9	2 490,5	249,2	184,9	188,5
Q4	377,9	7 837,7	1 843,2	116,5	2 588,8	3 289,2	2 678,3	251,6	140,4	136,0
2025 Q1	366,8	7 939,7	1 834,3	121,1	2 573,6	3 410,7	2 791,4	225,2	183,5	161,3
Q2 ^(a)	410,9	7 905,9	1 833,6	129,7	2 563,0	3 379,6	2 828,2	193,1	177,9	165,9
2025 Feb.	425,3	7 953,7	1 842,6	118,5	2 599,8	3 392,8	2 802,3	235,3	196,1	159,7
Mar.	366,8	7 939,7	1 834,3	121,1	2 573,6	3 410,7	2 791,4	225,2	183,5	161,3
Apr.	447,0	7 912,6	1 830,1	123,4	2 537,1	3 422,0	2 838,5	227,2	195,4	173,4
May	471,6	7 957,9	1 829,8	125,9	2 572,9	3 429,3	2 924,9	255,0	181,4	177,6
June	410,9	7 905,9	1 833,6	129,7	2 563,0	3 379,6	2 828,2	193,1	177,9	165,9
July ^(a)	398,9	7 952,1	1 834,4	133,0	2 583,8	3 400,8	2 856,6	154,7	173,5	167,0
Transactions										
2022	-93,4	52,7	-88,8	-4,6	13,2	132,9	-68,9	-205,4	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	278,1	15,6	26,2	164,2	72,2	541,1	20,6	-11,7	-16,7
2024 Q3	-7,7	58,6	7,5	4,4	38,3	8,5	168,5	-30,7	2,4	12,0
Q4	-25,4	68,0	4,8	2,2	5,6	55,4	86,7	-16,2	-44,5	-52,6
2025 Q1	-10,7	25,4	-5,7	5,7	10,7	14,7	7,3	-22,8	43,1	25,3
Q2 ^(a)	44,2	26,9	4,8	8,6	40,2	-26,7	129,0	-23,6	-5,6	4,7
2025 Feb.	21,1	3,2	3,4	1,1	5,4	-6,6	40,6	0,8	32,9	13,2
Mar.	-58,3	-2,1	-5,5	2,8	-1,3	2,0	-16,7	-23,4	-12,6	1,6
Apr.	80,3	-16,1	-0,8	2,4	-5,0	-12,6	78,3	17,7	11,9	12,2
May	24,6	32,3	-0,6	2,5	33,3	-2,9	70,0	35,8	-13,9	4,2
June	-60,8	10,7	6,1	3,8	11,9	-11,2	-19,4	-77,1	-3,6	-11,7
July ^(a)	-13,4	6,3	-0,6	3,3	10,4	-6,8	-12,0	-46,7	-4,4	1,0
Growth rates										
2022	-12,7	0,8	-4,8	-13,0	0,5	4,6	-	-	7,8	12,7
2023	-30,8	4,7	1,4	80,3	10,7	1,1	-	-	12,4	6,0
2024	-15,5	3,8	0,9	29,1	6,8	2,3	-	-	-7,7	-10,9
2024 Q3	-11,2	3,7	0,0	54,7	9,2	0,3	-	-	20,5	15,4
Q4	-15,5	3,8	0,9	29,1	6,8	2,3	-	-	-7,7	-10,9
2025 Q1	-7,1	2,5	0,3	17,6	3,5	2,6	-	-	3,1	-7,4
Q2 ^(a)	0,1	2,3	0,6	19,1	3,8	1,6	-	-	-2,6	-6,0
2025 Feb.	-1,0	3,0	0,7	19,0	5,0	2,1	-	-	18,5	-7,9
Mar.	-7,1	2,5	0,3	17,6	3,5	2,6	-	-	3,1	-7,4
Apr.	1,8	2,1	0,4	16,8	2,4	2,5	-	-	19,4	-2,3
May	6,8	2,4	0,5	17,1	3,5	2,2	-	-	14,0	7,6
June	0,1	2,3	0,6	19,1	3,8	1,6	-	-	-2,6	-6,0
July ^(a)	-1,8	2,4	0,9	20,4	4,0	1,3	-	-	4,0	7,8

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								
	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	12,8	11,7	4,1	1,2	0,3	8,1	1,6	1,2	0,4	1,9	2,0	1,1	0,5
2023	12,8	11,5	4,1	1,3	0,3	8,1	2,0	1,3	2,1	2,0	1,7	3,6	2,0
2024	12,4	11,0	4,1	1,4	0,4	8,2	2,1	1,3	2,1	2,2	1,8	3,5	2,9
2024 Q3	12,4	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	2,1	2,2	1,8	3,5	2,9
2025 Q1	12,4	10,9	3,8	1,5	0,4	8,3	2,1	1,3	1,8	2,2	1,9	3,3	2,9
Q2	12,9	11,4	3,3	1,5	0,4	8,3	2,2	1,3	1,6	2,2	2,1	3,1	2,8
2025 Feb.	12,6	11,2	4,1	1,4	0,4	8,3	2,1	1,3	2,0	2,2	1,9	3,4	2,9
Mar.	12,4	10,9	3,8	1,5	0,4	8,3	2,1	1,3	1,8	2,2	1,9	3,3	2,9
Apr.	13,1	11,6	3,8	1,5	0,4	8,3	2,2	1,3	1,9	2,2	1,9	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	3,3	1,5	0,4	8,3	2,2	1,3	1,6	2,2	2,1	3,1	2,8
July	12,9	11,4	3,6	1,5	0,4	8,3	2,2	1,3	1,6	2,2	2,1	3,0	2,7

Source: ECB.

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

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

3) Residual maturity at the end of the period.

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

6 Fiscal developments

6.6 Fiscal developments in euro area countries

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

	Belgium	Germany	Estonia	Ireland	Greece	Spain	France	Croatia	Italy	Cyprus
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
Government deficit (-)/surplus (+)										
2021	-5,4	-3,2	-2,6	-1,4	-7,1	-6,7	-6,6	-2,6	-8,9	-1,6
2022	-3,6	-2,1	-1,1	1,7	-2,5	-4,6	-4,7	0,1	-8,1	2,7
2023	-4,1	-2,5	-3,1	1,5	-1,4	-3,5	-5,4	-0,8	-7,2	1,7
2024	-4,5	-2,8	-1,5	4,3	1,3	-3,2	-5,8	-2,4	-3,4	4,3
2024 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

	Latvia	Lithuania	Luxembourg	Malta	Netherlands	Austria	Portugal	Slovenia	Slovakia	Finland
	11	12	13	14	15	16	17	18	19	20
Government deficit (-)/surplus (+)										
2021	-7,2	-1,2	1,0	-7,0	-2,2	-5,7	-2,8	-4,6	-5,1	-2,7
2022	-4,9	-0,7	0,2	-5,2	0,0	-3,4	-0,3	-3,0	-1,7	-0,2
2023	-2,4	-0,7	-0,8	-4,7	-0,4	-2,6	1,2	-2,6	-5,2	-3,0
2024	-1,8	-1,3	1,0	-3,7	-0,9	-4,7	0,7	-0,9	-5,3	-4,4
2024 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 et la Banque nationale de Belgique).

La date d'arrêté des statistiques figurant dans cette publication est le 10 septembre 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-01-25-070-FR-N (PDF)

Directeur de la publication : Claude Piot

Secrétaire général