



**BANQUE CENTRALE EUROPÉENNE**  
EUROSYSTEME

# Bulletin économique

**Numéro 7 / 2025**



# Sommaire

|                                                                                                                                                                     |           |
|---------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|-----------|
| <b>Évolutions économiques, financières et monétaires</b>                                                                                                            | <b>3</b>  |
| Synthèse                                                                                                                                                            | 3         |
| 1 Environnement extérieur                                                                                                                                           | 8         |
| 2 Activité économique                                                                                                                                               | 13        |
| 3 Prix et coûts                                                                                                                                                     | 21        |
| 4 Évolutions sur les marchés financiers                                                                                                                             | 28        |
| 5 Conditions de financement et évolutions du crédit                                                                                                                 | 32        |
| <b>Encadrés</b>                                                                                                                                                     | <b>41</b> |
| 1 L'excédent commercial croissant de la Chine : pourquoi les exportations augmentent alors que les importations stagnent                                            | 41        |
| 2 Changements dans le comportement de l'OPEP+ et risques à la baisse pour les prix du pétrole                                                                       | 48        |
| 3 La demande automobile dans la zone euro sous le prisme de l'enquête de la BCE sur les anticipations des consommateurs                                             | 53        |
| 4 Et pourtant ça bouge : données sur les changements d'emploi dans la zone euro                                                                                     | 60        |
| 5 Principales conclusions tirées des contacts récents de la BCE avec les sociétés non financières                                                                   | 67        |
| 6 La désinflation ne touche pas tous les prix de la même manière : distinguer la dynamique des composantes à prix rigides de celle des composantes à prix flexibles | 72        |
| 7 La transmission hétérogène de la politique monétaire aux crédits des ménages                                                                                      | 77        |
| 8 Le soutien à l'euro atteint des niveaux historiques : une analyse                                                                                                 | 83        |
| <b>Article</b>                                                                                                                                                      | <b>88</b> |
| 1 Épisode d'inflation élevée de 2021-2023 et inégalités : informations tirées de l'enquête sur les anticipations des consommateurs                                  | 88        |
| <b>Encadré 1</b> Mesurer l'inflation personnelle à partir des données détaillées de consommation issues de l'enquête sur les anticipations des consommateurs        | 97        |

**Encadré 2** Qui supporte les coûts liés aux taux d'intérêt plus élevés ?

Une microsimulation tirée des résultats de l'enquête sur les  
anticipations des consommateurs

102

**Statistiques**

**106**

# Évolutions économiques, financières et monétaires

## Synthèse

Lors de sa réunion du 30 octobre 2025, le Conseil des gouverneurs a décidé de laisser inchangés les trois taux directeurs de la BCE. L'inflation reste proche de la cible de 2 % à moyen terme et l'évaluation, par le Conseil des gouverneurs, des perspectives d'inflation est globalement inchangée. L'économie a continué de croître en dépit du contexte mondial difficile. La robustesse du marché du travail, la solidité des bilans du secteur privé et les réductions passées des taux d'intérêt directeurs décidées par le Conseil des gouverneurs demeurent d'importantes sources de résilience. Les perspectives restent toutefois incertaines, en particulier en raison des différends commerciaux au niveau mondial et des tensions géopolitiques.

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 définir, 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

La croissance de l'économie s'est établie à 0,2 % au troisième trimestre 2025, selon l'estimation rapide préliminaire d'Eurostat publiée le 30 octobre. L'activité dans les services a continué de progresser, soutenue par la vigueur du secteur du tourisme et, plus particulièrement, par un rebond des services numériques. Selon plusieurs enquêtes, ce rebond reflète les efforts accrus des entreprises en vue de moderniser leurs infrastructures informatiques et d'intégrer l'intelligence artificielle dans leurs opérations. L'activité manufacturière, en revanche, a été freinée par la hausse des droits de douane, l'incertitude encore vive et l'appréciation de l'euro.

La divergence entre la demande intérieure et extérieure devrait persister à court terme. L'économie bénéficierait davantage des dépenses de consommation grâce à la hausse des revenus réels. Le chômage, qui est ressorti à 6,3 % en septembre, reste à un niveau proche de son point bas de très long terme, même si la demande de main-d'œuvre s'est atténuée. Les ménages continuent d'épargner une part inhabituellement importante de leurs revenus, ce qui devrait les placer dans une meilleure situation en vue d'augmenter leurs dépenses. Les fortes dépenses publiques dans les infrastructures et la défense, ainsi que des réductions passées des

taux directeurs décidées par le Conseil des gouverneurs, devraient soutenir les investissements.

À l'inverse, l'environnement mondial resterait un frein. Les exportations de biens ont diminué de mars à août, ce qui a annulé l'anticipation des échanges internationaux observée précédemment en vue des hausses annoncées des droits de douane. Les nouvelles commandes à l'exportation dans le secteur manufacturier signalent des baisses supplémentaires. L'incidence globale des relèvements des droits de douane sur les exportations de la zone euro et les investissements dans le secteur manufacturier n'apparaîtra qu'avec le temps.

Le Conseil des gouverneurs souligne le besoin urgent de renforcer la zone euro et son économie dans l'environnement géopolitique actuel, et salue la réaffirmation de cette ambition par les dirigeants européens lors du Sommet de la zone euro, le 23 octobre 2025. Les politiques budgétaires et structurelles devraient stimuler la productivité, la compétitivité et la capacité de résistance. Une mise en œuvre rapide du plan d'action pour la compétitivité de la Commission européenne est essentielle. 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 également vital de favoriser la poursuite de l'intégration des marchés de capitaux en achevant l'union pour l'épargne et l'investissement et l'union bancaire selon un calendrier ambitieux, et de rapidement adopter le règlement établissant un euro numérique.

Le Conseil des gouverneurs est déterminé à adapter la monnaie de banque centrale, pour les transactions de détail et de gros, aux défis de l'ère numérique. Dans ce contexte, le Conseil des gouverneurs a décidé, lors de sa réunion du 30 octobre 2025, de lancer la prochaine phase du projet d'euro numérique. Celle-ci sera consacrée aux préparatifs techniques en vue d'une éventuelle émission qui, lorsque la législation aura été adoptée, renforcera la souveraineté numérique de l'Europe. Les détails de cette décision sont présentés dans un communiqué de presse à ce sujet <sup>1</sup>.

## Inflation

L'inflation annuelle s'est établie à 2,2 % en septembre 2025, après 2,0 % en août, principalement sous l'effet d'un recul moins prononcé qu'auparavant des prix de l'énergie. La variation des prix de l'énergie s'est établie à – 0,4 % en septembre, après – 2,0 % en août. L'augmentation des prix des produits alimentaires est quant à elle revenue de 3,2 % en août à 3,0 % en septembre. L'inflation hors produits alimentaires et énergie a atteint 2,4 %, contre 2,3 % en août, la hausse des prix des services étant passée de 3,1 % à 3,2 %, alors que le renchérissement des biens se maintenait une nouvelle fois à 0,8 %.

Les indicateurs de l'inflation sous-jacente restent conformes à la cible du Conseil des gouverneurs de 2 % à moyen terme. Même si les bénéfices des entreprises se

---

<sup>1</sup> Cf. « [L'Eurosystème ouvre la prochaine étape du projet d'euro numérique](#) », communiqué de presse, BCE, 30 octobre 2025.

redressent, la modération des coûts de main-d'œuvre devrait se poursuivre du fait de la hausse de la productivité et de l'atténuation de la croissance des salaires. Les indicateurs prospectifs, notamment l'outil de suivi des salaires de la BCE et les enquêtes sur les anticipations relatives aux salaires, signalent un ralentissement de la croissance des salaires pendant le reste de 2025 et au premier semestre 2026.

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

L'accord commercial conclu entre l'UE et les États-Unis pendant l'été, associé au cessez-le-feu annoncé au Moyen-Orient et aux avancées dans les négociations commerciales entre les États-Unis et la Chine ont atténué certains risques à la baisse pesant sur la croissance économique. Cela étant, l'environnement commercial mondial toujours volatil pourrait perturber les chaînes d'approvisionnement, réduire davantage les exportations et peser sur la consommation et l'investissement. 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, en particulier la guerre injustifiée menée par la Russie contre l'Ukraine, demeurent une source majeure d'incertitude. 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 pourrait stimuler l'investissement privé. Une diminution des tensions géopolitiques persistantes, 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 provoque une baisse de la demande d'exportations adressée à la zone euro et une nouvelle hausse des exportations depuis les pays en surcapacité vers la zone euro. Une hausse de la volatilité et de l'aversion au risque sur les marchés financiers pourrait peser sur la demande intérieure et ainsi faire reculer l'inflation. À l'inverse, l'inflation pourrait être plus forte si une fragmentation des chaînes d'approvisionnement mondiales pousse les prix à l'importation à la hausse, réduit l'offre de matières premières critiques et renforce 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 et naturelle pourraient conduire à une hausse des prix des produits alimentaires plus importante qu'anticipé.

## Conditions financières et monétaires

Depuis la dernière réunion de politique monétaire du Conseil des gouverneurs, le 11 septembre 2025, les taux d'intérêt de marché sont restés globalement inchangés. Les réductions passées des taux directeurs ont continué de pousser à la baisse les taux débiteurs bancaires appliqués aux entreprises, qui se sont établis à 3,5 % en moyenne en août. Parallèlement, le coût du financement par endettement de marché est resté inchangé, à 3,5 %, en août, les rendements à plus long terme fondant la tarification de ce type de dette étant restés relativement stables.

Le taux de croissance annuel des prêts bancaires aux entreprises a légèrement diminué, à 2,9 % en septembre, après 3,0 % en août. Dans le même temps, la hausse des émissions d'obligations des entreprises s'est ralentie à 3,3 % en rythme annuel. Selon l'enquête d'octobre 2025 sur la distribution du crédit bancaire dans la zone euro, les critères d'octroi de prêts aux entreprises se sont modérément durcis au troisième trimestre du fait des inquiétudes croissantes des banques face aux risques auxquels leurs clients sont confrontés. La demande de prêts des entreprises a légèrement augmenté.

Le taux d'intérêt moyen sur les nouveaux prêts hypothécaires n'a pratiquement pas changé depuis début 2025 et s'est élevé à 3,3 % en août. La croissance des prêts hypothécaires s'est faiblement accélérée, à 2,6 % en septembre contre 2,5 % en août, sous l'effet d'une nouvelle hausse de la demande et de critères d'octroi inchangés au troisième trimestre.

La croissance de la monnaie au sens large, mesurée par l'agrégat monétaire M3, est revenue à 2,8 % en septembre, après 2,9 % en août et une moyenne de 3,8 % sur le premier semestre de l'année.

## 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 30 octobre 2025, le Conseil des gouverneurs a décidé de laisser inchangés les trois taux directeurs de la BCE. Le Conseil des gouverneurs est déterminé à assurer la stabilisation de l'inflation au niveau de sa cible de 2 % à moyen terme. Il suivra une approche s'appuyant sur les données pour définir, 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.

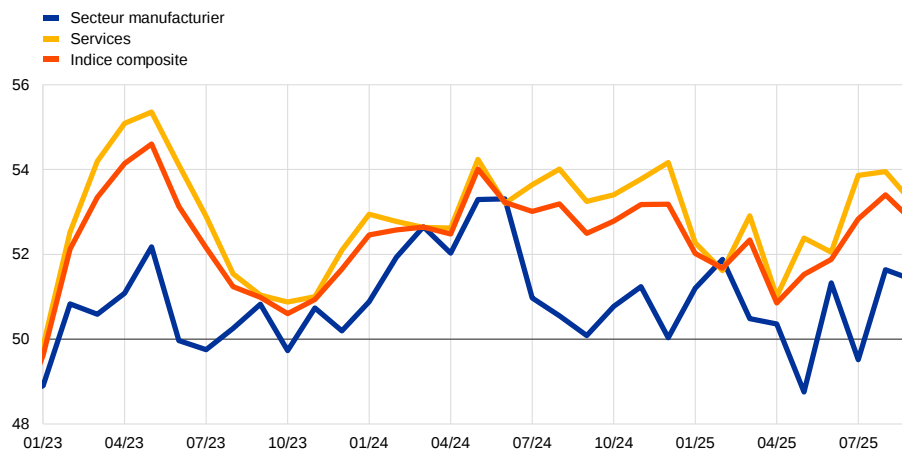
*L'activité économique mondiale a fait preuve d'une certaine résilience au deuxième trimestre 2025 et devrait rester stable mais modérée jusqu'à la fin de l'année, certains des risques à la baisse pesant sur la croissance mondiale ayant été atténués. Le commerce mondial s'est révélé plus dynamique que prévu au deuxième trimestre 2025. Dans un contexte de politiques commerciales mondiales qui reste volatil, la croissance des échanges devrait se ralentir au troisième trimestre avec la dissipation des effets de concentration en début de période et une meilleure visibilité des effets des droits de douane. L'inflation totale dans les économies de l'OCDE est demeurée inchangée en termes agrégés en août, avec une dynamique d'inflation de plus en plus hétérogène dans les économies avancées.*

**La croissance mondiale a fait preuve d'une certaine résilience au deuxième trimestre, mais les perspectives à court terme restent moroses.** Depuis la réunion du Conseil des gouverneurs de septembre, la croissance du PIB mondial en volume au deuxième trimestre a été révisée à la hausse, à 1,0 % (en glissement trimestriel), principalement en raison d'une révision de la croissance du PIB des États-Unis et de surprises à la hausse sur les marchés émergents, en particulier en Inde. L'indice composite des directeurs d'achat (PMI) mondial (hors zone euro) a diminué en septembre mais reste en territoire expansionniste (graphique 1). Globalement, l'indice mondial des directeurs d'achat indique une croissance résiliente au troisième trimestre avec une amélioration notable de l'activité dans les services. Au troisième trimestre, l'indice des directeurs d'achat pour la production manufacturière a continué d'afficher une certaine volatilité, les entreprises transformant les intrants qui avaient été stockés plus tôt dans l'année. Le secteur des services a bénéficié de cette concentration en début de période des activités manufacturières, avec le renforcement des services de transport et la demande mondiale de services de logiciels basés sur l'intelligence artificielle (IA). Sur la base des valeurs de l'indice des directeurs d'achat (PMI) et de l'hypothèse d'une stabilisation du secteur manufacturier mondial, l'activité devrait rester stable mais modérée jusqu'à la fin 2025.

## Graphique 1

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

(indices de diffusion)



Sources : S&P Global Market Intelligence et calculs des services de la BCE.

Note : Les dernières observations se rapportent à septembre 2025.

### La croissance du commerce mondial a été plus forte que prévu au deuxième trimestre, mais la croissance sous-jacente des échanges commerciaux se ralentit.

La croissance des importations mondiales (hors zone euro) est revenue de 1,7 % en rythme trimestriel au premier trimestre à 0,9 % au deuxième trimestre, un niveau plus élevé que prévu dans les projections de septembre établies par les services de la BCE. Cette surprise à la hausse est liée aux données de comptes nationaux publiées dans les grandes économies de marché émergentes, telles que l'Égypte, la Turquie et en particulier l'Inde. Les données douanières sur les flux bilatéraux ne montrent pas de preuve tangible que la forte croissance des importations de ces pays reflète une réorientation des exportations chinoises. Abstraction faite de ces effets idiosyncratiques, les importations mondiales devraient continuer de s'affaiblir au troisième trimestre avec la dissipation des effets de concentration en début de période et les effets des droits de douane devenant plus visibles.

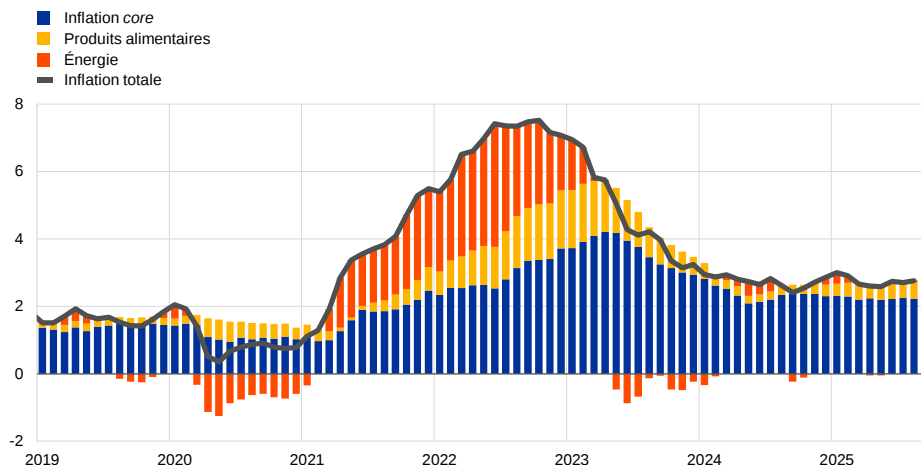
### L'inflation totale dans les pays membres de l'Organisation de coopération et de développement économiques (OCDE) est demeurée inchangée en termes agrégés, mais est devenue plus hétérogène d'une économie avancée à l'autre.

En août 2025, le taux d'inflation annuel mesuré par l'indice des prix à la consommation (IPC) dans les pays membres de l'OCDE est resté inchangé par rapport à juillet, à 4,1 % ; si l'on exclut la Turquie, il a légèrement augmenté pour s'établir à 2,8 % (graphique 2). Cette hausse résulte principalement du renchérissement de l'énergie et des produits alimentaires, tandis que l'inflation core a légèrement diminué pour s'établir à 3 % (après 3,1 % le mois précédent). La dynamique de l'inflation dans les économies avancées est devenue plus hétérogène ces derniers mois. Même si l'inflation totale est demeurée stable au niveau de la cible de 2 % au Canada et dans plusieurs autres économies avancées, elle a légèrement augmenté au Royaume-Uni et aux États-Unis.

## Graphique 2

### Hausse de l'IPC dans la zone OCDE

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



Sources : OCDE et calculs des services de la BCE.

Notes : L'agrégat de l'OCDE inclut les pays de la zone euro membres de l'OCDE, mais exclut la Turquie. Il est calculé en utilisant les pondérations annuelles de l'IPC pour l'OCDE. Les dernières observations se rapportent à août 2025.

**Les prix de l'énergie ont diminué, reflétant à la fois une baisse des prix du pétrole dans un contexte d'excédent d'offre croissant sur le marché du pétrole et une baisse des prix du gaz.** Les prix du pétrole brut ont diminué de 4 %, le marché connaissant des déséquilibres croissants entre la demande et l'offre. Du côté de la demande, les prix ont été affectés négativement par la faible consommation mondiale de pétrole à la suite des perturbations économiques déclenchées par les annonces de droits de douane américains et, plus récemment, par un regain de tensions commerciales entre les États-Unis et la Chine. Du côté de l'offre, un excédent est devenu évident dans les données récentes qui font état d'une production élevée en provenance d'Irak et du Koweït en septembre. Ces évolutions reflètent les hausses successives de la production de l'OPEP+ depuis avril, qui se sont poursuivies jusqu'au début du mois d'octobre. L'excédent du marché du pétrole est également apparent dans la récente accumulation de stocks dans les pays membres de l'OCDE et en Chine. Toutefois, les pressions à la baisse sur les prix du pétrole résultant de ces déséquilibres entre la demande et l'offre ont été en partie compensées au cours de la période la plus récente, de nouvelles sanctions américaines imposées aux compagnies pétrolières russes ayant apporté un certain soutien aux prix. Les prix du gaz en Europe ont diminué de 4 % sous l'effet de prévisions météorologiques plus clémentes, qui ont plus que compensé l'impact des grèves aux terminaux français d'importation de gaz naturel liquéfié (GNL). Plus généralement, les prix ont poursuivi leur tendance baissière des derniers mois, reflétant la faiblesse persistante de la consommation européenne par rapport à ses niveaux historiques et la faible demande de GNL en provenance d'Asie. Les prix des métaux ont augmenté de 7 %, principalement sous l'effet d'une forte hausse des prix du cuivre à la suite de perturbations de la production dans la deuxième plus grande mine du monde située en Indonésie. En revanche, les prix internationaux des matières premières alimentaires ont diminué de 3 %, dans un contexte de baisse des prix du cacao. Cette

baisse a suivi les anticipations d'une augmentation de l'offre après que la Côte d'Ivoire et le Ghana ont relevé le prix minimum payé aux producteurs de cacao.

**L'activité économique aux États-Unis a rebondi au deuxième trimestre mais devrait décélérer au cours de la période à venir.** Après s'être contractée au premier trimestre, l'activité économique réelle aux États-Unis a rebondi au deuxième trimestre (en hausse de 0,9 % en glissement trimestriel), indiquant une plus forte résilience des principales composantes du PIB que prévu initialement. Cette résilience a été confortée par les investissements liés à l'IA, par le redressement des bilans des ménages et par la baisse du taux d'épargne. Pour l'avenir, la croissance devrait se ralentir dans un contexte de faible croissance de l'emploi et de détérioration de la confiance des consommateurs. Le marché du travail américain continue de se ralentir, l'emploi salarié non agricole ayant augmenté de 22 000 personnes en août, ce qui était inférieur aux anticipations des marchés. La publication du rapport sur l'emploi de septembre a été retardée en raison de l'arrêt des activités gouvernementales (*shutdown*) mais d'autres sources de données suggèrent une nouvelle détente sur le marché du travail.

**L'inflation totale mesurée par l'indice relatif aux dépenses de consommation privée (*personal consumption expenditure*, PCE) aux États-Unis a augmenté en août, les droits de douane continuant de se transmettre le long de la chaîne des prix.** L'inflation totale mesurée par l'indice PCE a atteint 2,7 % en août, tandis que l'inflation *core* mesurée par l'indice PCE est restée à 2,9 %. Si la répercussion des droits de douane sur les prix de certaines catégories de biens (par exemple l'ameublement des ménages) semble avoir atteint un pic ces derniers mois, elle se poursuit dans d'autres catégories (par exemple l'habillement et les voitures). La publication différée de l'IPC de septembre indique une légère hausse de l'inflation totale mesurée par l'indice PCE à court terme, et une inflation *core* mesurée par l'indice PCE globalement inchangée. Le Comité fédéral de l'*open market* (FOMC) a abaissé la fourchette cible du taux des fonds fédéraux lors de ses réunions de septembre et d'octobre (de 25 points de base à chaque fois), à 3,75 %-4,00 %.

**En Chine, la croissance de l'activité devrait se ralentir tandis que la dynamique des prix reste modérée.** La croissance trimestrielle du PIB a légèrement augmenté, passant de 1,0 % au deuxième trimestre à 1,2 % au troisième trimestre, principalement en raison d'une forte contribution des exportations. La dynamique devrait se ralentir durant le reste de l'année, la demande intérieure devant rester modérée et les facteurs défavorables externes devant probablement s'accroître. L'ajustement à la baisse du marché de l'immobilier se poursuit, freinant fortement l'activité et exerçant une pression à la baisse persistante sur les prix des logements. Dans l'ensemble, les effets macroéconomiques des différents paquets de mesures annoncés au cours des années précédentes ne sont pas encore visibles. L'inflation totale mesurée par les prix à la consommation s'est légèrement accentuée, à - 0,3 % en septembre, et la contraction des prix à la production s'est atténuée, ressortant à - 2,3 %. L'impact de la campagne « anti-involution » des autorités chinoises (y compris les règles de concurrence plus strictes, les réunions spécifiques à certains secteurs pour la coordination des prix et le renforcement des mesures visant à lutter

contre les prix abusifs et la surcapacité) devrait rester limité, car les mesures sont fragmentées et spécifiques à certains secteurs, et la surcapacité devrait persister.

**Au Royaume-Uni, la croissance économique reste modeste dans un contexte d'inflation persistante à l'approche de prises de décisions budgétaires**

**majeures.** Le PIB mensuel et les données à haute fréquence confirment globalement le tableau d'une dynamique économique atone, qui devrait se poursuivre au second semestre 2025. En outre, le budget d'automne qui sera présenté le 26 novembre devrait entraîner un resserrement budgétaire. L'inflation totale annuelle est restée inchangée, à 3,8 % en septembre. Selon la Banque d'Angleterre, la nouvelle hausse de l'inflation sur l'année s'explique principalement par des hausses des prix administrés et des prix des produits alimentaires, associées à une atténuation des effets de base liés aux baisses antérieures des prix de l'énergie. De plus, la hausse des prix des services reste élevée (4,7 % en septembre). Lors de sa réunion de septembre, la Banque d'Angleterre a maintenu son taux directeur à 4 % et a décidé de ralentir le rythme du resserrement quantitatif.

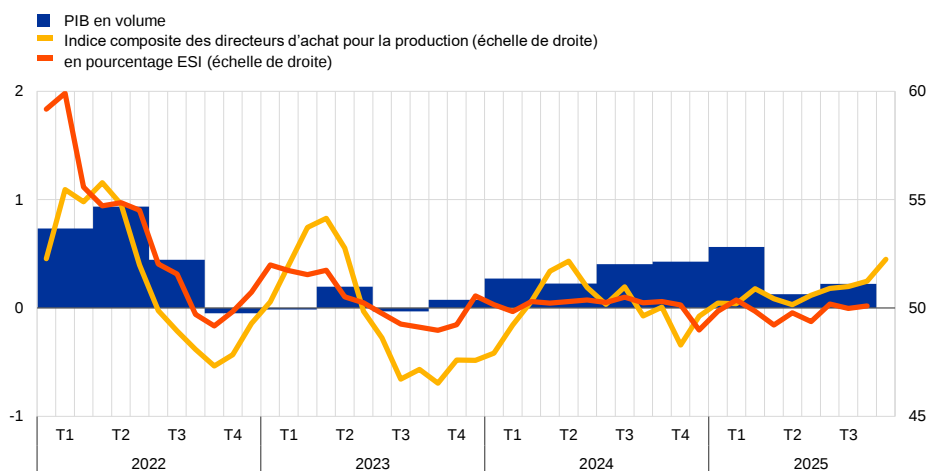
*L'économie de la zone euro a crû de 0,2 % au troisième trimestre 2025, après 0,1 % au deuxième trimestre. Les indicateurs économiques disponibles indiquent une croissance robuste de l'activité dans les services, soutenue par la vigueur du secteur du tourisme et, plus particulièrement, par un rebond des services numériques. Selon plusieurs enquêtes, ce rebond reflète les efforts accrus des entreprises en vue de moderniser leurs infrastructures informatiques et d'intégrer l'intelligence artificielle dans leurs opérations. L'activité manufacturière, en revanche, a été freinée par la hausse des droits de douane, l'incertitude encore vive et l'appréciation de l'euro. La divergence entre la demande intérieure et extérieure devrait persister à moyen terme. L'économie devrait davantage bénéficier des dépenses de consommation, grâce à la hausse des revenus réels. Les marchés du travail sont demeurés résilients, malgré des signes d'atténuation de la demande de main-d'œuvre. Les ménages continuent d'épargner une part inhabituellement importante de leurs revenus, ce qui devrait les placer dans une meilleure situation en vue d'augmenter leurs dépenses. En outre, la demande intérieure devrait bénéficier de conditions de financement plus favorables, les réductions des taux d'intérêt de la BCE se répercutant sur l'économie, tandis que l'augmentation des dépenses publiques en matière d'infrastructure et de défense devrait également soutenir l'investissement. À l'inverse, l'environnement mondial resterait un frein. L'incidence globale des relèvements des droits de douane sur les exportations de la zone euro et les investissements dans le secteur manufacturier n'apparaîtra qu'avec le temps.*

**L'économie de la zone euro a crû de 0,2 % au troisième trimestre 2025**, après 0,1 % au deuxième trimestre, selon l'estimation rapide préliminaire d'Eurostat. Bien que la ventilation des dépenses ne soit pas encore disponible, les indicateurs à court terme et les données disponibles par pays font état d'une contribution positive de la demande intérieure, tandis que les exportations nettes se sont révélées plus modérées. Au troisième trimestre, la dynamique de la croissance a continué d'être marquée par des différences considérables entre les principales économies de la zone euro : le PIB en volume a augmenté de 0,6 % en Espagne, de 0,5 % en France et de 0,4 % aux Pays-Bas, tandis qu'il est resté stable en Allemagne et en Italie. Parmi les petits pays, le PIB n'a diminué que légèrement en Irlande. Les résultats de la zone euro pour le troisième trimestre ont été conformes aux projections de septembre 2025 établies par les services de la BCE, après ajustements pour tenir compte de la baisse estimée de la contribution irlandaise par rapport aux résultats.

### Graphique 3

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

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



Sources : Eurostat, Commission européenne, 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. L'indicateur du climat économique (ESI) de la Commission européenne est normé et recalculé pour obtenir la même moyenne et le même écart type que l'indice composite des directeurs d'achat (PMI) pour la production. Les dernières observations se rapportent au troisième trimestre 2025 pour le PIB en volume, à octobre 2025 pour l'indice composite PMI pour la production et à septembre 2025 pour l'ESI.

**Les données disponibles indiquent une faiblesse persistante dans le secteur manufacturier au troisième trimestre, tandis que le secteur des services devrait avoir continué d'enregistrer une croissance positive.** L'indice composite des

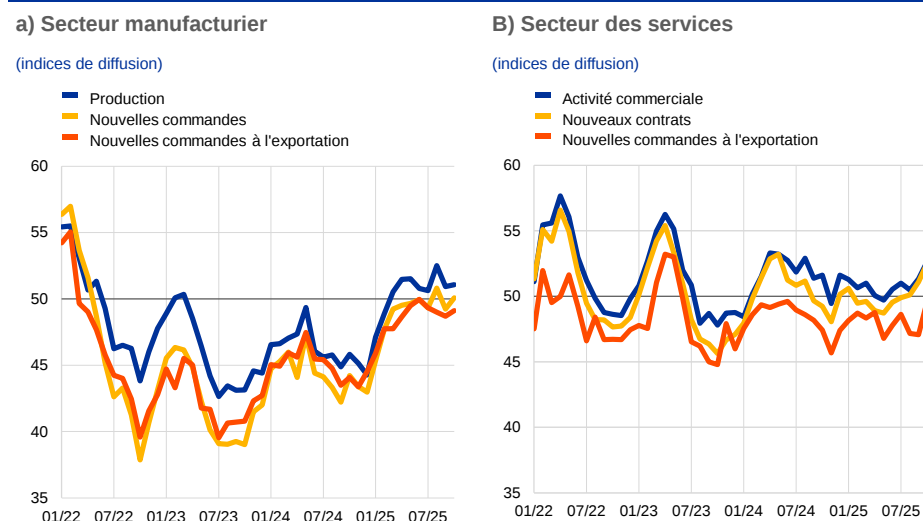
directeurs d'achat (PMI) pour la production a continué d'indiquer une légère tendance haussière en septembre, portant l'indicateur moyen pour le troisième trimestre à 51,0. Cette évolution est cohérente avec une expansion positive – bien que modeste – de l'activité économique de la zone euro, la hausse des droits de douane, la persistance d'une incertitude élevée et l'appréciation de l'euro ayant affecté négativement le secteur manufacturier. La production industrielle (hors construction) a diminué de 0,3 % en moyenne en juillet et en août par rapport au deuxième trimestre 2025. L'indice PMI relatif à la production manufacturière a diminué en septembre, compensant la hausse temporaire enregistrée en août, l'activité ayant globalement stagné, en moyenne, au troisième trimestre (graphique 4, partie a). L'indicateur du climat économique (ESI) de la Commission européenne relatif à l'industrie est resté inchangé en septembre et se situe à de bas niveaux depuis de nombreux mois. Les contacts récents de la BCE avec les sociétés non financières confirment ce tableau de croissance atone, indiquant que le secteur manufacturier est freiné par les droits de douane et l'incertitude dans un contexte d'atonie de la demande, de coûts d'exploitation élevés et de concurrence mondiale croissante (cf. encadré 5). La croissance du secteur des services devrait être restée positive au troisième trimestre. La dynamique récente de la production de services s'est légèrement affaiblie jusqu'en juillet, mais les données d'enquêtes montrent une tendance haussière au troisième trimestre, l'indice PMI relatif à l'activité dans le secteur des services atteignant 51,3 en septembre (graphique 4, partie b). Selon les récents contacts de la BCE avec les sociétés non financières du secteur des services, l'activité dans ce secteur résulte des dépenses de consommation dans le tourisme, l'hôtellerie, les loisirs et les services de

télécommunications. Elle a également été soutenue par le dynamisme du secteur numérique, ce qui reflète le fait que de nombreuses entreprises ont redoublé d'efforts pour moderniser leurs infrastructures informatiques et intégrer l'intelligence artificielle dans leurs opérations.

**La croissance du PIB en volume de la zone euro devrait également être modérée au quatrième trimestre 2025, dans un contexte de poursuite des divergences sectorielles.**

L'augmentation de l'indice composite rapide des directeurs d'achat (PMI) pour la production pour octobre est cohérente avec la dynamique de croissance modérément positive dans le secteur manufacturier au début du quatrième trimestre, tandis que l'activité ressortant de l'indice PMI dans les services s'est encore renforcée, confirmant le rôle des services comme principal moteur de l'économie. Dans le même temps, les indicateurs prospectifs les plus récents dressent un tableau contrasté : en octobre, la hausse de l'indice composite des directeurs d'achat pour les nouvelles commandes a été tirée par les deux secteurs, tandis que la baisse de l'indice PMI pour les anticipations des entreprises pour les 12 prochains mois a été la plus notable dans les services, avec une baisse seulement modeste pour le secteur manufacturier. Dans l'ensemble, l'incertitude toujours élevée, la hausse des droits de douane effectifs, l'appréciation de l'euro et la concurrence mondiale croissante devraient freiner la croissance au quatrième trimestre 2025.

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



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

**Le marché du travail a continué de bien résister au deuxième trimestre 2025, mais la demande de main-d'œuvre a continué de se modérer progressivement.**

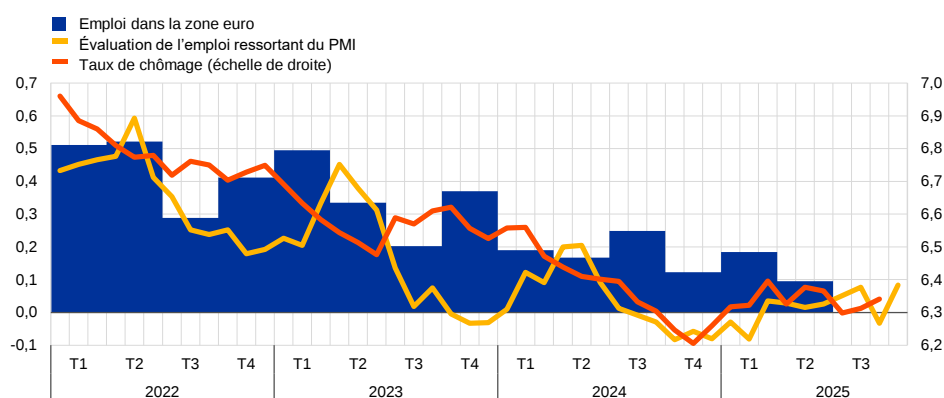
L'emploi et le nombre total d'heures travaillées ont augmenté de 0,1 % au deuxième trimestre 2025 (graphique 5). La décélération régulière reflète en partie une atténuation de la demande de main-d'œuvre, le taux de vacance d'emplois revenant à 2,3 % au deuxième trimestre, soit un point de pourcentage de moins que son pic du deuxième trimestre 2022. Dans le même temps, la population active a continué de

croître, soutenue par des flux migratoires continus et une participation accrue des travailleurs âgés. La population active a augmenté de 0,3 % en glissement trimestriel, soit une hausse de 1,1 % par rapport à la même période de l'année dernière. Dans le même temps, le taux de chômage s'est établi à 6,3 % en mai, étant resté globalement à ce niveau depuis le début de l'année.

### 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 octobre 2025 pour l'évaluation de l'emploi ressortant du PMI et à septembre 2025 pour le taux de chômage.

**Les indicateurs à court terme du marché du travail signalent une croissance de l'emploi globalement étale au troisième trimestre.** L'indice composite mensuel des directeurs d'achat (PMI) relatif à l'emploi s'est établi à 50,3 en moyenne au deuxième trimestre, suggérant une croissance de l'emploi globalement atone. Les données de l'estimation rapide pour octobre montrent une certaine amélioration des perceptions relatives à l'emploi. L'indice composite est passé de 49,7 en septembre à 50,8 en octobre. Il a été porté par le secteur des services, dont l'indice a augmenté de 50,1 à 51,8. En revanche, l'indice des directeurs d'achat relatif à l'emploi dans l'industrie manufacturière est revenu de 48,5 en septembre à 48,0 en octobre.

**Après une modération au deuxième trimestre 2025, la croissance de la consommation privée s'est probablement un peu renforcée au troisième trimestre – en dépit du taux d'épargne des ménages toujours élevé – soutenue par les gains en matière de pouvoir d'achat.** Si les dépenses dans les services ont continué d'augmenter, la consommation de biens a globalement stagné au deuxième trimestre, en raison d'une baisse dans le secteur des biens non durables (graphique 6, partie a). Dans le même temps, la consommation de biens durables a augmenté. Le taux d'épargne des ménages s'est élevé à 15,5 % au même trimestre, le revenu poursuivant sa hausse, tandis que l'inflation et la croissance de la consommation se sont modérées. Les données mensuelles pour le troisième trimestre, bien qu'encore préliminaires et incomplètes, indiquent un affaiblissement du commerce de détail en juillet et août par rapport au deuxième trimestre. En revanche,

les résultats de l'enquête de la BCE sur les anticipations des consommateurs (*Consumer Expectations Survey*, CES) montrent une plus forte consommation de biens au troisième trimestre, tandis que les contacts récents de la BCE avec les sociétés non financières signalent une croissance robuste de la consommation de services, soutenant le narratif d'une certaine amélioration de la dynamique des dépenses (cf. encadré 5). D'autres données tirées d'enquêtes corroborent également cette évaluation. L'indicateur de la confiance des consommateurs de la Commission européenne a continué de se rétablir en septembre et en octobre, sous l'effet largement de l'amélioration des anticipations relatives à la situation financière des ménages et aux gros achats pour les 12 prochains mois (graphique 6, partie b). De plus, les indicateurs de la Commission européenne relatifs aux anticipations des entreprises en matière de demande dans les secteurs du commerce de détail et des services de consommation pour les trois prochains mois se sont améliorés depuis le deuxième trimestre, pour revenir à leurs niveaux d'avant la pandémie. Pour la période à venir, la consommation devrait continuer à se renforcer, dans un contexte de marché du travail résilient, avec une croissance continue des revenus et une amélioration de la perception des ménages concernant leurs gains passés. Cependant, en dépit de l'assouplissement observé depuis avril 2025, l'incertitude toujours élevée en matière de politique économique et de confiance des consommateurs devrait continuer à peser sur les décisions de consommation des ménages.

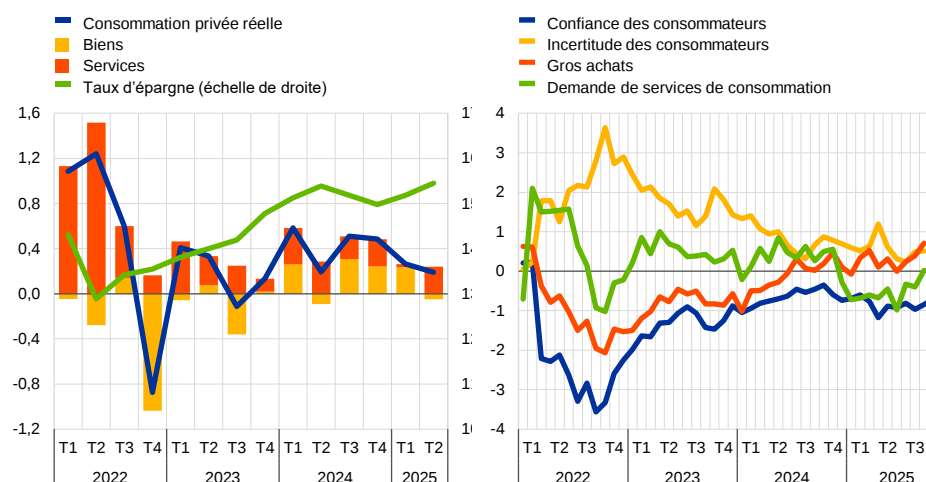
## Graphique 6

### Consommation et épargne des ménages ; confiance des consommateurs et incertitude, anticipations des consommateurs et des entreprises

#### a) Consommation et épargne

#### b) Confiance, incertitude et anticipations des consommateurs

(variations trimestrielles en pourcentage, contributions en points de pourcentage ; pourcentages du revenu disponible brut) (soldes en pourcentage normalisés)



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

Notes : Dans la partie a), les contributions de la consommation de biens et de services nationaux sont recalculées pour correspondre à la croissance de la consommation privée réelle dans les principaux comptes nationaux. Les dernières observations se rapportent au deuxième trimestre 2025. Dans la partie b), les anticipations des consommateurs relatives aux gros achats se rapportent aux 12 prochains mois, tandis que celles des entreprises relatives à la demande de services de 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 » est normalisée pour la période allant d'avril 2019 à septembre 2025 par rapport à sa moyenne pour 2019, en raison de la disponibilité des données, tandis que toutes les autres séries sont normalisées pour la période 1999-2019. Les dernières observations se rapportent à octobre 2025 pour la confiance des consommateurs et à septembre 2025 pour tous les autres éléments.

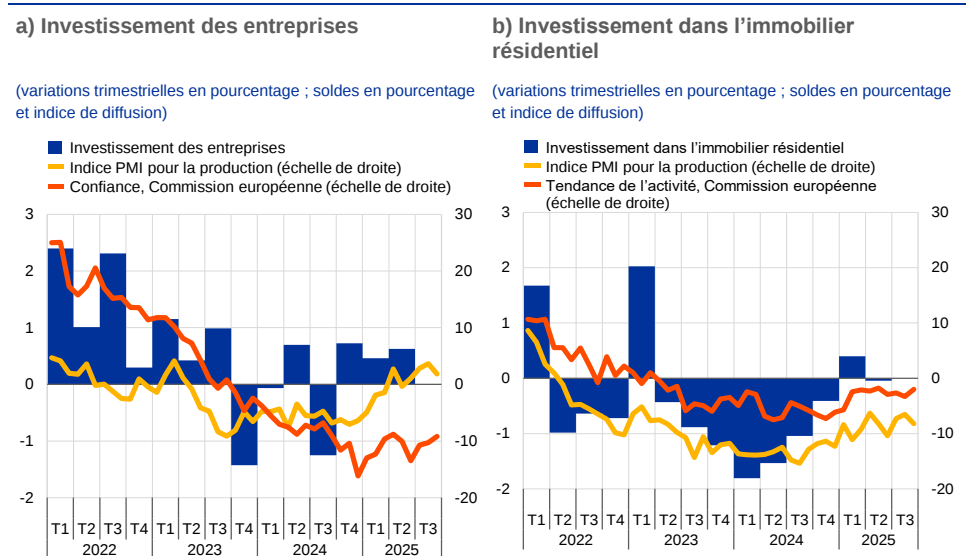
### S'agissant de l'investissement des entreprises, les données disponibles indiquent une faiblesse des investissements corporels, tandis que la croissance des investissements incorporels devrait se redresser.

L'investissement hors construction dans la zone euro a reculé de 3,3 %, mais a continué de progresser régulièrement, avec une hausse de 0,6 % en glissement trimestriel au deuxième trimestre 2025, en excluant les actifs incorporels irlandais volatils. Au troisième trimestre et au-delà, les tendances précédentes de l'investissement des entreprises hors actifs incorporels irlandais semblent se maintenir, avec une croissance de l'investissement corporel atone, tandis que celle de l'investissement incorporel est robuste. Les indicateurs relatifs aux actifs corporels, tels que l'indice PMI relatif à la production des biens d'équipement, ont fléchi en septembre, et l'indicateur de la Commission européenne relatif à la confiance est resté largement inférieur à sa moyenne historique (graphique 7, partie a). En revanche, l'investissement incorporel devrait s'accélérer au second semestre 2025, du fait de la hausse de la production dans les services associés jusqu'en juillet et des prévisions positives concernant la demande pour ces services au cours des trois prochains mois, selon l'enquête de la Commission. Les informations issues des contacts avec les sociétés confirment ce tableau contrasté, révélant des perspectives moroses pour les investissements corporels dans un contexte d'incertitude persistante, de coûts élevés et de perte de parts de marché dans les secteurs

manufacturier et automobile, tandis que les investissements incorporels continuent de croître en raison de la forte demande de logiciels et d'intelligence artificielle (cf. encadré 5). Pour la période à venir, les déterminants fondamentaux de l'investissement s'améliorent progressivement. Une normalisation des bénéfices, avec une croissance positive de l'excédent brut d'exploitation des sociétés non financières, et l'anticipation d'une demande agrégée plus forte devraient continuer à soutenir l'investissement.

## Graphique 7

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



Sources : Eurostat, Commission européenne, S&P Global Market Intelligence et calculs de la BCE.  
Notes : Les courbes indiquent les évolutions mensuelles, tandis que les barres se rapportent aux données trimestrielles. Les indices PMI sont exprimés en termes d'écart par rapport à 50. Dans la partie a), l'investissement des entreprises est mesuré par l'investissement hors construction en excluant les actifs incorporels irlandais. Les indicateurs à court terme se rapportent au secteur des biens d'équipement. L'indicateur de confiance de la Commission européenne relatif aux biens d'équipement est normalisé pour la moyenne entre 1999 et 2019 et l'écart type de la série. Dans la partie b), la courbe correspondant à l'indicateur relatif à la tendance de l'activité élaboré par la Commission européenne se rapporte à la moyenne pondérée de l'évaluation de la tendance de l'activité par les secteurs de la construction de bâtiments et de la construction spécialisée par rapport aux trois mois précédents, recalculée pour avoir le même écart type que le PMI. La courbe correspondant au PMI relatif à 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 septembre 2025 pour l'indice PMI relatif à la production et les indicateurs de la Commission européenne.

**L'investissement dans l'immobilier résidentiel est resté inchangé au deuxième trimestre 2025, mais il a probablement enregistré une croissance modérée au troisième trimestre.** Après une croissance de 0,4 % en rythme trimestriel au premier trimestre 2025, l'investissement dans l'immobilier résidentiel est resté globalement étale au deuxième trimestre (graphique 7, partie b). D'après les indicateurs à haute fréquence, l'investissement dans l'immobilier résidentiel a légèrement augmenté au troisième trimestre. La production dans la construction de bâtiments et les activités de construction spécialisées en juillet et en août se sont établies, en moyenne, 0,4 % au-dessus des niveaux enregistrés au deuxième trimestre. En outre, les indicateurs tirés d'enquêtes, tels que l'indicateur de la Commission européenne relatif aux tendances récentes de l'activité dans la construction de bâtiments et la construction spécialisée, et l'indice des directeurs d'achat pour la production dans l'immobilier résidentiel, se sont améliorés de juin à septembre mais sont restés à des niveaux faibles, indiquant également des perspectives de croissance modérée au troisième trimestre. Pour la période à venir, l'investissement dans l'immobilier résidentiel devrait

rester sur une trajectoire de reprise progressive. Cette tendance est confirmée par une hausse continue, bien que modeste, des permis de construire délivrés pour des logements au deuxième trimestre, ainsi que par une hausse limitée de l'indice de confiance de la Commission européenne relatif à l'activité dans la construction de bâtiments et la construction spécialisée au troisième trimestre. La reprise progressive est également reflétée dans l'équilibre entre l'amélioration des conditions de demande – comme l'indiquent l'attrait croissant de l'immobilier résidentiel en tant qu'investissement, d'après l'enquête CES, la hausse des demandes de prêt immobilier, d'après l'enquête sur la distribution du crédit bancaire – et la forte incertitude du côté de l'offre – comme l'indiquent les participants du secteur de la construction résidentielle dans l'enquête de la Commission européenne auprès des entreprises et dans les contacts récents de la BCE avec les entreprises de ce secteur (cf. encadré 5).

**Les exportations de la zone euro ont été freinées par la hausse des droits de douane américains, l'appréciation de l'euro et la faible demande mondiale, affichant une contraction de 3,1 % sur la période de trois mois s'achevant en août 2025.** Le secteur des produits chimiques, en particulier les exportations de produits pharmaceutiques irlandais vers les États-Unis, a été marqué par une forte volatilité en raison des évolutions attendues des droits de douane, tandis que les exportations vers la Chine ont baissé dans un contexte de demande plus faible et de pertes de parts de marché. Les indicateurs prospectifs soulignent une faiblesse continue des commandes à l'exportation dans le secteur manufacturier. Les importations se sont accrues de 1,2 % sur la période de trois mois s'achevant en août, la croissance des importations chinoises renforçant la concurrence entre les producteurs du pays (cf. encadré 1). L'appréciation de l'euro a réduit les coûts des importations, en particulier depuis l'Asie, où les prix très compétitifs et la surcapacité manufacturière sont persistants. La part de la Chine dans les importations de la zone euro continue de croître, en particulier pour les biens intermédiaires. Dans le même temps, les restrictions sur les exportations chinoises soulignent des vulnérabilités sur la chaîne d'approvisionnement, la Chine demeurant un fournisseur primordial des terres rares essentielles aux secteurs industriels dans la zone euro.

**À plus long terme, l'activité dans la zone euro devrait se redresser, car l'effet des facteurs défavorables liés au commerce sur la croissance devrait se dissiper.** Bien que l'incertitude toujours élevée en matière de politiques commerciales et d'environnement géopolitique soit susceptible de peser sur la croissance, la résilience acquise au cours des dernières années, et plus particulièrement les bilans solides dans le secteur privé et la résilience du marché du travail, devraient soutenir les dépenses de consommation à l'avenir. De plus, la demande intérieure devrait bénéficier de conditions de financement plus favorables, au fur et à mesure de la transmission des taux d'intérêt plus faibles à l'économie, et de la hausse des dépenses des administrations publiques dans les infrastructures et la défense.

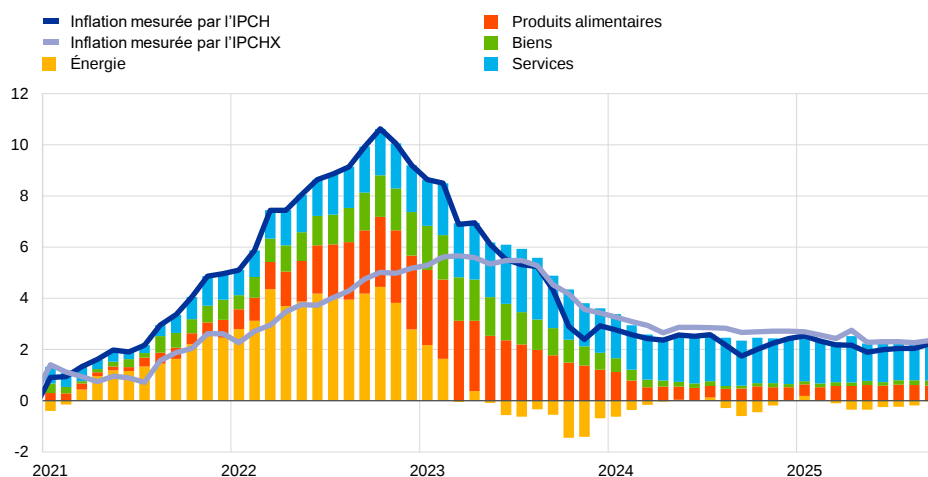
L'inflation totale annuelle dans la zone euro s'est établie à 2,2 % en septembre 2025, après 2,0 % en août <sup>2</sup>, principalement sous l'effet d'un recul moins prononcé qu'auparavant des prix de l'énergie. Les indicateurs de l'inflation sous-jacente restent conformes à la cible du Conseil des gouverneurs de 2 % à moyen terme. La croissance annuelle de la rémunération par tête s'est établie à 3,9 % au deuxième trimestre 2025, sans changement par rapport au trimestre précédent. Alors que les bénéfices des entreprises se redressent, la croissance des salaires devrait s'atténuer sur le reste de l'année et, associée à une productivité en hausse, contribuer à une nouvelle modération des coûts de main-d'œuvre. La plupart des mesures des anticipations d'inflation à long terme continuent de s'établir autour de 2 %, soutenant la stabilisation de l'inflation autour de la cible.

**L'inflation totale annuelle dans la zone euro, mesurée par l'indice des prix à la consommation harmonisé (IPCH), s'est établie à 2,2 % en septembre, après 2,0 % en août (graphique 8).** Cette hausse reflète une accélération de l'inflation dans le secteur de l'énergie et une légère accentuation du renchérissement des services. Au troisième trimestre 2025, le taux d'inflation dans la zone euro s'est établi à 2,1 %, globalement en ligne avec les projections macroéconomiques de septembre 2025 établies par les services de la BCE pour la zone euro.

### Graphique 8

#### Inflation totale et ses composantes principales

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



Sources : Eurostat et calculs de la BCE.

Notes : La rubrique « Biens » se rapporte aux biens industriels non énergétiques. IPCHX : IPCH hors énergie et produits alimentaires. Les dernières observations se rapportent à septembre 2025.

**La variation des prix de l'énergie est demeurée négative en septembre, mais en hausse, à -0,4 % après -2,0 % en août.** Cette hausse reflète principalement un effet de base positif lié au fait que le taux de croissance mensuel faible des prix des carburants destinés aux transports enregistré en septembre 2024 n'entre plus dans le

<sup>2</sup> La date d'arrêté des données figurant dans le présent *Bulletin économique* est le 29 octobre 2025. Selon l'estimation rapide d'Eurostat, publiée le 31 octobre, l'inflation mesurée par l'IPCH est revenue à 2,1 % en octobre 2025, après 2,2 % en septembre 2025.

calcul du taux annuel. Le taux de variation annuel des prix toujours négatif pour la composante énergie en septembre 2025 reflète de faibles taux négatifs pour ses principales sous-composantes (carburants destinés aux transports, électricité et gaz). Dans le même temps, l'inflation mesurée par l'IPCH hors énergie est demeurée inchangée, à 2,5 % pour le cinquième mois de suite.

**L'inflation dans le secteur des produits alimentaires est revenue à 3,0 % en septembre, après 3,2 % en août.** Cette modération est attribuable à la baisse de l'inflation dans le secteur des produits alimentaires non transformés (4,7 % en septembre après 5,5 % en août), principalement en raison d'une diminution des taux de croissance annuels des prix des fruits et légumes. Sur la même période, l'inflation pour les produits alimentaires transformés est restée inchangée à 2,6 %, la composante tabac continuant d'apporter une contribution importante à son taux de croissance annuel. Si l'on exclut cette composante, le taux de variation annuel des prix des produits alimentaires transformés s'est établi à 2,2 %, également sans changement par rapport à août.

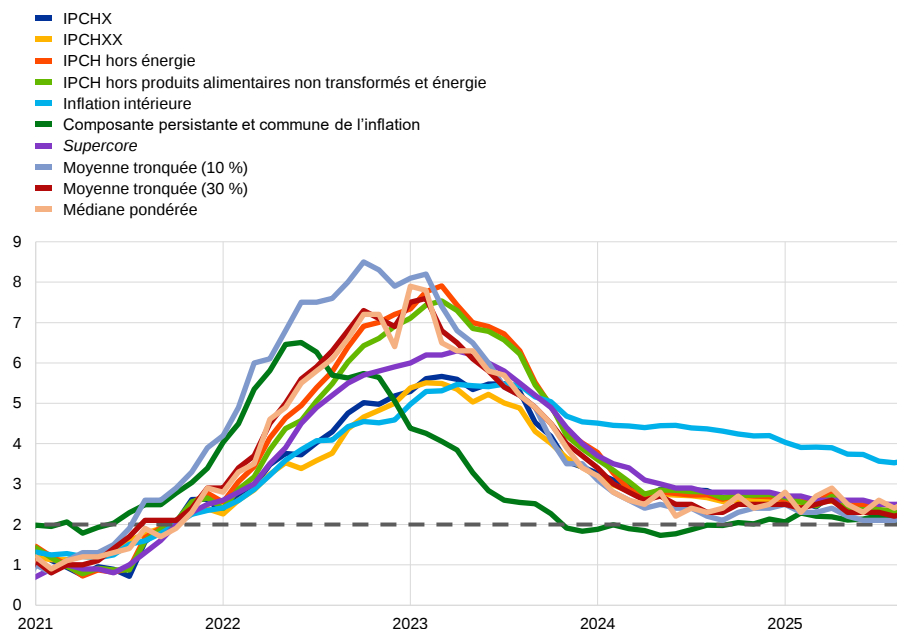
**L'inflation mesurée par l'IPCH hors énergie et produits alimentaires (IPCHX) est ressortie en légère hausse, à 2,4 % en septembre après 2,3 % en août.** Les évolutions de l'inflation mesurée par l'IPCHX reflètent la légère hausse de l'inflation dans les services, qui s'est établie à 3,2 % en septembre après 3,1 % en août, et la poursuite de l'évolution sans réelle tendance de l'inflation pour les biens industriels non énergétiques, qui est ressortie à un niveau modéré de 0,8 %. La hausse de l'inflation dans les services résulte de taux de croissance annuels plus élevés dans les sous-composantes communication et loisirs, en particulier les services d'hébergement, qui ont plus que compensé la baisse de l'inflation dans les services de transport. La stabilité du taux d'inflation pour les biens industriels non énergétiques masque une hausse des taux de croissance annuels des prix des biens semi-durables et des biens non durables, compensée par un ralentissement de l'inflation pour les biens durables.

**Les indicateurs de l'inflation sous-jacente restent conformes à la cible du Conseil des gouverneurs de 2 % à moyen terme (graphique 9).** Les valeurs des indicateurs ont été comprises entre 2,0 % et 2,6 % en septembre, avec des hausses pour la plupart des mesures de l'inflation reposant sur des exclusions, à l'exception de l'IPCH hors énergie et de l'IPCHX hors composantes liées aux voyages, à l'habillement et à la chaussure (IPCHXX), qui sont demeurés inchangés à 2,5 %. L'IPCH hors produits alimentaires non transformés et énergie et la moyenne tronquée ont augmenté de 0,1 point de pourcentage. S'agissant des mesures fondées sur des modèles, la composante persistante et commune de l'inflation (PCCI) a encore baissé, revenant de 2,1 % en août à 2,0 % en septembre, tandis que l'indicateur *Supercore* (qui inclut les rubriques de l'IPCH sensibles au cycle d'activité) est resté stable à 2,5 % pour le troisième mois de suite. L'inflation intérieure, qui recouvre les postes à faible contenu en importations, a un peu augmenté, à 3,6 % en septembre après 3,5 % en août, reflétant la légère hausse de l'inflation dans les services.

## Graphique 9

### Indicateurs de l'inflation sous-jacente

(variations annuelles en pourcentage)



Sources : Eurostat et calculs de la BCE.

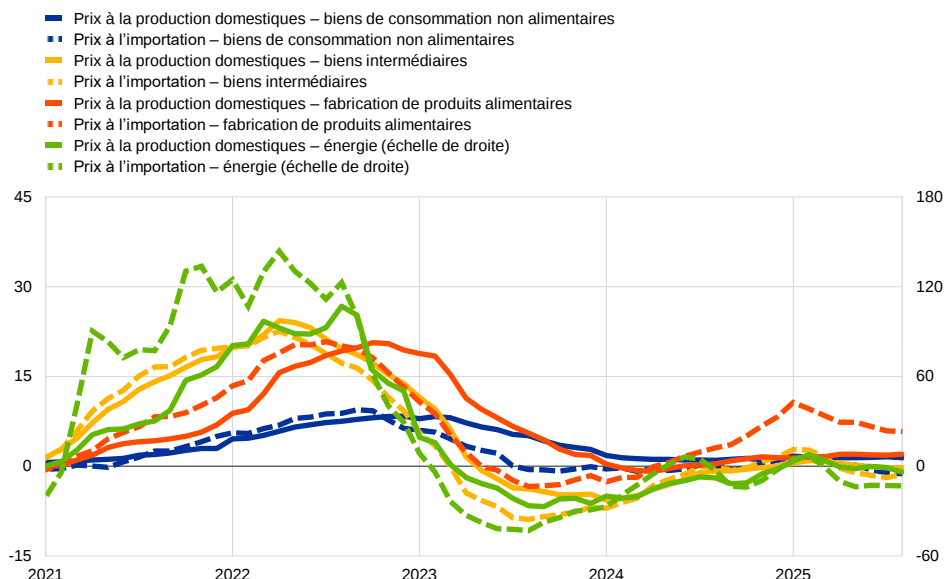
Notes : IPCHX : IPCH hors énergie et produits alimentaires ; IPCHXX : IPCHX hors composantes liées au voyage, à l'habillement et à la chaussure. La ligne grise en pointillés représente la cible d'inflation de 2 % à moyen terme du Conseil des gouverneurs. Les dernières observations se rapportent à septembre 2025.

**En août 2025, la plupart des indicateurs relatifs aux tensions observées en amont de la chaîne des prix pour les biens ont continué de se modérer, signe d'une nouvelle réduction des tensions inflationnistes (graphique 10).** En amont de la chaîne des prix, la variation des prix à la production pour les ventes domestiques de biens intermédiaires est restée inchangée à  $-0,3\%$  en août. En aval, le taux de croissance annuel des prix à la production des biens de consommation non alimentaires a diminué, revenant à  $1,4\%$  en août, après  $1,6\%$  en juillet. Sur la même période, le taux de variation annuel des prix à l'importation des biens de consommation non alimentaires est devenu encore plus négatif, tandis que la variation des prix à l'importation des biens intermédiaires s'est inscrite en hausse tout en restant négative. Le taux de croissance annuel des prix à la production des produits alimentaires manufacturés est ressorti à  $2,0\%$  en août après  $1,8\%$  en juillet, suggérant que les tensions sur les coûts sont plus persistantes sur le segment des produits alimentaires que sur celui des biens industriels. La hausse des prix à l'importation pour les produits alimentaires manufacturés s'est légèrement ralentie, revenant à  $5,8\%$  après  $5,9\%$ , soit bien au-dessous du pic de  $10,6\%$  enregistré en janvier 2025, ce qui reflète la modération des prix internationaux des matières premières alimentaires. Dans l'ensemble, les données font état d'une dynamique inflationniste plus persistante sur le segment des produits alimentaires, tandis que les tensions en amont sur les prix des biens de consommation se sont globalement atténuées.

## 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 août 2025.

**Les tensions d'origine interne sur les coûts, mesurées par la croissance du déflateur du PIB, ont légèrement augmenté au deuxième trimestre 2025, après s'être inscrites en baisse continue pendant deux ans (graphique 11).** Le taux de croissance annuel du déflateur du PIB est ressorti à 2,5 % au deuxième trimestre 2025, après 2,3 % au premier trimestre. Cette hausse reflète un redressement de la contribution des bénéfices unitaires, seulement en partie compensé par une baisse de la contribution des impôts nets unitaires. La croissance des coûts unitaires de main-d'œuvre est restée inchangée à 3,0 % au deuxième trimestre, reflétant des taux de croissance stables tant pour la rémunération par tête que pour la productivité du travail (3,9 % et 0,9 %, respectivement). Réconcilier le taux de croissance inchangé de la rémunération par tête avec l'accélération de la croissance des salaires négociés, passée de 2,5 % au premier trimestre à 4,0 % au deuxième trimestre, implique une baisse de la composante glissement des salaires, de 1,1 % à -0,4 % sur la même période. Pour l'avenir, l'outil de suivi des salaires de la BCE, qui intègre des données relatives aux accords salariaux négociés jusqu'à début octobre 2025, suggère que les tensions sur la croissance des salaires s'atténueront au second semestre 2025 et se stabiliseront au cours des trois premiers trimestres de 2026<sup>3</sup>. Cette nouvelle modération est confirmée par les derniers indicateurs tirés d'enquêtes relatifs à la croissance des salaires, tels que les résultats de l'enquête téléphonique menée par la BCE auprès des entreprises, qui suggèrent que la croissance des salaires devrait s'établir à 3,3 % en 2025 (sans changement par rapport à la précédente campagne d'enquête) puis se ralentir à 2,6 % en 2026.

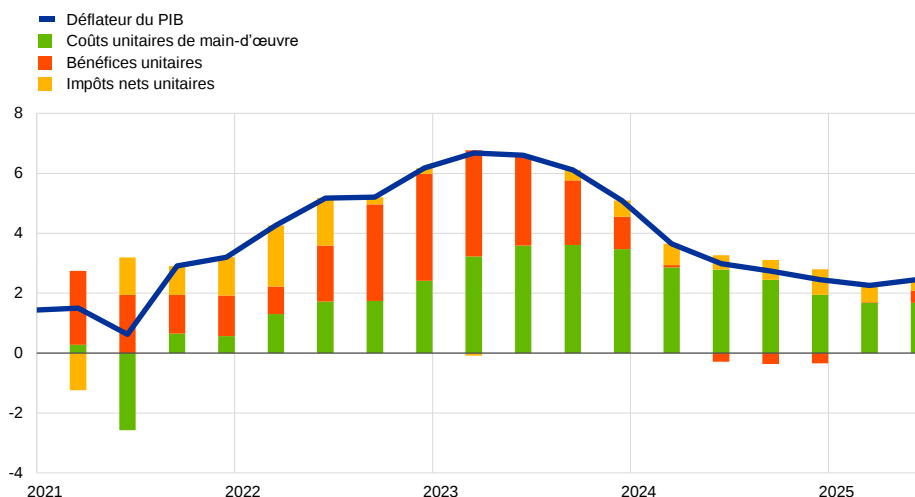
<sup>3</sup> Pour plus de détails, cf. « [Publication de nouvelles données : l'outil de suivi des salaires de la BCE suggère des tensions sur les salaires plus faibles et plus stables au cours des trois premiers trimestres de 2026](#) », communiqué de presse, BCE, 5 novembre 2025.

(soit 0,2 point de pourcentage au-dessous de son niveau de la précédente campagne d'enquête) <sup>4</sup>.

### 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.

**Les anticipations d'inflation à long terme des prévisionnistes professionnels et des analystes monétaires sont demeurées stables autour de 2 %, tandis que les anticipations et perceptions d'inflation des consommateurs à court terme ont globalement peu évolué en septembre.** La médiane des anticipations d'inflation à long terme dans l'enquête de la BCE auprès des analystes monétaires (*Survey of Monetary Analysts*, SMA) pour octobre 2025 et la moyenne dans l'enquête auprès des prévisionnistes professionnels (*Survey of Professional Forecasters*, SPF) pour le quatrième trimestre 2025 se sont révélées inchangées, à 2 % (graphique 12, partie a). S'agissant des anticipations et des perceptions d'inflation à court terme des consommateurs, selon l'enquête de la BCE sur les anticipations des consommateurs (*Consumer Expectations Survey*, CES) pour septembre 2025, le taux médian de l'inflation perçue au cours des douze mois précédents s'est établi à 3,1 %, sans changement depuis février 2025. De plus, les anticipations médianes d'inflation au cours des 12 prochains mois ont diminué, pour s'établir à 2,7 % après une hausse en août, à 2,8 % contre 2,6 % en juillet, tandis que les anticipations médianes d'inflation à trois ans sont demeurées inchangées à 2,5 % (graphique 12, partie b).

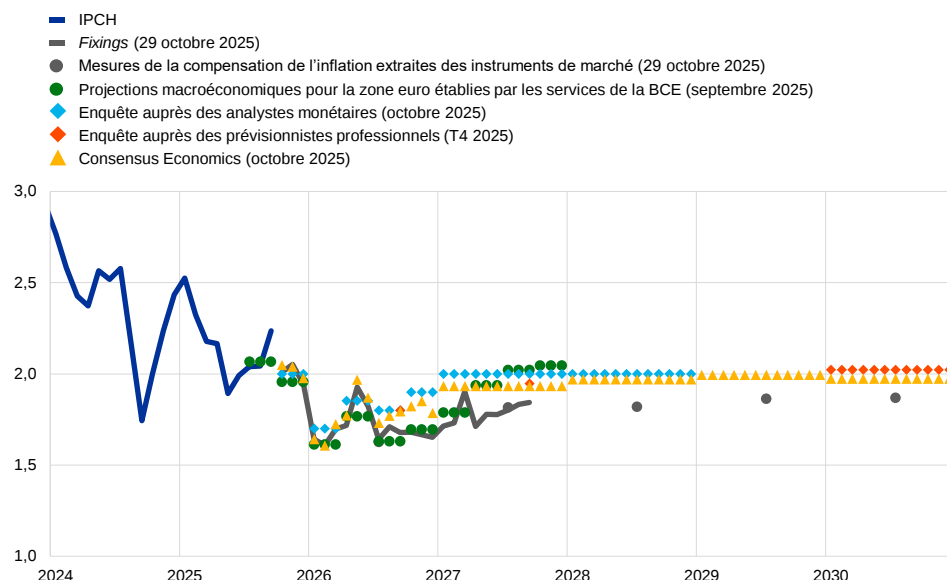
<sup>4</sup> Pour plus d'informations, cf. l'encadré 5 du présent *Bulletin économique*.

## Graphique 12

### Inflation totale, projections d'inflation et anticipations

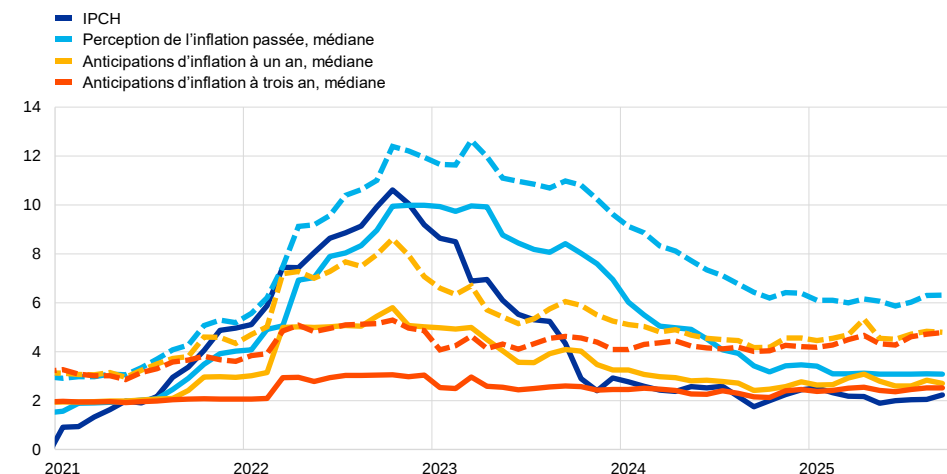
#### a) Inflation totale, mesures de la compensation de l'inflation extraites des instruments de marché, projections d'inflation et indicateurs des anticipations d'inflation tirés d'enquêtes

(variations annuelles en pourcentage)



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

(variations annuelles en pourcentage)



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

Notes : Dans la partie a), les séries relatives aux mesures de la compensation de l'inflation extraites des instruments de marché se fondent sur les taux anticipés à un an dans un an, à un an dans deux ans, à un an dans trois ans et à un an dans quatre ans. Pour les mesures de la compensation de l'inflation extraites des instruments de marché, les observations se rapportent au 29 octobre 2025. Les *inflation fixings* correspondent à des contrats de *swaps* liés à des publications mensuelles spécifiques de la variation annuelle de l'IPCH hors tabac dans la zone euro. L'enquête auprès des prévisionnistes professionnels pour le quatrième trimestre 2025 a été réalisée entre le 1<sup>er</sup> et le 7 octobre 2025. L'enquête auprès des analystes monétaires pour octobre 2025 a été réalisée entre le 13 octobre et le 15 octobre. La date d'arrêt pour les prévisions à long terme de Consensus Economics est le 13 octobre 2025. Les projections macroéconomiques de septembre 2025 établies par les services de la BCE pour la zone euro ont été finalisées le 28 août 2025 et la date d'arrêt des hypothèses techniques est le 15 août 2025. Dans la partie b), les lignes en pointillés et continues pour l'enquête sur les anticipations des consommateurs représentent les taux moyen et médian, respectivement. Les dernières observations se rapportent à septembre 2025.

**Au cours de la période sous revue allant du 11 septembre au 29 octobre 2025, les mesures de la compensation de l'inflation extraites des instruments de marché ont peu changé (graphique 12, partie a). Les mesures de la compensation**

de l'inflation à court et à moyen terme extraites des instruments de marché (fondées sur l'IPCH hors tabac), sous la forme de *fixings* d'inflation et de *swaps* indexés sur l'inflation, n'ont pas marqué de réelle tendance pour l'ensemble des échéances et n'ont pas réagi significativement aux nouvelles informations disponibles. Fin octobre 2025, les intervenants de marché prévoyaient que l'inflation demeurerait autour de 2 % au cours des mois suivants avant de diminuer vers la fin de l'année, puis de rebondir pour s'établir un peu au-dessous de 2 % jusqu'en 2030. Les mesures de la compensation de l'inflation à long terme extraites des instruments de marché sont également restées globalement inchangées, le taux des *swaps* indexés sur l'inflation à cinq ans dans cinq ans restant proche de 2,1 %. Les estimations fondées sur des modèles des véritables anticipations d'inflation, à l'exclusion des primes de risque sur l'inflation, indiquent que les intervenants de marché continuent de s'attendre à ce que l'inflation à plus long terme s'établisse autour de 2 %.

*Au cours de la période sous revue allant du 11 septembre au 29 octobre 2025, les évolutions sur les marchés financiers de la zone euro ont principalement été déterminées par des facteurs mondiaux résultant des tensions commerciales renouvelées, de l'incertitude géopolitique et de la trajectoire attendue des taux d'intérêt américains. Le taux à court terme de l'euro (€STR) s'est négocié au sein d'une fourchette étroite, à la suite de la décision prise par le Conseil des gouverneurs lors de sa réunion du 11 septembre 2025 de laisser les trois taux d'intérêt directeurs de la BCE inchangés. La partie courte de la courbe à terme est restée globalement stable. Sur la partie longue de la courbe des taux sans risque, les taux des swaps au jour le jour (OIS) sont également pratiquement inchangés. Les écarts de rendement des obligations souveraines à long terme dans la zone euro par rapport aux taux sans risque ont continué de se resserrer au cours de la période sous revue, et les écarts de rendement des obligations d'entreprises se sont également légèrement resserrés. Les marchés des actions ont enregistré des gains généralisés dans la plupart des secteurs, encouragés par une hausse des bénéfices attendus dans la zone euro. Sur les marchés des changes, l'euro a continué de s'échanger à un niveau proche des niveaux élevés atteints plus tôt dans l'année, malgré une légère dépréciation vis-à-vis du dollar américain et sur une base pondérée des échanges commerciaux.*

**Les taux sans risque à terme dans la zone euro sont stables sur la période sous revue.** L'€STR s'est établi à 1,93 % à la fin de la période sous revue, à la suite de la décision du Conseil des gouverneurs, lors de sa réunion de septembre 2025, de laisser les trois taux d'intérêt directeurs de la BCE inchangés. L'excédent de liquidité a diminué de 117 milliards d'euros environ pour s'établir à 2 534 milliards. Cette évolution reflète principalement la réduction des portefeuilles de titres détenus à des fins de politique monétaire, l'Eurosystème ne réinvestissant plus les remboursements au titre du principal des titres arrivant à échéance dans ses programmes d'achats d'actifs. La courbe à terme des taux sans risque à court terme s'est légèrement déplacée vers le haut le jour de la réunion de septembre du Conseil des gouverneurs, mais a terminé la période sous revue pratiquement inchangée par rapport à son niveau d'avant la réunion. Les taux sans risque ont initialement augmenté, les marchés intégrant les projections macroéconomiques de septembre 2025 établies par les services de la BCE pour la zone euro et l'avis du Conseil des gouverneurs selon lequel les risques pesant sur la croissance économique sont devenus plus équilibrés. La courbe à terme des taux sans risque a ensuite baissé à la suite de la résurgence des tensions commerciales entre les États-Unis et la Chine, mais les variations ont été relativement contenues sur l'ensemble de la période sous revue. À la fin de la période sous revue, les marchés n'intègrent aucune nouvelle baisse des taux d'intérêt d'ici fin 2025. La courbe OIS a terminé la période pratiquement inchangée, l'échéance à dix ans se maintenant à 2,4 %. Une légère hausse des taux réels sans risque à long terme a été compensée par une légère baisse de la compensation d'inflation au cours de la période sous revue. La valorisation par les marchés de l'inflation à plus long terme reste proche de la cible de 2 % de la BCE.

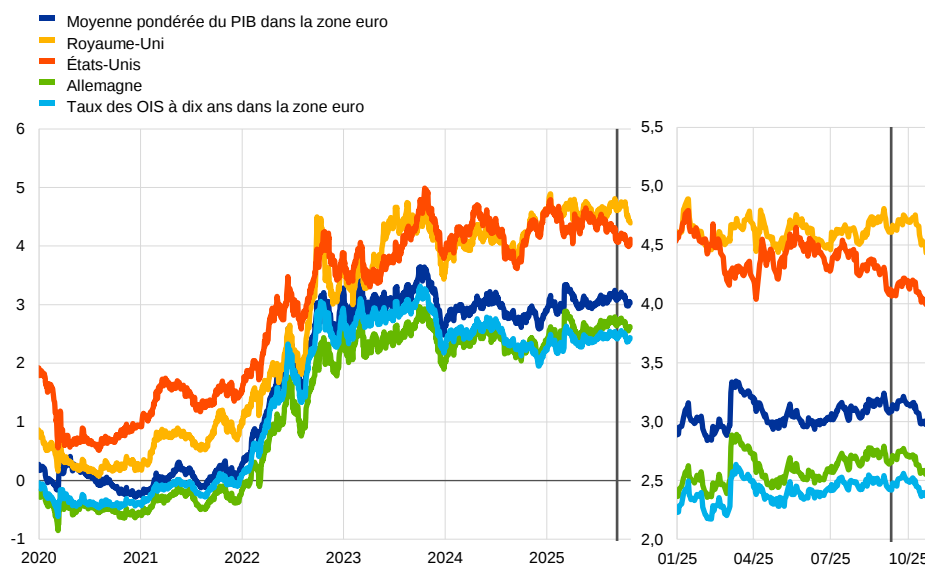
**Les écarts de rendement des obligations souveraines de la zone euro à long terme par rapport aux taux sans risque se sont légèrement resserrés au cours**

**de la période sous revue (graphique 13).** Le rendement pondéré du PIB des obligations souveraines à dix ans de la zone euro a baissé de 6 points de base pour revenir à 3,0 % au cours de la période sous revue, l'écart par rapport au taux OIS à dix ans se resserrant de 7 points de base. Cette légère réduction des écarts de rendement des obligations souveraines est généralisée, malgré quelques variations entre les pays de la zone euro, avec un resserrement entre 5 et 11 points de base. La dispersion des rendements au sein de la zone euro reste à des niveaux historiquement faibles. Le resserrement marginal des écarts de rendement est survenu alors que les rendements des obligations dans la zone euro sont apparus comme plus sensibles aux facteurs mondiaux qu'aux facteurs propres aux pays en Europe. Parallèlement, le rendement des titres du Trésor américain à dix ans a augmenté de 5 points de base, ressortant à 4,1 %, et le rendement des obligations souveraines à dix ans au Royaume-Uni a fléchi de 22 points de base pour s'établir à 4,4 % au cours de la période sous revue.

### Graphique 13

Rendements des obligations souveraines à dix ans et taux des 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 (11 septembre 2025). Les dernières observations se rapportent au 29 octobre 2025.

**Les cours des actions de la zone euro ont augmenté pendant la période sous revue, les anticipations relatives aux bénéfices s'étant améliorées.** Les indices boursiers larges de la zone euro ont augmenté de 4,9 % au cours de la période sous revue, les sociétés financières et non financières enregistrant des gains de 0,1 % et 5,9 % respectivement. Les secteurs cycliques et défensifs ont affiché de bonnes performances, reflétant une demande d'actions généralisée résultant en partie d'une augmentation des bénéfices attendus dans la zone euro. Le secteur des technologies a constitué une exception, surpassant l'indice large. En termes agrégés, la performance des entreprises de la zone euro fortement exposées au commerce international est analogue à celle des entreprises moins exposées au cours de la

période sous revue, bien qu'elle doive encore rattraper les pertes enregistrées depuis le début d'année. Les marchés des actions américaines ont gagné 4,0 % dans l'ensemble, les hausses de 5,3 % dans le secteur non financier étant partiellement contrebalancées par des pertes de 3,9 % dans le secteur financier. Les anticipations croissantes d'une baisse des taux d'intérêt aux États-Unis ont probablement pesé sur les sociétés financières au cours de la période. En outre, les actions américaines ont été relativement plus volatiles que leurs contreparties dans la zone euro au cours de la période sous revue, les tensions commerciales, l'arrêt des activités gouvernementales (*shutdown*) aux États-Unis et les inquiétudes liées à quelques banques régionales américaines ayant donné lieu à des périodes d'incertitude à court terme.

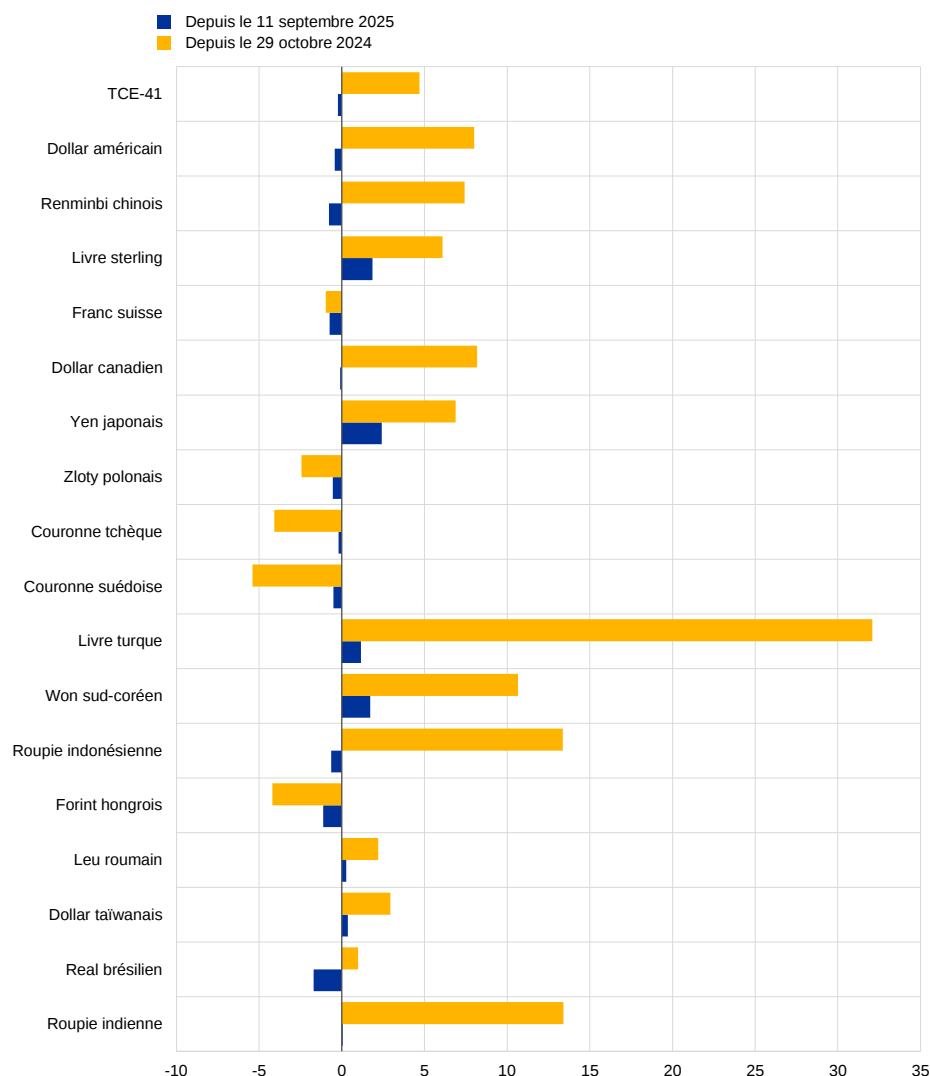
**Les écarts de rendement des obligations d'entreprises bien notées et à rendement élevé se sont légèrement resserrés au cours de la période sous revue.** Les écarts de rendement des obligations d'entreprises bien notées (*investment-grade*) et à rendement élevé (*high-yield*) se sont un peu resserrés pendant la période sous revue, dans la continuité de la réduction importante des écarts de rendement observée dans les deux secteurs au cours des mois précédents. Les écarts de rendement des obligations d'entreprises bien notées se sont quelque peu resserrés, de 3 points de base pour les sociétés financières et de 6 points de base pour les sociétés non financières. Les écarts de rendement des obligations d'entreprises à rendement élevé se sont resserrés de 7 points de base sur une base pondérée globale. Les écarts de rendement des obligations à rendement élevé des sociétés non financières ont diminué de 10 points de base au cours de la période sous revue. Toutefois, les émetteurs financiers ont sous-performé, les écarts des obligations à rendement élevé pour ce secteur s'accroissant de 21 points de base.

**Sur les marchés des changes, l'euro a continué de s'échanger à un niveau proche des niveaux élevés atteints plus tôt dans l'année, malgré une légère dépréciation vis-à-vis du dollar américain et sur une base pondérée des échanges commerciaux (graphique 14).** Au cours de la période sous revue, le taux de change effectif nominal de l'euro, mesuré par rapport aux monnaies des 41 principaux partenaires commerciaux de la zone euro, a baissé de 0,2 %. L'euro s'est déprécié de 0,4 % par rapport au dollar américain, en raison de l'évolution des anticipations relatives à la politique monétaire américaine et aux incertitudes commerciales persistantes. Néanmoins, il s'est échangé dans une fourchette étroite de 1,155 à 1,184 contre le dollar américain, soit un niveau proche de sa moyenne historique de 1,18. La baisse modérée du taux de change effectif nominal de l'euro s'explique par des variations relativement faibles, se compensant entre elles, des devises dans les marchés principaux et émergents.

## Graphique 14

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

(variations en pourcentage)



Source : Calculs de la BCE.

Notes : Le « TCE-41 » est le taux de change effectif nominal de l'euro par rapport aux monnaies des 41 principaux partenaires commerciaux de la zone euro. Une variation positive (négative) correspond à une appréciation (dépréciation) de l'euro. Toutes les évolutions sont calculées en utilisant les taux de change enregistrés le 29 octobre 2025.

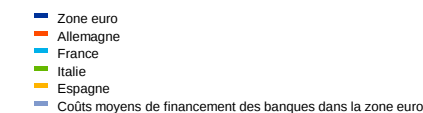
*Les réductions passées des taux directeurs de la BCE ont continué de se transmettre aux coûts de financement des banques et aux coûts d'emprunt des entreprises jusqu'en août. Les taux d'intérêt moyens appliqués aux nouveaux prêts aux entreprises ont légèrement diminué pour s'établir à 3,5 %, tandis que ceux appliqués aux nouveaux prêts hypothécaires ont à peine évolué, s'inscrivant à 3,3 %. En septembre, la croissance des prêts aux ménages a continué de se redresser progressivement, tandis que celle des prêts aux entreprises et des émissions d'obligations d'entreprises est demeurée globalement stable. Au cours de la période sous revue allant du 11 septembre au 29 octobre 2025, le coût du financement par endettement de marché a légèrement baissé, tandis que celui du financement par fonds propres est resté globalement inchangé. Selon l'enquête d'octobre 2025 sur la distribution du crédit bancaire dans la zone euro, les critères d'octroi des prêts aux entreprises se sont modérément durcis au troisième trimestre 2025 du fait des inquiétudes croissantes des banques face aux risques auxquels leurs clients sont confrontés, tandis que la demande de nouveaux prêts aux entreprises s'est légèrement redressée. Les critères d'octroi sont demeurés inchangés pour les prêts au logement et se sont légèrement durcis pour les crédits à la consommation, tandis que la demande de prêts au logement a poursuivi sa forte hausse. Dans l'enquête sur l'accès des entreprises au financement (Survey on the Access to Finance of Enterprises, SAFE) pour le troisième trimestre 2025, réalisée entre le 27 août et le 3 octobre 2025, un faible pourcentage net d'entreprises a fait état d'une hausse des taux d'intérêt bancaires ainsi que d'un durcissement continu des autres conditions d'octroi. Le taux de croissance annuel de l'agrégat monétaire large (M3) s'est ralenti pour s'établir à 2,8 % en septembre.*

**Les coûts de financement des banques ont continué de diminuer lentement jusqu'en août 2025, reflétant les réductions passées des taux directeurs de la BCE.** Le coût composite du financement par endettement pour les banques de la zone euro, qui mesure les coûts marginaux de financement des banques, a légèrement baissé en août (graphique 15, partie a), reflétant la poursuite de la transmission des baisses des taux directeurs aux taux des dépôts et aux taux interbancaires. Les rendements des obligations bancaires ont continué de fluctuer juste au-dessous de 3 % (graphique 15, partie b), en ligne avec la diminution des taux sans risque à long terme. La légère baisse des coûts de financement des banques s'explique principalement par un fléchissement du taux de dépôt composite, qui s'est établi au-dessous de 0,9 % en août, soit 57 points de base de moins que son pic de mai 2024. Les taux d'intérêt sur les dépôts à vue et les dépôts à terme des entreprises et des ménages, tout comme les taux interbancaires, sont demeurés globalement stables, tandis que les taux sur les dépôts d'épargne ont fortement baissé. L'écart entre les taux d'intérêt des dépôts à terme et ceux des dépôts à vue pour les entreprises comme pour les ménages est resté globalement inchangé en août après s'être réduit progressivement depuis son pic d'octobre 2023.

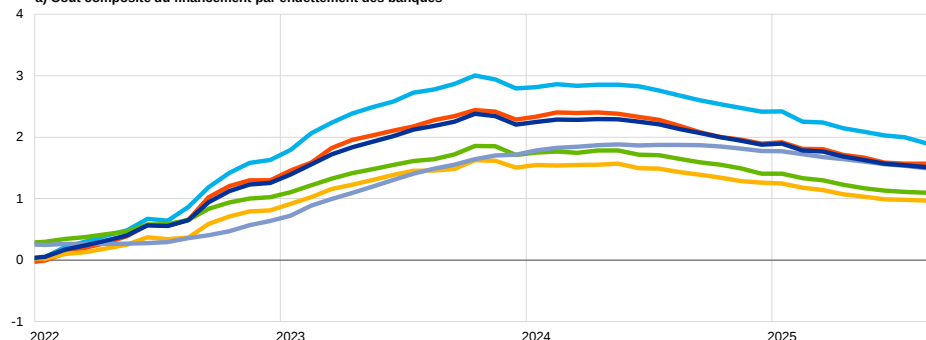
## Graphique 15

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

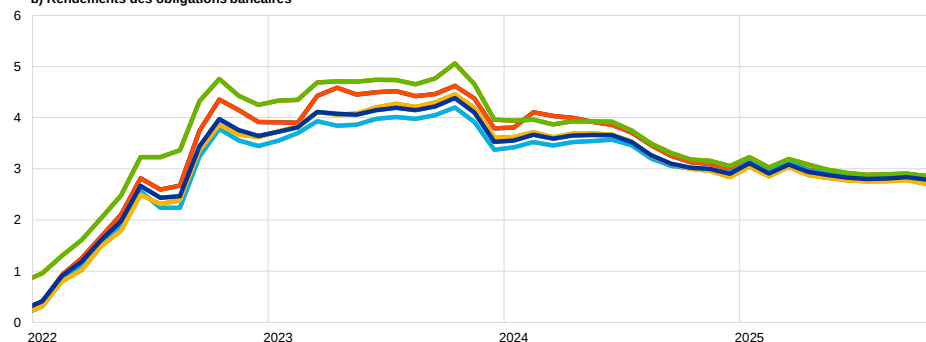
(pourcentages annuels)



a) Coût composite du financement par endettement des banques



b) Rendements des obligations bancaires



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

Notes : Les coûts composites du financement des banques correspondent à une moyenne des coûts des nouveaux contrats pour les dépôts à vue, les dépôts remboursables avec un préavis, les dépôts à terme, les obligations et les emprunts interbancaires, pondérés par leurs encours respectifs. Les coûts moyens de financement des banques utilisent les mêmes pondérations, mais sont 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 août 2025 pour le coût composite du financement par endettement des banques (partie a) et au 29 octobre 2025 pour les rendements des obligations bancaires (partie b).

### Les taux des prêts bancaires accordés aux entreprises ont encore baissé, tandis que les taux des prêts hypothécaires consentis aux ménages ont légèrement augmenté.

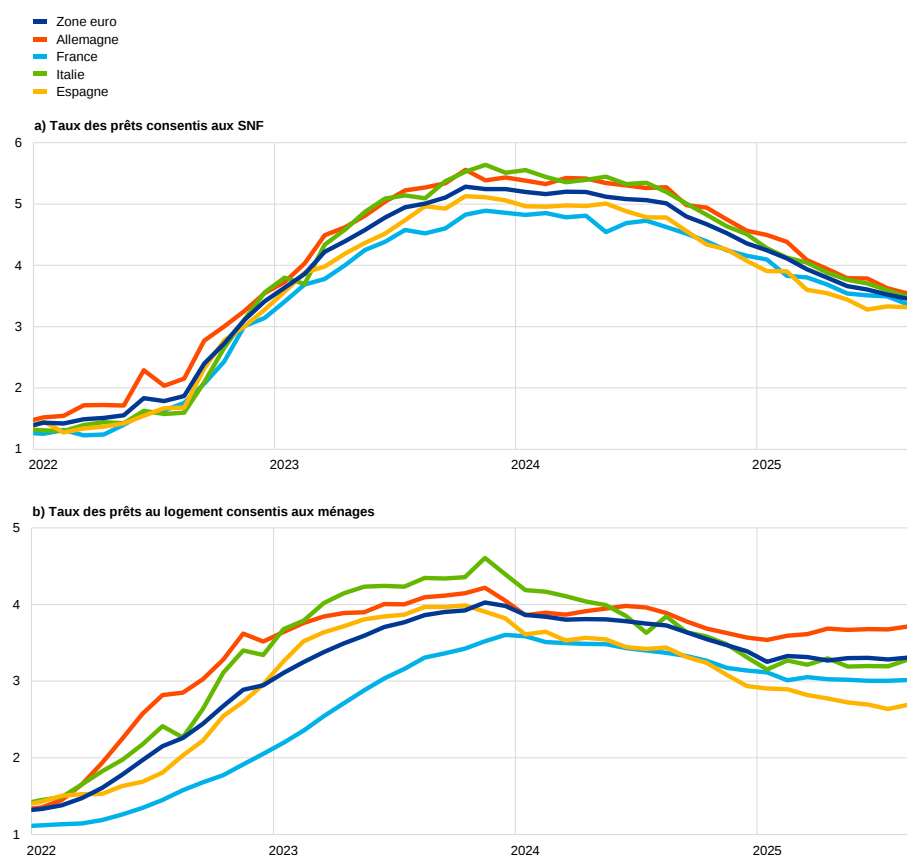
Le coût de l'emprunt bancaire pour les sociétés non financières (SNF) a légèrement diminué, s'établissant juste au-dessous de 3,5 %, en août – soit environ 1,8 point de pourcentage de moins que son pic d'octobre 2023 – avec de légères variations entre les principaux pays de la zone euro (graphique 16, partie a). Cette baisse résulte des taux à court terme, tandis que les taux des prêts à moyen terme assortis d'une échéance comprise entre un et cinq ans ont augmenté. L'écart entre les taux d'intérêt appliqués aux prêts de faible montant et de montant élevé consentis aux entreprises s'est légèrement creusé en août dans un contexte de volatilité à court terme. Le coût d'emprunt pour les prêts au logement consentis aux ménages a à peine évolué, s'inscrivant à 3,3 % en août – environ 70 points de base au-dessous de son pic de novembre 2023 – avec de légères variations entre les principaux pays de la zone euro (graphique 16, partie b).

Les taux hypothécaires ont été poussés à la hausse par les taux à long terme en particulier. L'écart entre les taux débiteurs consentis aux ménages et ceux appliqués aux entreprises, qui avait atteint un pic à 140 points de base en mars 2024, a continué de se resserrer. La taille de cet écart reflète principalement le fait que les prêts aux ménages sont généralement assortis de périodes de fixation des taux plus longues dans de nombreuses juridictions, ce qui les rend moins sensibles aux fluctuations des taux de marché à court terme.

## Graphique 16

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

(pourcentages annuels)



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 d'une moyenne mobile sur 24 mois des volumes de contrats nouveaux. Les dernières observations se rapportent à août 2025. Dans la partie a), « SNF » signifie sociétés non financières.

**Au cours de la période sous revue allant du 11 septembre au 29 octobre 2025, le coût du financement par endettement de marché a légèrement baissé, tandis que celui du financement par fonds propres est resté globalement inchangé.** 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 – est resté stable en août par rapport au mois précédent, à 5,7 % (graphique 17) <sup>5</sup>. Cela reflète

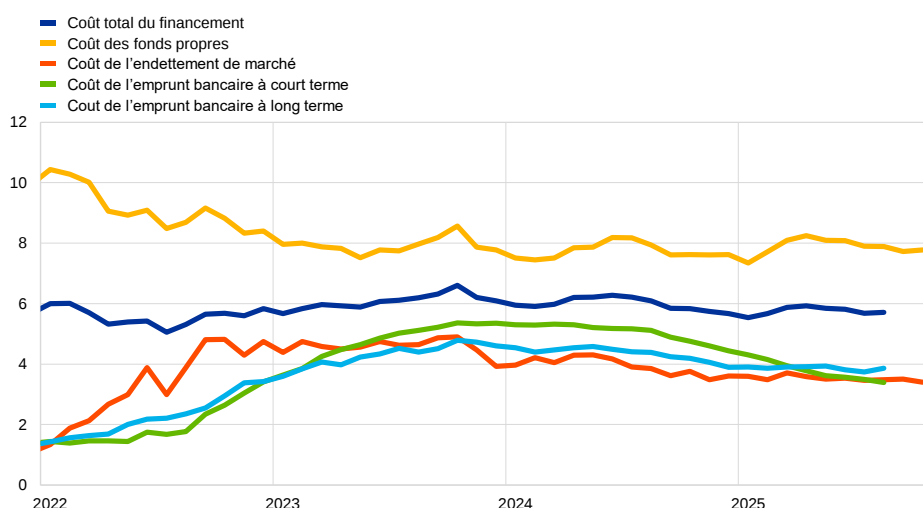
<sup>5</sup> En raison de décalages dans la disponibilité des données relatives au coût de l'emprunt auprès des banques, les données relatives au coût total du financement des SNF ne sont disponibles que jusqu'à août 2025.

une hausse des coûts de l'emprunt bancaire à long terme, qui a compensé la baisse du coût de l'emprunt à court terme. Les données quotidiennes au cours de la période sous revue allant du 11 septembre au 29 octobre 2025 montrent que le coût de l'endettement de marché a légèrement baissé, tandis que celui du financement par fonds propres est resté globalement inchangé. La légère 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*) comme dans celui des obligations à rendement élevé (*high-yield*). Le coût du financement par fonds propres est demeuré globalement inchangé sur la même période, reflétant une légère baisse de la prime de risque sur actions conjuguée à une légère hausse du taux d'intérêt sans risque à long terme, approximé par le taux des *swaps* au jour le jour à dix ans.

### Graphique 17

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

(pourcentages annuels)



Sources : BCE, Eurostat, Dealogic, Merrill Lynch, Bloomberg 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 29 octobre 2025 pour le coût de l'endettement de marché et le coût des fonds propres (données quotidiennes) et à août 2025 pour le coût total du financement et le coût de l'emprunt auprès des banques (données mensuelles).

### La dynamique des prêts aux entreprises et des émissions de titres de créance des entreprises s'est légèrement affaiblie en septembre, tandis que la croissance des prêts aux ménages a continué de se redresser progressivement.

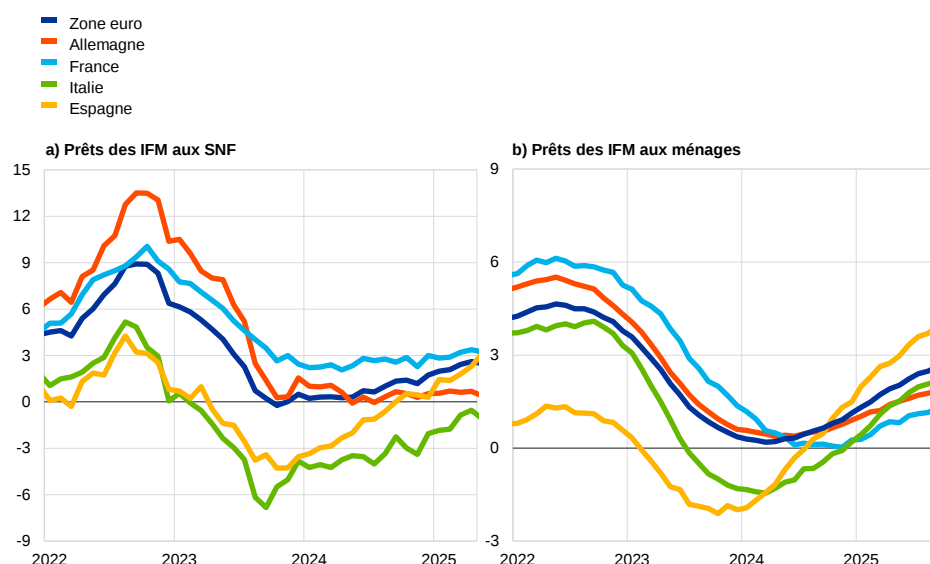
Le taux de croissance annuel des prêts bancaires aux entreprises a légèrement baissé, revenant de 3,0 % en août 2025 à 2,9 % en septembre. Ce taux augmente progressivement depuis le début de l'année mais reste inférieur à sa moyenne historique de 4,3 % (graphique 18, partie a). La croissance annuelle du financement par endettement des entreprises est revenue à 3,0 % en septembre après 3,2 % en août. Les prêts aux ménages ont continué de se redresser progressivement, avec un taux de croissance annuel atteignant 2,6 % en septembre, après 2,5 % en août, même si ce chiffre demeure bien inférieur à sa moyenne historique de 4,1 % (graphique 18, partie b). Les prêts au logement consentis aux

ménages ont à nouveau été le principal déterminant de cette tendance haussière, la croissance du crédit à la consommation poursuivant également sa hausse. Les autres formes de prêts aux ménages, y compris les prêts aux entrepreneurs individuels, sont revenus en territoire positif, mais sont demeurés faibles. Selon l'[enquête de la BCE sur les anticipations des consommateurs](#) la plus récente, les conditions d'accès au crédit perçues par les ménages sont restées globalement inchangées en septembre, même si ceux-ci s'attendaient à un durcissement au cours des douze prochains mois. Avec le temps, l'enquête montre également que les ménages ont perçu un durcissement de l'accès au crédit lorsque les taux d'intérêt ont augmenté pendant le récent cycle de durcissement, mais une amélioration de cet accès lorsque les taux ont baissé, les ménages à revenus élevés faisant état de l'assouplissement le plus notable (cf. encadré 7).

### Graphique 18

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

(variations annuelles en pourcentage)



Sources : BCE et calculs de la BCE.

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

### L'enquête d'octobre 2025 sur la distribution du crédit bancaire dans la zone euro

**indique un léger durcissement net inattendu des critères d'octroi de prêts ou des lignes de crédit aux entreprises au troisième trimestre de l'année, et des critères d'octroi des prêts au logement inchangés (graphique 19).** Les critères

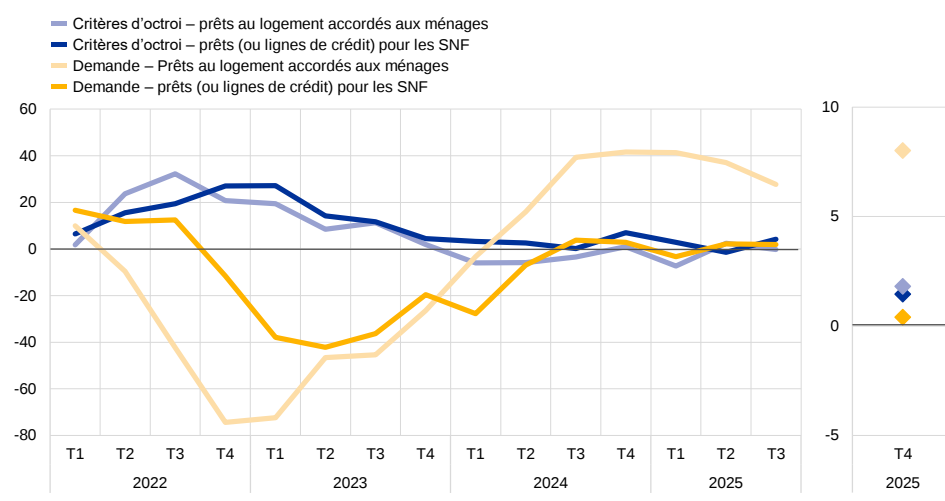
d'octroi de prêts ou de lignes de crédit aux entreprises de la zone euro se sont légèrement durcis au troisième trimestre 2025, bien que les banques se soient attendues lors des campagnes précédentes à ce qu'ils restent inchangés. Les risques perçus relatifs aux perspectives économiques ont de nouveau contribué à un durcissement des critères d'octroi. Les banques ont cité les niveaux actuellement élevés d'incertitude géopolitique et les risques liés au commerce comme raisons de d'établir des distinctions entre les secteurs ou les entreprises lors de l'octroi de

nouveaux prêts. Les critères d'octroi des prêts au logements accordés aux ménages sont demeurés inchangés et les banques ont fait état d'un durcissement net modéré pour les crédits à la consommation. Si la concurrence a eu un effet d'assouplissement sur les critères d'octroi des prêts au logement, les variations de la perception des risques par les banques ont constitué le principal facteur à l'origine du durcissement net pour les crédits à la consommation. Les banques ont fait état d'une augmentation nette de la proportion de demandes rejetées dans toutes les catégories de prêts, avec une hausse nette plus prononcée pour les crédits à la consommation. Pour le quatrième trimestre 2025, les banques de la zone euro s'attendent à ce que les critères d'octroi restent globalement inchangés pour les prêts aux entreprises, se durcissent légèrement pour les prêts au logement et se durcissent encore davantage pour les crédits à la consommation.

### Graphique 19

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

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



Source : BCE (enquête sur la distribution du crédit bancaire).

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

**Dans l'enquête, les banques ont fait état d'une légère augmentation nette de la demande de prêts et de lignes de crédit de la part des entreprises et d'une nouvelle augmentation substantielle de la demande de prêts au logement au troisième trimestre 2025.** La demande de prêts de la part des entreprises est demeurée globalement faible au troisième trimestre 2025 malgré des taux débiteurs en baisse et une augmentation des besoins de financement pour le refinancement ou la restructuration de la dette. Plusieurs banques ont indiqué que l'incertitude mondiale et les tensions commerciales qui y sont associées avaient un effet modérateur sur la demande de prêts. En revanche, la demande de prêts au logement a continué d'augmenter fortement, reflétant principalement la baisse des taux d'intérêt et l'amélioration des perspectives sur le marché de l'immobilier résidentiel. La baisse des taux d'intérêt, conjuguée à d'autres facteurs, a également soutenu la demande de

crédit à la consommation. Cela a toutefois été compensé par une diminution de la confiance des consommateurs. La hausse nette de la demande de crédit à la consommation s'est révélée plus faible qu'au trimestre précédent, mais en ligne avec les anticipations des banques. S'agissant du quatrième trimestre 2025, les banques prévoient une demande de prêts des entreprises inchangée et une hausse modérée de la demande de prêts au logement.

**D'après les réponses des banques aux questions ad hoc, leur accès au financement est resté globalement inchangé pour le financement de détail et s'est amélioré pour le financement de gros, mais les risques perçus pour la qualité du crédit ont continué de peser sur les critères d'octroi.** Au troisième trimestre 2025, l'accès des banques au financement est resté globalement inchangé pour le financement de détail, alors qu'il s'est légèrement assoupli pour les marchés monétaires et la titrisation et, de façon plus marquée, pour les titres de créance. Au cours des trois prochains mois, les banques s'attendent à une légère amélioration de l'accès au financement de détail, à un léger durcissement pour les marchés monétaires et à un accès globalement inchangé pour les titres de créance et la titrisation. La réduction du portefeuille d'actifs de la BCE relevant de la politique monétaire a eu un impact globalement neutre sur les conditions de financement de marché des banques de la zone euro au cours des six derniers mois, les banques accroissant encore leurs détentions d'obligations souveraines de la zone euro. L'impact sur les conditions d'octroi est resté modéré, reflétant l'ajustement mesuré et prévisible du portefeuille de politique monétaire de la BCE. Les banques s'attendent à une poursuite de ces évolutions au cours des six prochains mois. Elles ont déclaré que les décisions de la BCE s'agissant de ses taux directeurs avaient eu un nouvel impact négatif sur leur marges nettes d'intérêt ces six derniers mois, tandis que l'effet lié aux volumes est devenu positif. Les banques s'attendent à un impact similaire, quoique moins important, au cours des six prochains mois. Elles ont également indiqué que les ratios de prêts non performants (*non-performing loans*) et d'autres indicateurs de la qualité du crédit avaient exercé un léger effet de durcissement net sur leurs critères d'octroi de prêts aux entreprises, tandis que les critères d'octroi des prêts au logement et des crédits à la consommation n'ont pas été affectés au troisième trimestre 2025. Pour le quatrième trimestre, les banques de la zone euro s'attendent à ce que la qualité du crédit exerce un effet de durcissement plus marqué sur leurs conditions d'octroi des crédits à la consommation et des prêts aux entreprises.

**Dans la dernière enquête sur l'accès des entreprises au financement, un faible pourcentage net d'entreprises a fait état d'une hausse des taux d'intérêt bancaires et une proportion plus importante a noté un durcissement continu des autres conditions de prêt.** Au troisième trimestre 2025, un pourcentage net de 2 % des entreprises a fait état d'une hausse des taux d'intérêt des banques, tandis qu'un pourcentage net de 14 % a déclaré une baisse au trimestre précédent. Il convient de noter que les grandes entreprises ont continué d'indiquer une baisse des taux d'intérêts en termes nets (– 3 %, après – 31 % lors de la campagne précédente), tandis qu'un pourcentage net de 5 % des petites et moyennes entreprises (PME) a fait état d'une hausse. Un pourcentage net de 23 % des entreprises (contre 16 % au deuxième trimestre 2025) a indiqué une hausse des autres coûts de financement, tels

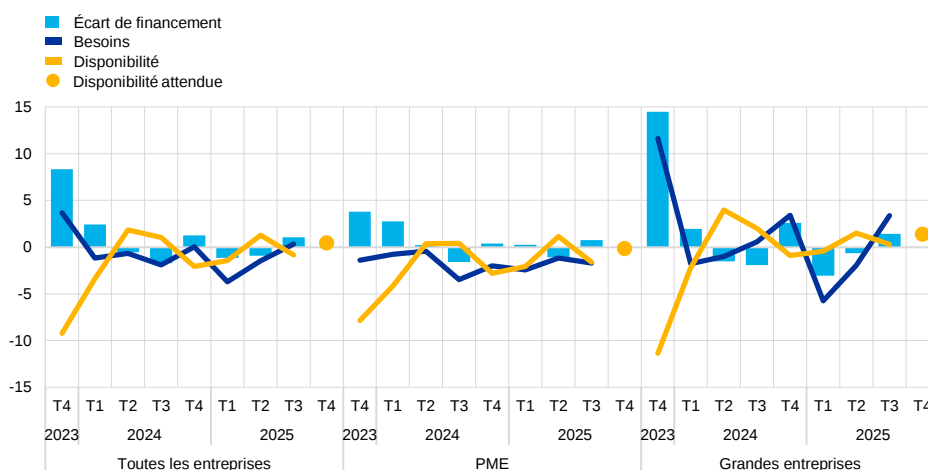
que les charges, les frais et les commissions, et un pourcentage net de 16 % (contre 11 % au trimestre précédent) a fait état d'exigences de garanties plus strictes.

**Les entreprises ont déclaré que leurs besoins en prêts bancaires et la disponibilité de ces prêts continuaient d'être globalement inchangés, et que la disponibilité devrait rester globalement stable au cours des trois prochains mois (graphique 20).** Le pourcentage net d'entreprises faisant état d'une baisse de la disponibilité des prêts bancaires s'est établi à 1 %, tandis qu'un pourcentage net de 1 % avait indiqué une hausse au trimestre précédent. Les PME ont observé une légère diminution de la disponibilité des prêts bancaires (un pourcentage net de – 2 %, après 1 % percevant une hausse au trimestre précédent), tandis que les grandes entreprises ont jugé la disponibilité inchangée (un pourcentage net de 0 %). Ces évolutions se reflètent dans le léger durcissement net des critères d'octroi de prêts ou de lignes de crédit consentis aux entreprises au troisième trimestre 2025, comme cela est mis en évidence dans l'enquête sur la distribution du crédit bancaire dans la zone euro. L'indicateur relatif à l'écart de financement pour les prêts bancaires fondé sur les données tirées de l'enquête SAFE – un indice rendant compte de la différence entre les variations des besoins et celles de la disponibilité – est resté globalement inchangé (1 % net des entreprises ayant fait face à un élargissement de l'écart de financement contre – 1% net au trimestre précédent). À plus long terme, les entreprises s'attendent à ce que la disponibilité du financement externe demeure globalement inchangée au cours des trois prochains mois, ce qui indique des perspectives moins favorables que lors de la précédente campagne d'enquête.

### Graphique 20

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

(en pourcentages nets de participants)



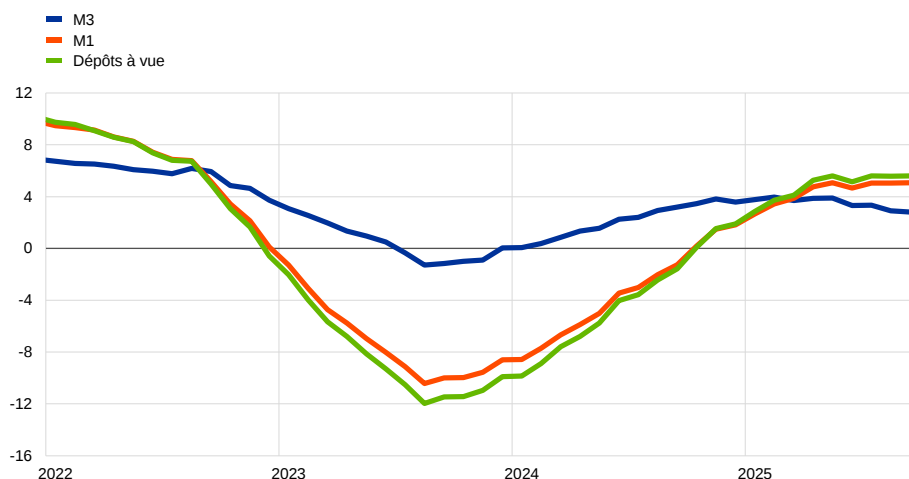
Sources : BCE (enquête SAFE) et calculs de la BCE.

Notes : « PME » signifie « petites et moyennes entreprises ». Les pourcentages nets correspondent à la différence entre le pourcentage d'entreprises déclarant une hausse de la disponibilité des prêts bancaires (besoins et disponibilité attendue, respectivement) et le pourcentage déclarant une baisse de la disponibilité au cours des trois derniers mois. L'indicateur de l'évolution perçue de l'écart de financement prend une valeur égale à 1 (– 1) si le besoin augmente (diminue) tandis que la disponibilité diminue (augmente). Si les entreprises ne perçoivent qu'une hausse (baisse) unilatérale de l'écart de financement, on assigne à la variable une valeur de 0,5 (– 0,5). Une valeur positive de l'indicateur signale un élargissement de l'écart de financement. Les valeurs sont multipliées par 100 pour obtenir des soldes nets pondérés en pourcentages. La disponibilité attendue a été décalée d'une période afin de permettre une comparaison directe avec les réalisations. Les chiffres se rapportent au pilote 2 et aux campagnes 30 à 36 de l'enquête SAFE (octobre-décembre 2023 à juillet-septembre 2025).

**La croissance de l'agrégat monétaire large (M3) a continué de se ralentir en septembre (graphique 21).** La croissance annuelle de M3 est passée de 2,9 % en août à 2,8 % en septembre. Elle a poursuivi le recul progressif observé depuis février 2025 et est restée bien inférieure à sa moyenne à long terme de 6,1 %. La croissance annuelle de l'agrégat monétaire étroit (M1), qui comprend les composantes les plus liquides de M3, a augmenté, passant de 5,0 % en août à 5,1 % en septembre. La croissance de M1 a continué de s'expliquer par les dépôts à vue, reflétant une forte préférence pour les actifs liquides parmi les entreprises et les ménages. D'un point de vue sectoriel, l'évolution des données de septembre a été fortement influencée par les établissements financiers non bancaires dont les avoirs monétaires tendent à être volatils. S'agissant des contreparties, les entrées monétaires nettes en provenance de l'étranger ont fortement rebondi en septembre après les sorties modérées observées au cours des deux mois précédents. Dans le même temps, la contraction en cours du bilan de l'Eurosystème a continué de peser sur la croissance de M3.

**Graphique 21**  
M3, M1 et dépôts à vue

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



Source : BCE.

Note : Les dernières observations se rapportent à septembre 2025

# Encadrés

## 1 L'excédent commercial croissant de la Chine : pourquoi les exportations augmentent alors que les importations stagnent

Alexander Al-Haschimi, Natálie Dvořáková, Julien Le Roux et Tajda Spital

**Dans une période de tensions commerciales entre les États-Unis et la Chine et d'évolution du contexte géopolitique, l'augmentation de l'excédent commercial de la Chine, en particulier concernant les biens, a suscité une attention considérable.** Avant la pandémie de COVID-19, les exportations et les importations chinoises avaient tendance à évoluer en parallèle. Depuis lors, toutefois, un découplage net s'est opéré : les exportations de biens ont augmenté bien au-dessus de leur tendance prépandémique, tandis que les importations de biens ont stagné au-dessous de leur niveau de 2021 (graphique A). Cette divergence entre la dynamique des exportations et celle des importations a entraîné un excédent commercial important. Pour les partenaires commerciaux de la Chine, les implications sont multiples : une pression concurrentielle plus forte exercée par les exportations chinoises sur leurs marchés intérieurs, une baisse de la demande chinoise pour leurs biens et une concurrence accrue sur les marchés des pays tiers. Ces dynamiques commerciales reflètent de nombreux facteurs. Les politiques structurelles favorisant l'autosuffisance – notamment la stratégie « *Made in China 2025* » – ont réduit la dépendance vis-à-vis des intrants étrangers, stimulé les producteurs nationaux et freiné les importations <sup>1</sup>. Dans le même temps, la baisse des prix à l'exportation et la compétitivité hors prix ont soutenu les exportations <sup>2</sup>. Le présent encadré montre comment la faiblesse de la demande intérieure en Chine, généralement associée à une baisse des importations, peut constituer un facteur supplémentaire pour expliquer la vigueur des exportations, un aspect qui est souvent négligé.

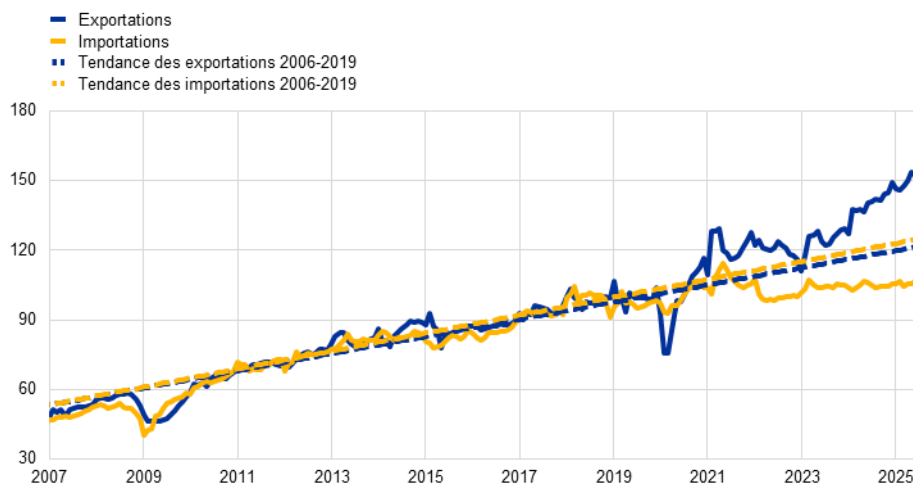
<sup>1</sup> Lancée en 2015, « *Made in China 2025* » est la stratégie chinoise de modernisation du secteur manufacturier, pour passer d'industries à forte intensité de main-d'œuvre à des industries de haute technologie. Ce plan vise à renforcer l'autonomie du pays en stimulant la production nationale et en encourageant l'innovation et les secteurs à forte valeur ajoutée, tels que les véhicules électriques, les semi-conducteurs, l'aérospatiale, la robotique et les biotechnologies.

<sup>2</sup> Pour une analyse des faibles prix à l'exportation et de la compétitivité hors prix de la Chine, cf. Al-Haschimi *et al.* (2024b).

## Graphique A

### Importations et exportations de biens de la Chine

(volume ; indices, 2019 = 100)



Sources : Bureau néerlandais d'analyse de la politique économique (CPB) et calculs des services de la BCE.

Notes : Les données sont mensuelles. Les tendances sont calculées à l'aide d'une régression log-linéaire des importations et des exportations au fil du temps. La dernière observation se rapporte à août 2025.

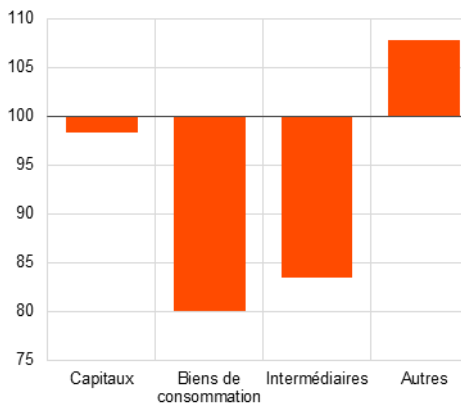
#### La faiblesse des importations chinoises peut s'expliquer par une combinaison de facteurs conjoncturels et structurels.

Depuis 2021, le ralentissement du marché de l'immobilier résidentiel a freiné les importations. Cela a pesé sur l'investissement dans l'immobilier, qui est un secteur intensif en importations, et érodé le bilan des ménages, freinant la demande des consommateurs. Ce ralentissement conjoncturel se reflète dans des importations particulièrement faibles de biens de consommation et de biens intermédiaires (graphique B, partie a). Des facteurs structurels, liés à la stratégie « *Made in China 2025* », ont également apporté leur contribution à cet égard. Une reconfiguration des partenaires commerciaux a accentué ces évolutions. Les importations en provenance des économies avancées, notamment de l'UE et des États-Unis, ont diminué, tandis que celles en provenance des marchés émergents ont soit légèrement augmenté, soit sont restées stables (graphique B, partie b). Ces profils d'évolution peuvent être influencés par de nombreux facteurs dépassant le cadre du présent encadré, mais les politiques commerciales peuvent également avoir joué un rôle. Les barrières non tarifaires de la Chine expliqueraient environ la moitié de la baisse des importations chinoises en provenance des États-Unis au cours de la guerre commerciale de 2018-2019 (Chen *et al.*, 2023). En outre, les États-Unis ont imposé des contrôles à l'exportation sur les de semi-conducteurs avancés en 2022 et ne les ont assouplies que récemment, ce qui a de nouveau freiné les flux entrants. En revanche, les taux tarifaires effectifs de la Chine ont continué de diminuer, suggérant que les droits de douane ne peuvent à eux seuls expliquer ce ralentissement.

**Graphique B**  
**Importations chinoises par catégorie de biens et origine**

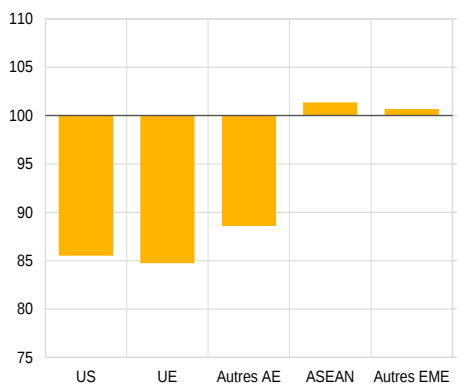
**a) Par catégorie de biens**

(écart dans les volumes d'importation entre décembre 2021 et août 2025 ; indices 2021 = 100)



**b) Par origine**

(écart dans les volumes d'importation entre décembre 2021 et août 2025 ; indices 2021 = 100)



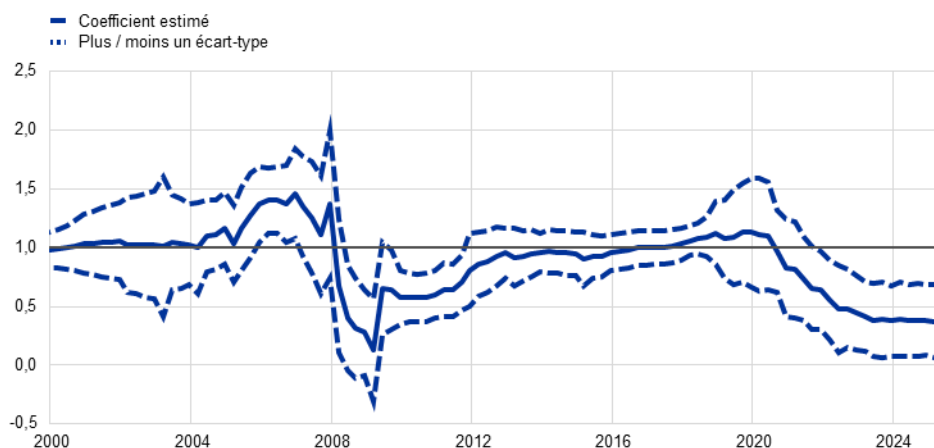
Sources : Trade Data Monitor et calculs des services de la BCE.  
Notes : Sur la base des données mensuelles nominales relatives aux échanges, exprimées en valeur et en dollars américains.  
« Autres » inclut les biens et produits énergétiques non classés dans les grandes catégories économiques (*Broad Economic Categories*, BEC ; par exemple, les véhicules ou les équipements militaires). « Autres AE » se rapporte aux autres économies avancées, « Autres EME » aux autres économies émergentes et « ASEAN » à l'Association des nations de l'Asie du Sud-Est. La dernière observation se rapporte à août 2025.

**Les données empiriques corroborent également l'hypothèse d'une diminution progressive de l'intensité des importations dans l'activité économique de la Chine.** Une estimation à fenêtre glissante montre que l'élasticité à long terme des importations chinoises par rapport à la demande intérieure a diminué nettement au-dessous de l'unité depuis la pandémie. Cette évolution intervient malgré une élasticité oscillant autour de l'unité pendant la majeure partie des deux dernières décennies, à l'exception d'une baisse temporaire au cours de la crise financière mondiale (graphique C). La sensibilité réduite des importations vis-à-vis de la demande peut refléter les changements plus structurels mentionnés ci-dessus, probablement accentués par la transition vers une économie plus verte avec une réduction des importations de combustibles fossiles. Considérées ensemble, ces forces indiquent un changement durable dans le comportement de la Chine en matière d'importations.

### Graphique C

Élasticité à long terme des importations par rapport au PIB – estimation à fenêtre glissante sur 40 trimestres

(estimations des coefficients)



Sources : Haver Analytics et calculs de la BCE.

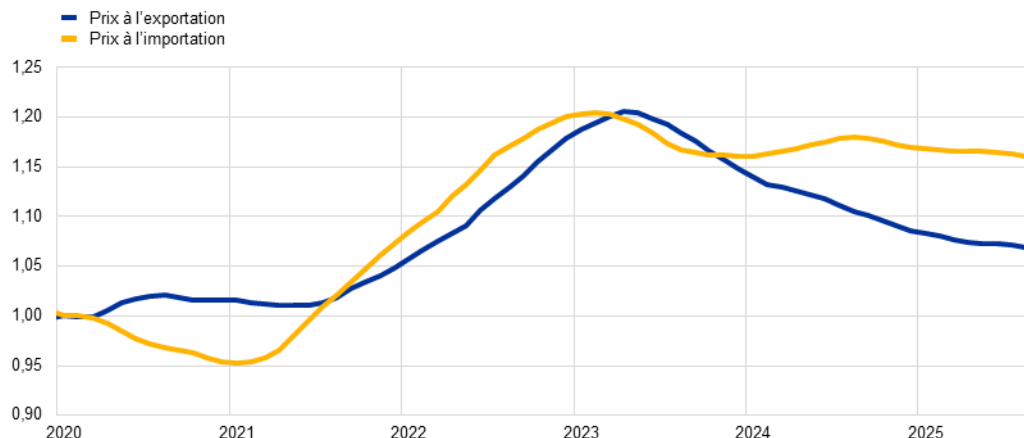
Notes : Estimations, basées sur une fenêtre glissante sur 40 trimestres, du coefficient à long terme d'un modèle à correction d'erreur contenant un indice de la demande intérieure. L'estimation ponctuelle rapportée à la date t correspond à une estimation sur la période allant de t-40 à t, la dernière observation se rapportant au deuxième trimestre 2025.

**S'agissant du dynamisme des exportations chinoises, plusieurs facteurs ont contribué à leur vigueur récente.** Au lendemain de la pandémie, les exportations ont bénéficié de la demande mondiale latente. Plus récemment, la compétitivité des prix a joué un rôle important, avec une baisse persistante des prix à l'exportation depuis mi-2023 (graphique D). Dans le même temps, les transformations industrielles en cours, les progrès technologiques et l'amélioration de la qualité des produits ont renforcé la compétitivité hors prix. Les relations commerciales établies et l'intégration de la Chine dans les chaînes de valeur mondiales ont davantage renforcé sa position sur le marché et lui ont permis d'accroître ses parts de marché à l'étranger (Al-Haschimi *et al.*, 2024b).

## Graphique D

### Prix des exportations et des importations de biens de la Chine

(Moyenne annuelle mobile ; janvier 2020 = 1)



Sources : Bureau néerlandais d'analyse de la politique économique (CPB) et calculs des services de la BCE.

Notes : Les données sont mensuelles, et la dernière observation se rapporte à août 2025.

#### **L'atonie de la demande intérieure, conjuguée à la faiblesse des prix à l'exportation, a récemment joué un rôle central dans la dynamique des exportations chinoises.**

La crise immobilière nationale de 2021 a fortement réduit la demande des ménages. Dans le même temps, les investissements publics dans le secteur manufacturier, visant à stabiliser la croissance dans le cadre de l'approche budgétaire de la Chine orientée vers l'offre, n'ont apporté qu'un soutien direct limité à la consommation. Les capacités excédentaires ont entraîné une guerre des prix entre les entreprises. Cela a érodé les marges bénéficiaires et découragé les dépenses dans un environnement déflationniste caractérisé par une importante sous-utilisation des capacités de main-d'œuvre, ce qui a incité les entreprises à réorienter leurs ventes vers les marchés étrangers <sup>3</sup>. Cette évolution reflète la théorie du *vent-for-surplus* (débouchés pour les excédents) du commerce international, selon laquelle une baisse des ventes due à la demande sur le marché intérieur engendre une capacité excédentaire qui peut être réorientée vers les marchés étrangers <sup>4</sup>. Ce mécanisme suppose des investissements fixes à court terme, ce qui est particulièrement pertinent en Chine, où les investissements sont souvent guidés par une planification centrale. Pour s'étendre à l'étranger, les entreprises doivent gagner en compétitivité sur les marchés extérieurs. Elles y parviennent généralement en réduisant les coûts marginaux et les prix à court terme, ou en acceptant des marges bénéficiaires plus faibles et même, dans certains cas, des pertes.

#### **La théorie du « vent-for-surplus » contribue à expliquer la structure récente des échanges commerciaux.**

Les variables utilisées comme approximation des ventes intérieures en volume indiquent que, depuis la pandémie, les exportations réelles ont dépassé les ventes intérieures, entraînant un écart grandissant entre les deux (graphique E, partie a). Notre analyse montre que la croissance des exportations est la plus forte dans les secteurs où la croissance des ventes intérieures affiche de moins

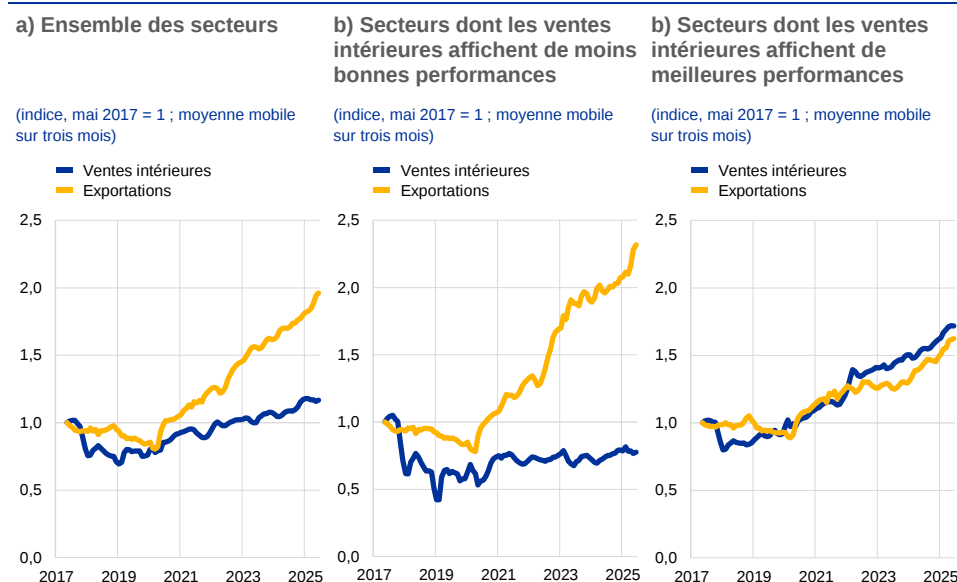
<sup>3</sup> Concernant la dynamique des exportations à la suite de la pandémie, cf. Al-Haschimi et Spital (2024a).

<sup>4</sup> Cf. Almunia *et al.* (2021).

bonnes performances. Depuis 2022, les volumes des exportations dans des secteurs tels que les véhicules à moteur et l'acier ont augmenté de 75 % environ (graphique E, partie b), ce qui suggère que les entreprises ont de plus en plus orienté leurs ventes vers les marchés étrangers. L'absorption au niveau intérieur des capacités excédentaires via une baisse des prix a été freinée par la faiblesse de la demande, le ralentissement sur le marché de l'immobilier résidentiel continuant de peser sur la confiance des consommateurs. En revanche, dans les secteurs où la croissance des ventes intérieures affiche de meilleures performances, principalement liés aux biens technologiques, les volumes des exportations ont largement évolué en ligne avec les ventes intérieures, augmentant de 30 % environ depuis 2022 (graphique E, partie c). Les prix à l'exportation ont diminué dans l'ensemble des secteurs, avec des baisses plus marquées dans les secteurs enregistrant une croissance plus forte des exportations.

### Graphique E

#### Ventes intérieures en volume et exportations en Chine



Sources : Bureau national des statistiques de Chine, Trade Data Monitor et calculs des services de la BCE.

Notes : Les ventes intérieures réelles sont approximées comme le résultat d'exploitation nominal moins les exportations, déflaté par les indices des prix à la production spécifiques à chaque secteur. Comme le résultat d'exploitation reflète les revenus nets des coûts, cet indicateur rend également compte de la dynamique des coûts et de la rentabilité, servant ainsi d'approximation pratique compte tenu des contraintes liées aux données sectorielles en Chine. Les données couvrent les dix principaux secteurs manufacturiers, qui représentent ensemble 80 % environ des exportations industrielles nominales, et sont corrigées des variations saisonnières. Les ventes intérieures affichant de moins bonnes performances sont définies comme étant en moyenne inférieures à la croissance nominale annuelle de 6,6 % de la demande intérieure après 2021 et concernent des secteurs tels que le textile, l'ameublement, les plastiques et le caoutchouc, l'acier, les machines et l'automobile. Les ventes intérieures affichant de meilleures performances concernent les produits chimiques et les biens technologiques, y compris les machines électriques et les équipements de communication. Les exportations des secteurs dont les ventes intérieures affichent de moins bonnes performances et celles des secteurs dont les ventes intérieures affichent de meilleures performances ont représenté respectivement 42 % et 35 % du total des exportations nominales en 2024. La dernière observation se rapporte à juin 2025.

**La faiblesse de la demande intérieure semble être le chaînon manquant pour expliquer la vigueur des exportations chinoises vers l'Europe, plus encore que la réorientation des échanges liée aux droits de douane.** L'intensification des tensions commerciales entre les États-Unis et la Chine pourrait entraîner une nouvelle réorientation des exportations chinoises vers l'Europe. Toutefois, l'augmentation des exportations chinoises vers l'UE est antérieure aux dernières tensions et coïncide plutôt avec le début du ralentissement de la demande intérieure en Chine. Au

quatrième trimestre 2024, la valeur mensuelle moyenne des ventes intérieures était environ quatre fois supérieure au total des exportations et plus de 28 fois supérieure aux exportations vers les États-Unis. Cela suggère que le volume de biens pouvant être réorientés vers l'UE est beaucoup plus important que ne le laissent supposer à elles seules les données relatives aux échanges. Réorienter même une petite partie des ventes intérieures vers l'étranger pourrait davantage stimuler les exportations globales – y compris vers l'UE – qu'une importante réorientation des exportations qui étaient auparavant destinées aux États-Unis <sup>5</sup>.

## Bibliographie

Al-Haschimi (A.) et Spital (T.) (2024a) « [L'évolution du modèle de croissance de la Chine : défis et perspectives de croissance à long terme](#) », *Bulletin économique*, n° 5, BCE.

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

Almunia (M.), Antràs (P.), López-Rodríguez (D.) et Morales (E.) (2021), « [Venting Out: Exports during a Domestic Slump](#) », *American Economic Review*, vol. 111, n° 11, p. 3611-3622.

Boeckelmann (L.), Emter (L.), Gunnella (V.), Klieber (K.) et Spital (T.) (2025), « [China-US trade tensions could bring more Chinese exports and lower prices to Europe](#) », *Le blog de la BCE*, BCE, 30 juillet.

Chen (T.), Hsieh (C.-T.) et Song (Z.M.) (2022), « [Non-Tariff Barriers in the U.S.-China Trade War](#) », *NBER Working Paper Series*, n° 30318, *National Bureau of Economic Research, Inc.*

---

<sup>5</sup> Pour une analyse de la réorientation des exportations chinoises vers la zone euro, cf. Boeckelmann *et al.* (2025).

## Changements dans le comportement de l'OPEP+ et risques à la baisse pour les prix du pétrole

Massimo Ferrari Minesso et Arthur Stalla-Bourdillon

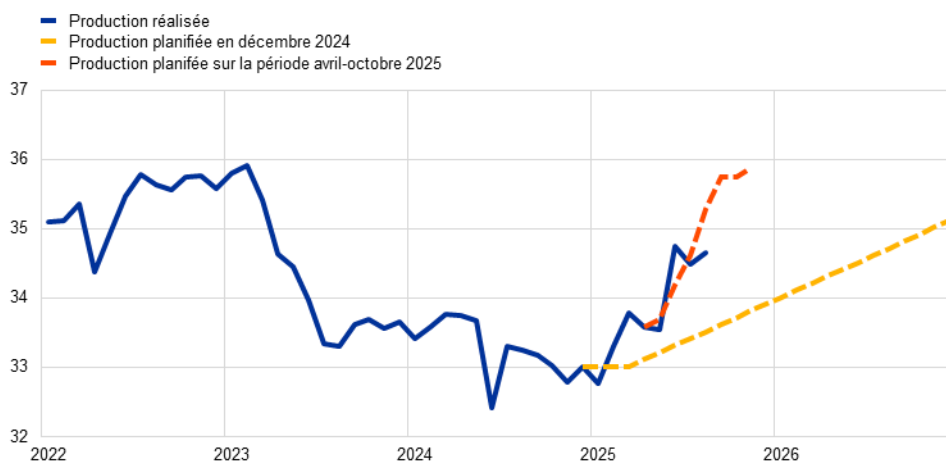
### Un facteur clé à l'origine de la récente baisse des prix du pétrole a été le changement d'orientation de l'OPEP+ <sup>1</sup>.

Les prix du pétrole ont suivi une tendance baissière au cours des derniers mois, en raison de deux facteurs : l'affaiblissement des anticipations concernant la demande mondiale à la suite des annonces relatives aux droits de douane américains et la décision surprise de l'OPEP d'augmenter l'offre de pétrole (graphique A) <sup>2</sup>. Traditionnellement, l'OPEP a joué un rôle stabilisateur sur le marché du pétrole, l'Arabie saoudite agissant comme « producteur d'ajustement » (*swing producer*) <sup>3</sup>. Toutefois, l'OPEP a continué d'accroître l'offre de pétrole depuis avril 2025, malgré des prix déjà relativement bas. Dans le passé, les décisions de l'OPEP d'augmenter l'offre semblaient être destinées soit à faire respecter les quotas de production par ses membres en permettant une baisse des prix, soit à regagner des parts de marché face aux producteurs non membres de l'OPEP. Ces mêmes facteurs peuvent également expliquer le comportement actuel du groupe.

### Graphique A

#### Production de pétrole réalisée et planifiée

(en millions de barils par jour)



Sources : Agence internationale de l'énergie (AIE), OPEP et calculs des services de la BCE.

Notes : Le graphique représente la production réelle et planifiée de pétrole brut des huit principaux membres de l'OPEP : l'Arabie saoudite, les Émirats arabes unis, l'Irak, le Koweït, l'Algérie, la Russie, le Kazakhstan et Oman. Les lignes en pointillés représentent la levée prévue des restrictions sur la production de pétrole par rapport aux niveaux actuels de production de l'OPEP. Les dernières observations se rapportent à septembre 2025.

- <sup>1</sup> Le terme « OPEP » désigne l'Organisation des pays exportateurs de pétrole. L'« OPEP+ », créée en 2016, est une coalition regroupant les membres de l'OPEP et d'autres pays producteurs de pétrole. Pour simplifier, les deux groupes sont appelés « OPEP » dans la suite de cet encadré.
- <sup>2</sup> L'OPEP a d'abord surpris les marchés début avril en augmentant sa production trois fois plus que prévu initialement. Le cartel a continué d'augmenter sa production au cours des mois suivants, levant largement la réduction de l'offre de 2,2 millions de barils par jour introduite en novembre 2023. Même après ces hausses, y compris la dernière décision prise début septembre 2025, le cartel continue de disposer d'une large capacité inutilisée en raison des réductions précédentes d'avril 2023 et d'octobre 2022.
- <sup>3</sup> L'Arabie saoudite est souvent qualifiée de « producteur d'ajustement » par les observateurs de marché car elle ajuste sa production de pétrole à la hausse ou à la baisse afin de contribuer à la stabilité des prix.

**La situation actuelle présente des similitudes avec celle de 2014, lorsque les changements de comportement de l'OPEP ont entraîné une baisse marquée et persistante des prix du pétrole à un moment où l'inflation était basse.** Fin 2014, au cours des premières années de l'essor du pétrole de schiste aux États-Unis, le cartel a abandonné son rôle traditionnel de stabilisateur des prix et a augmenté à plusieurs reprises sa production afin de regagner les parts de marché perdues au profit des producteurs américains. Ce changement, associé à la forte croissance de la production de pétrole de schiste aux États-Unis et à une demande plus faible, en particulier en raison du ralentissement de l'activité en Chine, a entraîné une baisse des prix du pétrole de 34 % environ entre octobre et décembre 2014 (graphique B). Cette forte baisse a également accentué la perception de risques déflationnistes, l'inflation étant déjà basse aux États-Unis et dans la zone euro. Les anticipations d'inflation ont diminué parallèlement, les taux des *swaps* indexés sur l'inflation à cinq ans dans cinq ans aux États-Unis et dans la zone euro baissant de 29 et 13 points de base respectivement.

**Graphique B**  
Évolution des prix du pétrole



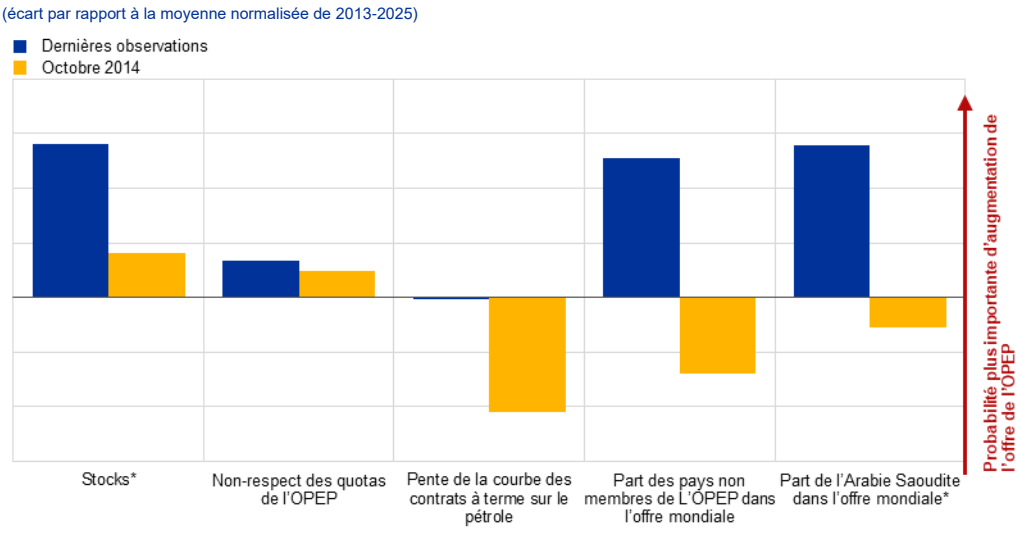
Source : LSEG.

Note : Les dernières observations se rapportent au 17 septembre 2025.

**De même qu'en 2014, de nouvelles augmentations de l'offre de l'OPEP pourraient exercer une pression à la baisse sur les prix du pétrole.** Nazer et Pescatori (2022) identifient plusieurs indicateurs clés historiquement associés aux décisions du cartel en matière d'offre. La comparaison des niveaux actuels de ces indicateurs avec ceux d'octobre 2014 – juste avant les hausses de production de l'OPEP à cette époque – peut fournir des informations utiles concernant la position du groupe sur le marché du pétrole aujourd'hui (graphique C). Dans l'ensemble, ces indicateurs suggèrent que l'OPEP est fortement incitée à accroître de nouveau sa production, l'Arabie saoudite étant susceptible de continuer à s'écarter de son rôle habituel de stabilisateur du marché. En outre, si l'Arabie saoudite regagne progressivement sa position sur le marché, sa part dans l'offre mondiale reste encore inférieure à celle de 2014, tandis que les producteurs non membres de l'OPEP ont continué d'accroître leur présence. Par ailleurs, le respect des quotas de production par les membres du cartel, en particulier l'Irak et le Kazakhstan, est actuellement légèrement moins rigoureux qu'en 2014, où il était déjà inférieur à la moyenne de long

terme. Dans ce contexte, l'Arabie saoudite pourrait choisir d'augmenter de nouveau sa production afin de rétablir la discipline au sein du groupe <sup>4</sup>.

**Graphique C**  
Indicateurs associés aux décisions de l'OPEP en matière d'offre



Sources : AIE, OPEP, LSEG, Morningstar, US Energy Information Administration et calculs des services de la BCE.  
Notes : Les indicateurs sont exprimés sous la forme d'écart par rapport à une moyenne normalisée calculée à partir des valeurs mensuelles entre janvier 2013 et septembre 2025. Le non-respect des quotas de l'OPEP est calculé à partir de la différence (si elle est positive) entre les quotas fixés au niveau de l'OPEP et la production réalisée pour la période 2014-2016, et de la somme des écarts positifs des pays de l'OPEP par rapport à leurs quotas nationaux pour la période 2017-2025, les deux valeurs étant divisées par le nombre de membres de l'OPEP ou de l'OPEP+ à cette période. « Stocks » désigne les stocks de pétrole de l'OCDE en pourcentage de la demande mondiale totale de pétrole. La pente de la courbe des contrats à terme sur le pétrole est un indicateur de la tension sur le marché, calculée comme la différence entre les prix au comptant du pétrole et les prix des contrats à terme à 12 mois. Une pente positive indique un marché du pétrole relativement tendu. Les variables marquées d'un astérisque « \* » ont été multipliées par - 1, car une valeur plus faible pour ces variables correspond à une probabilité plus élevée d'augmentation de l'offre de l'OPEP. Les dernières observations se rapportent à juillet 2025 pour les stocks et le non-respect des quotas, au 24 septembre 2025 pour les contrats à terme sur le pétrole et à août 2025 pour les parts de l'offre mondiale.

**Le comportement de l'OPEP peut être modélisé comme étant celui d'un producteur de pétrole dominant en concurrence avec des fournisseurs preneurs de prix.** Pour évaluer l'impact de nouvelles augmentations de l'offre, nous utilisons un modèle d'équilibre général dynamique estimé du marché du pétrole, intégrant les cadres de Nakov et Pescatori (2010), Nakov et Nuño (2013) et Filardo *et al.* (2020). Le modèle inclut trois blocs de pays : une région importatrice de pétrole, qui importe du pétrole et produit des biens agrégés ; une région productrice de pétrole compétitive, telle que les producteurs de pétrole de schiste, qui agit en tant que preneur de prix sur le marché pétrolier ; et une région productrice de pétrole dominante, représentant le cartel de l'OPEP, qui ajuste la production de pétrole afin de maximiser ses propres profits et internalise les réactions des deux autres groupes. Fait important, le pouvoir du cartel est proportionnel à sa part de marché – plus la part de l'OPEP est importante, plus sa capacité à fixer une marge de prix est grande <sup>5</sup>.

<sup>4</sup> La pente de la courbe des contrats à terme sur le pétrole – actuellement davantage orientée à la baisse qu'en octobre 2014 – corrobore également cette hypothèse. Cela suggère que les investisseurs accordent une plus grande importance aux livraisons à court terme, ce qui (associé à des stocks plus faibles) indique une situation plus tendue sur le marché aujourd'hui qu'en 2014.

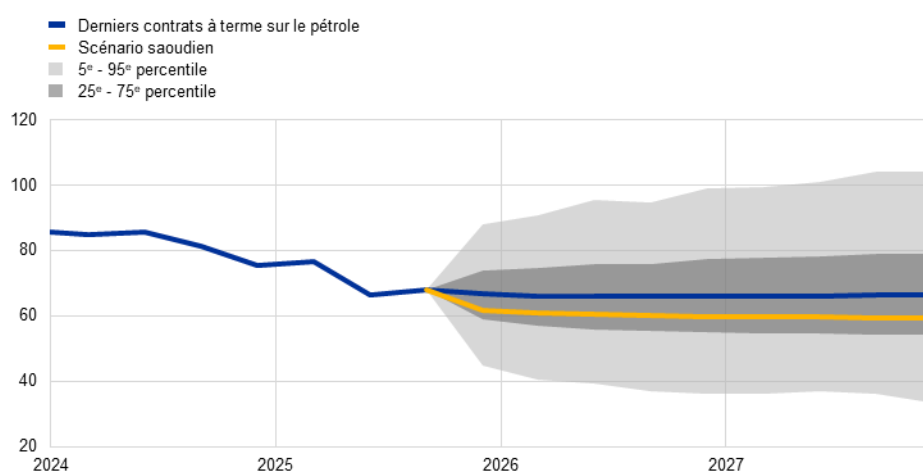
<sup>5</sup> Une autre caractéristique importante du modèle est que la production de pétrole nécessite des investissements en capital, ce qui signifie qu'augmenter l'offre de pétrole prend du temps. Les principaux paramètres du modèle sont estimés à l'aide de méthodes bayésiennes pour correspondre aux évolutions observées de la production mondiale, des taux d'intérêt et des prix du pétrole.

**Les estimations fondées sur des modèles indiquent que si l'Arabie saoudite devait continuer d'augmenter son offre de pétrole, les prix du pétrole pourraient baisser de 10 % supplémentaires.** À l'aide de notre modèle, nous simulons l'évolution des prix du pétrole si l'Arabie saoudite fournissait du pétrole à sa pleine capacité de production pour maximiser sa part de marché, indépendamment des réactions des autres producteurs ou des niveaux de prix en vigueur. Ce changement entraînerait à la fois une augmentation de l'offre mondiale de pétrole et une réduction du pouvoir de marché de l'OPEP, ce qui réduirait la capacité du cartel à fixer une marge de prix. Ensemble, ces facteurs exerceraient une pression à la baisse sur les prix du pétrole. Dans ce scénario, les prix du pétrole devraient diminuer de 10 % environ. Sur la base des données actuelles de marché et en supposant qu'il n'y ait pas de chocs supplémentaires ni d'interventions des autorités, les prix du pétrole s'établiraient à environ 60 dollars le baril d'ici à 2027 – un niveau inférieur à celui actuellement indiqué par les derniers contrats à terme sur le pétrole (graphique D).

### Graphique D

Effets sur le prix du pétrole d'une augmentation de 10 % de l'offre de pétrole par l'Arabie saoudite

(en dollars par baril)



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

Notes : « Scénario saoudien » se rapporte à une simulation fondée sur des modèles dans laquelle l'Arabie saoudite augmente progressivement sa production de pétrole en s'éloignant de son rôle traditionnel de « producteur d'ajustement ». « Derniers contrats à terme sur le pétrole » se rapporte à la moyenne mobile sur dix jours des derniers prix des contrats à terme disponibles. « 5<sup>e</sup>-95<sup>e</sup> percentile » et « 25<sup>e</sup>-75<sup>e</sup> percentile » se rapportent aux percentiles des densités neutres au risque tirées des options pour les prix du pétrole. Ces densités ont été centrées autour des derniers prix des contrats à terme disponibles. Les dernières observations se rapportent au 19 septembre 2025.

**Toutefois, plusieurs facteurs suggèrent qu'une forte baisse des prix du pétrole, semblable à celle observée en 2014, est peu probable.** La baisse des prix observée en 2014 s'expliquait par la combinaison d'une augmentation de la production de l'OPEP et d'une forte croissance de l'offre hors OPEP, qui avait augmenté de 4,4 % cette année-là, principalement en raison du pétrole de schiste américain. En revanche, les projections actuelles de l'Agence internationale de l'énergie ne prévoient qu'une croissance modérée de la production des pays non membres de l'OPEP en 2025 et 2026 (2,1 % et 1,7 % respectivement). Cela signifie que même si l'OPEP continuait de lever ses restrictions sur la production, l'offre mondiale de pétrole ne bénéficierait pas aujourd'hui de la même croissance de la

production des pays non membres de l'OPEP qu'en 2014. De ce fait, la pression à la baisse sur les prix du pétrole devrait être moins prononcée, d'autant plus que les risques haussiers liés à la guerre en Ukraine et aux sanctions occidentales sur les flux de pétrole russe persistent.

## Bibliographie

Filardo (A.), Lombardi (M.J.), Montoro (C.) et Ferrari Minesso (M.) (2020), « [Monetary Policy, Commodity Prices, and Misdiagnosis Risk](#) », *International Journal of Central Banking*, vol. 16, n° 2, mars, p. 45-79.

Nakov, A. et Nuño (G.) (2013), « [Saudi Arabia and the Oil Market](#) », *The Economic Journal*, vol. 123, n° 573, 1<sup>er</sup> décembre, p. 1333-1362.

Nakov (A.) et Pescatori (A.) (2010), « *Oil and the Great Moderation* », *The Economic Journal*, vol. 120, n° 543, mars, p. 131-156.

Nazer (Y.F.) et Pescatori (A.) (2022), « [OPEC and the Oil Market](#) », *IMF Working Paper*, vol. 2022, n° 183, 5 octobre.

### 3 La demande automobile dans la zone euro sous le prisme de l'enquête de la BCE sur les anticipations des consommateurs

Roberto A. De Santis, Johannes Gareis et Luis Molestina Vivar

**Cet encadré s'appuie sur de nouvelles données tirées de l'enquête de la BCE sur les anticipations des consommateurs (*Consumer Expectations Survey, CES*) pour examiner la demande automobile des ménages dans la zone euro.** Le secteur automobile joue un rôle essentiel dans l'économie de la zone euro, représentant environ 10 % de la valeur ajoutée manufacturière et près de 2 % du PIB en volume. Toutefois, ces dernières années, ce secteur a été confronté à d'importants facteurs défavorables, les nouvelles immatriculations de voitures particulières et les volumes de production automobile au deuxième trimestre 2025 étant encore inférieurs d'environ 20 % et 30 %, respectivement, à leur niveau de début 2018 (graphique A) <sup>1</sup>. La composition des immatriculations indique un changement notable du type de voiture achetée et contribue à expliquer la baisse des immatriculations totales, avec une réduction des ventes de véhicules à moteur à combustion interne seulement en partie compensée par une hausse des ventes de véhicules hybrides et entièrement électriques. Cet encadré s'appuie sur les données de l'enquête CES collectées en juillet 2025 pour apporter un éclairage sur les principaux facteurs influant sur les décisions des ménages en matière de dépense automobile dans la zone euro, qui constituent une composante importante de la demande automobile totale <sup>2</sup>.

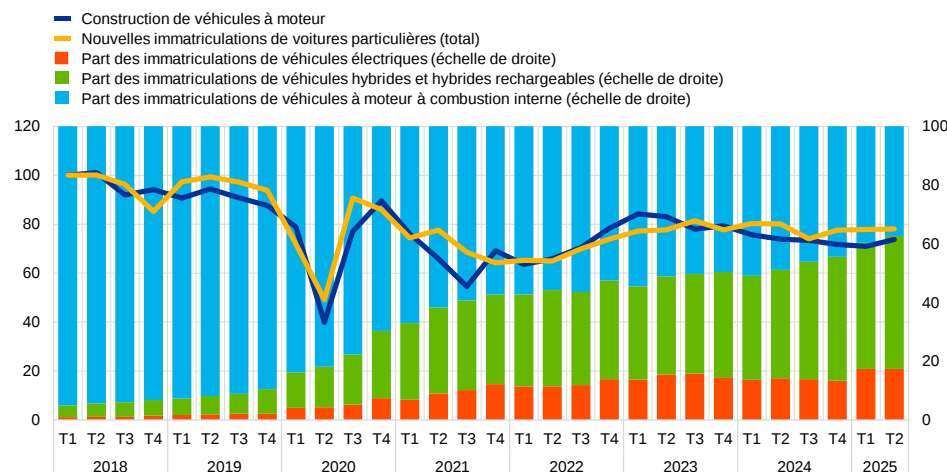
<sup>1</sup> Cf. De Santis (R.A.) *et al.* (2022), De Santis (R.A.) (2024) et De Santis (R.A.) *et al.* (2024).

<sup>2</sup> Même si les ménages représentent une part plus faible du total des nouvelles immatriculations de voitures que les flottes d'entreprises ou de location, ils restent un important segment du marché. Selon les données de l'Association européenne des constructeurs automobiles, les immatriculations privées représentent environ 40 % des nouvelles immatriculations de voitures dans l'Union européenne.

## Graphique A

### Volumes de production automobile et immatriculations de voitures

(échelle de gauche : indice : T1 2018 = 100 ; échelle de droite : pourcentage des immatriculations totales)



Sources : Association européenne des constructeurs automobiles, Eurostat et calculs de la BCE.

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

**Les nouvelles données de l'enquête CES fournissent rapidement des informations au niveau des ménages sur la composition des achats automobiles, montrant qu'ils se sont principalement concentrés sur les voitures à moteur à combustion interne d'occasion.** Sur la période 2021-2024, la

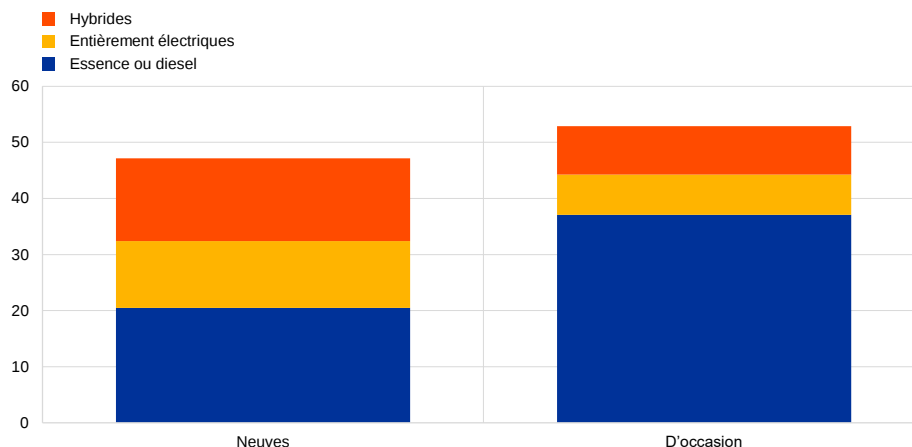
part annuelle de participants à l'enquête CES faisant état d'un achat automobile s'est établie entre 6 % et 7 %. En juillet 2025, lorsque l'ensemble ponctuel de questions relatives aux achats de voitures a été intégré à l'enquête CES, 47 % des participants à l'enquête ayant acheté une voiture au cours des 30 jours précédents ont déclaré avoir acheté une voiture neuve et 53 % une voiture d'occasion (graphique B, partie a). Les véhicules à moteur à combustion interne ont représenté environ 43 % des achats de voitures neuves, contre 31 % et 25 % pour les voitures hybrides et entièrement électriques, respectivement. En revanche, sur le marché de l'occasion, la grande majorité des achats a concerné des voitures à moteur à combustion interne (70 %), les voitures hybrides et entièrement électriques ne représentant respectivement que 15 % environ.

## Graphique B

### Type de voiture achetée et raison de l'achat

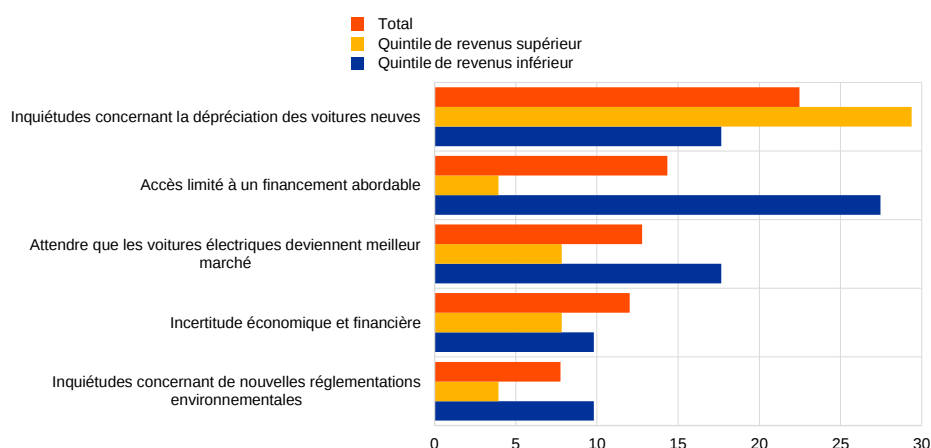
#### a) Distribution des types de voiture achetées

(en pourcentage des participants à l'enquête ayant acheté une voiture au cours des 30 jours précédents)



#### b) Raisons d'acheter une voiture d'occasion plutôt qu'une voiture neuve

(en pourcentage des participants à l'enquête ayant acheté une voiture d'occasion au cours des 30 jours précédents)



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

Notes : Sur la base de la vague d'enquête CES de juillet 2025. La partie a) présente la distribution des types de voiture achetées (488 participants). Les pourcentages se rapportent à la part de chaque type de voiture dans le total des achats, à la fois pour les voitures neuves et d'occasion. Prises ensemble, les barres « neuves » et « d'occasion » représentent un total de 100 %, soit l'ensemble des achats de voitures déclarés dans la vague d'enquête CES de juillet 2025. La partie b) présente les réponses à la question « Quelle était la principale raison d'acheter une voiture d'occasion plutôt qu'une voiture neuve ? » ventilées selon les revenus (quintile supérieur et quintile inférieur ; 258 participants). Les réponses qui ne sont pas incluses dans le graphique relèvent de la catégorie « autres raisons ».

**Pour l'ensemble des participants, les inquiétudes relatives à la dépréciation rapide des voitures neuves constituent la principale motivation pour acheter une voiture d'occasion plutôt que neuve, tandis que s'agissant des ménages à faibles revenus, l'accès limité à un financement abordable a joué le rôle le plus important.** En juillet 2025, parmi les participants à l'enquête CES ayant acheté une voiture d'occasion au cours des 30 jours précédents, 22 % ont cité comme raison principale les inquiétudes quant à la perte de valeur des voitures neuves. La deuxième raison la plus citée est l'accès limité à des options de financement abordables (14 %), suivie par le fait d'attendre que les véhicules électriques deviennent meilleur marché (13 %), l'incertitude économique et financière (12 %) et les inquiétudes concernant les nouvelles réglementations environnementales (8 %) (graphique B, partie b). Ces

facteurs varient considérablement selon les groupes de revenu. S'agissant des ménages à faibles revenus, l'obstacle majeur à l'achat d'une voiture neuve est l'accès limité à des options de financement abordables, raison principale de choisir une voiture d'occasion pour 27 % des participants de ce groupe. Les contraintes de financement se révèlent nettement moins pertinentes pour les ménages à revenus élevés, raison principale pour seulement 4 % d'entre eux.

**La plupart des participants à l'enquête CES ne prévoyaient pas d'acheter de voiture au cours de l'année suivante, l'incertitude économique et financière et une préférence pour d'autres modes de transport jouant un rôle dans leur décision, en particulier pour les ménages à faibles revenus (graphique C).** En juillet 2025, 11 % des participants à l'enquête CES ont déclaré prévoir d'acheter une voiture au cours de l'année suivante, tandis que 89 % ne le prévoyait pas <sup>3</sup>. Parmi ceux qui ne prévoyaient pas d'acheter une voiture, 63 % ont indiqué que leur voiture actuelle satisfaisait à leurs besoins, 10 % ont cité l'incertitude économique et financière et 10 % une préférence pour d'autres modes de transport. L'accès limité à des options de financement abordables et des inquiétudes concernant les futures réglementations environnementales sont des raisons moins importantes, chaque catégorie représentant environ 4 % des réponses. L'importance relative de ces facteurs diffère également selon les groupes de revenus. L'incertitude économique et financière et une préférence pour d'autres modes de transport se révèlent plus importantes pour les ménages à faibles revenus (18 % et 16 % des réponses, respectivement) que pour les ménages à revenus élevés (5 % et 6 % des réponses, respectivement). En revanche, les ménages à revenus élevés (78 %) étaient plus susceptibles que les ménages à faibles revenus (43 %) de déclarer que leur voiture actuelle satisfaisait à leurs besoins <sup>4</sup>.

---

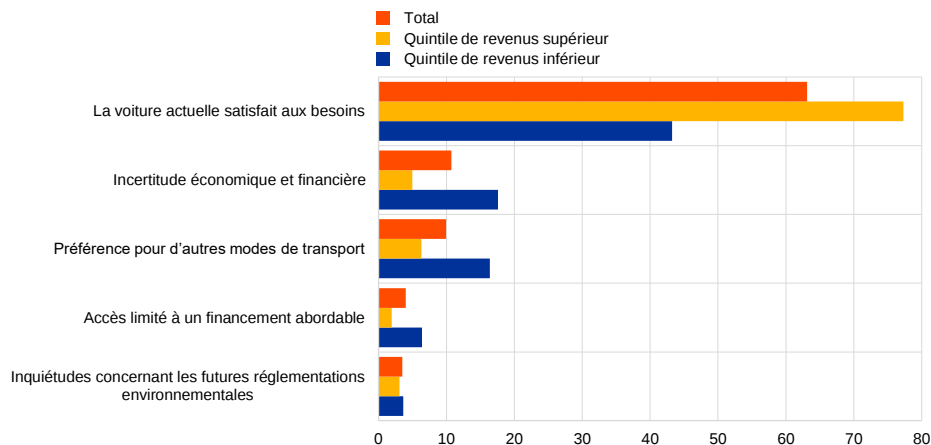
<sup>3</sup> Les achats de voitures prévus peuvent se révéler supérieurs aux achats effectifs. Par exemple, en janvier 2024, près de 9 % des participants déclaraient avoir l'intention d'acheter une voiture au cours de l'année suivante, alors que seuls 7 % environ des participants l'ont effectivement fait en 2024.

<sup>4</sup> Cet écart peut en partie refléter les différences concernant l'âge de la voiture et le nombre de voitures possédées par les ménages à revenus élevés et ceux à faibles revenus. Toutefois, l'enquête CES ne fournit pas d'informations sur ces facteurs.

## Graphique C

### Raisons de ne pas prévoir d'achat de voiture

(en pourcentage de participants ne prévoyant pas d'acheter une voiture)



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

Notes : Sur la base de la vague d'enquête CES de juillet 2025. Le graphique présente les réponses à la question « Quelle est la principale raison pour laquelle vous ne prévoyez pas d'acheter de voiture au cours des 12 prochains mois ? », ventilées par quintile de revenus (quintile supérieur et inférieur). La taille de l'échantillon est de 18 212 participants. Les réponses qui ne sont pas incluses dans le graphique relèvent de la catégorie « autres raisons ».

**Parmi les participants qui prévoient d'acheter une voiture, on constate une demande plus élevée pour les voitures à moteur à combustion interne et hybrides plutôt que pour les véhicules entièrement électriques.** Dans la vague d'enquête CES de juillet 2025, 42 % des participants prévoyant d'acheter une voiture au cours de l'année suivante avaient l'intention d'acheter une voiture à moteur à combustion interne et 41 % un véhicule hybride (graphique D, partie a). Même si les intentions ne se traduisent pas nécessairement par des achats effectifs, ces parts diffèrent nettement de celles des achats effectifs au cours du même mois, 58 % des acheteurs optant pour des véhicules à moteur à combustion interne et seulement 23 % choisissant des hybrides (graphique B, partie a). 16 % des participants préoyaient d'acheter un véhicule entièrement électrique (19 % d'achats effectifs déclarés en juillet 2025)<sup>5</sup>. S'agissant de l'origine des voitures, 81 % des participants prévoyant d'acheter une voiture au cours de l'année suivante voulait un véhicule originaire d'un pays de l'UE, tandis que 19 % préféreraient une voiture en provenance de pays situés en dehors de l'UE (graphique D, partie b).

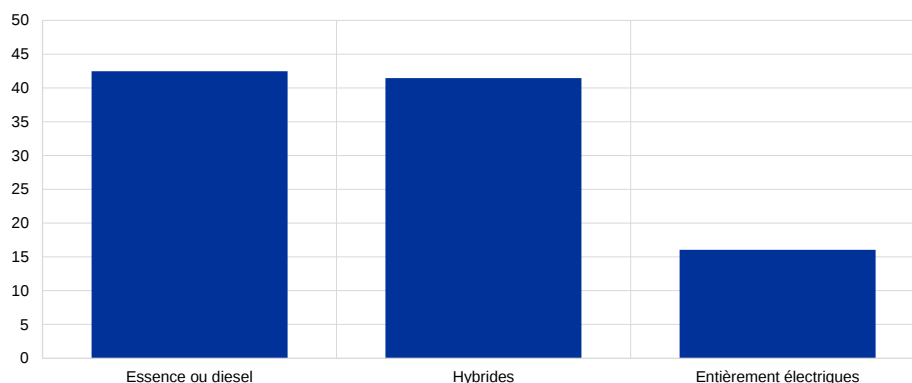
<sup>5</sup> Il convient de noter que ces chiffres incluent les voitures neuves et d'occasion, tandis que le graphique A se rapporte aux nouvelles immatriculations de voitures uniquement.

## Graphique D

### Type de voiture prévu et préférences en matière d'origine

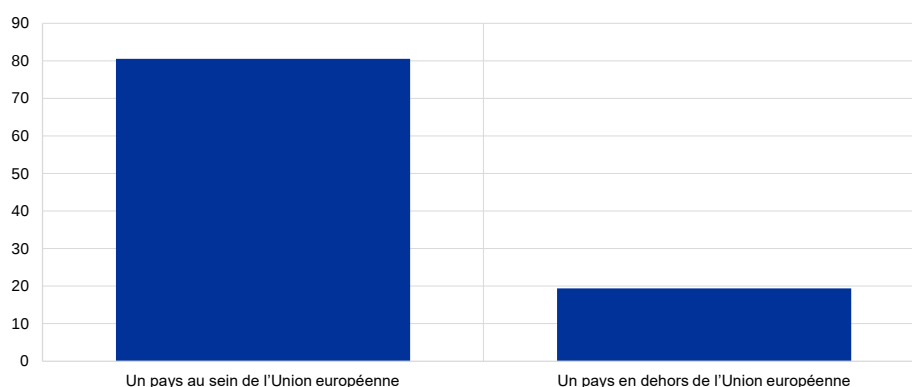
#### a) Type de voiture préféré

(en pourcentage des participants prévoyant d'acheter une voiture au cours de l'année suivante)



#### b) Origine préférée

(en pourcentage des participants prévoyant d'acheter une voiture au cours de l'année suivante)



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

Notes : Sur la base de la vague d'enquête CES de juillet 2025. La partie a) présente les réponses à la question « Quel type de véhicule prévoyez-vous d'acheter au cours des 12 prochains mois ? » et la partie b) les réponses à la question « De quelle origine préféreriez-vous que soit votre prochaine voiture ? ». La taille de l'échantillon pour les deux parties du graphique est de 2 293 participants.

**À plus long terme, le redressement de la demande automobile dans la zone euro devrait rester atone dans un contexte de difficultés persistantes.** Les données tirées de l'enquête CES de juillet 2025 sur la demande automobile dans la zone euro indiquent que le niveau élevé d'incertitude économique et financière devrait peser sur les futures décisions d'achat automobile, en particulier pour les ménages à faibles revenus. Cela suggère qu'un éventuel rebond de la demande de voitures pourrait être lent. Dans le même temps, l'intérêt limité que portent les ménages aux véhicules entièrement électriques indique que la transition vers l'électrification devrait continuer d'être progressive.

## Bibliographie

De Santis (R.A.) (2024), « [Supply chain disruption and energy supply shocks: Impact on euro area output and prices](#) », *International Journal of Central Banking*, vol. 20, n° 2, p. 193-236.

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

De Santis (R.A.), Di Sano (M.), Gunnella (V.) et Neves (P.) (2022), « [Le secteur automobile : expliquer la baisse de la production et la hausse des prix](#) », *Bulletin économique*, n° 7, BCE.

## Et pourtant ça bouge : données sur les changements d'emploi dans la zone euro

Daniela Arlia, Clémence Berson et Agostino Consolo

**Cet encadré présente de nouvelles données sur les taux de transition d'un emploi à un autre dans les principales économies de la zone euro, en complément des statistiques traditionnelles du marché du travail.** Lorsqu'un travailleur change d'emploi, son objectif est généralement de trouver un poste mieux adapté à ses compétences (amélioration de la productivité) ou de négocier un salaire plus élevé ou de meilleures conditions, par exemple en matière d'horaires, d'environnement de travail ou de temps de trajet (Moscarini et Postel-Vinay, 2016, 2017 ; Hahn *et al.*, 2017 ; Karahan *et al.*, 2017). Un nombre croissant de changements d'emploi indique que les entreprises ont tendance à débaucher davantage de travailleurs d'autres entreprises avant de recourir à la réserve de personnes sans emploi ou inactives. Une analyse des flux d'emploi à emploi peut compléter l'évaluation des différentes marges d'ajustement sur le marché du travail et contribuer à mesurer l'évolution des salaires et de la productivité (Berson *et al.*, 2024 ; Lagarde, 2025). Dans ce contexte, cet encadré vise à calculer les transitions d'un emploi à un autre pour un sous-ensemble de pays de la zone euro ainsi qu'une approximation pour l'agrégat de la zone euro, afin d'obtenir une meilleure compréhension des tensions sur le marché du travail, qui ont des conséquences sur la hausse des prix et des salaires.

**Mesurer les flux d'emploi à emploi nécessite de vastes bases de microdonnées longitudinales qui relient les employeurs et les employés.** Pour étudier les flux sur le marché du travail, il est essentiel de disposer de données qui retracent les trajectoires de carrière. Les données administratives tirées d'informations de sécurité sociale remplissent ces conditions, car elles offrent un échantillon aléatoire représentatif des travailleurs qui peut être suivi sur plusieurs décennies, généralement sur la base de leur date de naissance. Ces données sont couplées à des informations sur les entreprises, ce qui permet de repérer les transitions d'un emploi à un autre ainsi que les mouvements vers et depuis le secteur privé. Les données administratives étant recueillies principalement à des fins administratives et opérationnelles (par exemple, pour la gestion des cotisations de sécurité sociale), les organismes de sécurité sociale ont besoin de temps pour recueillir, valider et traiter les données brutes, et pour rendre les données anonymisées accessibles à des fins de recherche. C'est pourquoi elles ne sont généralement disponibles qu'avec un décalage temporel.

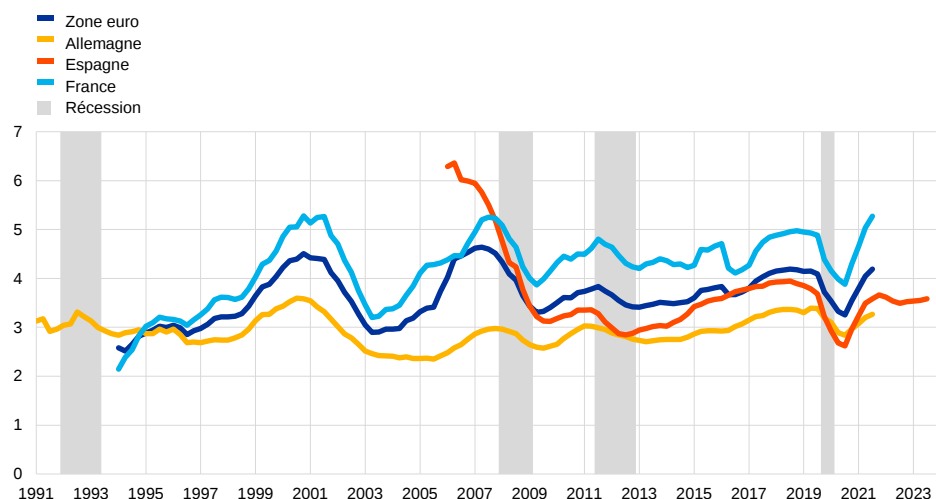
**Les flux d'emploi à emploi sont cycliques et constituent une mesure complémentaire des tensions sur le marché du travail.** Les taux de transition d'un emploi à un autre mesurent la part de travailleurs changeant d'emploi d'un trimestre à l'autre sans période de chômage. Le graphique A met en évidence le caractère cyclique des flux d'emploi à emploi. En période de ralentissement économique, les opportunités sont moins nombreuses et les travailleurs ont tendance à rester au même poste. En période d'expansion, ils cherchent à évoluer professionnellement et

à changer d'emploi afin d'accroître leur salaire ou d'améliorer leurs conditions de travail. Cette tendance apparaît dans les trois pays – et donc dans l'agrégat de la zone euro –, bien que la part de personnes changeant d'emploi diffère d'un pays à l'autre.

### Graphique A

Taux de transition d'un emploi à un autre en Allemagne, en Espagne et en France et approximation pour la zone euro

(parts d'emploi en pourcentage)



Sources : IAB, Ministerio de Inclusión, Seguridad Social y Migraciones, Insee et calculs de la BCE.

Notes : L'échantillon couvre la période 1991-2021 pour l'Allemagne, 2006-2023 pour l'Espagne et 1994-2021 pour la France. L'agrégat de la zone euro est une approximation qui regroupe l'Allemagne et la France (1994-2021) et l'Espagne (2006-2021), à partir des données disponibles. Les récessions sont identifiées par l'Euro Area Business Cycle Network du Centre for Economic Policy Research. Le taux de transition d'un emploi à un autre correspond à la part de travailleurs changeant d'employeur entre deux trimestres consécutifs d'emploi.

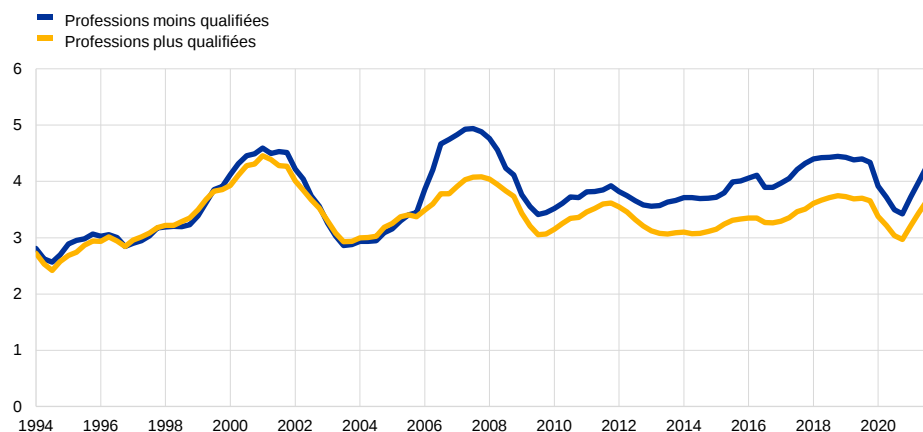
**Les changements d'emploi dépendent à la fois des caractéristiques du poste et de la personne.** Au-delà des conditions macroéconomiques, la possibilité de changer d'emploi dépend du pouvoir de négociation du travailleur, qui varie en fonction de sa profession et de ses compétences. Elle dépend également de facteurs tels que la nature du contrat (temps plein ou temps partiel, durée indéterminée ou déterminée), l'âge, le niveau d'éducation et les offres d'emploi au sein de l'entreprise. Le graphique B regroupe des données par type de profession (moins qualifiée et plus qualifiée) pour l'approximation de la zone euro. Les taux de transition d'un emploi à un autre ont tendance à être plus élevés pour les professions moins qualifiées, en particulier à partir du milieu des années 2000, lorsque les pays européens ont commencé à instaurer des réformes importantes des marchés du travail <sup>1</sup>.

<sup>1</sup> Dans cet encadré, les professions sont classées en deux catégories – les professions moins qualifiées et les professions plus qualifiées – à partir des intitulés de poste, qui sont harmonisés entre les pays et dans le temps. Les professions moins qualifiées comprennent les ouvriers, les employés administratifs et les employés de commerce (CITP-08 4, 5, 7, 8, 9), tandis que les professions plus qualifiées comprennent les managers et les professions intermédiaires (CITP-08 1, 2, 3).

## Graphique B

Taux de transition d'un emploi à un autre selon les professions pour l'agrégat de la zone euro

(parts d'emploi en pourcentage)



Sources : IAB, Ministerio de Inclusión, Seguridad Social y Migraciones, Insee et calculs de la BCE.

Notes : L'agrégat de la zone euro est une approximation qui regroupe l'Allemagne et la France (1994-2021) et l'Espagne (2006-2021), à partir des données disponibles. Le taux de transition d'un emploi à un autre correspond à la part de travailleurs changeant d'employeur entre deux trimestres consécutifs d'emploi.

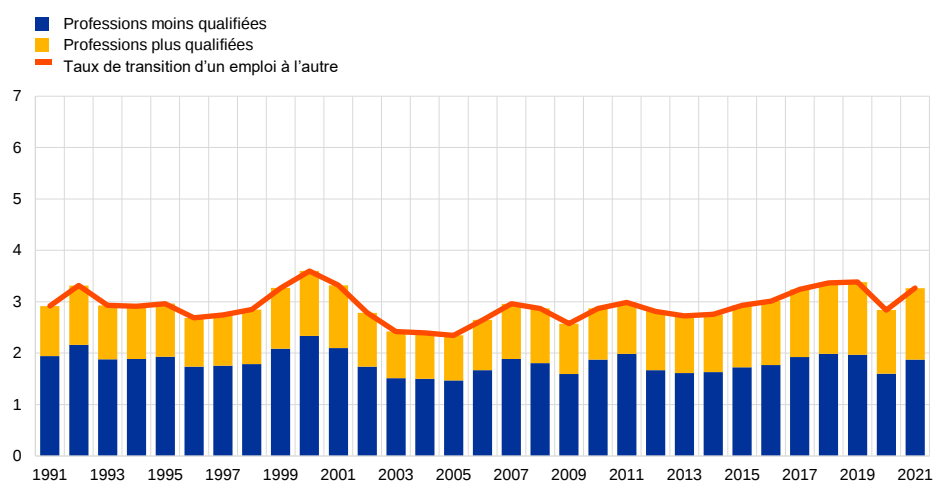
**Les données suggèrent que les travailleurs occupant des emplois moins qualifiés sont plus mobiles et représentent la majeure partie des fluctuations liées aux changements d'emploi.** Sur l'ensemble des types de profession, les travailleurs occupant des emplois moins qualifiés restent les principaux moteurs des transitions d'un emploi à un autre dans les trois pays (graphique C). La mobilité au sein des professions plus qualifiées est nettement plus faible – hormis quelques divergences entre pays –, les personnes changeant d'emploi dans des professions plus qualifiées représentant seulement 15 % du taux de transition total en 2021 en Espagne, contre 34 % en France et 43 % en Allemagne. Ces tendances reflètent largement la composition de la population active totale dans les trois pays et se maintiennent en dépit de l'augmentation constante de la part de travailleurs plus qualifiés au fil du temps (de 5 points de pourcentage en Espagne et 7 points de pourcentage en Allemagne et en France depuis le milieu des années 2000, s'élevant à 20 %, 47 % et 41 % respectivement en 2021). La composition en termes de compétences est importante, les travailleurs étant soumis à différents mécanismes de négociation salariale (y compris les politiques de revenu minimum), à des niveaux de productivité et des opportunités extérieures, ainsi qu'à des chocs spécifiques au secteur, qui ont tous des implications pour les négociations salariales. Au niveau macroéconomique, l'augmentation des changements d'emploi étant associée à des tensions sur le marché du travail, l'effet global sur la hausse agrégée des salaires dépend essentiellement de la part de travailleurs occupant des emplois peu qualifiés, car cette part influe sur la pente de la courbe de Philips pour les salaires (Abbritti et Consolo, 2024 ; Afrouzi *et al.*, 2024).

## Graphique C

Contribution aux taux de transition d'un emploi à un autre par type de profession en Allemagne, en Espagne et en France

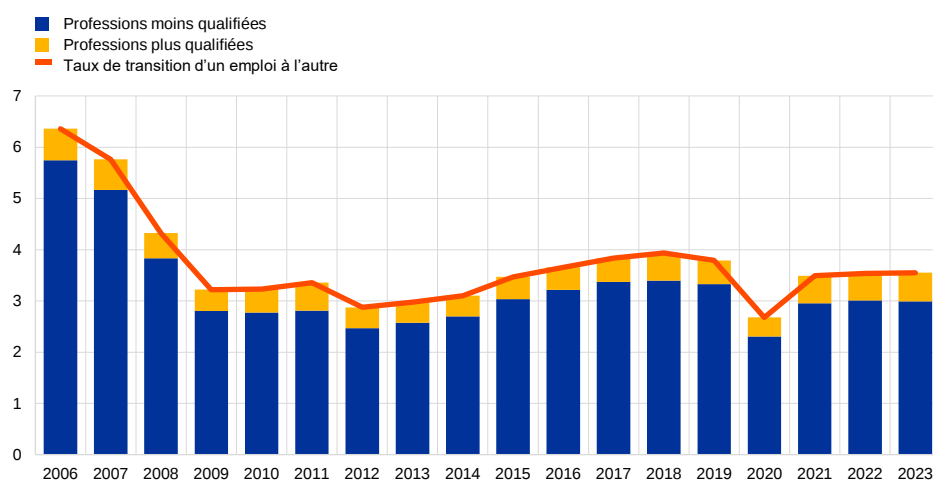
### a) Allemagne

(parts de l'emploi en pourcentage)



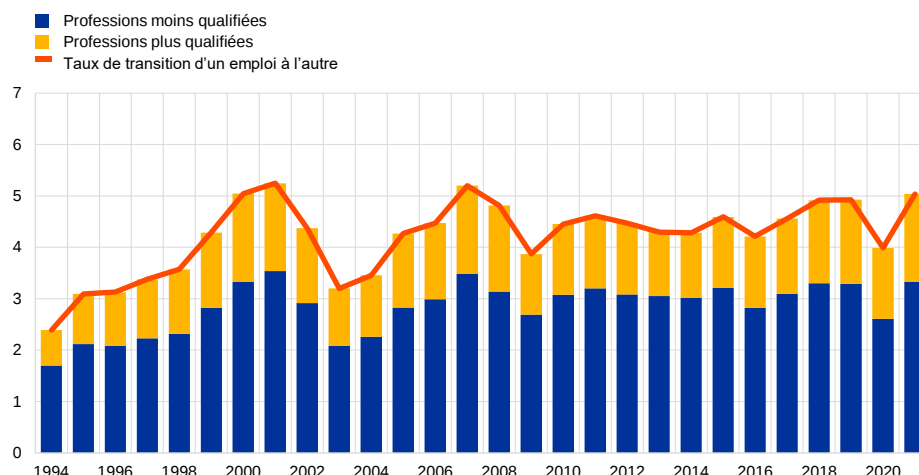
### b) Espagne

(parts de l'emploi en pourcentage)



### c) France

(parts de l'emploi en pourcentage)



Sources : IAB, Ministerio de Inclusión, Seguridad Social y Migraciones, Insee et calculs de la BCE.

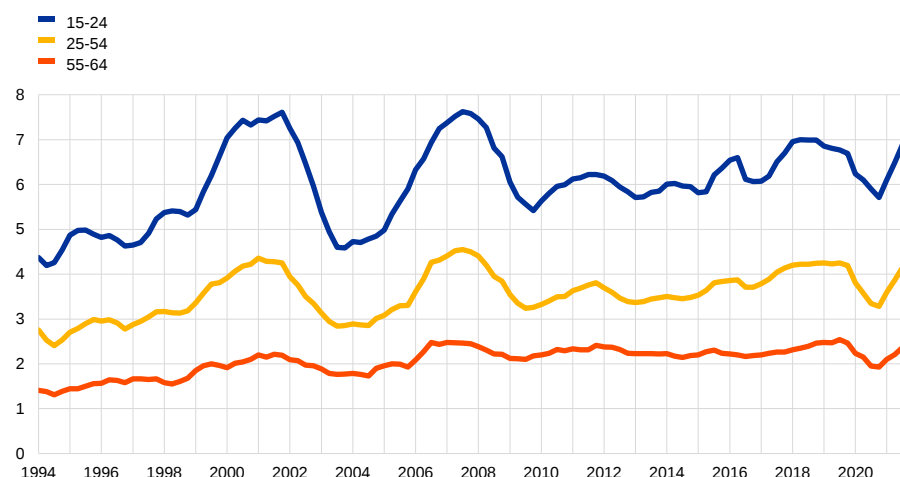
Notes : L'échantillon porte sur la période 1991-2021 pour l'Allemagne, la période 2006-2023 pour l'Espagne et la période 1994-2021 pour la France. Les données annuelles sont calculées comme une moyenne simple sur l'ensemble des trimestres.

**Le vieillissement de la population active de la zone euro devrait avoir un effet négatif sur le taux de transition d'un emploi à un autre.** La population active de la zone euro vieillit (Berson et Botelho, 2023), en raison de la baisse des taux de fécondité, de l'allongement de la durée de vie et des réformes des retraites qui repoussent l'âge de départ à la retraite. Au début de leur carrière, les travailleurs évoluent et accumulent de l'expérience principalement en changeant d'employeur. Par conséquent, les cohortes plus jeunes ont tendance à afficher des taux de transition plus élevés que les cohortes plus âgées (graphique D). Cela reflète également la dualité du marché du travail : les jeunes travailleurs sont plus susceptibles d'occuper des postes temporaires ou saisonniers, ce qui entraîne des changements d'emploi plus fréquents. Par exemple, les travailleurs âgés de 15 à 24 ans changent d'emploi plus souvent que les travailleurs âgés de 25 à 54 ans, avec un écart de 2 à 3 points de pourcentage en France et en Allemagne, et de 6 points de pourcentage en Espagne. Toutefois, compte tenu de la part relativement faible de jeunes travailleurs dans l'emploi total, leur contribution au taux global de transition d'un emploi à un autre est limitée (8 % en Espagne, 11 % en Allemagne et 20 % en France). Au contraire, les travailleurs âgés de 55 à 64 ans sont moins mobiles que les autres groupes d'âge. Leur contribution au taux de transition d'un emploi à un autre reste plus faible que celle des travailleurs âgés de 25 à 54 ans, mais elle augmente avec le temps.

## Graphique D

Taux de transition d'un emploi à un autre entre les différents groupes d'âge pour l'agrégat de la zone euro

(parts de l'emploi en pourcentage)



Sources : IAB, Ministerio de Inclusión, Seguridad Social y Migraciones, Insee et calculs de la BCE.

Notes : L'agrégat de la zone euro est une approximation qui regroupe l'Allemagne et la France (1994-2021) et l'Espagne (2006-2021), à partir des données disponibles. Le taux de transition d'un emploi à un autre correspond à la part de travailleurs changeant d'employeur entre deux trimestres consécutifs d'emploi.

**Pour conclure, les taux de transition d'un emploi à un autre sont des indicateurs utiles pour évaluer les tensions sur le marché du travail, en dépit de certaines limites.** Les données administratives constituent un ensemble important d'informations pour mesurer les flux sur les marchés du travail. Si elles permettent une représentation exhaustive des changements d'emploi, ces données ne sont toutefois disponibles qu'avec un délai. Cependant, les données administratives peuvent être employées en lien avec l'enquête sur les anticipations des consommateurs (*Consumer Expectations Survey*, CES), qui inclut des informations sur le statut professionnel des personnes interrogées (Dias da Silva *et al.*, 2022) afin d'obtenir une mise à jour en temps réel.

## Bibliographie

Abbritti (M.) et Consolo (A.) (2024), « *Labour market skills, endogenous productivity and business cycles* », *European Economic Review*, vol. 170, novembre.

Afrouzi (H.), Blanco (A.), Drenik (A.) et Hurst (E.) (2024), « *A Theory of How Workers Keep Up With Inflation* », *NBER Working Paper*, n° 33233, National Bureau of Economic Research.

Berson (C.), Botelho (V.), Dias da Silva (A.), Foroni (C.), Mohr (M.), Schroeder (C.) et Weissler (M.) (2024), « *Comprendre la résilience du marché du travail de la zone euro entre 2022 et 2024* », *Bulletin économique*, n° 8, BCE.

Berson (C.) et Botelho (V.) (2023), « *Record labour participation: workforce gets older, better educated and more female* », *Le blog de la BCE*, BCE, 8 novembre.

Berson (C.) et Busson (E.) (2023), « [Changements d'emploi et dynamique des salaires](#) », *Bloc-notes Éco*, Banque de France, avril.

Dias da Silva (A.), Rusinova (D.) et Weissler (M.) (2022), « [La reprise du marché du travail dans la zone euro sous le prisme de l'enquête de la BCE sur les anticipations des consommateurs](#) », *Bulletin économique*, n° 2, BCE.

Hahn (J.K.), Hyatt (H.R.), Janicki (H.P.) et Tibbetts (S.R.) (2017), « [Job-to-Job Flows and Earnings Growth](#) », *American Economic Review*, vol. 107, n° 5, p. 358-363.

Karahan (F.), Michaels (R.), Pugsley (B.), Şahin (A.) et Schuh (R.) (2017), « [Do Job-to-Job Transitions Drive Wage Fluctuations Over the Business Cycle?](#) », *American Economic Review*, vol. 107, n° 5, 2017, p. 353-357.

Lagarde (C.) (2025), « [Beyond hysteresis: resilience in Europe's labour market](#) », remarques introductives à l'occasion du Jackson Hole Economic Policy Symposium, Banque fédérale de réserve de Kansas City, 23 août.

Moscarini (G.) et Postel-Vinay (F.) (2016), « *Wage posting and business cycles: A quantitative exploration* », *Review of Economic Dynamics*, vol. 19, p. 135-160.

Moscarini (G.) et Postel-Vinay (F.) (2017), « [The Relative Power of Employment-to-Employment Reallocation and Unemployment Exits in Predicting Wage Growth](#) », *American Economic Review*, vol. 107, no 5, p. 364-368.

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

Friderike Kuik, Richard Morris, Moreno Roma et Michal Slavik

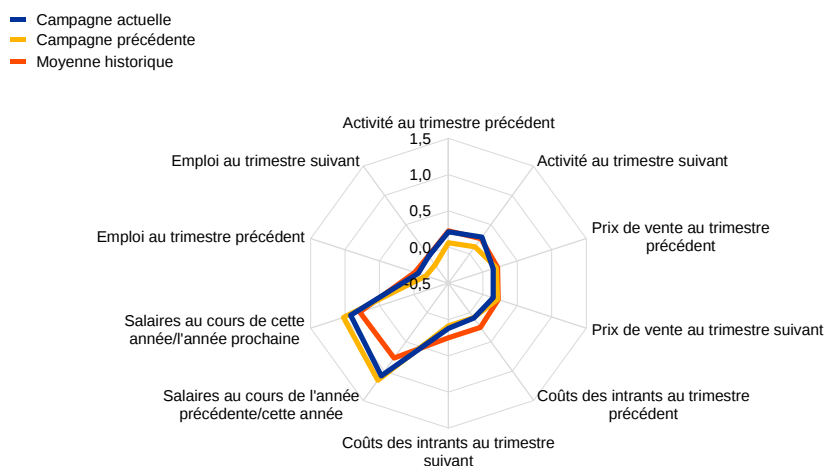
Cet encadré présente une synthèse des conclusions tirées des contacts récents entre les services de la BCE et les représentants de 71 grandes sociétés non financières opérant dans la zone euro. Ces échanges ont eu lieu entre le 29 septembre et le 9 octobre 2025 <sup>1</sup>.

**Les sociétés contactées ont fait état d'une légère amélioration des conditions économiques mais celles-ci sont restées cohérentes avec une croissance seulement modeste de l'activité (graphique A et graphique B).** La production manufacturière demeure freinée par les droits de douane, l'incertitude et les défis pour la compétitivité, ainsi que par une croissance relativement modérée des dépenses en biens de consommation. Peu d'améliorations sont attendues à court terme. L'activité dans la construction de bâtiments commence toutefois lentement à se redresser et de nombreuses sociétés contactées dans le secteur des services ont fait état d'une croissance bonne ou raisonnable, liée en particulier aux dépenses de consommation dans le tourisme et l'hôtellerie et aux investissements dans les logiciels, les solutions de données et l'intelligence artificielle (IA).

### Graphique A

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

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



Source : BCE.

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

<sup>1</sup> Pour plus d'informations sur la nature et l'objectif de ces contacts, cf. Elding, Morris et Slavik (2021).

**La croissance des dépenses de consommation est demeurée globalement atone, au regard de la hausse des revenus réels, même s'il y a également eu des points positifs.** Les détaillants ont fait état d'une croissance modeste, la plupart des consommateurs restant prudents et sensibles aux prix. Cette évolution a favorisé les marques plus abordables par rapport aux marques plus chères et, dans le commerce de détail de l'habillement, des achats plus prudents et à long terme plutôt que les dernières tendances de la mode. Les détaillants en vêtements, en particulier, ont dû faire face à la concurrence croissante du commerce électronique international. La hausse des taux d'« abandon de panier » en ligne a également été citée comme un signe de la réticence accrue des consommateurs au moment de l'achat. La demande de voitures particulières est demeurée stable dans un contexte d'incertitude en matière de réglementation et d'acquisitions de véhicules électriques demeurant bien en deçà d'une trajectoire compatible avec les objectifs de réduction des émissions. Sur une note plus positive, les fabricants d'appareils électroménagers et de biens de consommation électroniques ont déclaré que l'activité s'était « légèrement améliorée » ou qu'elle était « globalement positive ». De plus, les sociétés contactées dans les secteurs du tourisme, de l'hôtellerie et du spectacle ont indiqué que l'activité dans leurs secteurs avait fortement augmenté au cours de l'été (en particulier dans le sud de l'Europe) et continuait d'afficher des perspectives favorables.

## Graphique B

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

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



Source : BCE.

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

**Les investissements dans les machines et les équipements sont demeurés modérés, en contraste avec une forte croissance des dépenses consacrées à la numérisation et à l'IA.** Il a été indiqué que l'incertitude géopolitique et en matière de politique économique, les droits de douane et les coûts élevés ou croissants de la réglementation et de la main-d'œuvre pèsent tous sur l'investissement physique. Les décisions ont tendance à être reportées et les entreprises réalisent des investissements supplémentaires de petite taille plutôt que de plus grande ampleur. De nombreuses sociétés contactées dans le secteur manufacturier ont fait part de leur frustration face au poids des réglementations environnementales, sociales et de gouvernance et ont fait état d'une pénétration accrue du marché par les concurrents

asiatiques (en particulier chinois), qui bénéficient de coûts globaux nettement plus bas. L'augmentation du niveau d'activité sur les marchés de l'immobilier résidentiel s'est traduite par un redressement de la construction, mais à un rythme très progressif. En revanche, de nombreuses entreprises investissent fortement dans les infrastructures numériques, donnant lieu à une demande nettement croissante de logiciels et de bases de données, en particulier de solutions de cloud, et d'IA. Cette évolution s'explique par la nécessité de gagner en efficacité, de transformer les modèles d'activité et de rester compétitif. Les prestataires de tels services ont également indiqué que ces investissements étaient particulièrement importants dans les secteurs financier et public. Dans le même temps, le déploiement croissant de l'IA commence à perturber le modèle d'activité des sociétés de conseil traditionnelles.

**Les perspectives en matière d'emploi sont restées relativement modérées.** Les commentaires ont été cohérents avec une légère baisse des effectifs en moyenne, soit un tableau moins négatif qu'il y a trois mois. Les diminutions de l'emploi se sont concentrées principalement sur les secteurs des biens intermédiaires et de l'automobile, reflétant les défis auxquels ils sont confrontés. Ailleurs, l'emploi est resté globalement stable, mais avec quelques hausses dans les secteurs et les pays dont la croissance est plus forte. Les agences de placement ont continué de faire état d'un environnement difficile. L'activité de placement temporaire semble se stabiliser à de bas niveaux et le recrutement permanent continue de diminuer car les entreprises retardent leurs décisions d'embauche et favorisent les solutions de recrutement temporaires. Les individus seraient également de plus en plus réticents à changer d'emploi, les offres de salaire ne répondant plus à leurs attentes.

## Graphique C

### Opinions sur les évolutions et les perspectives en matière de prix

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



Source : BCE.

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

**Les sociétés contactées ont fait état d'un nouveau léger ralentissement de la dynamique des prix de vente au cours des derniers mois (graphique A et graphique C).** Cette évolution résulte principalement d'une modération des prix dans le secteur des services, reflétant un ralentissement de la croissance des prix dans les secteurs à forte intensité de main-d'œuvre tels que l'hôtellerie, une intensification de la concurrence dans les télécommunications et une forte baisse des prix du transport

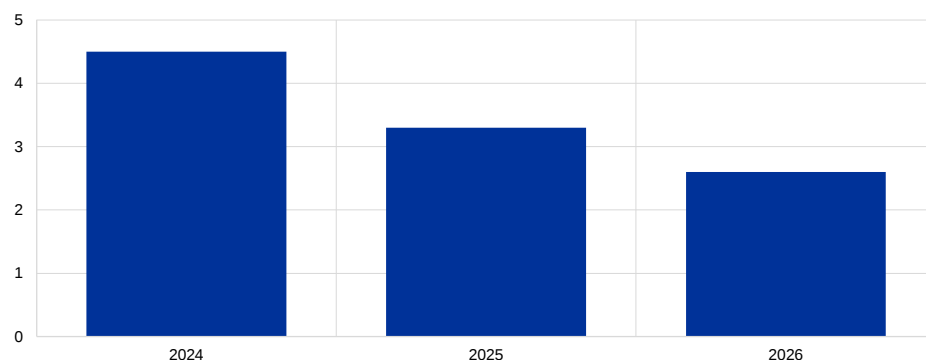
maritime et des services de logistique connexes. Les commerces de détail et producteurs de produits alimentaires ont pour la plupart indiqué qu'ils avaient augmenté leur prix afin de répercuter la hausse des coûts, reflétant dans certains cas les effets du changement climatique et de la réglementation qui s'y rapporte. La croissance des prix des produits alimentaires devrait toutefois se modérer dans les mois à venir. Dans le même temps, les commerces de détail et les fabricants de biens de consommation non alimentaires ont fait état de prix stables ou d'une croissance des prix seulement très modeste, la demande demeurant relativement faible et les consommateurs restant sensibles aux prix. Ailleurs dans le secteur manufacturier, les prix sont généralement restés stables ou ont baissé, reflétant une faible demande, des surcapacités et une concurrence accrue en matière d'importations (en partie en raison d'une réorientation des flux commerciaux résultant de l'augmentation des droits de douane américains). Pour cette raison, la plupart des sociétés contactées dans le secteur manufacturier ont également fait état d'une stabilité ou d'une baisse des coûts des intrants pour les matières premières et les composants.

**Les contacts interrogés ont de nouveau confirmé le constat d'une modération de la croissance des salaires (graphique D).** En moyenne, les indications quantitatives fournies iraient dans le sens d'un ralentissement de la croissance des salaires, de 4,5 % en 2024 à 3,3 % en 2025 (chiffres inchangés dans les deux cas par rapport à la précédente campagne d'enquête) puis à 2,6 % en 2026 (0,2 point de pourcentage au-dessous de la précédente campagne d'enquête).

#### Graphique D

##### Évaluation quantitative de la croissance des salaires

(en pourcentages)



Source : BCE.

Notes : Moyennes des perceptions des personnes contactées concernant la croissance des salaires dans leur secteur en 2024 et leurs anticipations pour 2025 et 2026. Les moyennes pour 2024, 2025 et 2026 se fondent sur les indications fournies par 61, 66 et 61 participants, respectivement.

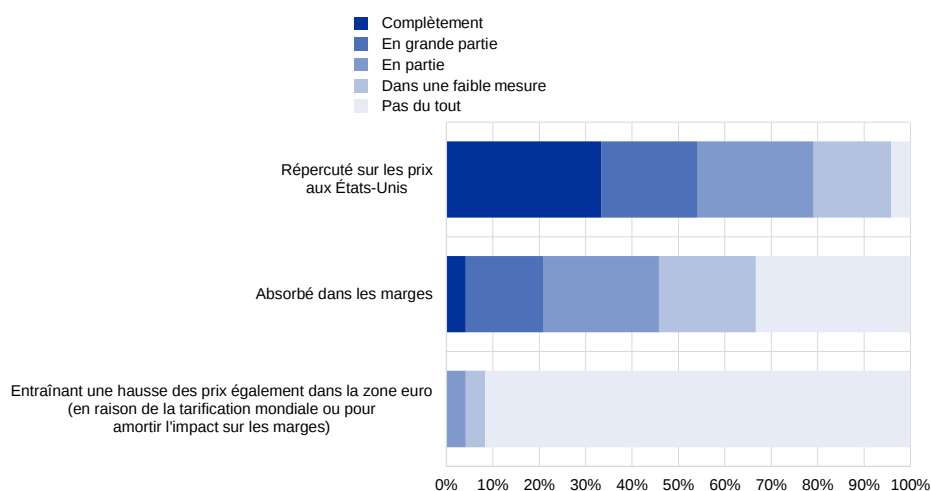
**Les réactions suivant l'accord commercial entre l'UE et les États-Unis ont été contrastées et l'impact sur l'activité et les prix à la production dans la zone euro a continué d'être considéré comme négatif.** Si certaines sociétés contactées ont salué l'accord commercial entre l'UE et les États-Unis comme étant un compromis raisonnable, beaucoup ont souligné que l'incertitude demeurerait car les détails n'étaient toujours pas clairs, que de nouvelles modifications pourraient être apportées et que des accords devaient encore être conclus avec d'autres grandes économies. L'impact sur l'activité de la zone euro a été jugé négatif – non seulement en raison de

la réduction des exportations vers les États-Unis, mais également au vu de la concurrence accrue en matière d'importations, le marché de l'UE étant le plus exposé à la réorientation des flux commerciaux. La plupart des sociétés contactées dans les secteurs manufacturiers en amont ont donc déclaré que l'effet des droits de douane américains sur les prix à la production dans la zone euro était négatif. Jusqu'à présent, toutefois, ces pressions à la baisse sur les prix n'ont pas été largement perçues par les sociétés contactées dans les secteurs des biens de consommation ou du commerce de détail, ce qui suggère que leur impact sur les prix pour le consommateur final dans la zone euro reste faible, voire nul. Dans le même temps, les commentaires provenant de sociétés contactées qui exportent des biens vers les États-Unis suggèrent que la majeure partie du coût des droits de douane est répercutée sur les clients américains, même si une part significative est également absorbée par les marges (graphique E). Il y aurait eu peu de répercussions directes sur les prix dans la zone euro (via la fixation des prix au niveau mondial ou pour amortir l'impact sur les marges).

### Graphique E

#### Réactions des exportateurs de la zone euro aux hausses des droits de douane américains en matière de prix

(pourcentages d'entreprises participantes)



Source : BCE.

Notes : Le graphique reflète l'interprétation par les services de la BCE des réponses d'un sous-échantillon composé de 28 entreprises exportant vers les États-Unis à la question : « Dans quelle mesure les droits de douane américains plus élevés 1) se répercutent-ils sur la hausse des prix aux États-Unis, 2) sont-ils absorbés dans les marges, 3) entraînent-ils une hausse des prix également dans la zone euro (en raison des prix mondiaux ou pour atténuer l'impact sur les marges) ? »

### Bibliographie

Elding (C.), Morris (R.) et Slavik (M.) (2021), « [Le dialogue de la BCE avec les sociétés non financières](#) », *Bulletin économique*, n° 1, BCE.

## La désinflation ne touche pas tous les prix de la même manière : distinguer la dynamique des composantes à prix rigides de celle des composantes à prix flexibles

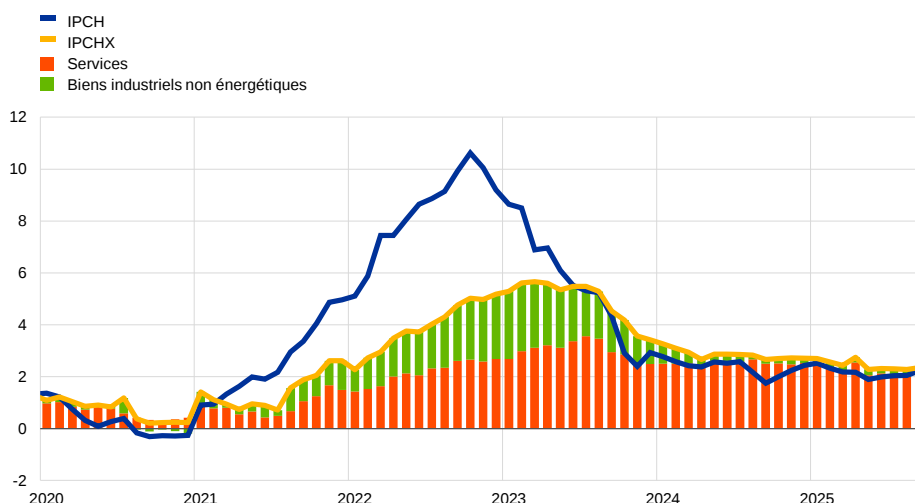
Christian Höynck, Elisabeth Wieland et Lourdes María Zulli Gandur

**L'inflation core dans la zone euro a nettement baissé depuis son pic de 2023, mais reste élevée, principalement en raison de la hausse persistante des prix des services.** Le taux de variation annuel de l'indice des prix à la consommation harmonisé hors énergie et alimentation (IPCHX) a fortement diminué, revenant de 5,7 % en mars 2023 à 2,4 % en septembre 2025. Toutefois, cela fait plus de deux ans qu'il reste nettement supérieur à l'inflation totale, ce qui souligne sa rigidité (graphique A). Au sein de l'IPCHX, la hausse des prix des services demeure élevée, tandis que l'inflation dans le secteur des biens industriels non énergétiques a déjà renoué avec sa moyenne d'avant la pandémie. Cet encadré s'appuie sur des données microéconomiques de prix relatives à la fréquence d'ajustement des prix afin de distinguer le rôle des composantes de prix rigides et flexibles dans la formation de la récente dynamique de désinflation au sein de l'IPCHX.

### Graphique A

Évolution de l'inflation mesurée par l'IPCH et l'IPCHX

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



Sources : Eurostat et calculs des services de la BCE.

Note : Les dernières observations se rapportent à septembre 2025.

**Les données microéconomiques de prix permettent de diviser les sous-composantes de l'inflation en composantes rigides et flexibles selon la fréquence sous-jacente de leurs variations de prix.** D'après Bryan et Meyer (2010) pour les États-Unis, un indicateur à prix rigides devrait capturer des évolutions des différents prix plus persistantes et généralisées qu'un indicateur à prix flexibles, les entreprises qui affichent des variations de prix peu fréquentes étant susceptibles d'accorder un poids plus important aux évolutions des prix attendues dans le futur

lorsqu'elles modifient leurs prix <sup>1</sup>. Nous nous appuyons donc sur les récentes données microéconomiques de prix de Gautier *et al.* (2024) pour construire des mesures des composantes *core* rigides et flexibles pour la zone euro. Pour la période de faible inflation 2011-2019, les auteurs présentent les fréquences d'ajustement des prix par produit pour 11 pays de la zone euro, qui couvrent environ 60 % du panier de l'IPCH de la zone <sup>2</sup>. Notre analyse pour la zone euro s'appuie sur 72 composantes de l'IPCHX selon le niveau à 4 chiffres de la classification des fonctions de consommation des ménages (*classification of individual consumption by purpose*, COICOP). En utilisant les statistiques de fréquence transversales (moyenne sur la période 2011-2019) tirées de Gautier *et al.* (2024), nous considérons une composante comme rigide si la fréquence de ses variations de prix est inférieure ou égale à la fréquence médiane pour toutes les composantes de l'IPCHX. S'agissant de la zone euro, cette médiane s'élève à 7,3 %, ce qui implique qu'au cours d'un mois typique, seuls 7,3 % des prix des produits contenus dans le panier de l'IPCHX varient par rapport au mois précédent. Sur la base de ce critère, 39 composantes de l'IPCH sont classées comme rigides et les 33 restantes comme flexibles <sup>3</sup>. En maintenant cette composition constante au fil du temps, les indices correspondants sont ensuite calculés en agrégeant les composantes *core* rigides et flexibles à l'aide du chaînage et de la méthode de pondération annuelle de l'IPCH.

**L'inflation *core* rigide dans la zone euro ne s'est ralentie que progressivement, tandis que l'inflation *core* flexible est revenue à un niveau plus proche de sa moyenne d'avant la pandémie.** L'inflation *core* rigide, mesurée par la moyenne pondérée des composante rigides de l'IPCH, est demeurée relativement persistante ces derniers mois, oscillant autour de 3,6 % (graphique B, partie a). En revanche, l'inflation *core* flexible, qui est plus volatile et a fortement augmenté durant la poussée d'inflation, a commencé à baisser plus tôt et est maintenant revenue à un niveau proche de celui d'avant la pandémie, à 1,2 % en septembre 2025. Les composantes *core* flexibles ont également affiché un degré plus élevé d'anticipation des ajustements de prix : pour cette catégorie, 85 % des composantes ont enregistré leur pic d'inflation avant mars 2023, c'est-à-dire lorsque l'inflation mesurée par l'IPCHX a

<sup>1</sup> La Banque fédérale de réserve d'Atlanta publie régulièrement un [indice des prix à la consommation rigides](#) pour les États-Unis. La Deutsche Bundesbank (2025) utilise également un indicateur de prix rigides sur la base des données microéconomiques de prix tirées de l'IPC allemand dans le contexte des mesures de l'inflation sous-jacente pour l'Allemagne. Bodnár *et al.* (2025) montrent que les rubriques dont les prix ne sont réévalués qu'annuellement restent un facteur important de la persistance de l'inflation dans le secteur des services dans la zone euro.

<sup>2</sup> Les données et les fichiers de réplique de Gautier *et al.* (2024) sont disponibles via [openICPSR](#). Les auteurs calculent des statistiques de fréquence au niveau d'agrégation à cinq chiffres de la COICOP pour la zone euro à l'aide de pondérations constantes par pays (moyennes 2017-2019). Sur cette base, nous calculons les fréquences de variation des prix (y compris les soldes) pour la zone euro à l'aide d'une moyenne simple au niveau à quatre chiffres de la COICOP. En calculant la fréquence médiane, nous appliquons également la même règle que les auteurs en ne considérant que les composantes pour lesquelles des observations sont disponibles pour au moins trois des quatre principaux pays de la zone euro (Allemagne, Espagne, France et Italie). Les composantes restantes sont calculées à partir des pays disponibles.

<sup>3</sup> Sur les 39 composantes *core* rigides, huit sont des biens industriels non énergétiques et 31 sont des services. Sur les 33 composantes *core* flexibles, 25 sont des biens industriels non énergétiques et huit sont des services. Parmi les composantes *core* rigides ayant un poids relativement élevé, on trouve les « restaurants, cafés et assimilés », l'« entretien et la réparation de véhicules particuliers », la « protection sociale » et les « autres produits médicaux, appareils et matériel thérapeutiques ». Les principales composantes *core* flexibles sont les « loyers d'habitation réels », les « voitures automobiles », les « services d'hébergement », les « vêtements » et les « meubles et articles d'ameublement ».

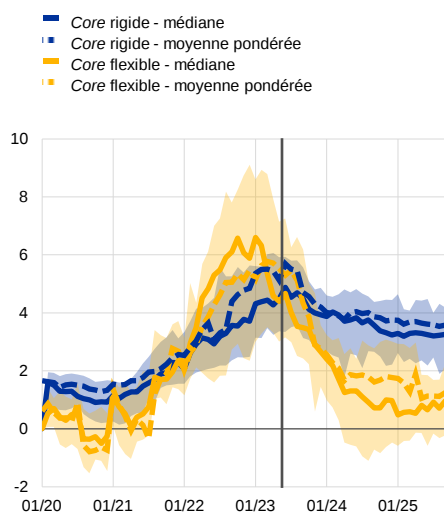
atteint son maximum. À titre de comparaison, seuls 41 % des composantes *core* rigides avaient déjà atteint leur pic à cette date.

## Graphique B

### Évolution des prix des composantes rigides et flexibles de l'IPCHX

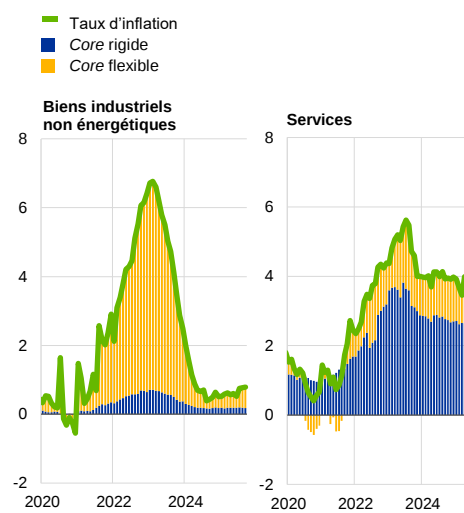
#### a) Distribution des variations de prix en glissement annuel pour les composantes rigides et flexibles de l'IPCHX

(variations annuelles en pourcentage)



#### b) Contribution des composantes rigides et flexibles à l'inflation dans les biens industriels non énergétiques et les services

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



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

Notes : « *Core rigide* » inclut 39 composantes de l'IPCHX au niveau à quatre chiffres de la COICOP et « *core flexible* » en inclut 33. La moyenne pondérée de l'inflation *core rigide* et flexible est fondée sur les pondérations de l'IPCH respectives. La médiane est calculée sur la base des taux d'inflation en glissement annuel de l'ensemble des composantes dans chaque sous-catégorie et les zones ombrées représentent l'intervalle de taux en glissement annuel (du 25e au 75e percentile). La droite grise verticale dans la partie a) indique le pic de l'inflation mesurée par l'IPCHX (mars 2023). Les dernières observations se rapportent à septembre 2025.

**Les biens à prix flexibles sont à l'origine de la poussée de l'inflation pour les biens industriels non énergétiques, tandis que la persistance de l'inflation dans les services reflète les contributions des composantes aussi bien à prix rigides que flexibles (graphique B, partie b).** S'agissant des biens industriels non énergétiques, la forte hausse des prix enregistrée au cours de la période 2021-2023 est largement imputable aux composantes à prix flexibles, et elle a été suivie d'une baisse rapide qui a ramené l'inflation pour les biens industriels non énergétiques à de bas niveaux. L'inflation pour les biens industriels non énergétiques est actuellement relativement stable et modérée, et principalement liée aux composantes à prix flexibles telles que les « vêtements » et les « chaussures », tandis que les contributions des composantes à prix rigides ont déjà renoué avec leur moyenne d'avant la pandémie. En revanche, l'inflation dans le secteur des services est restée élevée, reflétant la forte persistance des composantes à prix rigides, dont les contributions n'ont que très peu diminué depuis le début de cette année (de 2,7 à 2,5 points de pourcentage) tandis que les contributions des composantes à prix flexibles ont plus fortement baissé (de 1,2 à 0,7 point de pourcentage)<sup>4</sup>. La persistance récente de l'inflation à prix rigides dans les services est cohérente avec

<sup>4</sup> Une hausse significative de l'inflation pour les services à prix flexibles, à 3,9 % en avril 2025, peut être reliée à l'impact exceptionnellement fort de la période de Pâques de cette année sur les prix des services liés aux voyages (Eglsperger *et al.*, 2025).

les analyses de Martínez Hernández *et al.* (2025), qui constatent que la transmission à l'inflation des chocs énergétiques et des chocs sur les chaînes d'approvisionnement est plus progressive pour les services que pour les biens industriels non énergétiques. De plus, les pressions à la hausse liées aux chocs sur le marché du travail associées à une forte croissance des salaires accentuent cette persistance. L'inflation dans les services à prix rigides présente un fort co-mouvement avec la dynamique des salaires et l'inflation dans les services sensibles aux salaires (graphique C, partie a).

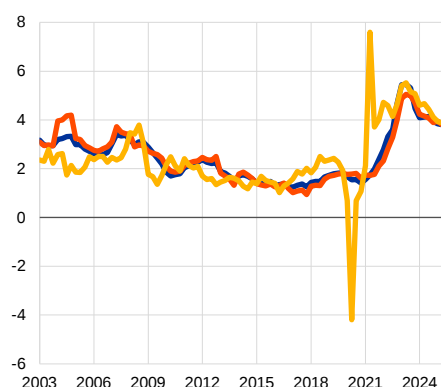
### Graphique C

#### Inflation dans les services rigides aux prix, inflation *core* rigide et flexible, et anticipations d'inflation

a) Inflation dans les services rigides aux prix et sensibles aux salaires et rémunération par tête

(variations annuelles en pourcentage)

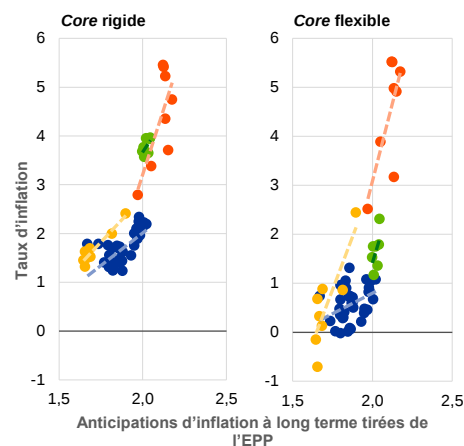
■ Inflation dans les services rigides aux prix  
■ Inflation dans les services sensibles aux salaires  
■ Rémunération par tête



b) Inflation *core* rigide et inflation *core* flexible comparées aux anticipations d'inflation à long terme

(variations annuelles en pourcentage)

● 2011-2019  
● 2020-2021  
● 2022-2023  
● 2024-2025



Sources : Eurostat, Gautier *et al.* (2024), EPP et calculs des services de la BCE.

Notes : Partie a) : graphique fondé sur des données trimestrielles. L'inflation pour les services sensibles aux salaires est calculée comme dans Fagandini *et al.* (2024). Partie b) : diagramme de dispersion fondé sur des données trimestrielles. Les anticipations d'inflation à long terme dans l'enquête EPP peuvent aller jusqu'à quatre ou cinq années calendaires dans le futur, en fonction du calendrier de l'enquête. Les dernières observations pour les deux parties se rapportent au deuxième trimestre 2025 pour la rémunération par tête et au troisième trimestre 2025 pour toutes les autres composantes.

#### L'inflation *core* rigide dans la zone euro se révèle plus étroitement liée aux anticipations d'inflation.

Un diagramme de dispersion de l'inflation *core* rigide et de l'inflation *core* flexible par rapport aux anticipations d'inflation à long terme tirées de l'enquête menée par la BCE auprès des prévisionnistes professionnels (EPP) montre qu'au cours de la période de faible inflation de 2011-2019, l'inflation *core* rigide s'était nettement concentrée entre 1 % et 2,5 %, proche des anticipations tirées de l'EPP (graphique C, partie b). En revanche, l'inflation *core* flexible a été plus dispersée, allant de taux négatifs à des taux bien supérieurs à 1 %. Ce résultat est renforcé par les estimations des spécifications d'une courbe de Phillips trimestrielle des néo-keynésiens pour chaque indicateur, incluant sa valeur décalée, l'écart de chômage, les anticipations d'inflation (à deux ans et à plus long terme) et les prix à

l'importation <sup>5</sup>. Les anticipations à moyen comme à long terme expliquent largement l'inflation *core* rigide, alors qu'elles sont non significatives pour l'inflation *core* flexible.

**Globalement, la persistance d'une inflation *core* rigide souligne le rôle des chocs de coûts passés et des importantes tensions sur les salaires.** Au vu de la modération de ces dernières et de l'ancrage des anticipations d'inflation à long terme, l'inflation *core* rigide devrait continuer à s'inscrire en baisse.

## Bibliographie

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

Bryan (M.F.) et Meyer (B.) (2010), « [Are Some Prices in the CPI More Forward Looking than Others? We Think So](#) », *Economic Commentary*, n° 2010-2, Banque fédérale de réserve de Cleveland, 19 mai.

Martínez Hernández (C.), Porqueddu (M.), Prat I Bayarri (B.) et Zulli Gandur (L.M.) (2025), « [Comprendre l'évolution relative de l'inflation dans le secteur des biens industriels non énergétiques et dans le secteur des services](#) », *Bulletin économique*, n° 2, BCE.

Deutsche Bundesbank (2025), « [Recent developments in underlying inflation in Germany](#) », *Monthly Report*, mai 2025.

Eiglisperger (M.), Porqueddu (M.) et Wieland (E.) (2025), « [Incertitude relative aux hausses des prix des services corrigées des variations saisonnières : le rôle de Pâques et des voyages](#) », *Bulletin économique*, n° 5, BCE.

Fagandini (B.), Goncalves (E.), Rubene (I.), Kouvavas (O.), Bodnar (K.) et Koester (G.) (2024), « [Décomposition de l'inflation mesurée par l'IPCHX en rubriques sensibles à l'énergie et sensibles aux salaires](#) », *Bulletin économique*, n° 3, BCE.

Gautier (E.), Conflitti (C.), Faber (R.P.), Fabo (B.), Fadejeva (L.), Jouvanceau (V.), Menz (J-O.), Messner (T.), Petroulas (P.), Roldan-Blanco (P.), Rumler (F.), Santoro (S.), Wieland (E.) et Zimmer (H.) (2024), « [New Facts on Consumer Price Rigidity in the Euro Area](#) », *American Economic Journal: Macroeconomics*, vol. 16, n° 4, octobre, p. 386-431.

---

<sup>5</sup> En particulier, pour chacune des mesures (*core* rigide et *core* flexible), nous estimons d'autres spécifications d'une régression de la courbe de Phillips des néo-keynésiens comme suit :  $\pi_t = \alpha + \beta\pi_{t-1} + \gamma \text{Gap}_{t-1} + \rho IP_{t-2} + \delta\pi_t^e + \mu_t$ , où  $\pi_t$  représente le taux de variation trimestriel annualisé de l'inflation *core* rigide ou flexible corrigée des variations saisonnières,  $\text{Gap}_{t-1}$  est l'écart de chômage décalé d'un trimestre,  $IP_{t-2}$  se rapporte au taux de croissance en glissement annuel des prix à l'importation et  $\pi_t^e$  représente les anticipations d'inflation.

## La transmission hétérogène de la politique monétaire aux crédits des ménages

Dorian Henricot, Johannes Pöschl et Athanasios Tsiortas

**Les décisions de politique monétaire de la BCE ont une incidence sur les prêts aux ménages, mais qui diffère en fonction des caractéristiques des ménages et du type de prêt.** L'effet des évolutions des taux d'intérêt sur la décision d'un ménage de demander un prêt et sur celle d'un prêteur de l'accorder dépend de plusieurs caractéristiques des ménages. Des données tirées de l'enquête de la BCE sur les anticipations des consommateurs (*Consumer Expectations Survey*, CES) relatives aux perceptions de l'accès au crédit ainsi qu'aux demandes et aux refus de prêt mettent en lumière les différences dans la transmission de la politique monétaire aux crédits des ménages <sup>1</sup>.

**Les ménages ont perçu un durcissement de l'accès au crédit lors du relèvement des taux d'intérêt, mais une amélioration de cet accès lorsque les taux ont baissé, les ménages à plus hauts revenus faisant état de l'assouplissement le plus notable (graphique A).** Dans l'ensemble, le pourcentage net de ménages ayant perçu que l'accès au crédit était devenu plus difficile au cours des 12 mois précédents a augmenté pendant la période de resserrement de la politique monétaire (janvier 2022 à mai 2024) et baissé au cours de la période d'assouplissement (juin 2024 à août 2025). Sur l'ensemble de la période d'échantillonnage, le pourcentage net de ménages à plus faibles revenus ayant fait état d'un durcissement de l'accès au crédit a été plus élevé que celui des ménages à plus hauts revenus. De juin 2024 à août 2025, ce pourcentage net s'est approché d'un niveau neutre pour les ménages à plus hauts revenus, tandis qu'il est resté élevé pour ceux à plus faibles revenus.

---

<sup>1</sup> Pour plus de détails, cf. l'article du présent *Bulletin économique*.

## Graphique A

Évolution de la perception des ménages relative à l'accès au crédit au cours des 12 derniers mois, par quintile de revenus

(en pourcentages de consommateurs)



Sources : Enquête sur les anticipations des consommateurs de la BCE et calculs de la BCE.

Notes : Données pondérées par la population. Le graphique montre les différences entre le pourcentage de participants qui font état d'un durcissement de l'accès au crédit au cours des 12 derniers mois et le pourcentage de ceux qui font état d'un assouplissement. Les statistiques sont présentées par quintiles de distribution des revenus. Les losanges représentent les moyennes pour la période concernée. La période de janvier 2022 à mai 2024 est classée comme période de resserrement, car les taux d'intérêt à long terme ont commencé à augmenter début 2022 en anticipation du relèvement imminent des taux d'intérêt et parce que la première baisse de taux d'intérêt n'a été mise en œuvre qu'en juin 2024. La dernière observation se rapporte à août 2025.

**Les demandes de prêt ont évolué de manière hétérogène en fonction du type de ménage et de prêt <sup>2</sup>.** Pour les ménages à plus faibles revenus, les demandes de prêt à la consommation ont commencé à augmenter en 2022, parallèlement au resserrement de la politique monétaire, et cette hausse s'est poursuivie après la première baisse des taux d'intérêt en 2024 (graphique B, partie a). Pour les ménages se situant dans le quintile de revenus supérieur, les demandes de prêts hypothécaires ont nettement fléchi au cours de la période de resserrement, mais aussi pendant la période suivante d'assouplissement (graphique B, partie b). Néanmoins, par rapport à leur volatilité habituelle, on n'a observé que peu de variations des demandes de prêts hypothécaires soumises par les ménages à plus faibles revenus ni des demandes de prêt à la consommation soumises par les ménages à plus hauts revenus.

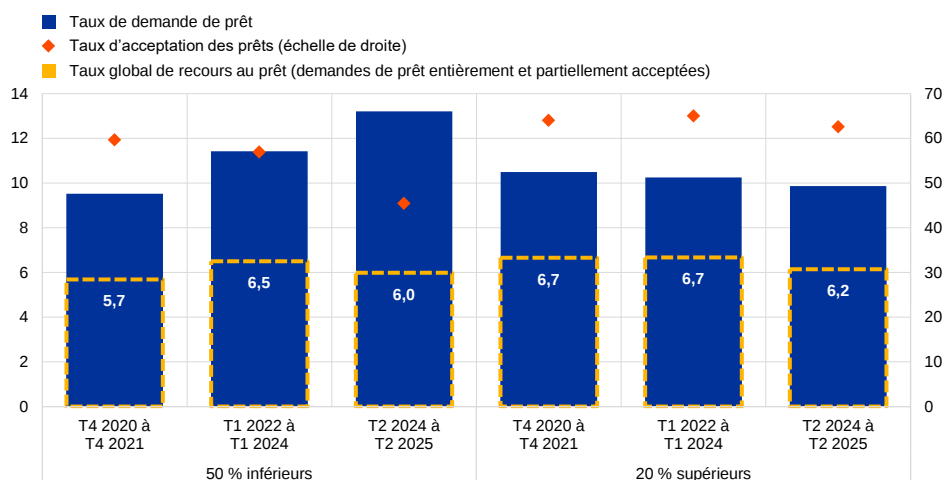
<sup>2</sup> La demande de prêts peut varier à la marge intensive en plus de la marge extensive. Toutefois, l'enquête CES de la BCE n'apporte pas d'informations sur le montant des crédits demandés par les ménages (autrement dit, la marge intensive). La politique monétaire influe également sur les modalités et conditions d'emprunt pour les ménages, un facteur qui n'est pas couvert directement par l'enquête.

## Graphique B

Taux de demande de prêts, taux d'acceptation des prêts et taux de recours aux prêts dans le temps, par groupes de revenus

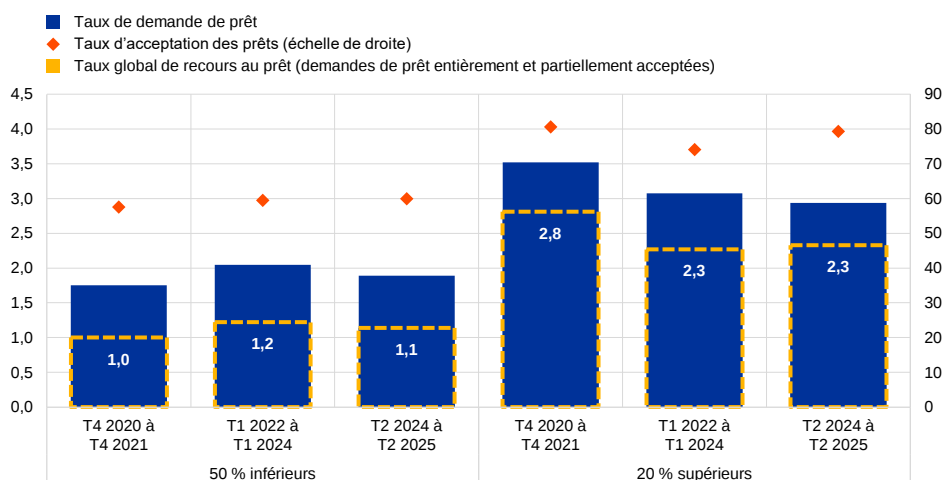
### a) Crédits à la consommation

(en pourcentages de consommateurs)



### b) Prêts hypothécaires

(en pourcentages de consommateurs)



Sources : Enquête sur les anticipations des consommateurs de la BCE et calculs de la BCE.

Notes : Données pondérées par la population. Les barres bleues indiquent la part moyenne de consommateurs ayant demandé un type de prêt spécifique sur la période présentée sur l'axe des abscisses. Les losanges rouges représentent la part de demandes de prêt acceptées entièrement ou partiellement. Les lignes jaunes pointillées et les nombres correspondent à une approximation du taux global de recours au prêt, obtenu en multipliant le taux de demande par le taux d'acceptation. Les chiffres après avril 2022 incluent les cinq pays supplémentaires ajoutés à l'échantillon de l'enquête CES de la BCE à cette date. Les prêts à la consommation incluent les demandes de prêt pour l'achat d'un véhicule, les contrats de crédit-bail, les cartes de crédit et les comptes bancaires avec un découvert autorisé. La dernière observation se rapporte à juillet 2025.

### Les taux d'acceptation des prêts ont également évolué de manière hétérogène au cours du cycle de politique monétaire.

Pour les ménages à plus faibles revenus, une baisse marquée du taux d'acceptation des prêts à la consommation a été observée (losanges rouges, graphique B, partie a), tandis que le taux d'acceptation des prêts hypothécaires (losanges rouges, graphique B, partie b) est resté globalement stable, à des niveaux nettement plus bas que pour les ménages à plus hauts revenus. Pour ces derniers, le taux d'acceptation des prêts à la consommation n'a que légèrement baissé, tandis que celui des prêts hypothécaires a

chuté pendant la période de resserrement mais augmenté pendant la période d'assouplissement.

**La dynamique des demandes de prêt et celle de leur taux d'acceptation, se compensant, il en résulte un tableau contrasté de l'approximation globale du recours au prêt à la consommation.** Le recours au prêt à la consommation (lignes jaunes pointillées, graphique B, partie a) a augmenté pour les ménages à plus faibles revenus, et est resté globalement stable pour les ménages à plus hauts revenus <sup>3</sup>. En parallèle, le recours aux prêts hypothécaires (lignes jaunes pointillées, graphique B, partie b) est resté globalement inchangé pour les ménages à plus faibles revenus, mais a nettement baissé pour les ménages à plus hauts revenus.

**Les divers degrés d'exposition aux contraintes de liquidité et les niveaux d'éducation financière pourraient expliquer ces différentes dynamiques de prêt.**

En période de resserrement, les ménages à plus faibles revenus sont susceptibles de devoir emprunter plus pour leurs achats de première nécessité, les chocs macroéconomiques défavorables accroissant leurs contraintes de liquidité <sup>4</sup>. Dès lors leurs demandes de prêt à la consommation ont augmenté. La baisse du taux d'acceptation des prêts à la consommation suggère également que l'augmentation de ces demandes de prêt provient d'emprunteurs plus risqués. Parallèlement, les ménages à plus hauts revenus, qui sont moins exposés aux contraintes de liquidité, ont formulé moins de demandes de prêts hypothécaires et de prêts à la consommation lorsque les taux d'intérêt ont augmenté. Outre leur plus forte exposition aux contraintes de liquidité, les ménages à plus faibles revenus semblent avoir une propension à évaluer le moment opportun pour emprunter qui est moins dépendante des conditions financières, peut-être en raison d'un plus faible niveau d'éducation financière <sup>5</sup>. Globalement, ces facteurs pourraient expliquer pourquoi les ménages à plus faibles revenus, contrairement à ceux à plus hauts revenus, n'ont pas réduit leur demande de prêts hypothécaires au cours de la période de resserrement.

**Lors de la phase initiale de relèvement des taux d'intérêt, le recours aux prêts hypothécaires à taux variable a augmenté, en particulier pour les ménages à plus faibles revenus.** Si l'on observe de plus près l'hétérogénéité des prêts hypothécaires, la part de prêts à taux variable a augmenté entre avril et décembre 2022 (graphique C, partie a), pour diminuer ensuite. Des données supplémentaires issues de l'enquête CES de la BCE montrent que la demande de prêts à taux variable était plus concentrée parmi les ménages à plus faibles revenus (graphique C, partie b). La différence entre les taux d'emprunt à long terme et à court terme est un déterminant important du choix des ménages entre les prêts hypothécaires à taux fixe ou à taux variable, en particulier pour les ménages soumis à des contraintes d'emprunt <sup>6</sup>. Cela pourrait expliquer le recours accru aux prêts hypothécaires à taux variable en 2022, lorsque les taux à long terme ont commencé à augmenter en anticipation du relèvement des taux d'intérêt. La part toujours

<sup>3</sup> La mesure d'approximation du recours aux prêts est obtenue en multipliant le taux de demande de prêt par le taux d'acceptation des prêts, pour les demandes entièrement ou partiellement acceptées, au cours d'un trimestre donné.

<sup>4</sup> Cf. Bobasu *et al.* (2024)

<sup>5</sup> Cf. Charalambakis *et al.* (2024).

<sup>6</sup> Cf. Albertazzi *et al.* (2024).

relativement élevée (bien qu'en baisse) des prêts à taux variable jusqu'à mi-2024, bien que les taux courts soient devenus supérieurs aux taux longs suggère que les banques ont également accru leur offre de prêts à taux variable. Ainsi, Foà *et al.* (2019) montrent que les banques concernées par des chocs de financement négatifs sont plus susceptibles d'accroître leur offre de prêts à taux variable, en particulier pour les ménages qui présentent un degré de sophistication financière moins élevé <sup>7</sup>.

### Graphique C

#### Part de prêts hypothécaires à taux variable dans les contrats nouveaux

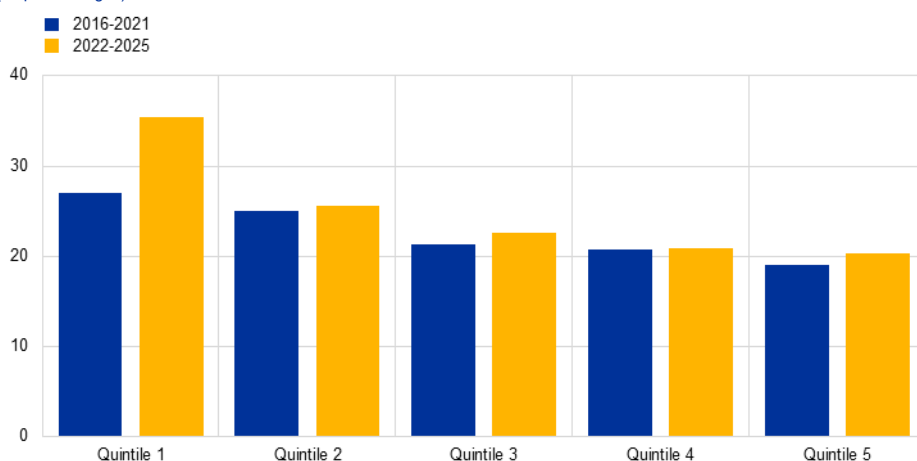
##### a) Agrégée

(en points de pourcentage)



##### b) Par quintile de revenus

(en pourcentages)



Sources : Enquête de la BCE sur les anticipations des consommateurs, statistiques sur les taux d'intérêt des IFM et calculs de la BCE.  
Notes : Dans la partie a), la part de prêts hypothécaires à taux variable est calculée à partir de la somme des nouveaux prêts hypothécaires caractérisés par une échéance inférieure à un an ou par une période de fixation initiale inférieure à un an, divisée par la somme totale des nouveaux prêts hypothécaires. La partie b) montre les pourcentages de participants qui ont déclaré avoir souscrit un prêt hypothécaire à taux variable, regroupés par année d'émission et par quintile de revenus. Les quintiles de revenus sont calculés au niveau des pays et pour l'année d'émission du prêt. Les dernières observations se rapportent à août 2025 (partie a) et à février 2025 (partie b).

**Pour conclure, le crédit des ménages a évolué de manière hétérogène au cours du dernier cycle de politique monétaire.** Les réponses à l'enquête indiquent que les ménages à plus faibles revenus n'ont pas réduit leurs demandes de prêts

<sup>7</sup> Cf. Foà *et al.* (2019).

hypothécaires, contrairement aux ménages à plus hauts revenus, et qu'ils ont même accru leurs demandes de prêts à la consommation au moment du resserrement de la politique monétaire. Malgré la dynamique de compensation de l'offre de prêts, les ménages à plus faibles revenus n'ont pas réduit leur recours au crédit, tout en augmentant leur part de prêts à taux variable, à un moment où les conditions d'emprunt étaient moins favorables.

## Bibliographie

Albertazzi (U.), Fringuellotti (F.) et Ongena (S.) (2024), « [Fixed rate versus adjustable rate mortgages: Evidence from euro area banks](#) », *European Economic Review*, vol. 161, janvier.

Bobasu (A.), Charalambakis (E.) et Kouvavas (O.) (2024), « [Comment les ménages ont-ils ajusté leur comportement d'épargne et de dépense pour faire face à la forte inflation ?](#) », *Bulletin économique*, n° 2, BCE.

Charalambakis (E.), Kouvavas (O.) et Neves (P.) (2024), « [Rate hikes: How financial knowledge affects people's reactions](#) », *Le Blog de la BCE*, BCE, 15 août.

Dausà i Noguera (N.), Kocharkov (G.) et Kouvavas (O.) (2025), « Épisode d'inflation élevée de 2021-2023 et inégalités : informations tirées de l'enquête sur les anticipations des consommateurs », *Bulletin économique*, n° 7, BCE.

Foà (G.), Gambacorta (L.), Guiso (L.) et Mistrulli (P.E.) (2019), « [The Supply Side of Household Finance](#) », *Review of Financial Studies*, vol. 32, n° 10, octobre, p. 3762–3798.

## 8

## Le soutien à l'euro atteint des niveaux historiques : une analyse

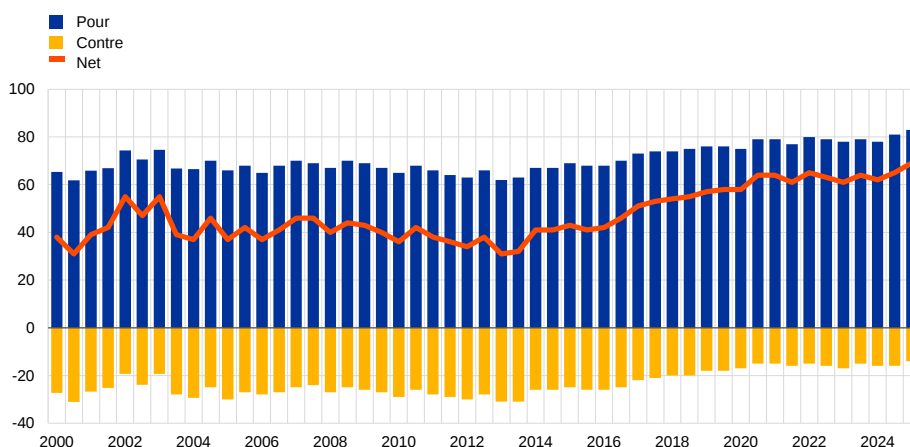
Ferdinand Dreher, Niklas Jütting et Hanni Schölermann

**Plus d'un quart de siècle après son introduction, l'euro bénéficie d'un soutien sans précédent de la part des citoyens de la zone euro.** Introduit en 1999 et mis en circulation en 2002, l'euro est devenu l'un des symboles les plus tangibles de l'intégration européenne et il est fermement ancré dans la vie quotidienne des citoyens. Cela ressort également des résultats de la dernière enquête Eurobaromètre standard de la Commission européenne (2025), qui montrent que 83 % des personnes interrogées dans la zone euro sont favorables à la monnaie unique, un niveau sans précédent, après une hausse régulière du soutien depuis le milieu des années 2010 (graphique A).

### Graphique A

#### Soutien à l'euro dans la zone euro

(en pourcentages)



Sources : Enquête Eurobaromètre standard et calculs de la BCE.

Notes : Les données couvrent la question suivante : « Quel est votre avis sur chacune des déclarations suivantes ? Veuillez me dire si vous êtes d'accord ou non avec chaque déclaration : une union économique et monétaire européenne avec une seule monnaie, l'euro », dans l'enquête Eurobaromètre standard, vagues d'enquêtes 53 (printemps 2000) à 103 (printemps 2025). Le soutien net est calculé par la différence entre la proportion des participants répondant « pour » et celle des participants répondant « contre ». Les participants ayant répondu « Ne sait pas » ne sont pas pris en compte.

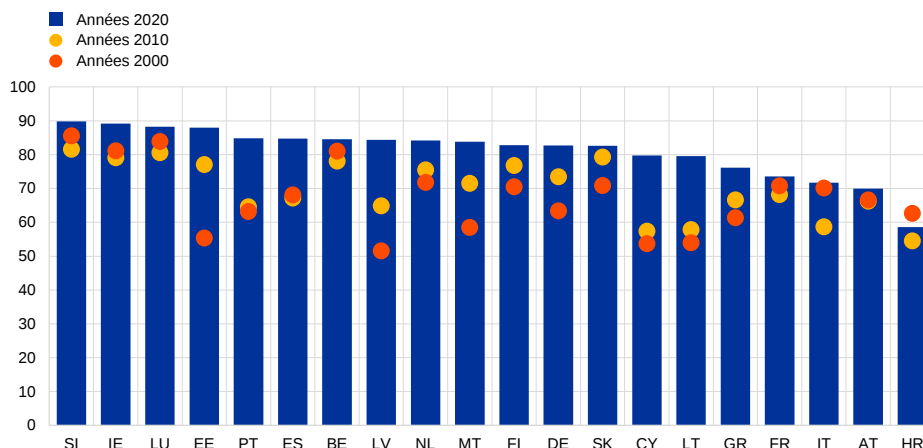
**Le soutien à l'euro est aujourd'hui à la fois élevé et généralisé, les différences entre les pays s'étant considérablement réduites.** Dans presque tous les pays de la zone euro, le soutien à l'euro a augmenté dans les années 2020 par rapport aux deux décennies précédentes, en particulier dans les pays présentant des taux d'approbation initiaux plus faibles (graphique B). Chypre, la Lituanie, la Lettonie, le Portugal et l'Espagne ont enregistré des hausses d'environ 20 points de pourcentage au cours des dernières années. À Chypre, au Portugal et en Espagne, cela reflète un redressement de la confiance dans la monnaie unique à la suite de la crise de la dette souveraine. Le soutien en Lettonie et en Lituanie s'est accru vers la période où ces pays ont adopté l'euro en 2014 et 2015, respectivement. Même dans les pays où les

taux d'approbation étaient déjà élevés, comme la Slovaquie, l'Irlande et le Luxembourg, le soutien est passé de 80 % environ à près de 90 %.

### Graphique B

#### Soutien à l'euro par pays

(en pourcentages)



Sources : Enquête Eurobaromètre standard et calculs de la BCE.

Notes : Ce graphique présente le soutien moyen à l'euro sur l'ensemble des vagues d'enquêtes menées au cours de cette décennie. Il comprend l'ensemble des données disponibles pour chaque pays, y compris celles tirées d'enquêtes menées avant l'adoption de l'euro par un pays. L'euro a été adopté en Slovaquie en 2007, à Chypre et à Malte en 2008, en Slovaquie en 2009, en Estonie en 2011, en Lettonie en 2014, en Lituanie en 2015 et en Croatie en 2023.

**L'augmentation du soutien du public à l'euro est également généralisée à l'ensemble des groupes sociodémographiques, avec des hausses légèrement plus importantes dans les groupes qui, historiquement, y étaient un peu moins favorables.** Une ventilation par âge, sexe et âge de fin de scolarité montre que le soutien moyen a augmenté dans presque tous les groupes au cours des années 2020 par rapport aux deux décennies précédentes (graphique C)<sup>35</sup>. Cette situation contraste avec le changement relativement limité qui s'est produit entre les années 2000 et 2010. Les hausses les plus fortes sont observées chez les personnes interrogées qui ont achevé leurs études à temps plein avant l'âge de 16 ans, chez celles âgées de 55 ans et plus et chez les femmes<sup>36</sup>. Si ces groupes ont historiquement affiché des niveaux de soutien plus faibles, la forte augmentation enregistrée dans les années 2020 a contribué à réduire l'écart par rapport aux groupes qui ont systématiquement affiché le soutien le plus élevé, à savoir les participants âgés de moins de 25 ans, ceux qui ont fini leurs études à temps plein à l'âge de 20 ans ou plus – ce qui inclut les participants ayant achevé des études supérieures – et les hommes. En particulier, entre 2000 et 2024, le soutien des

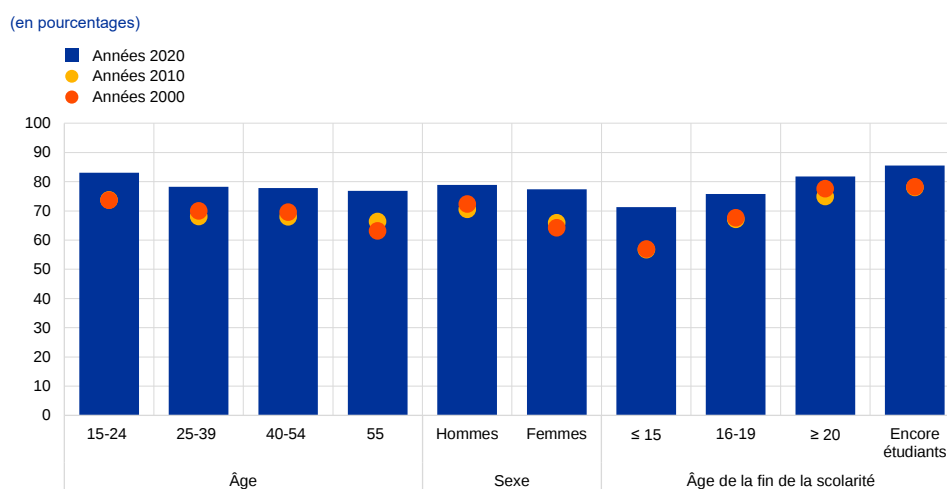
<sup>35</sup> En ligne avec les évolutions démographiques, les pondérations dans la répartition par âge dans les enquêtes Eurobaromètre se sont nettement déplacées vers une population plus âgée. Entre les vagues d'enquête 53 (printemps 2000) et 101 (printemps 2024), la part des 15 à 24 ans a diminué d'environ 3 points de pourcentage et celle des 25 à 39 ans a baissé d'environ 7 points de pourcentage. En revanche, la part des personnes âgées de 40 à 54 ans a augmenté d'environ 1 point de pourcentage et celle des personnes âgées de 55 ans et plus d'environ 9 points de pourcentage. Il n'y a pas eu de différence significative entre les sexes ou entre la plupart des pays.

<sup>36</sup> Une évaluation complémentaire du soutien à l'euro pour les différentes situations professionnelles a révélé des hausses ayant une ampleur similaire dans les différents sous-groupes, confirmant une trajectoire haussière généralisée de la popularité de l'euro.

femmes à l'euro est passé de 61 % à 78 %, comblant ainsi quasiment l'écart qui existait auparavant entre les niveaux de soutien chez les hommes et les femmes.

### Graphique C

#### Soutien à l'euro par groupe sociodémographique



Sources : Enquête Eurobaromètre standard et calculs de la BCE.

Note : Les agrégats sont pondérés et fondés sur les données microéconomiques disponibles pour les vagues d'enquêtes 53 (printemps 2000) à 101 (printemps 2024) de l'enquête Eurobaromètre standard.

**Des études suggèrent que les attitudes envers l'euro pourraient refléter de plus en plus ses avantages pratiques plutôt que sa signification symbolique.** Par exemple, durant la crise financière mondiale et la crise de la dette souveraine, les citoyens semblent avoir mis davantage l'accent sur les avantages pratiques de l'euro que sur sa signification symbolique (Hobolt et Wratil, 2015). De même, en période de crises extérieures – telles que la pandémie de COVID-19 ou la guerre en Ukraine – les évaluations fondées sur son utilité pourraient avoir de nouveau pris davantage d'importance. En outre, un chômage relativement faible ces dernières années et une reprise rapide sur les marchés du travail après la pandémie pourraient avoir renforcé la confiance dans la monnaie unique, ce qui va dans le sens des études antérieures selon lesquelles le soutien à l'euro est corrélé positivement avec les revenus des ménages et les perspectives d'emploi (Bergbauer *et al.*, 2020 ; Roth *et al.*, 2019).

**D'autres données d'enquêtes corroborent le fait que le soutien à l'euro est lié à la mesure dans laquelle il apporte des avantages tangibles aux citoyens.** Le graphique D présente une corrélation positive évidente : les groupes sociodémographiques qui déclarent tirer davantage profit de l'euro – tels que des comparaisons de prix plus faciles, des transactions commerciales plus fluides ou des voyages et des frais bancaires moins onéreux – sont également plus susceptibles de considérer l'euro comme « une bonne chose » pour l'UE (Commission européenne, 2024)<sup>37</sup>. Cette tendance est cohérente dans tous les groupes<sup>38</sup>. La facilité à comparer les prix et à faire des affaires a été l'avantage le plus cité. Les profils

<sup>37</sup> Nous observons la même tendance lorsque nous approximations le soutien à l'euro par les réponses à la question de savoir si l'euro est une bonne ou une mauvaise chose pour le pays du participant.

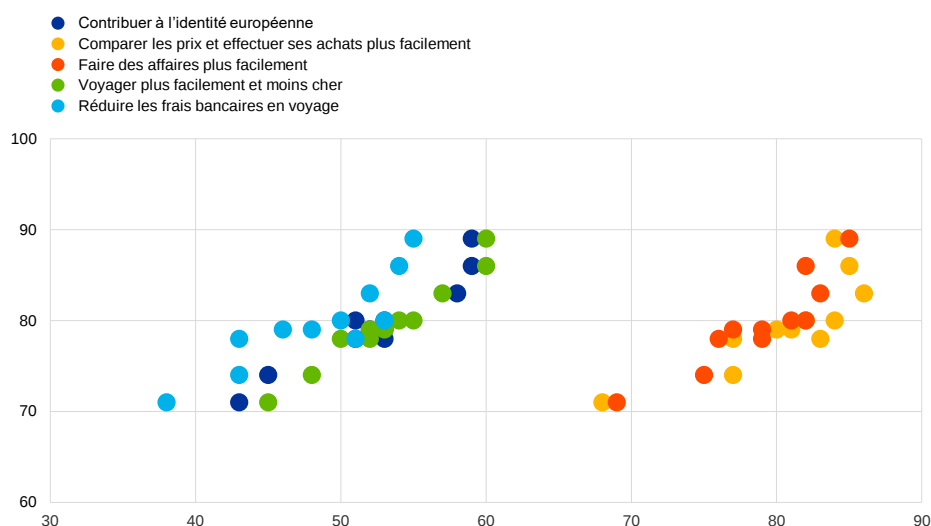
<sup>38</sup> L'enquête Flash Eurobaromètre « *The euro area* » a demandé aux citoyens leur opinion sur l'euro : « De manière générale, pensez-vous que l'euro soit une bonne ou une mauvaise chose pour l'UE ? »

démographiques sous-jacents mettent encore davantage en évidence la manière dont les différents groupes valorisent les différents aspects de l'euro. Les plus jeunes générations, par exemple, apprécient particulièrement l'euro en tant que facilitateur de voyages, tandis que les personnes âgées de 40 à 54 ans accordent une plus grande importance au rôle de l'euro comme outil facilitant la comparaison des prix et les transactions commerciales. La part des participants qui déclarent bénéficier de ces avantages a augmenté au fil du temps : entre 2007 et 2024, elle est passée de 66 % à 81 % pour des comparaisons de prix plus faciles, de 30 % à 48 % pour des frais bancaires réduits, et de 48 % à 53 % pour des voyages plus faciles ou moins onéreux <sup>39</sup>.

### Graphique D

#### Soutien à l'euro et avantages perçus de l'euro par groupe sociodémographique

(en pourcentages)



Sources : Commission européenne (2024) et calculs de la BCE.

Note : Chaque point reflète la part d'un groupe sociodémographique (comme le montre le graphique C) qui considère l'euro comme une bonne chose pour l'UE (axe des ordonnées) et la part qui bénéficie des avantages respectifs de l'euro (axe des abscisses).

**Enfin, le soutien généralisé à l'euro montre que celui-ci a bien résisté aux récents épisodes de pandémie et d'inflation et que 25 ans après son introduction, les citoyens de la zone euro ont pleinement adopté la monnaie unique.** En effet, dans l'enquête Flash Eurobaromètre (2024) de la Commission européenne, la majorité des participants a déclaré que l'euro contribue à leur donner le sentiment d'être européens. Comme pour les avantages économiques de l'euro, ce sentiment d'identité partagée renforce le soutien à la monnaie commune (graphique D) et consolide la résilience globale de l'Europe.

**Pour maintenir ce niveau élevé de soutien dans un monde en mutation, l'euro doit continuer à apporter des avantages tangibles.** Il est essentiel que l'Europe promeuve son marché unique et renforce ses fondements géopolitiques, économiques et institutionnels – ce qui consolidera le rôle de l'euro à l'échelle mondiale. Dans le même temps, l'accélération des travaux sur l'euro numérique, tout en continuant de garantir que les espèces restent largement disponibles, permettra

<sup>39</sup> La réponse « Faire des affaires plus facilement » n'est incluse dans l'enquête que depuis 2019.

aux citoyens de continuer à avoir accès à un moyen de paiement public sûr et fiable, y compris à l'ère numérique.

### Bibliographie :

Bergbauer (S.), Hernborg (N.), Jamet (J.F.) et Persson (E.), « *The reputation of the euro and the European Central Bank: interlinked or disconnected?* », *Journal of European Public Policy*, vol 27, n° 8, p. 1178-1194.

Commission européenne (2025), *Eurobaromètre standard 103 – printemps 2025*.

Commission européenne (2024), *Flash Eurobarometer 553 – The euro area*.

Hobolt (S.B.) et Wratil (C.) (2015), « *Public opinion and the crisis: the dynamics of support for the euro* », *Journal of European Public Policy*, vol. 22, n° 2, p. 238-256.

Roth (F.), Baake (E.), Jonung (L.) et Nowak-Lehmann (F.) (2019), « *Revisiting Public Support for the Euro, 1999-2017: Accounting for the crisis and the recovery* », *Journal of Common Market Studies*, vol. 57, n° 6, p. 1261-1273.

# Article

## 1 Épisode d'inflation élevée de 2021-2023 et inégalités : informations tirées de l'enquête sur les anticipations des consommateurs

Neus Dausà i Noguera, Georgi Kocharkov et Omiros Kouvavas

### 1 Introduction

**L'épisode d'inflation élevée de 2021-2023 a donné lieu à des mouvements prononcés de l'inflation, des revenus du travail, des taux hypothécaires et du patrimoine net des ménages dans la zone euro (graphique 1).** L'inflation a été supérieure à la croissance des revenus nominaux du travail, les taux hypothécaires ont presque doublé et la croissance du patrimoine net des ménages s'est nettement ralentie <sup>1</sup>. Toutefois, les implications de ces évolutions agrégées pour les inégalités économiques restent floues. Cela soulève la question plus large de savoir comment les variations de l'inflation et des taux d'intérêt se reflètent dans la répartition, une question centrale pour la recherche économique et les débats de politique économique.

---

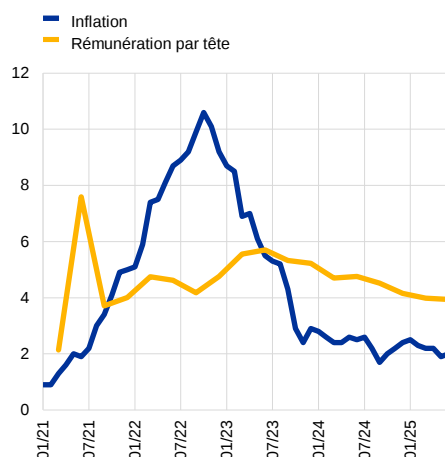
<sup>1</sup> Le fléchissement observé du taux de croissance du patrimoine net nominal des ménages après l'épisode d'inflation élevée de 2021-2023 reflète deux facteurs : a) l'effet mécanique du ralentissement de l'inflation qui réduit la croissance des prix nominaux des actifs ; et b) le resserrement de la politique monétaire, qui a entraîné une hausse des taux d'intérêt et a pesé sur la valorisation des actifs financiers et immobiliers.

## Graphique 1

### Évolutions du revenu et du patrimoine agrégés des ménages

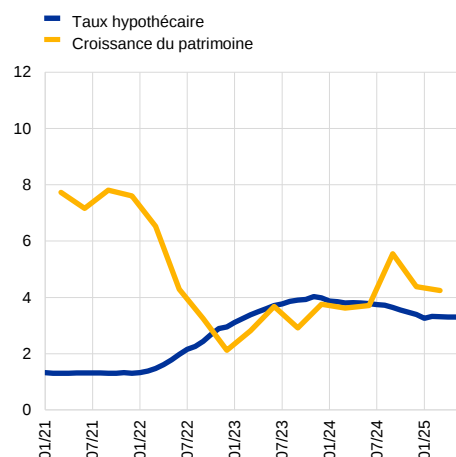
#### a) Revenu agrégé des ménages et inflation

(variations annuelles en pourcentage)



#### b) Patrimoine net agrégé des ménages et taux hypothécaires

(taux hypothécaire : en pourcentage annuel ; croissance du patrimoine : taux de croissance en glissement annuel)



Sources : BCE (enquête sur les anticipations des consommateurs, statistiques relatives aux taux d'intérêt des IFM), Eurostat et calculs de la BCE.

Notes : Zone euro 20 (composition fixe) au 1<sup>er</sup> janvier 2023. Le taux hypothécaire correspond au taux annualisé convenu ou au taux effectif défini au sens étroit pour les nouveaux prêts aux ménages et aux institutions sans but lucratif dans la zone euro (hors crédits renouvelables, découverts et crédits contractés par cartes de crédit) pour les achats de logements, calculé comme une moyenne mobile pondérée des volumes et déclaré par les institutions financières monétaires. La croissance du patrimoine net représente le taux de croissance en glissement annuel du patrimoine net des ménages et des institutions sans but lucratif dans la zone euro, mesurée comme le solde (crédits moins débits) à prix courants en monnaie nationale (données brutes). Le pic de la rémunération par tête est probablement imputable à la reprise qui a suivi la pandémie de COVID-19. En effet, de nombreuses entreprises n'ont pas été en mesure d'exercer leurs activités du deuxième au quatrième trimestre 2020, mais ont repris leurs activités au cours de la même période l'année suivante, ce qui s'est traduit par une augmentation substantielle de la rémunération des salariés.

**Les inégalités en matière de revenu, de consommation et de patrimoine sont des dimensions clés permettant de comprendre les conséquences en matière de répartition de la poussée d'inflation de 2021-2023 et de la hausse des taux d'intérêt.** Ces disparités façonnent non seulement la réalité économique des ménages, mais influencent également la cohésion sociale et la stabilité économique au sens large (Alesina et Rodrik, 1994 ; Alesina et Perotti, 1996, entre autres). Depuis la pandémie, l'attention s'est à nouveau portée sur les inégalités, l'économie mondiale ayant été confrontée à une série de chocs et de perturbations majeurs <sup>2</sup>. Le présent article utilise l'enquête de la BCE sur les anticipations des consommateurs (*Consumer Expectations Survey*, CES) pour examiner les perceptions et les mesures des inégalités dans la zone euro. Nous montrons que, si les indicateurs standards des inégalités de revenu, de consommation et de patrimoine sont demeurés globalement stables entre 2022 et 2025, les perceptions des inégalités ont fortement augmenté, les tensions sur le coût de la vie étant considérées comme le principal déterminant de cette évolution. Afin de comprendre cette déconnexion, nous analysons l'incidence de l'inflation sur les ménages répartis en groupes de revenus en examinant les différences de taux d'inflation personnels ainsi que la façon dont les différences de comportement en matière de décisions financières, en particulier concernant les prêts

<sup>2</sup> Outre les chocs plus récents, les changements structurels, tels que la numérisation et l'automatisation, façonnent depuis longtemps les marchés du travail et l'évolution de long terme des inégalités (Acemoglu et Restrepo, 2020).

hypothécaires, ont façonné la répartition entre ménages de la consommation, des revenus et du patrimoine durant la période de hausse des taux d'intérêt <sup>3</sup>.

**Le reste de l'article est structuré de la façon suivante.** La section 2 décrit l'évolution des perceptions et des mesures de l'inégalité au cours de la période post-pandémie, marquée par une inflation élevée et des variations des taux d'intérêt, en utilisant les perceptions des ménages tirées d'enquêtes ainsi que des mesures classiques telles que les coefficients de Gini pour le revenu, la consommation et le patrimoine et le taux de risque de pauvreté, qui se concentre spécifiquement sur la partie inférieure de la distribution des revenus. La section 3 examine les effets directs de l'inflation sur les inégalités en analysant comment les différentes tensions sur le coût de la vie ont affecté les ménages. La section 4 étudie comment les variations des taux d'intérêt influencent les inégalités par le biais de canaux tels que le calendrier des investissements et les décisions en matière d'emprunt et d'épargne des ménages. La section 5 apporte des éléments de conclusion.

## 2 Perceptions et mesures des inégalités

**Les données récentes issues de la vague d'enquête CES d'août 2025 apportent un éclairage sur les perceptions par le public des inégalités au cours de la période marquée par la forte inflation et les variations des taux d'intérêt.** Selon cette enquête, 73 % des ménages de la zone euro estiment que les inégalités ont augmenté « un peu » ou « beaucoup » depuis le début de la forte poussée inflationniste en 2021 et les variations ultérieures des taux d'intérêt. En revanche, seuls 5 % des participants estiment que les inégalités ont diminué <sup>4</sup>. Le graphique 2, partie a) montre le pourcentage net des ménages percevant une hausse des inégalités depuis 2021, ventilé par groupe de revenus et par pays <sup>5</sup>. Les ménages à revenus élevés sont plus susceptibles de déclarer une hausse des inégalités que les ménages à faibles revenus.

<sup>3</sup> Notre analyse se concentre sur l'impact quantitatif de l'inflation et des différences de comportement, en reconnaissant que, bien que non couverts ici, d'autres canaux pertinents contribuent également de manière significative à la dynamique des inégalités.

<sup>4</sup> La question de l'enquête est la suivante : « Selon vous, comment les inégalités économiques dans le pays où vous vivez actuellement ont-elles évolué depuis la forte poussée inflationniste de 2021 et les variations des taux d'intérêt qui ont suivi ? » Il existe cinq options de réponse qualitative : « Forte hausse », « Légère hausse », « Elles sont restées entièrement inchangées », « Légère baisse » ou « Forte baisse ». Il convient de noter que la question de l'enquête est axée sur la poussée inflationniste de 2021-2023 et sur ses conséquences. Il n'existe donc pas de référence permettant de déterminer comment les ménages percevraient normalement les variations des inégalités.

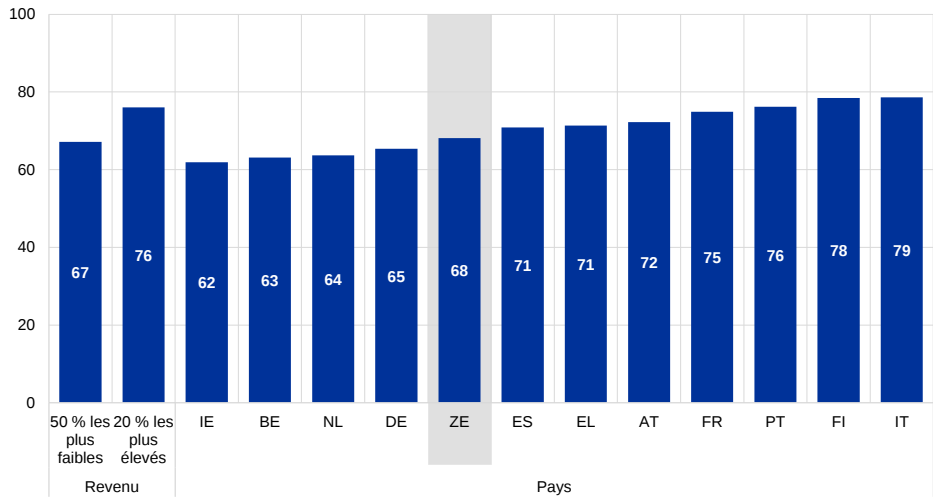
<sup>5</sup> Le pourcentage net est calculé comme la différence entre la part des participants ayant déclaré « Légère hausse » ou « Forte hausse » et la part des participants ayant déclaré « Légère baisse » ou « Forte baisse ».

## Graphique 2

### Inégalités économiques perçues

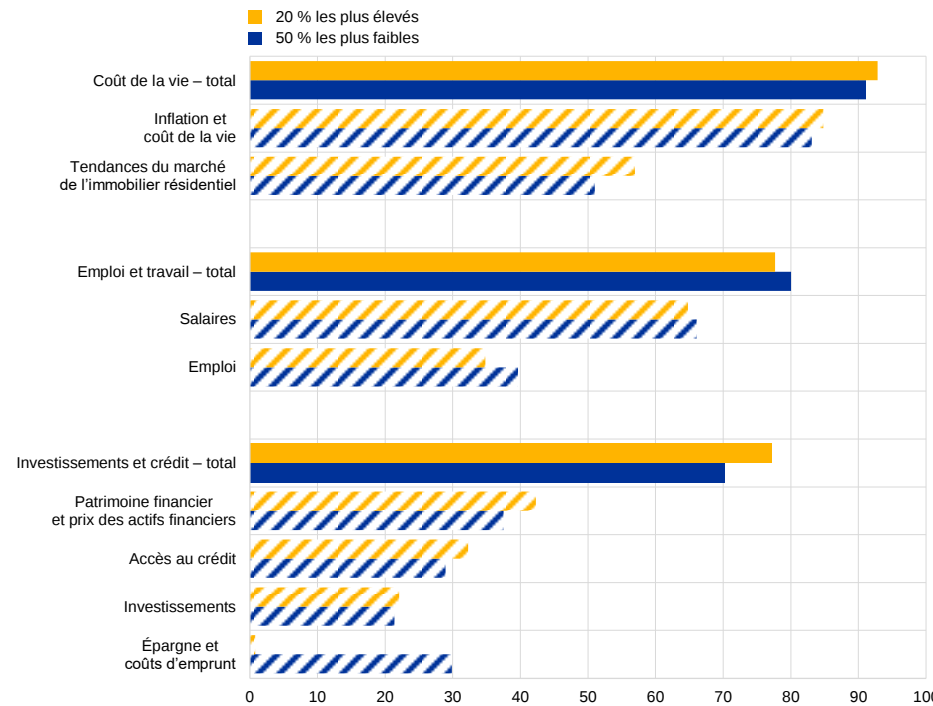
#### a) Augmentation perçue des inégalités économiques

(pourcentage net)



#### b) Raisons de l'augmentation perçue des inégalités économiques

(en pourcentage des participants)



Source : BCE (août 2025, enquête CES).

Notes : Données pondérées à l'aide des poids de sondage. Les quintiles de revenus sont calculés au niveau des pays/campagnes d'enquête. La partie a) présente le pourcentage net de participants faisant état d'une hausse des inégalités économiques. La partie b) présente le pourcentage de participants déclarant une raison particulière de l'augmentation des inégalités économiques. Les participants attribuant cette hausse à l'« Inflation et coût de la vie » ou aux « Tendances du marché de l'immobilier résidentiel » sont regroupés sous « Coût de la vie ». Ceux qui indiquent « Salaires » ou « Emploi » sont regroupés sous « Emploi et travail » et ceux qui estiment que cela résulte du « Patrimoine financier et prix des actifs financiers », de l'« Accès au crédit », des « Investissements » ou de « l'épargne et des coûts d'emprunt » sont regroupés sous « Investissements et crédit ».

**L'augmentation du coût de la vie a été considérée comme le principal déterminant des inégalités durant l'épisode d'inflation élevée (graphique 2,**

**partie b).** Interrogés sur les déterminants de cette augmentation perçue, 93 % des participants ont indiqué que la hausse du coût de la vie constituait le principal facteur (l'inflation étant considérée comme le principal déterminant, choisi par 84 % des participants) <sup>6</sup>. Cela indique que les ménages interprètent les inégalités principalement par le biais des variations du pouvoir d'achat plutôt que par les mesures conventionnelles de la répartition.

**Parmi les autres raisons fréquemment citées figurent les évolutions inégales des salaires (66 %) ou du patrimoine financier et des prix des actifs financiers (40 %).** Les ménages à revenus élevés (les 20 % supérieurs) sont plus susceptibles d'attribuer la croissance des inégalités à des facteurs tels que l'inégalité en matière d'accès au financement, d'opportunités d'investissement ou de patrimoine financier et prix des actifs financiers, tandis que les ménages à faibles revenus (les 50 % inférieurs) l'attribuent plus souvent à des évolutions inégales de l'emploi ou de l'épargne et coûts d'emprunt <sup>7</sup>. S'agissant de ces derniers, les 50 % de ménages les moins riches sont beaucoup plus susceptibles que les 20 % les plus riches de considérer l'épargne et les coûts d'emprunt comme un déterminant clé des inégalités.

**La mesure des inégalités nécessite une approche multidimensionnelle, car les différentes métriques capturent des aspects distincts des disparités économiques.** Le coefficient de Gini est une mesure largement utilisée qui rend compte des inégalités sur l'ensemble de la distribution <sup>8</sup>. Il est particulièrement sensible aux changements qui se produisent autour du milieu <sup>9</sup>. En comparaison, le taux de risque de pauvreté se concentre davantage sur la partie inférieure de la distribution, mettant en évidence les défis auxquels sont confrontées les populations les plus vulnérables <sup>10</sup>.

**Les inégalités de revenu, de consommation et de patrimoine dans la zone euro sont demeurées globalement stables entre 2022 et 2025 (graphique 3, partie a).** Le coefficient de Gini du revenu disponible des ménages (c'est-à-dire après

<sup>6</sup> Dans l'enquête, les participants déclarant que les inégalités ont augmenté doivent répondre à la question suivante « Quelles sont, selon vous, les principales raisons de cette hausse des inégalités ? » et ont la possibilité de choisir jusqu'à huit réponses : 1. Emploi (par exemple, inégalité des chances en matière d'emploi, évolutions technologiques), 2. Salaires (par exemple, croissance inégale des salaires selon les groupes de revenus), 3. Épargne et coûts d'emprunt (par exemple, taux d'intérêt élevés qui profitent aux épargnants, mais augmentation des coûts pour les emprunteurs), 4. Accès au crédit (par exemple, inégalité des possibilités d'emprunter), 5. Investissements (par exemple, inégalité des opportunités d'investissement), 6. Patrimoine financier et prix des actifs financiers (par exemple, hausse des cours des marchés boursiers qui profite davantage aux ménages les plus aisés), 7. Inflation et coût de la vie (par exemple, hausse des prix des biens de première nécessité qui affecte de manière disproportionnée les ménages à faibles revenus) et 8. Tendances du marché de l'immobilier résidentiel (par exemple, hausse des prix des logements qui bénéficie aux propriétaires mais rend le logement moins abordable pour les locataires).

<sup>7</sup> La question sous-jacente de l'enquête se rapporte aux perceptions des inégalités dans l'ensemble du pays, plutôt qu'à la situation personnelle du participant.

<sup>8</sup> Le coefficient de Gini est une mesure des inégalités qui est généralement utilisée pour la distribution du revenu et du patrimoine. Il est compris entre 0 (égalité parfaite, où tout le monde a le même revenu) à 1 (parfaite inégalité, où un individu possède tous les revenus). Il est établi par la courbe de Lorenz, qui retrace la part cumulée des revenus par rapport à la part cumulée de la population. Le coefficient de Gini est calculé comme le ratio de l'aire entre la courbe de Lorenz et la ligne d'égalité par rapport à l'aire totale sous la ligne d'égalité.

<sup>9</sup> Cf. Cowell (2011) pour une analyse générale de la sensibilité des mesures des inégalités et Lerman et Yitzhaki (1989) pour un traitement formel de la sensibilité dépendante du rang de Gini.

<sup>10</sup> La mesure du risque de pauvreté est définie comme le pourcentage de la population vivant au-dessous de 60 % du revenu médian.

redistribution par les impôts et les transferts) n'a que très légèrement augmenté, passant de 0,33 en 2022 à 0,34 en 2025, même si cette stabilité globale masque des disparités modérées entre les pays <sup>11</sup>. Les inégalités de consommation ont également peu évolué, le coefficient de Gini passant de 0,31 à 0,32. Les inégalités de consommation ont tendance à être plus faibles et moins volatiles que les inégalités de revenu, car les ménages lissent les dépenses au fil du temps et ont les propensions moyennes à consommer des ménages à revenus élevés sont plus faibles <sup>12</sup>. Les inégalités de patrimoine ont affiché une légère hausse, le coefficient de Gini pour le patrimoine net ayant augmenté d'environ 0,02 point entre 2022 et 2024, la majeure partie de cette hausse s'étant produite en 2022-2023, durant la période d'inflation plus élevée <sup>13</sup>.

**Le risque de pauvreté est resté globalement inchangé au cours de la période allant de 2022 à 2025, ce qui suggère une résilience relative malgré les chocs d'inflation et de taux d'intérêt.** Le taux de risque de pauvreté dans la zone euro n'a que légèrement augmenté, passant de 20,3 % en 2022 à 20,7 % en 2025 (graphique 3, partie b), suggérant que les mécanismes de redistribution et les interventions ciblées pourraient avoir amorti les chocs pour les ménages à faible revenu.

---

<sup>11</sup> La variation du coefficient de Gini pour la zone euro observée dans l'enquête CES entre 2022 et 2025 est minime par rapport aux disparités entre pays en ce qui concerne les coefficients de Gini pour le revenu disponible équivalent en 2022, tels que déclarés par les statistiques de l'Union européenne sur le revenu et les conditions de vie (*European Union Statistics on Income and Living Conditions*, EU-SILC). Cette année-là, la Slovaquie présentait le plus faible coefficient de Gini de la zone euro (0,21) et la Lituanie le plus élevé (0,36). Pour les 11 pays couverts par l'enquête CES, les coefficients de Gini spécifiques aux pays déclarés dans les deux ensembles de données pour 2022 sont fortement corrélés (corrélation de 0,71), indiquant une forte cohérence entre les deux sources. Le niveau (et l'absence de variation) du coefficient de Gini de l'enquête CES pour le revenu disponible équivalent dans la zone euro (moyenne de 0,33 pour 2022-2025) est également proche de l'estimation de l'EU-SILC pour le revenu disponible équivalent (0,30 en 2022, 2023 et 2024). La différence de niveaux reflète probablement l'équivalence des revenus appliquée dans l'EU-SILC.

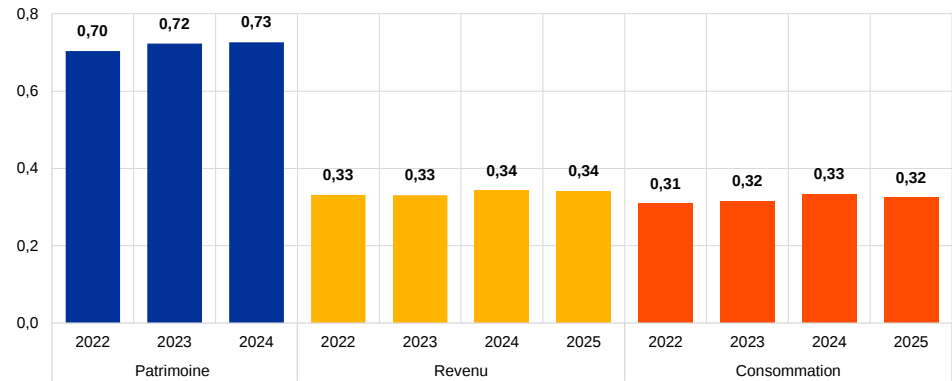
<sup>12</sup> Dans le cas de l'enquête CES, le coefficient de Gini pour la consommation est souvent très proche du coefficient de Gini pour le revenu disponible, car celui-ci est net des impôts et des transferts sociaux.

<sup>13</sup> Les coefficients de Gini spécifiques à chaque pays pour le patrimoine net dans l'enquête CES pour 2022 sont d'une ampleur semblable à ceux déclarés dans l'enquête sur les finances et la consommation des ménages (*Household Finance and Consumption Survey*, HFCS). Par exemple, 0,680 (HFCS) contre 0,670 (CES) pour l'Espagne et 0,727 (HFCS) contre 0,746 (CES) pour l'Allemagne. L'évolution du coefficient de Gini pour le patrimoine net global dans la zone euro est aussi largement comparable, demeurant proche de 0,70-0,73 dans l'enquête CES entre 2022 et 2024, et autour de 0,72 dans les comptes distributionnels de patrimoine sur la même période.

**Graphique 3**  
Indicateurs d'inégalités

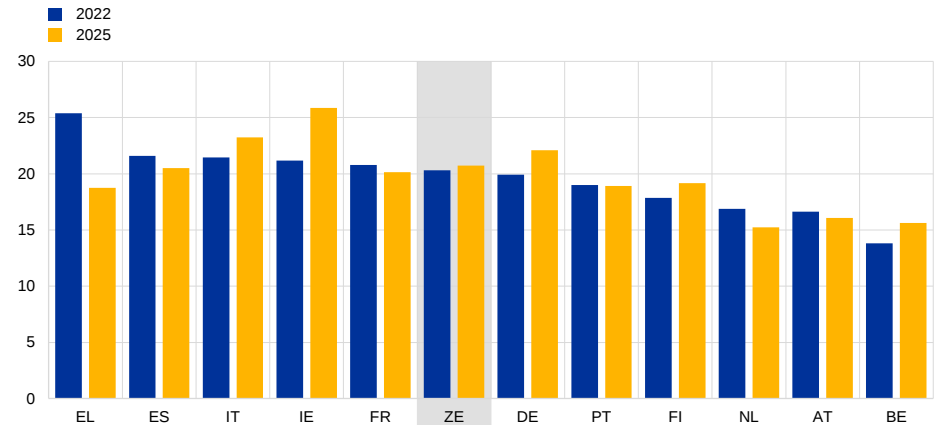
**a) Coefficients de Gini pour le patrimoine, le revenu et la consommation**

(coefficient de Gini)



**b) Taux de risque de pauvreté**

(en pourcentage des participants)



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

Notes : Données pondérées à l'aide des poids de sondage. Pour la partie a), le patrimoine individuel est calculé à l'aide des données tirées des modules de l'enquête CES de février et de novembre. Le revenu correspond au revenu disponible des ménages. La consommation est calculée comme le montant mensuel déclaré dépensé en produits alimentaires, restaurants, logement, services collectifs, équipement des ménages, habillement, santé, transport, voyages et vacances, activités de loisirs, garde d'enfants et éducation, véhicules et articles de luxe. Le patrimoine correspond à la somme du patrimoine net financier, professionnel et immobilier. Pour la partie b), le taux de risque de pauvreté est défini comme le pourcentage de participants vivant avec un revenu disponible des ménages équivalent inférieur à 60 % de la médiane du revenu disponible équivalent des ménages mesurée au niveau de chaque pays. Le revenu équivalent est calculé à l'aide de l'échelle d'équivalence modifiée de l'OCDE.

**3 Sources d'inégalités : l'inflation**

**Les indicateurs conventionnels font état d'une stabilité globale des inégalités, mais cela ne correspond pas à la perception du public, en particulier en ce qui concerne l'impact de la poussée de l'inflation sur les ménages.** La composition spécifique du panier de consommation d'un ménage, qui est largement déterminée par le niveau de revenu, joue un rôle essentiel dans la formation du taux d'inflation enregistré par un ménage spécifique. Par exemple, les ménages à faible revenu ont tendance à consacrer une part plus importante de leurs revenus à des biens essentiels tels que les produits alimentaires et les services collectifs, tandis que les ménages à revenus élevés allouent une plus grande part de leurs dépenses à des

biens et services non-essentiels tels que les loisirs. Au cours de l'épisode d'inflation de 2021-2023, la hausse des prix a été forte et généralisée, mais s'est avérée particulièrement prononcée pour certaines catégories de produits comme l'alimentation ou les charges d'énergie liées au logement. Cette augmentation disproportionnée du coût des biens de première nécessité a eu pour les ménages des conséquences diverses selon leurs profils de revenus et de consommation <sup>14</sup>.

**Une analyse des disparités des effets de l'inflation entre ménages met en évidence des différences significatives dans la manière dont les variations des prix ont affecté les ménages selon les niveaux de revenus.** Nous utilisons les données individuelles tirées de l'enquête CES pour construire le taux d'inflation personnel de chaque ménage. Cette approche utilise les parts de consommation auto-déclarées des ménages au cours de la même période comme pondérations pour calculer des indices de prix personnels (cf. encadré 1 pour des détails sur la méthodologie). Le graphique 4 illustre comment les taux d'inflation varient entre les quintiles de revenus, en mettant l'accent sur les 20 % supérieurs et les 50 % inférieurs. Lorsque l'inflation a atteint un point haut en octobre 2022, les ménages à faible revenu ont enregistré des taux d'inflation nettement supérieurs aux ménages à revenu élevé : la différence entre les taux d'inflation moyens de ces deux groupes était de 0,55 point de pourcentage <sup>15</sup>. Toutefois, avec le repli de l'inflation, cette tendance s'est inversée : l'inflation dans les catégories des services et des loisirs, dont le poids est plus important dans le panier des ménages plus aisés, est restée élevée, poussant le taux d'inflation de ces ménages à la hausse. En novembre 2023, le taux d'inflation pour les ménages à revenu élevé était supérieur de 0,84 point de pourcentage à celui des ménages à faible revenu.

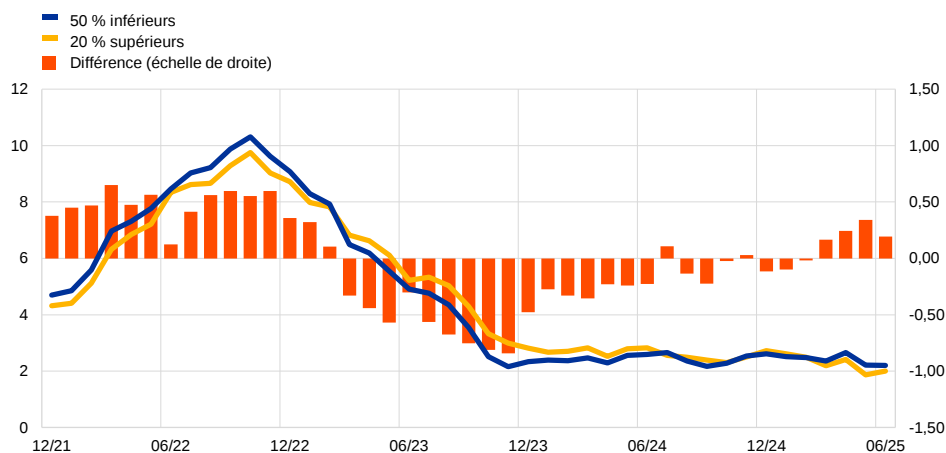
<sup>14</sup> Orchard (2025) présente un modèle complet fondé sur une demande non homothétique, illustrant comment les chocs économiques qui réduisent les dépenses des ménages entraînent une réaffectation des dépenses des produits de luxe vers les biens de première nécessité. Ce transfert fait augmenter les prix relatifs des biens de première nécessité, ce qui se traduit par des taux d'inflation plus élevés pour les ménages à faible revenu que pour les ménages à revenu élevé.

<sup>15</sup> Cf. Charalambakis *et al.* (2022) pour des travaux antérieurs sur ce sujet. Les auteurs utilisent des paniers de consommation spécifiques aux revenus déclarés dans l'enquête sur le budget des ménages d'Eurostat (*Eurostat Household Budget Survey*, HBS) pour calculer des taux d'inflation effectifs par quintile de revenus. Leur analyse évalue à 1,9 point de pourcentage l'écart de taux d'inflation effectifs entre les quintiles de revenus inférieurs et supérieurs en septembre 2022. En comparaison, nos estimations pour la même période et les mêmes groupes de revenus montrent un écart de 0,6 point de pourcentage. La différence dans ces estimations est probablement liée à l'analyse de Charalambakis *et al.* couvrant 27 pays et aux mises à jour moins fréquentes des pondérations de la consommation spécifiques aux ménages.

## Graphique 4

### Taux d'inflation personnel

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



Sources : BCE (enquête CES), Eurostat (indice des prix à la consommation harmonisé, IPCH) et calculs de la BCE.  
Notes : Données pondérées à l'aide des poids de sondage. Les quintiles de revenus sont calculés au niveau des pays/campagnes d'enquête. Cf. l'encadré 1 pour une explication détaillée de l'inflation personnelle.

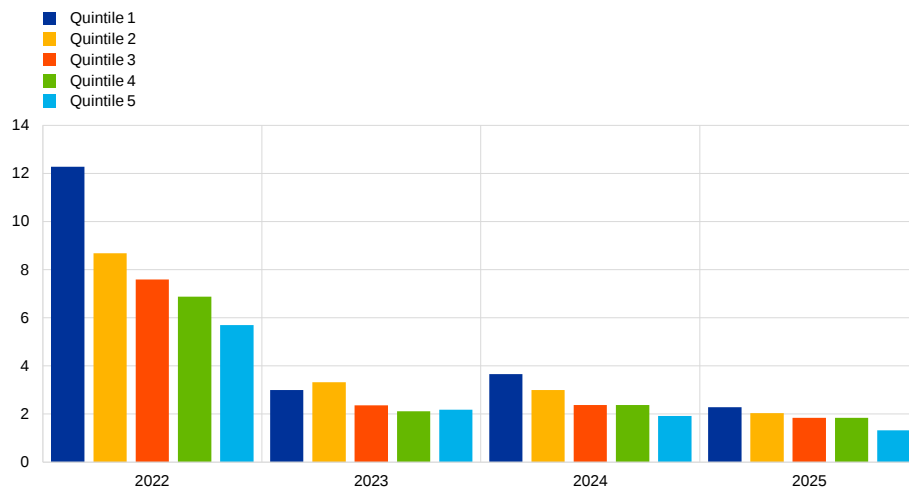
**La mesure du coût de l'inflation en termes de revenu supplémentaire nécessaire pour maintenir la consommation de l'année précédente montre que les ménages à faible revenu ont été confrontés à une charge nettement plus élevée durant la poussée inflationniste.** Pour chaque ménage, nous calculons le coût supplémentaire pour maintenir le panier de consommation de l'année précédente à prix courants, exprimé en part du revenu disponible courant. Cette mesure s'aligne conceptuellement sur la variation compensatrice utilisée dans l'analyse du bien-être<sup>16</sup>. Le graphique 5 illustre comment ce coût supplémentaire a évolué entre les quintiles de revenus au fil du temps. Les résultats montrent que depuis 2022, les ménages à faible revenu supportent une charge disproportionnellement plus élevée. En 2022, le coût de l'inflation pour le quintile de revenu inférieur s'élevait à 12,28 % de leur revenu courant, contre 5,69 % pour le quintile de revenu supérieur. En 2025, avec le retour de l'inflation à la cible, ces écarts se sont resserrés, mais ils ne se sont pas inversés<sup>17</sup>. Dans leur ensemble, les données des graphiques 4 et 5 suggèrent que les différentes expériences en matière d'inflation ont élargi la distribution de la consommation réelle entre les ménages, même si les mesures classiques des inégalités de revenu sont restées globalement stables. Les transferts budgétaires, les ajustements des salaires et les mécanismes de redistribution ont pu contribuer à stabiliser les revenus disponibles, mais ils n'ont pas totalement compensé la charge inégale liée à la hausse du coût de la vie.

<sup>16</sup> La variation compensatrice est un concept d'économie du bien-être qui mesure le montant de revenu supplémentaire dont un ménage aurait besoin pour maintenir le même niveau d'utilité (de bien-être) après une hausse des prix dans un cadre de demande statique. Elle reflète la compensation monétaire requise pour compenser l'impact négatif de l'inflation ou d'autres variations des prix sur le pouvoir d'achat d'un ménage.

<sup>17</sup> Pallotti *et al.* (2024) évaluent également la charge du choc d'inflation de 2021-2023, faisant état d'importantes pertes de bien-être en termes de revenu, allant de 3 % environ en France et en Espagne à 7 % en Allemagne et 9 % en Italie. Leur cadre d'équilibre général diffère de notre approche sous forme réduite, qui mesure le revenu supplémentaire nécessaire pour maintenir le panier de consommation de l'année précédente.

**Graphique 5**  
Coût de l'inflation par quintile de revenu

(en point de pourcentage)



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

Notes : Données pondérées à l'aide des poids de sondage corrigées des revenus des ménages. Les quintiles de revenus sont calculés au niveau des pays/campagnes d'enquête. Le coût de l'inflation est calculé comme étant le total des dépenses supplémentaires liées à l'inflation pour le panier de consommation de l'année passée pour chaque ménage, normalisé par leur revenu disponible total individuel courant.

## Encadré 1

Mesurer l'inflation personnelle à partir des données détaillées de consommation issues de l'enquête sur les anticipations des consommateurs

Neus Dausà i Noguera, Georgi Kocharkov, Omiros Kouvavas et Athanasios Tsiortas

L'impact direct de l'inflation sur les ménages dépend de leur panier de consommation et des évolutions de leur consommation, de leurs revenus et de leur patrimoine. L'inflation totale fournit une mesure agrégée de l'état de l'économie, mais ne tient pas compte des différences de prix enregistrées par les ménages. Une mesure individuelle de l'inflation permet de mieux comprendre les effets sur les inégalités entre ménages des évolutions des prix. Cet encadré présente une nouvelle mesure de l'inflation individuelle basée sur les données de consommation au niveau des ménages, et décrit ses nouvelles caractéristiques et sa méthodologie.

Cette nouvelle métrique permet de mesurer l'inflation qui affecte divers groupes sociodémographiques (ouvrant ainsi la voie à des études plus granulaires) et permet une évaluation rapide grâce à l'utilisation de données actualisées. De plus, en utilisant des parts de dépenses mesurées en même temps que les prix, il prend en compte les effets de substitution à des niveaux d'agrégation plus élevés (substitution au niveau supérieur), offrant ainsi une représentation plus précise de la dynamique de l'inflation <sup>18</sup>.

De plus en plus d'études développent de nouvelles approches pour mesurer l'inflation au niveau des ménages. Kaplan et Schulhofer-Wohl (2017) montrent que les taux d'inflation varient fortement d'un ménage américain à l'autre, principalement en raison des différences de prix pour des biens identiques. Marenčák et Nghiem (2025) utilisent des données CES pour la zone euro, mais

<sup>18</sup> Pour plus d'informations sur les effets de substitution et l'importance des pondérations concomitantes, cf. commission Boskin (1996) et BCE (2021).

s'appuient sur une agrégation plus simple qui couvre près de 85 % des rubriques de l'IPCH. Kukk *et al.* (2025) étudient l'hétérogénéité en Estonie en reliant des données bancaires à l'enquête sur le budget des ménages (*Household Budget Survey*). Quant à notre approche, elle fait correspondre toutes les composantes de l'IPCH aux catégories de l'enquête CES et suit la méthodologie officielle de l'IPCH, garantissant une couverture plus large et un alignement plus étroit sur les statistiques officielles.

Notre mesure repose sur deux sources de données : l'enquête CES et l'IPCH. Le module trimestriel du CES collecte des données sur les dépenses individuelles nominales dans 15 catégories de consommation différentes, couvrant toutes les composantes de l'IPCH. Elles peuvent ensuite être utilisées pour créer un panier de consommation par participant et par année <sup>19</sup>. Le panier de consommation est calculé à partir de la moyenne sur l'ensemble de l'année pour chaque catégorie <sup>20</sup>.

Nous apparions les 15 catégories de l'enquête CES à des composantes au niveau COICOP-5 (220 séries au total d'après les données IPCH officielles), qui sont ensuite agrégées en groupes plus larges. Ainsi, pour chaque catégorie de l'enquête CES, l'indice des prix (*PI*) obtenu pour l'année  $y$  et le mois  $m$  est un indice de type Laspeyres non chaîné dans lequel les pondérations ( $w$ ) ont été ajustées pour refléter l'importance relative au sein de cette catégorie spécifique. En outre, les indices de prix par catégorie des composantes COICOP-5 ont été « dé-chaînés » pour représenter le taux de croissance depuis le mois de décembre précédent <sup>21</sup>. L'indice qui en résulte est le suivant :

$$PI_{K,y,m} = \sum_{k \in K} \left( \frac{w_{K,k,y}}{\sum_{k \in K} w_{K,k,y}} \right) \cdot \frac{PI_{K,k,y,m}}{PI_{K,k,y-1,12}},$$

où  $K$  indique la catégorie de l'enquête CES et  $k$  est une sous-composante de la catégorie  $K$ .

L'indice final des prix au niveau individuel pour une année et un mois donnés est alors un indice de prix de type Paasche, défini comme suit :

$$PI_{i,y,m} = \sum_K \widehat{w_{K,y,i}^{CES}} \cdot PI_{K,y,m}$$

Ces indices au niveau individuel non chaînés sont ensuite à nouveau chaînés année par année pour tous les niveaux d'agrégation souhaités (par ex. par quantiles de revenus ou d'autres sous-groupes démographiques).

Néanmoins, un autre ajustement doit être effectué avant que les indices puissent être agrégés en un indice de prix pour chaque ménage. Les poids utilisés dans ces paniers de consommation sont des parts nominales, qui prennent en compte l'effet des variations des prix. Dès lors, les pondérations doivent être actualisées en fonction des prix, en ramenant aux prix de décembre les prix moyens sous-jacent aux parts de dépenses, comme suit :

<sup>19</sup> Sur les 15 catégories, 11 sont liées à des biens semi-durables ou non durables, et 4 sont liées à des composantes durables ou à de gros achats.

<sup>20</sup> Si un participant ne répond qu'une fois au cours d'une année donnée, sa réponse est utilisée comme panier de consommation représentatif pour l'ensemble de l'année. En supposant qu'il n'y ait pas de biais de sélection dans l'échantillon de participants à l'enquête, les éventuels effets saisonniers se compensent.

<sup>21</sup> Cette étape est nécessaire, car la période de référence peut varier d'une composante à l'autre. En les « dé-chaînant » par rapport au mois de décembre précédent, tous les indices se rapportent à la même période et peuvent ainsi être agrégés. Pour plus d'informations, cf. Eurostat (2024).

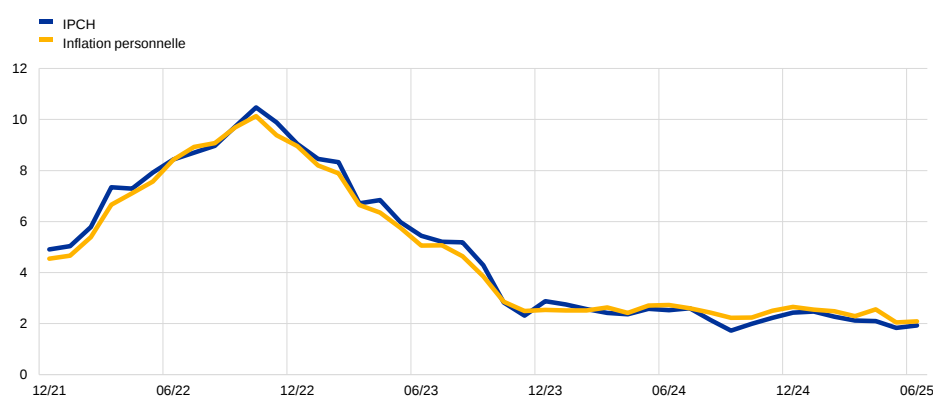
$$\widehat{w_{K,y,t}^{CES}} = \frac{w_{K,y,t}^{CES}}{12^{-1} \sum_{m=1}^{12} PI_{K,y,m}} \cdot PI_{K,y-1,12}$$

Le graphique A montre les résultats des indices de l'inflation personnelle agrégés par rapport à l'IPCH. Ces indices utilisant la consommation de l'année en cours plutôt que celle de l'année précédente, tout comme leurs pondérations sous-jacentes, elles démontrent en principe un effet de substitution plus élevé – prenant en compte une substitution à plus haut niveau entre les 15 rubriques de consommation tirées de l'enquête CES.

## Graphique A

### Inflation personnelle et IPCH

(en pourcentage annuel)



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

Note : Comparaison de la croissance en glissement annuel de l'IPCH et de l'inflation personnelle (pour les 11 plus grands pays de la zone euro) de décembre 2021 à juin 2025.

Bien que les deux indices représentés dans le graphique A décrivent les évolutions de prix enregistrées par un ménage moyen de la zone euro dans le temps avec la même portée, l'indice basé sur un panier de consommation personnelle semble légèrement inférieur, en particulier pendant la période de forte inflation. Cependant, il était plus élevé que l'IPCH pendant la période de ralentissement de l'inflation. Cette observation semble cohérente avec la littérature sur les effets de substitution. Dans l'ensemble, les résultats de l'indice d'inflation personnelle basé sur l'enquête CES correspondent bien à la dynamique de l'IPCH et permettent d'autres analyses de décomposition (dont certaines sont abordées dans cet article).

## 4 Sources d'inégalité : les taux d'intérêt

**Les ajustements de taux d'intérêt touchent les ménages de manière inégale, reflétant des différences de revenus, de patrimoine, de contraintes financières et d'éducation financière.** L'impact des niveaux et des variations des taux d'intérêt et dépend de la capacité des ménages à s'adapter à de nouvelles conditions économiques et de leur connaissance des réponses financières appropriées. Ces deux facteurs varient systématiquement en fonction du niveau de patrimoine. Cette section étudie la temporalité des décisions financières des ménages en fonction des

régimes de taux d'intérêt et l'hétérogénéité des réactions des ménages aux évolutions des taux d'intérêt.

**L'exposition au risque de taux d'intérêt est un facteur-clé qui détermine l'effet des taux d'intérêt plus élevés et varie fortement entre les groupes de revenus.**

Au début du cycle de resserrement monétaire, les ménages à faibles revenus ont été touchés de manière disproportionnée pour deux raisons majeures : a) ils ont davantage recours aux prêts immobiliers à taux variable, et b) ils disposent d'options moins favorables pour la durée de fixation des prêts à taux fixe. Comme le montre le graphique 6, partie a), une plus grande part d'accédants à faibles revenus contractent des prêts immobiliers à taux variable, lesquels sont beaucoup plus sensibles aux hausses de taux d'intérêt. De plus, les accédants à faibles revenus choisissent souvent des périodes de fixation plus courtes pour les prêts à taux fixe, ce qui les expose davantage aux évolutions des taux d'intérêt <sup>22</sup>.

**L'approche des ménages à revenus élevés concernant la gestion du risque de taux d'intérêt semble mieux informée.** Ces ménages semblent intégrer le fait que les taux d'intérêt sont relativement bas ou élevés et ajuster la durée de fixation de leurs prêts immobiliers en conséquence. Le graphique 6, partie a) montre que les ménages à revenus élevés ont tendance à choisir une période de fixation médiane de 15 ans en temps de taux d'intérêt bas et une période de fixation médiane de 10 ans en temps de taux d'intérêt élevés. En revanche, les ménages à faibles revenus adoptent une stratégie de fixation globalement similaire, indépendamment de l'environnement de taux d'intérêt. Les choix concernant la fixation de la durée des prêts et leur exposition au risque de taux d'intérêt peuvent accentuer les disparités financières, les résultats de ces décisions étant directement liés à la résilience financière des ménages lors des périodes de variation des taux d'intérêt <sup>23</sup>.

---

<sup>22</sup> Si les choix des ménages à hauts revenus en matière de fixation semblent plus avantageux a posteriori, cela n'implique pas nécessairement une meilleure gestion a priori du risque de taux d'intérêt, les résultats dépendant également des anticipations et des informations disponibles au moment de la décision.

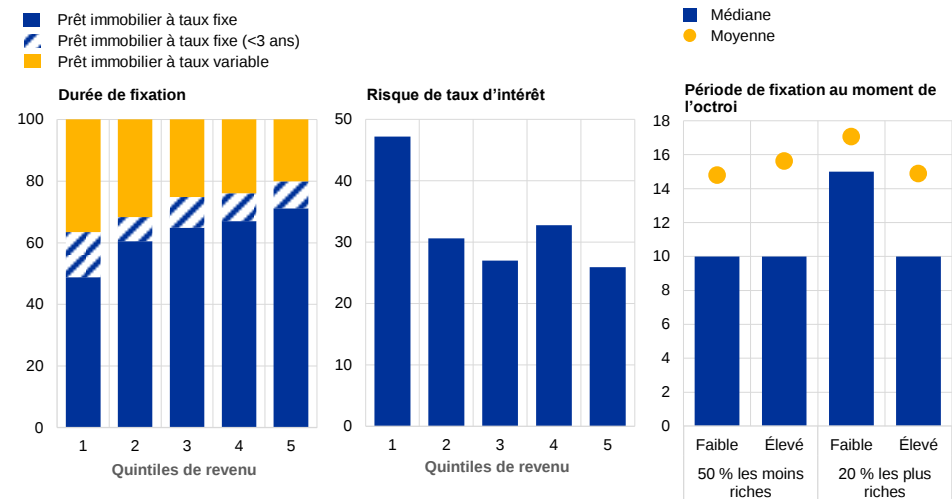
<sup>23</sup> Cf. également Baptista *et al.* (2025), qui présentent des données sur la transmission de la politique monétaire à la consommation par le biais des taux des prêts hypothécaires, soulignant le rôle de l'hétérogénéité des choix des ménages en matière de contrat immobilier.

Graphique 6

Périodes de fixation, risque de taux d'intérêt et effets sur les inégalités de revenu disponible

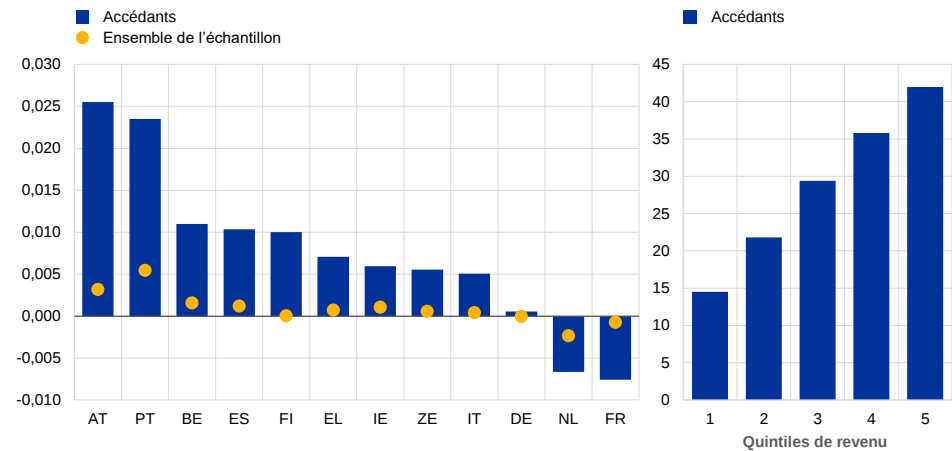
a) Périodes de fixation et risque de taux d'intérêt

(parties gauche et du milieu : pourcentage d'accédants ; partie droite : années)



b) Impact de l'augmentation des paiements sur le revenu

(partie gauche : variations du coefficient de Gini) ; partie droite : pourcentages)



Sources : BCE (enquête CES) et calculs de la BCE.  
Notes : Données pondérées à partir de pondérations d'enquête (ajustées en fonction des encours des prêts individuels dans la partie a). Les quintiles de revenu sont calculés au niveau des pays/campagnes d'enquêtes. Pour la partie a), la partie gauche représente la structure de la fixation du stock de prêts immobiliers en cours pour chaque quintile de revenus. La section jaune montre les prêts à taux variable (PTV), la section pointillée bleue se rapporte aux prêts à taux fixe (PTF) qui doivent être réévalués dans les trois prochaines années, et la section bleue continue correspond à la part de PTF caractérisés par des horizons de fixation plus longs. La partie du milieu représente la part moyenne des prêts immobiliers dont le taux est réévalué chaque année (pourcentage exposé au risque de taux d'intérêt) au cours de la période 2024-2025 par quintile de revenu. La partie droite illustre les années de fixation moyennes et médianes au moment de la souscription d'un prêt hypothécaire par les ménages appartenant aux 50 % inférieurs et aux 20 % supérieurs de la distribution des revenus pendant les périodes de taux d'intérêt bas et celles de taux d'intérêt élevés. Pour la partie b), la partie gauche montre l'évolution du coefficient de Gini pour le revenu après paiement lorsque le revenu est corrigé de la hausse des paiements hypothécaires, en raison des choix observés concernant la durée de fixation des prêts à taux fixe pour l'ensemble de l'échantillon et pour les accédants à compter de février 2024. La partie droite représente le pourcentage d'accédants par quintile de revenu.

**Le degré de risque de taux d'intérêt supporté par les ménages, associé au montant de leurs emprunts hypothécaires, influence l'impact effectif des taux d'intérêt sur le revenu disponible et sur les inégalités.** Si les ménages à revenu élevé sont plus susceptibles de détenir des passifs plus importants (par exemple des prêts hypothécaires), leur capacité à ajuster leurs stratégies financières atténue les effets négatifs d'une hausse des taux d'intérêt. En revanche, les ménages à faible

revenu sont plus exposés au risque de taux d'intérêt. L'encadré 2 quantifie l'impact différencié de la hausse des taux d'intérêt selon les groupes de revenu, exprimé en pourcentage du revenu des ménages, et met en évidence la charge disproportionnée supportée par les ménages à faible revenu. En utilisant les résultats de l'encadré 2, la partie b) du graphique 6 montre l'effet sur le coefficient de Gini pour le revenu disponible (après remboursement de la dette) en ajustant les augmentations cumulées des paiements par ménage et en faisant une comparaison avec le scénario de référence n'impliquant pas d'augmentation des taux d'intérêt. Dans l'ensemble, pour les accédants, les inégalités de revenus après remboursement augmentent dans la plupart des pays et dans la zone euro. Toutefois, cela est contrebalancé par le fait que les ménages à revenus élevés détiennent une part plus importante des prêts hypothécaires (graphique 6, partie b, partie droite). En l'absence de risque différentiel de taux d'intérêt entre les accédants, une hausse des taux d'intérêt réduirait effectivement les inégalités de revenus après remboursement en raison de la part disproportionnée des passifs détenus par les ménages à revenu élevé. Toutefois, cet effet est inversé en raison de la répartition inégale du risque de taux d'intérêt.

## Encadré 2

### Qui supporte les coûts liés aux taux d'intérêt plus élevés ? Une microsimulation tirée des résultats de l'enquête sur les anticipations des consommateurs

Luca Caprari et Omiros Kouvavas

Afin de quantifier l'effet des hausses de taux d'intérêt sur les ménages, nous utilisons des données au niveau des ménages – qui incluent des informations sur les caractéristiques des emprunteurs, les primes de risque estimées par quantile de revenu, le type de prêt et le calendrier d'ajustement des prêts hypothécaires – afin de dresser un tableau complet de l'évolution des taux d'intérêt et de l'augmentation des montants à payer sur la période allant de 2022 à 2025.

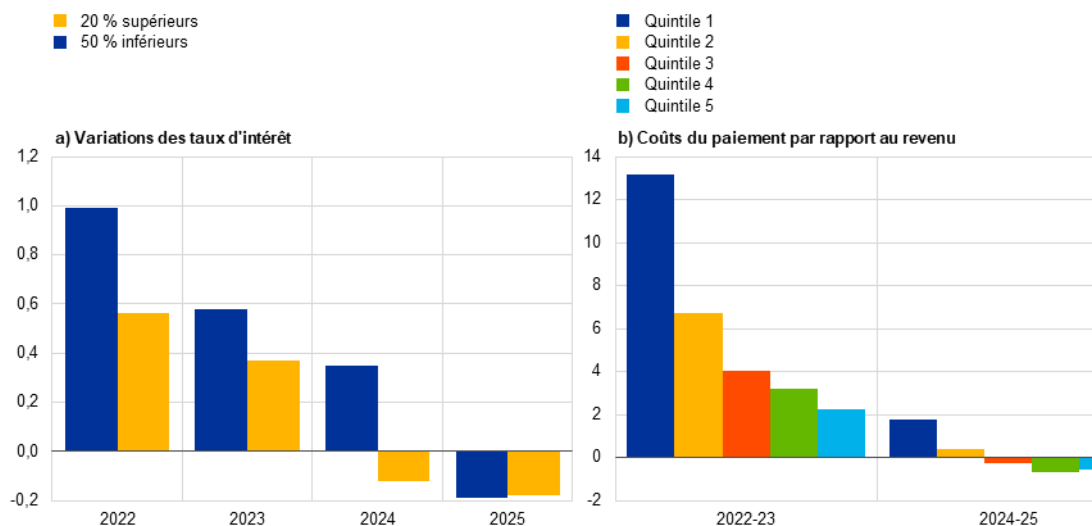
Les ménages qui détiennent des prêts hypothécaires à taux variable ont des taux d'intérêt qui s'ajustent à chaque période, tandis que les ménages détenant des prêts hypothécaires à taux fixe ont des paiements hypothécaires prédéterminés pour une période fixe. En tenant compte de ces éléments et en utilisant les données disponibles, nous calculons les variations des taux d'intérêt au niveau des ménages au fil du temps, que l'on rapproche des montants effectifs des prêts spécifiques à une période. Cela nous permet de calculer le montant nominal des augmentations de paiements résultant des variations des taux d'intérêt.

La partie a) du graphique A montre les variations moyennes des taux d'intérêt pour les ménages accédants entre 2022 et 2025 pour les 50 % inférieurs et les 20 % supérieurs de la distribution du revenu. La hausse des taux d'intérêt est plus importante pour les accédants appartenant aux 50 % inférieurs, en raison de leur risque de taux d'intérêt plus élevé dû à leur part plus importante de prêts hypothécaires à taux variable et à leur part plus élevée de prêts à taux fixe arrivant à échéance au cours de la période considérée. Cela peut être combiné aux montants actualisés des prêts et traduit en augmentation du montant des paiements correspondant à cette année pour le ménage concerné. La partie b) du graphique A montre l'augmentation moyenne des coûts de paiement pour les ménages accédants, normalisée au revenu et par quintile de revenu des ménages.

## Graphique A

### Variations des taux d'intérêt et des coûts de paiement pour les accédants

(en point de pourcentage)



Source : BCE (enquête CES).

Notes : La partie a) montre la différence entre les taux d'intérêt hypothécaires par rapport à l'année précédente pour les 50 % inférieurs et les 20 % supérieurs de la distribution des revenus pour la période allant de 2022 à 2025. Les estimations sont pondérées par le poids de la population et le revenu individuel. La partie b) montre le ratio entre la différence du paiement des intérêts hypothécaires par rapport à l'année précédente et le revenu des ménages par quintile de revenu pour les périodes 2022-2023 et 2024-2025. Les estimations sont pondérées par le poids de la population et les encours des prêts individuels.

**Les différences en matière de contraintes et de culture financières affectent les réactions des ménages pendant et après les périodes de taux d'intérêt plus élevés.** Les ménages à faible revenu sont non seulement plus exposés au risque de taux d'intérêt, mais ils affichent également des schémas comportementaux distincts dans leur demande de crédit. En particulier, ces ménages ont tendance à augmenter leurs demandes de prêt en période de taux d'intérêt plus élevés, en ayant souvent plus recours à des prêts hypothécaires à taux variable <sup>24</sup>. Ce comportement amplifie davantage la vulnérabilité des ménages à faible revenu à la hausse des taux d'intérêt, perpétuant la fragilité financière et creusant les inégalités.

## 5 Conclusion

**Malgré des chocs importants, les principaux indicateurs d'inégalités sont demeurés relativement stables entre 2021 et 2025.** Les inégalités de revenu et de patrimoine ont peu évolué, et le taux de pauvreté est demeuré contenu. Cette stabilité globale peut être attribuée, au moins en partie, à des expositions hétérogènes entre les ménages se compensant et à des mécanismes de partage des risques qui ont amorti les effets sur les groupes vulnérables.

**La stabilité globale des inégalités mesurées peut masquer des évolutions dans la distribution sous-jacente des revenus et du patrimoine.** Comme documenté dans cet article, selon l'enquête CES, les ménages ont été confrontés de manière très différente à la hausse de l'inflation et à l'augmentation des taux d'intérêt. Le choc

<sup>24</sup> Pour plus de détails, cf. Henricot (D.) *et al.* (2025) dans le présent *Bulletin économique*.

inflationniste de 2021-2023 a pesé plus lourdement sur les ménages à faible revenu, même si cet effet s'est atténué avec le ralentissement de l'inflation. Les hausses des taux d'intérêt qui ont suivi ont également eu des effets distributifs : les ménages à faible revenu, qui ont plus souvent recours à des prêts hypothécaires à taux variable, ont fait face à des charges de remboursement plus élevées, tandis que les ménages à revenu élevé ont mieux réussi à s'adapter.

**La perception d'inégalités plus élevées entre ménages à la suite de la hausse de l'inflation pourrait persister, malgré la stabilité des inégalités mesurées.** Si les mesures classiques des inégalités sont restées globalement stables au cours des dernières années, cela n'exclut pas la possibilité qu'une redistribution du revenu disponible et du pouvoir d'achat se soit en effet opérée pendant cette période. Réconcilier la stabilité relative des inégalités mesurées avec la forte augmentation des inégalités perçues demeure donc un sujet pour de futures recherches. La perception des inégalités étant susceptible d'influencer l'attitude et le comportement des ménages, il convient de la surveiller de près, parallèlement aux mesures standard des inégalités.

## Bibliographie :

- Acemoglu (D.) et Restrepo (P.) (2020), « *Robots and Jobs: Evidence from US Labor Markets* », *Journal of Political Economy*, vol. 128, n° 6, p. 2188-2244.
- Alesina (A.) et Perotti (R.) (1996), « *Income distribution, political instability, and investment* », *European Economic Review*, vol. 40, n° 6, p. 1203-1228.
- Alesina (A.) et Rodrik (D.) (1994), « *Distributive Politics and Economic Growth* », *The Quarterly Journal of Economics*, vol. 109, n° 2, p. 465-490.
- Baptista (P.), Dossche (M.), Hannon (A.), Henricot (D.), Kouvavas (O.), Malacrino (D.) et Zimmermann (L.) (2025), « [La transmission de la politique monétaire : des taux hypothécaires à la consommation](#) », *Bulletin économique*, n° 4, BCE.
- Bobasu (A.), di Nino (V.) et Osbat (C.) (2023), « [L'impact selon les catégories de ménages de la récente poussée de l'inflation](#) », *Bulletin économique*, n° 3, BCE.
- Boskin Commission (1996), « [Toward A More Accurate Measure Of The Cost Of Living – Final Report to the Senate Finance Committee from the Advisory Commission To Study The Consumer Price Index](#) », United States Social Security Administration.
- Charalambakis (E.), Fagandini (B.), Henkel (L.) et Osbat (C.) (2022), « [L'impact de la récente hausse de l'inflation sur les ménages à faibles revenus](#) », *Bulletin économique*, n° 7, BCE.
- Cowell (F. A.) (2011), « *Measuring Inequality* », Oxford University Press, Oxford.
- BCE (2021), « [Inflation measurement and its assessment in the ECB's monetary policy strategy review](#) », *Occasional Paper Series*, n° 265, BCE, Francfort-sur-le-Main, septembre.

Eurostat (2024), « [Harmonised Index of Consumer Prices \(HICP\) Methodological Manual – 2024 edition](#) ».

Henricot (D.), Pöschl (J.) et Tsiortas (A.) (2025), « Transmission hétérogène de la politique monétaire aux crédits des ménages », *Bulletin économique*, n° 7, BCE.

Kaas (L.), Kocharkov (G.) et Preugschat (E.) (2019), « *Wealth Inequality and Homeownership in Europe* », *Annals of Economics and Statistics*, n° 136, p. 27-54.

Kaplan (G.) et Schulhofer-Wohl (S.) (2017), « *Inflation at the household level* », *Journal of Monetary Economics*, vol. 91, p. 19-38.

Kukk (M.), Toczynski (J.) et Basten (C.) (2025), « *Beyond the headline: How personal exposure to inflation shapes the financial choices of households* », *Journal of Monetary Economics*, vol. 153, juillet 2025, 103800.

Marenčák (M.) et Nghiem (G.) (2025), « *Personal inflation rates in the euro area* », *CAMA Working Papers*, n° 17/2025, Centre for Applied Macroeconomic Analysis, Crawford School of Public Policy, Australian National University.

Lerman (R.) et Yitzhaki (S.) (1989), « *Improving the accuracy of estimates of Gini coefficients* », *Journal of Econometrics*, vol. 42, n° 1, p. 43-47.

Orchard (J.) (2025), « *Non-homothetic demand shifts and inflation inequality* », *Finance and Economics Discussion Series*, n° 2025-085, Conseil des gouverneurs du Système fédéral de réserve des États-Unis, Washington DC.

Pallotti (F.), Paz-Pardo (G.), Slacalek (J.), Tristani (O.) et Violante (G.) (2024), « *Who bears the costs of inflation? Euro area households and the 2021–2023 shock* », *Journal of Monetary Economics*, vol. 148, novembre 2024, 103671.

# Statistiques

(disponible en anglais uniquement)

# Statistics

## Contents

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

## Further information

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

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

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

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

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

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

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

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

## Conventions used in the tables

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

# 1 External environment

## 1.1 Main trading partners, GDP and CPI

|           | GDP <sup>1)</sup><br>(period-on-period percentage changes) |               |                |       |       |                      | CPI<br>(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 <sup>2)</sup> (HICP) |
|           | 1                                                          | 2             | 3              | 4     | 5     | 6                    | 7                                  | 8                     | 9     | 10    | 11                                        |
| 2022      | 3,5                                                        | 2,5           | 5,1            | 1,0   | 3,1   | 3,6                  | 8,0                                | 9,1                   | 2,5   | 2,0   | 8,4                                       |
| 2023      | 3,4                                                        | 2,9           | 0,3            | 1,2   | 5,4   | 0,4                  | 4,1                                | 7,4                   | 3,3   | 0,2   | 5,4                                       |
| 2024      | 3,1                                                        | 2,8           | 1,1            | 0,1   | 5,0   | 0,9                  | 2,9                                | 2,5                   | 2,7   | 0,2   | 2,4                                       |
| 2024 Q4   | 0,9                                                        | 0,5           | 0,2            | 0,5   | 1,5   | 0,4                  | 2,7                                | 2,5                   | 2,9   | 0,2   | 2,2                                       |
| 2025 Q1   | 0,7                                                        | -0,2          | 0,7            | 0,1   | 1,2   | 0,6                  | 2,7                                | 2,8                   | 3,8   | -0,1  | 2,3                                       |
| Q2        | 0,9                                                        | 0,9           | 0,3            | 0,5   | 1,0   | 0,1                  | 2,4                                | 3,5                   | 3,5   | 0,0   | 2,0                                       |
| Q3        | .                                                          | .             | .              | .     | 1,1   | 0,2                  | 2,9                                | 3,8                   | 2,9   | .     | 2,1                                       |
| 2025 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.      | -                                                          | -             | -              | -     | -     | -                    | 2,9                                | 3,8                   | 2,7   | .     | 2,0                                       |
| Sep.      | -                                                          | -             | -              | -     | -     | -                    | 3,0                                | 3,8                   | 2,9   | .     | 2,2                                       |

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 <sup>1)</sup> |                    |                           |
|----------|--------------------------------------------------------|---------------|----------------|-------|-------|----------------------|-------------------------------------------------|----------|-------------------|-----------------------------------|--------------------|---------------------------|
|          | Composite Purchasing Managers' Index                   |               |                |       |       |                      | Global Purchasing Managers' Index <sup>2)</sup> |          |                   | Global                            | Advanced economies | Emerging market economies |
|          | Global <sup>2)</sup>                                   | United States | United Kingdom | Japan | China | Memo item: euro area | Manufacturing                                   | Services | New export orders |                                   |                    |                           |
|          | 1                                                      | 2             | 3              | 4     | 5     | 6                    | 7                                               | 8        | 9                 | 10                                | 11                 | 12                        |
| 2022     | -                                                      | -             | -              | -     | -     | -                    | -                                               | -        | -                 | 3,1                               | 4,6                | 1,6                       |
| 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              | 4,6                               | 3,6                | 5,5                       |
| 2024 Q4  | 53,0                                                   | 54,8          | 50,9           | 50,1  | 51,8  | 49,3                 | 49,9                                            | 53,3     | 48,4              | 1,0                               | 1,2                | 0,9                       |
| 2025 Q1  | 52,0                                                   | 52,6          | 50,8           | 50,6  | 51,5  | 50,4                 | 50,9                                            | 52,1     | 49,7              | 4,3                               | 8,6                | 0,5                       |
| Q2       | 51,4                                                   | 52,2          | 50,3           | 51,0  | 50,6  | 50,4                 | 50,3                                            | 51,6     | 48,2              | -0,8                              | -5,8               | 3,9                       |
| Q3       | 53,1                                                   | 54,5          | 51,7           | 51,7  | 51,7  | 51,0                 | 50,9                                            | 53,2     | 48,8              | .                                 | .                  | .                         |
| 2025 May | 51,5                                                   | 53,0          | 50,3           | 50,2  | 49,6  | 50,2                 | 49,0                                            | 52,1     | 48,0              | 2,5                               | 0,5                | 4,4                       |
| June     | 51,9                                                   | 52,9          | 52,0           | 51,5  | 51,3  | 50,6                 | 51,3                                            | 51,8     | 49,2              | -0,8                              | -5,8               | 3,9                       |
| July     | 53,0                                                   | 55,1          | 51,5           | 51,6  | 50,8  | 50,9                 | 49,7                                            | 53,5     | 48,2              | -1,1                              | -4,4               | 1,9                       |
| Aug.     | 53,4                                                   | 54,6          | 53,5           | 52,0  | 51,9  | 51,0                 | 51,8                                            | 53,3     | 48,7              | -1,2                              | -3,9               | 1,2                       |
| Sep.     | 52,8                                                   | 53,9          | 50,1           | 51,3  | 52,5  | 51,2                 | 51,3                                            | 52,8     | 49,5              | .                                 | .                  | .                         |
| Oct.     | .                                                      | 54,8          | 51,1           | .     | .     | 52,2                 | .                                               | .        | .                 | .                                 | .                  | .                         |

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

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

All data are seasonally adjusted.

2) Excluding the euro area.

## 2 Economic activity

### 2.1 GDP and expenditure components

(quarterly data seasonally adjusted; annual data unadjusted)

|                                                                                  | GDP      |                 |                     |                        |                               |                    |                 |                                |                                      |                                |                       |                       |
|----------------------------------------------------------------------------------|----------|-----------------|---------------------|------------------------|-------------------------------|--------------------|-----------------|--------------------------------|--------------------------------------|--------------------------------|-----------------------|-----------------------|
|                                                                                  | Total    | Domestic demand |                     |                        |                               |                    |                 |                                |                                      | External balance <sup>1)</sup> |                       |                       |
|                                                                                  |          | Total           | Private consumption | Government consumption | Gross fixed capital formation |                    |                 |                                | Changes in inventories <sup>2)</sup> | Total                          | Exports <sup>1)</sup> | Imports <sup>1)</sup> |
|                                                                                  |          |                 |                     |                        | Total                         | Total construction | Total machinery | Intellectual property products |                                      |                                |                       |                       |
|                                                                                  | 1        | 2               | 3                   | 4                      | 5                             | 6                  | 7               | 8                              | 9                                    | 10                             | 11                    | 12                    |
| Current prices (EUR billions)                                                    |          |                 |                     |                        |                               |                    |                 |                                |                                      |                                |                       |                       |
| 2022                                                                             | 13 757,9 | 13 486,6        | 7 258,1             | 2 941,9                | 3 017,6                       | 1 555,4            | 871,5           | 584,5                          | 269,0                                | -271,3                         | 7 421,7               | 7 150,4               |
| 2023                                                                             | 14 663,7 | 14 137,8        | 7 750,8             | 3 097,3                | 3 214,9                       | 1 641,8            | 929,2           | 637,6                          | 74,8                                 | -525,9                         | 7 378,4               | 6 852,5               |
| 2024                                                                             | 15 231,3 | 14 563,9        | 8 029,8             | 3 259,8                | 3 209,9                       | 1 648,3            | 922,9           | 632,4                          | 64,5                                 | -667,4                         | 7 489,2               | 6 821,8               |
| 2024 Q3                                                                          | 3 821,2  | 3 666,6         | 2 014,8             | 821,5                  | 805,6                         | 411,2              | 229,7           | 163,1                          | 24,8                                 | -154,6                         | 1 870,1               | 1 715,5               |
| Q4                                                                               | 3 866,1  | 3 705,4         | 2 031,7             | 830,5                  | 814,9                         | 416,1              | 231,9           | 165,3                          | 28,2                                 | -160,7                         | 1 885,4               | 1 724,7               |
| 2025 Q1                                                                          | 3 906,2  | 3 745,7         | 2 054,6             | 834,5                  | 836,2                         | 420,9              | 231,6           | 182,0                          | 20,4                                 | -160,6                         | 1 933,1               | 1 772,5               |
| Q2                                                                               | 3 937,9  | 3 776,0         | 2 066,5             | 844,7                  | 828,2                         | 422,5              | 234,2           | 169,8                          | 36,6                                 | -161,8                         | 1 913,0               | 1 751,1               |
| as percentage of GDP                                                             |          |                 |                     |                        |                               |                    |                 |                                |                                      |                                |                       |                       |
| 2024                                                                             | 100,0    | 95,6            | 52,7                | 21,4                   | 21,1                          | 10,8               | 6,1             | 4,2                            | 0,4                                  | -4,4                           | -                     | -                     |
| Chain-linked volumes (prices for the previous year)                              |          |                 |                     |                        |                               |                    |                 |                                |                                      |                                |                       |                       |
| quarter-on-quarter percentage changes                                            |          |                 |                     |                        |                               |                    |                 |                                |                                      |                                |                       |                       |
| 2024 Q3                                                                          | 0,4      | 1,3             | 0,5                 | 0,6                    | 1,6                           | -0,5               | -1,9            | 13,4                           | -                                    | -                              | -1,4                  | 0,4                   |
| Q4                                                                               | 0,4      | 0,4             | 0,5                 | 0,5                    | 0,7                           | 0,9                | 0,6             | 0,1                            | -                                    | -                              | 0,1                   | 0,0                   |
| 2025 Q1                                                                          | 0,6      | 0,5             | 0,3                 | -0,1                   | 2,5                           | 0,5                | -0,1            | 11,4                           | -                                    | -                              | 2,3                   | 2,3                   |
| Q2                                                                               | 0,1      | 0,4             | 0,2                 | 0,5                    | -1,8                          | -0,2               | 0,7             | -8,7                           | -                                    | -                              | -0,5                  | -0,1                  |
| annual percentage changes                                                        |          |                 |                     |                        |                               |                    |                 |                                |                                      |                                |                       |                       |
| 2022                                                                             | 3,6      | 4,0             | 5,3                 | 1,3                    | 2,1                           | -0,1               | 4,1             | 4,9                            | -                                    | -                              | 7,3                   | 8,4                   |
| 2023                                                                             | 0,4      | 0,1             | 0,5                 | 1,5                    | 2,4                           | 1,0                | 2,2             | 6,3                            | -                                    | -                              | -1,2                  | -2,0                  |
| 2024                                                                             | 0,9      | 0,6             | 1,3                 | 2,2                    | -2,0                          | -1,4               | -2,0            | -3,3                           | -                                    | -                              | 0,6                   | -0,1                  |
| 2024 Q3                                                                          | 1,0      | 1,2             | 1,4                 | 2,5                    | -1,9                          | -2,2               | -3,8            | 1,6                            | -                                    | -                              | 1,0                   | 1,5                   |
| Q4                                                                               | 1,3      | 1,6             | 1,8                 | 2,2                    | -2,1                          | -0,5               | -1,1            | -7,3                           | -                                    | -                              | 0,5                   | 0,9                   |
| 2025 Q1                                                                          | 1,6      | 2,3             | 1,5                 | 2,0                    | 2,3                           | 0,4                | -0,6            | 11,3                           | -                                    | -                              | 2,6                   | 4,0                   |
| Q2                                                                               | 1,5      | 2,6             | 1,5                 | 1,6                    | 3,0                           | 0,7                | -0,7            | 15,6                           | -                                    | -                              | 0,5                   | 2,6                   |
| contributions to quarter-on-quarter percentage changes in GDP; percentage points |          |                 |                     |                        |                               |                    |                 |                                |                                      |                                |                       |                       |
| 2024 Q3                                                                          | 0,4      | 1,3             | 0,3                 | 0,1                    | 0,3                           | -0,1               | -0,1            | 0,5                            | 0,5                                  | -0,9                           | -                     | -                     |
| Q4                                                                               | 0,4      | 0,4             | 0,3                 | 0,1                    | 0,1                           | 0,1                | 0,0             | 0,0                            | -0,1                                 | 0,0                            | -                     | -                     |
| 2025 Q1                                                                          | 0,6      | 0,5             | 0,1                 | 0,0                    | 0,5                           | 0,1                | 0,0             | 0,5                            | -0,2                                 | 0,1                            | -                     | -                     |
| Q2                                                                               | 0,1      | 0,4             | 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      | 3,9             | 2,8                 | 0,3                    | 0,5                           | 0,0                | 0,3             | 0,2                            | 0,3                                  | -0,2                           | -                     | -                     |
| 2023                                                                             | 0,4      | 0,1             | 0,3                 | 0,3                    | 0,5                           | 0,1                | 0,1             | 0,3                            | -1,0                                 | 0,4                            | -                     | -                     |
| 2024                                                                             | 0,9      | 0,6             | 0,7                 | 0,5                    | -0,4                          | -0,2               | -0,1            | -0,1                           | -0,1                                 | 0,3                            | -                     | -                     |
| 2024 Q3                                                                          | 1,0      | 1,2             | 0,8                 | 0,5                    | -0,4                          | -0,2               | -0,2            | 0,1                            | 0,3                                  | -0,2                           | -                     | -                     |
| Q4                                                                               | 1,3      | 1,5             | 0,9                 | 0,5                    | -0,5                          | -0,1               | -0,1            | -0,3                           | 0,6                                  | -0,2                           | -                     | -                     |
| 2025 Q1                                                                          | 1,6      | 2,1             | 0,8                 | 0,4                    | 0,5                           | 0,0                | 0,0             | 0,5                            | 0,5                                  | -0,5                           | -                     | -                     |
| Q2                                                                               | 1,5      | 2,5             | 0,8                 | 0,3                    | 0,6                           | 0,1                | 0,0             | 0,6                            | 0,8                                  | -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                                                                                     | 12 365,4                         | 217,8                             | 2 423,2                            | 647,7        | 2 360,6                                           | 638,7                         | 543,7                 | 1 340,4     | 1 491,1                                     | 2 319,4                                                  | 382,8                                  | 1 392,5                          |
| 2023                                                                                     | 13 265,9                         | 224,4                             | 2 615,9                            | 710,9        | 2 462,9                                           | 697,3                         | 600,3                 | 1 472,4     | 1 614,5                                     | 2 455,4                                                  | 411,8                                  | 1 397,8                          |
| 2024                                                                                     | 13 715,2                         | 233,4                             | 2 579,1                            | 731,5        | 2 550,1                                           | 734,1                         | 633,3                 | 1 536,5     | 1 690,4                                     | 2 595,0                                                  | 431,9                                  | 1 516,1                          |
| 2024 Q3                                                                                  | 3 438,4                          | 58,7                              | 641,8                              | 182,6        | 638,0                                             | 184,7                         | 159,6                 | 385,3       | 425,1                                       | 653,4                                                    | 109,0                                  | 382,8                            |
| Q4                                                                                       | 3 480,1                          | 59,7                              | 661,3                              | 183,8        | 644,1                                             | 187,2                         | 159,3                 | 386,1       | 428,3                                       | 661,2                                                    | 109,2                                  | 386,0                            |
| 2025 Q1                                                                                  | 3 509,6                          | 60,6                              | 666,5                              | 186,9        | 648,9                                             | 188,8                         | 160,7                 | 387,9       | 430,9                                       | 668,0                                                    | 110,5                                  | 396,7                            |
| Q2                                                                                       | 3 542,8                          | 62,4                              | 669,4                              | 189,2        | 655,7                                             | 191,3                         | 161,7                 | 390,6       | 435,7                                       | 674,8                                                    | 112,1                                  | 395,0                            |
| as percentage of value added                                                             |                                  |                                   |                                    |              |                                                   |                               |                       |             |                                             |                                                          |                                        |                                  |
| 2024                                                                                     | 100,0                            | 1,7                               | 18,8                               | 5,3          | 18,6                                              | 5,4                           | 4,6                   | 11,2        | 12,3                                        | 18,9                                                     | 3,1                                    | -                                |
| Chain-linked volumes (prices for the previous year)                                      |                                  |                                   |                                    |              |                                                   |                               |                       |             |                                             |                                                          |                                        |                                  |
| quarter-on-quarter percentage changes                                                    |                                  |                                   |                                    |              |                                                   |                               |                       |             |                                             |                                                          |                                        |                                  |
| 2024 Q3                                                                                  | 0,3                              | 0,0                               | 0,5                                | -0,6         | 0,1                                               | 1,2                           | 0,1                   | 0,2         | 0,2                                         | 0,3                                                      | 1,5                                    | 1,4                              |
| Q4                                                                                       | 0,3                              | 0,7                               | 0,3                                | 0,2          | 0,3                                               | 1,0                           | 0,1                   | 0,5         | -0,1                                        | 0,6                                                      | -1,1                                   | 1,6                              |
| 2025 Q1                                                                                  | 0,7                              | 1,5                               | 2,0                                | 0,7          | 0,4                                               | 0,6                           | 0,2                   | 0,1         | 0,2                                         | 0,3                                                      | 0,3                                    | -0,4                             |
| Q2                                                                                       | 0,1                              | -1,1                              | 0,2                                | -0,4         | 0,3                                               | 0,7                           | -0,4                  | 0,1         | 0,4                                         | 0,0                                                      | 0,1                                    | 0,0                              |
| annual percentage changes                                                                |                                  |                                   |                                    |              |                                                   |                               |                       |             |                                             |                                                          |                                        |                                  |
| 2022                                                                                     | 4,0                              | -0,5                              | 0,7                                | -0,4         | 8,8                                               | 6,6                           | -2,1                  | 2,4         | 5,9                                         | 2,8                                                      | 17,3                                   | 0,7                              |
| 2023                                                                                     | 0,7                              | -2,7                              | -1,7                               | 1,7          | -0,2                                              | 6,7                           | -2,6                  | 2,1         | 2,2                                         | 1,0                                                      | 3,5                                    | -1,7                             |
| 2024                                                                                     | 0,9                              | -0,6                              | -0,7                               | -0,7         | 0,9                                               | 2,9                           | 1,7                   | 1,6         | 1,8                                         | 1,5                                                      | 1,6                                    | 0,5                              |
| 2024 Q3                                                                                  | 1,1                              | -0,1                              | 0,3                                | -1,1         | 0,9                                               | 2,7                           | 1,5                   | 1,7         | 1,7                                         | 1,6                                                      | 1,8                                    | -0,1                             |
| Q4                                                                                       | 0,9                              | 0,1                               | -0,6                               | -0,9         | 1,1                                               | 2,7                           | 2,1                   | 1,5         | 0,9                                         | 1,8                                                      | 1,9                                    | 5,0                              |
| 2025 Q1                                                                                  | 1,5                              | 0,9                               | 3,0                                | -0,2         | 1,0                                               | 3,2                           | 0,1                   | 0,9         | 1,1                                         | 1,7                                                      | 1,2                                    | 2,6                              |
| Q2                                                                                       | 1,4                              | 1,0                               | 3,0                                | -0,1         | 1,2                                               | 3,7                           | 0,0                   | 0,9         | 0,7                                         | 1,1                                                      | 0,8                                    | 2,6                              |
| 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                   | 0,1         | 0,0                                         | 0,1                                                      | 0,0                                    | -                                |
| 2025 Q1                                                                                  | 0,7                              | 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         | 0,0                                         | 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                                               | 0,4                           | -0,1                  | 0,3         | 0,7                                         | 0,6                                                      | 0,5                                    | -                                |
| 2023                                                                                     | 0,7                              | 0,0                               | -0,3                               | 0,1          | 0,0                                               | 0,3                           | -0,1                  | 0,2         | 0,3                                         | 0,2                                                      | 0,1                                    | -                                |
| 2024                                                                                     | 0,9                              | 0,0                               | -0,1                               | 0,0          | 0,2                                               | 0,2                           | 0,1                   | 0,2         | 0,2                                         | 0,3                                                      | 0,0                                    | -                                |
| 2024 Q3                                                                                  | 1,1                              | 0,0                               | 0,1                                | -0,1         | 0,2                                               | 0,1                           | 0,1                   | 0,2         | 0,2                                         | 0,3                                                      | 0,1                                    | -                                |
| Q4                                                                                       | 0,9                              | 0,0                               | -0,1                               | 0,0          | 0,2                                               | 0,1                           | 0,1                   | 0,2         | 0,1                                         | 0,3                                                      | 0,1                                    | -                                |
| 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 <sup>1)</sup>

(quarterly data seasonally adjusted; annual data unadjusted)

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

Sources: Eurostat and ECB calculations.

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

## 2 Economic activity

### 2.4 Labour force, unemployment and job vacancies

(seasonally adjusted, unless otherwise indicated)

|                       | Labour<br>force,<br>millions | Under-<br>employment,<br>% of labour<br>force | Unemployment <sup>1)</sup> |                         |                                                                  |          |                         |          |                         |           |                         |          |                         | Job<br>vacancy<br>rate <sup>3)</sup> |
|-----------------------|------------------------------|-----------------------------------------------|----------------------------|-------------------------|------------------------------------------------------------------|----------|-------------------------|----------|-------------------------|-----------|-------------------------|----------|-------------------------|--------------------------------------|
|                       |                              |                                               | Total                      |                         | Long-term<br>unemployment,<br>% of labour<br>force <sup>2)</sup> | By age   |                         |          |                         | By gender |                         |          |                         |                                      |
|                       |                              |                                               |                            |                         |                                                                  | Adult    |                         | Youth    |                         | Male      |                         | Female   |                         |                                      |
|                       |                              |                                               | Millions                   | % of<br>labour<br>force |                                                                  | Millions | % of<br>labour<br>force | Millions | % of<br>labour<br>force | Millions  | % of<br>labour<br>force | Millions | % of<br>labour<br>force | % of<br>total<br>posts               |
|                       | 1                            | 2                                             | 3                          | 4                       | 5                                                                | 6        | 7                       | 8        | 9                       | 10        | 11                      | 12       | 13                      | 14                                   |
| % of total in<br>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                     | 5,523    | 6,9                     | 3,1                                  |
| 2024                  | 171,291                      | 2,8                                           | 10,918                     | 6,4                     | 2,1                                                              | 8,596    | 5,5                     | 2,322    | 14,6                    | 5,590     | 6,1                     | 5,327    | 6,6                     | 2,6                                  |
| 2024 Q3               | 171,438                      | 2,8                                           | 10,857                     | 6,3                     | 1,9                                                              | 8,489    | 5,5                     | 2,368    | 14,9                    | 5,637     | 6,2                     | 5,221    | 6,5                     | 2,5                                  |
| Q4                    | 171,628                      | 2,8                                           | 10,636                     | 6,2                     | 2,0                                                              | 8,361    | 5,4                     | 2,275    | 14,4                    | 5,468     | 6,0                     | 5,168    | 6,4                     | 2,5                                  |
| 2025 Q1               | 172,646                      | 2,8                                           | 10,981                     | 6,4                     | 2,1                                                              | 8,627    | 5,5                     | 2,354    | 14,8                    | 5,610     | 6,1                     | 5,371    | 6,6                     | 2,4                                  |
| Q2                    | 173,080                      | 2,8                                           | 11,074                     | 6,4                     | 2,1                                                              | 8,747    | 5,6                     | 2,327    | 14,6                    | 5,738     | 6,2                     | 5,336    | 6,6                     | 2,2                                  |
| 2025 Mar.             | -                            | -                                             | 11,033                     | 6,4                     | -                                                                | 8,673    | 5,5                     | 2,361    | 14,8                    | 5,683     | 6,2                     | 5,350    | 6,6                     | -                                    |
| Apr.                  | -                            | -                                             | 10,920                     | 6,3                     | -                                                                | 8,622    | 5,5                     | 2,298    | 14,4                    | 5,620     | 6,1                     | 5,300    | 6,5                     | -                                    |
| May                   | -                            | -                                             | 11,019                     | 6,4                     | -                                                                | 8,694    | 5,5                     | 2,325    | 14,6                    | 5,717     | 6,2                     | 5,302    | 6,5                     | -                                    |
| June                  | -                            | -                                             | 10,978                     | 6,3                     | -                                                                | 8,687    | 5,5                     | 2,290    | 14,4                    | 5,692     | 6,2                     | 5,286    | 6,5                     | -                                    |
| July                  | -                            | -                                             | 10,831                     | 6,2                     | -                                                                | 8,606    | 5,5                     | 2,224    | 14,0                    | 5,631     | 6,1                     | 5,200    | 6,4                     | -                                    |
| Aug.                  | -                            | -                                             | 10,842                     | 6,3                     | -                                                                | 8,622    | 5,5                     | 2,220    | 14,0                    | 5,652     | 6,1                     | 5,190    | 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 <sup>1)</sup> | New passenger car registrations |
|------------------------------------------|--------------------------------|---------------|---------------------------|---------------|----------------|--------|-------------------------|--------------|--------------------------|----------|------|-----------------------------------|---------------------------------|
|                                          | Total (excluding construction) |               | Main Industrial Groupings |               |                |        |                         | Total        | Food, beverages, tobacco | Non-food | Fuel |                                   |                                 |
|                                          | Total                          | Manufacturing | Intermediate goods        | Capital goods | Consumer goods | Energy |                         |              |                          |          |      |                                   |                                 |
|                                          | 1                              | 2             | 3                         | 4             | 5              | 6      | 7                       | 8            | 9                        | 10       | 11   | 12                                | 13                              |
| % of total in 2021                       | 100,0                          | 88,7          | 32,4                      | 33,2          | 22,5           | 11,9   | 100,0                   | 100,0        | 38,1                     | 54,4     | 7,5  | 100,0                             | 100,0                           |
| annual percentage changes                |                                |               |                           |               |                |        |                         |              |                          |          |      |                                   |                                 |
| 2022                                     | 1,8                            | 2,5           | -1,3                      | 3,7           | 5,9            | -3,4   | 2,1                     | 1,1          | -2,7                     | 3,5      | 4,5  | 9,9                               | -4,3                            |
| 2023                                     | -1,7                           | -1,2          | -6,2                      | 3,1           | -1,0           | -5,0   | 2,0                     | -1,8         | -2,6                     | -1,0     | -1,7 | 2,3                               | 14,6                            |
| 2024                                     | -3,0                           | -3,3          | -3,9                      | -5,0          | -0,1           | -0,1   | -1,0                    | 1,2          | 0,6                      | 1,7      | 0,7  | 1,6                               | -0,1                            |
| 2024 Q4                                  | -1,6                           | -1,9          | -2,5                      | -4,0          | 2,2            | 0,3    | -0,1                    | 2,2          | 1,0                      | 3,0      | 1,0  | 2,0                               | -2,0                            |
| 2025 Q1                                  | 1,5                            | 1,5           | -1,0                      | -1,7          | 9,5            | 0,7    | -0,3                    | 2,0          | 1,3                      | 2,7      | 1,5  | 2,0                               | -2,7                            |
| Q2                                       | 1,4                            | 1,4           | -1,3                      | 0,5           | 6,3            | 1,2    | 0,8                     | 2,7          | 1,8                      | 3,4      | 3,8  | 1,8                               | -0,9                            |
| Q3                                       | .                              | .             | .                         | .             | .              | .      | .                       | .            | .                        | .        | .    | .                                 | 5,9                             |
| 2025 Apr.                                | 0,4                            | 0,7           | -0,8                      | -0,7          | 4,5            | -1,7   | 1,7                     | 2,7          | 2,5                      | 2,8      | 4,5  | 0,8                               | 4,6                             |
| May                                      | 3,1                            | 3,1           | -1,7                      | 2,9           | 9,6            | 2,3    | 0,7                     | 2,0          | 0,6                      | 2,8      | 2,7  | 1,9                               | 5,7                             |
| June                                     | 0,7                            | 0,6           | -1,4                      | -0,5          | 4,6            | 3,1    | -0,1                    | 3,5          | 2,4                      | 4,4      | 4,2  | 2,8                               | -11,7                           |
| July                                     | 2,0                            | 2,2           | -1,0                      | 2,1           | 6,2            | 0,6    | 0,7                     | 2,1          | 0,6                      | 3,4      | 1,7  | 1,2                               | 6,6                             |
| Aug.                                     | 1,1                            | 1,3           | -1,7                      | -0,4          | 7,2            | -0,7   | 0,1                     | 1,0          | 0,1                      | 1,9      | 0,8  | .                                 | 7,5                             |
| Sep.                                     | .                              | .             | .                         | .             | .              | .      | .                       | .            | .                        | .        | .    | .                                 | 3,9                             |
| month-on-month percentage changes (s.a.) |                                |               |                           |               |                |        |                         |              |                          |          |      |                                   |                                 |
| 2025 Apr.                                | -2,5                           | -2,1          | -0,8                      | -1,2          | -4,0           | -3,0   | 0,9                     | 0,4          | 0,8                      | 0,2      | 1,3  | -0,3                              | 3,0                             |
| May                                      | 0,9                            | 0,7           | -1,7                      | 1,0           | 6,1            | 3,6    | -1,4                    | -0,3         | -0,4                     | -0,1     | -1,0 | 0,3                               | -1,4                            |
| June                                     | -0,8                           | -0,9          | 0,0                       | -1,3          | -3,8           | 1,3    | 0,1                     | 0,5          | 0,5                      | 0,6      | 0,8  | -0,1                              | -5,5                            |
| July                                     | 0,5                            | 0,8           | 0,5                       | 1,7           | 1,8            | -1,7   | 0,5                     | -0,4         | -1,1                     | 0,3      | -1,6 | -0,2                              | 4,9                             |
| Aug.                                     | -1,2                           | -1,2          | -0,2                      | -2,2          | -0,2           | -0,6   | -0,1                    | 0,1          | 0,3                      | -0,1     | 0,4  | .                                 | 0,7                             |
| Sep.                                     | .                              | .             | .                         | .             | .              | .      | .                       | .            | .                        | .        | .    | .                                 | 0,2                             |

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

1) Excluding trade and financial services.

## 2 Economic activity

### 2.6 Opinion surveys

(seasonally adjusted)

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

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

### 2.7 Summary accounts for households and non-financial corporations

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

|         | Households                                                     |            |                              |                      |                                  |                         |                | Non-financial corporations      |                     |                           |                      |                                  |           |
|---------|----------------------------------------------------------------|------------|------------------------------|----------------------|----------------------------------|-------------------------|----------------|---------------------------------|---------------------|---------------------------|----------------------|----------------------------------|-----------|
|         | Saving rate (gross)                                            | Debt ratio | Real gross disposable income | Financial investment | Non-financial investment (gross) | Net worth <sup>2)</sup> | Housing wealth | Profit rate <sup>3)</sup>       | Saving rate (gross) | Debt ratio <sup>4)</sup>  | Financial investment | Non-financial investment (gross) | Financing |
|         | Percentage of gross disposable income (adjusted) <sup>1)</sup> |            | Annual percentage changes    |                      |                                  |                         |                | Percentage of gross value added | Percentage of GDP   | Annual percentage changes |                      |                                  |           |
|         | 1                                                              | 2          | 3                            | 4                    | 5                                | 6                       | 7              | 8                               | 9                   | 10                        | 11                   | 12                               | 13        |
| 2022    | 13,5                                                           | 90,7       | 0,8                          | 2,1                  | 12,5                             | 2,5                     | 8,1            | 37,9                            | 5,2                 | 72,6                      | 4,9                  | 9,9                              | 3,4       |
| 2023    | 14,2                                                           | 84,7       | 1,2                          | 1,9                  | 2,4                              | 4,2                     | 1,8            | 37,1                            | 5,9                 | 68,5                      | 1,6                  | 3,6                              | 0,8       |
| 2024    | 15,2                                                           | 81,7       | 2,4                          | 2,3                  | -2,8                             | 4,7                     | 3,4            | 35,5                            | 4,2                 | 67,1                      | 1,8                  | -2,4                             | 0,9       |
| 2024 Q3 | 15,1                                                           | 82,1       | 2,7                          | 2,3                  | -2,5                             | 5,9                     | 2,9            | 35,7                            | 4,7                 | 67,4                      | 1,9                  | 3,7                              | 0,9       |
| Q4      | 15,2                                                           | 81,7       | 2,3                          | 2,3                  | -1,6                             | 4,7                     | 3,4            | 35,5                            | 4,2                 | 67,1                      | 1,8                  | 2,6                              | 0,9       |
| 2025 Q1 | 15,2                                                           | 81,3       | 1,1                          | 2,4                  | 0,2                              | 4,5                     | 4,6            | 35,5                            | 3,8                 | 67,0                      | 2,8                  | 8,2                              | 1,7       |
| Q2      | 15,2                                                           | 81,5       | 1,3                          | 2,6                  | 2,8                              | 4,9                     | 4,7            | 35,3                            | 3,5                 | 66,3                      | 2,6                  | 11,8                             | 1,6       |

Sources: ECB and Eurostat.

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

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

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

4) Defined as consolidated loans and debt securities liabilities.

## 2 Economic activity

### 2.8 Euro area balance of payments, current and capital accounts

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

|                                                        | Current account |            |              |             |            |             |            |                |            |                  |             | Capital account <sup>1)</sup> |             |
|--------------------------------------------------------|-----------------|------------|--------------|-------------|------------|-------------|------------|----------------|------------|------------------|-------------|-------------------------------|-------------|
|                                                        | Total           |            |              | Goods       |            | Services    |            | Primary income |            | Secondary income |             |                               |             |
|                                                        | Credit<br>1     | Debit<br>2 | Balance<br>3 | Credit<br>4 | Debit<br>5 | Credit<br>6 | Debit<br>7 | Credit<br>8    | Debit<br>9 | Credit<br>10     | Debit<br>11 | Credit<br>12                  | Debit<br>13 |
| 2024 Q3                                                | 1 475,4         | 1 389,5    | 86,0         | 698,4       | 618,9      | 375,1       | 339,0      | 351,1          | 338,4      | 50,9             | 93,3        | 21,8                          | 17,3        |
| Q4                                                     | 1 486,3         | 1 412,3    | 74,0         | 703,7       | 622,3      | 381,9       | 334,7      | 352,2          | 351,5      | 48,6             | 103,7       | 35,7                          | 23,8        |
| 2025 Q1                                                | 1 552,7         | 1 485,4    | 67,3         | 758,1       | 644,1      | 391,8       | 363,4      | 354,3          | 390,8      | 48,5             | 87,1        | 31,9                          | 26,6        |
| Q2                                                     | 1 498,1         | 1 408,2    | 89,9         | 713,8       | 627,5      | 387,4       | 346,2      | 348,3          | 339,0      | 48,5             | 95,5        | 18,6                          | 17,3        |
| 2025 Mar.                                              | 523,1           | 495,7      | 27,5         | 262,4       | 221,0      | 128,5       | 119,6      | 115,7          | 125,4      | 16,5             | 29,7        | 11,5                          | 8,1         |
| Apr.                                                   | 498,6           | 475,9      | 22,7         | 239,4       | 207,9      | 127,2       | 117,3      | 115,6          | 118,2      | 16,4             | 32,5        | 5,8                           | 5,3         |
| May                                                    | 501,4           | 470,9      | 30,5         | 238,4       | 205,8      | 129,2       | 114,7      | 117,7          | 119,0      | 16,1             | 31,4        | 5,9                           | 5,4         |
| June                                                   | 498,1           | 461,5      | 36,7         | 236,1       | 213,9      | 131,1       | 114,2      | 115,0          | 101,8      | 16,0             | 31,6        | 6,9                           | 6,6         |
| July                                                   | 496,6           | 466,9      | 29,8         | 236,0       | 211,4      | 128,4       | 115,7      | 115,6          | 107,2      | 16,7             | 32,5        | 9,1                           | 4,1         |
| Aug.                                                   | 491,9           | 480,0      | 11,9         | 233,5       | 218,5      | 129,7       | 115,8      | 112,3          | 113,4      | 16,4             | 32,2        | 5,8                           | 5,0         |
| 12-month cumulated transactions                        |                 |            |              |             |            |             |            |                |            |                  |             |                               |             |
| 2025 Aug.                                              | 6 014,7         | 5 711,2    | 303,5        | 2 877,2     | 2 529,9    | 1 541,1     | 1 387,4    | 1 401,0        | 1 412,2    | 195,5            | 381,7       | 106,3                         | 82,7        |
| 12-month cumulated transactions as a percentage of GDP |                 |            |              |             |            |             |            |                |            |                  |             |                               |             |
| 2025 Aug.                                              | 38,7            | 36,8       | 2,0          | 18,5        | 16,3       | 9,9         | 8,9        | 9,0            | 9,1        | 1,3              | 2,5         | 0,7                           | 0,5         |

1) The capital account is not seasonally adjusted.

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

(seasonally adjusted, unless otherwise indicated)

|                                                                            | Total (n.s.a.) |         | Exports (f.o.b.) |                    |               |                   |                    | Imports (c.i.f.) |                    |               |                   |                    |       |
|----------------------------------------------------------------------------|----------------|---------|------------------|--------------------|---------------|-------------------|--------------------|------------------|--------------------|---------------|-------------------|--------------------|-------|
|                                                                            | Exports        | Imports | Total            |                    |               |                   | Memo item:         | Total            |                    |               |                   | Memo items:        |       |
|                                                                            |                |         | Total            | Intermediate goods | Capital goods | Consumption goods | Manu-<br>facturing | Total            | Intermediate goods | Capital goods | Consumption goods | Manu-<br>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     | 712,1            | 339,1              | 137,4         | 220,0             | 591,1              | 676,5            | 381,0              | 112,7         | 166,2             | 492,0              | 75,0  |
| Q4                                                                         | 1,1            | 2,1     | 714,7            | 335,7              | 139,6         | 224,9             | 593,2              | 684,0            | 381,5              | 112,4         | 171,5             | 494,6              | 70,1  |
| 2025 Q1                                                                    | 8,0            | 8,0     | 770,0            | 377,8              | 145,3         | 230,6             | 641,5              | 708,1            | 400,1              | 115,1         | 177,7             | 507,9              | 67,7  |
| Q2                                                                         | 0,2            | 2,1     | 724,7            | 338,1              | 139,2         | 229,5             | 603,4              | 691,4            | 382,2              | 116,8         | 176,2             | 504,8              | 59,3  |
| 2025 Mar.                                                                  | 14,1           | 9,6     | 266,9            | 132,3              | 51,1          | 77,9              | 225,2              | 239,0            | 134,7              | 38,7          | 60,7              | 172,5              | 21,1  |
| Apr.                                                                       | -1,1           | 0,1     | 244,3            | 114,1              | 46,5          | 77,6              | 203,8              | 230,0            | 128,6              | 38,7          | 57,9              | 167,3              | 20,9  |
| May                                                                        | 1,2            | -0,4    | 243,1            | 115,4              | 46,3          | 76,0              | 202,8              | 227,3            | 125,5              | 38,2          | 58,1              | 165,3              | 19,4  |
| June                                                                       | 0,6            | 6,9     | 237,3            | 108,5              | 46,4          | 75,9              | 196,8              | 234,1            | 128,1              | 40,0          | 60,1              | 172,2              | 19,0  |
| July                                                                       | 0,5            | 3,0     | 237,6            | 109,3              | 49,3          | 75,1              | 197,1              | 231,7            | 127,0              | 39,6          | 59,3              | 170,2              | 21,5  |
| Aug.                                                                       | -4,7           | -3,8    | 235,8            | .                  | .             | .                 | 192,4              | 226,2            | .                  | .             | .                 | 163,4              | .     |
| Volume indices (2000 = 100; annual percentage changes for columns 1 and 2) |                |         |                  |                    |               |                   |                    |                  |                    |               |                   |                    |       |
| 2024 Q3                                                                    | -0,6           | -1,1    | 94,5             | 89,1               | 90,8          | 106,2             | 94,7               | 98,6             | 94,7               | 99,2          | 105,6             | 99,7               | 129,8 |
| Q4                                                                         | -2,6           | 1,4     | 93,6             | 87,3               | 90,5          | 107,1             | 93,9               | 99,8             | 95,1               | 97,5          | 109,5             | 100,0              | 133,0 |
| 2025 Q1                                                                    | 0,6            | 2,3     | 98,0             | 93,3               | 94,4          | 108,3             | 98,7               | 100,7            | 96,1               | 98,4          | 110,7             | 101,0              | 129,1 |
| Q2                                                                         | -2,6           | 1,5     | 94,0             | 86,9               | 90,4          | 108,8             | 94,2               | 100,9            | 95,4               | 100,8         | 111,3             | 101,4              | 134,6 |
| 2025 Feb.                                                                  | -1,6           | -0,4    | 97,5             | 93,2               | 92,4          | 107,1             | 97,9               | 101,2            | 96,6               | 100,2         | 109,8             | 101,0              | 133,1 |
| Mar.                                                                       | 6,0            | 4,5     | 100,9            | 97,5               | 97,9          | 108,9             | 102,5              | 101,3            | 96,6               | 99,1          | 113,3             | 102,8              | 126,6 |
| Apr.                                                                       | -5,4           | -2,3    | 93,6             | 87,1               | 89,5          | 108,0             | 93,8               | 99,5             | 94,7               | 99,5          | 108,5             | 100,1              | 134,4 |
| May                                                                        | -0,8           | 0,6     | 95,4             | 89,2               | 91,5          | 109,0             | 95,8               | 100,1            | 94,8               | 99,1          | 110,5             | 100,1              | 135,9 |
| June                                                                       | -1,5           | 6,6     | 93,0             | 84,5               | 90,3          | 109,4             | 92,9               | 103,1            | 96,8               | 103,9         | 115,0             | 104,0              | 133,4 |
| July                                                                       | -0,1           | 3,9     | 94,3             | 85,8               | 96,0          | 107,6             | 94,6               | 101,9            | 96,2               | 102,9         | 111,5             | 103,0              | 134,4 |

Sources: ECB and Eurostat.

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

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

## 3 Prices and costs

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

|                       | Total                   |       |                                          |       |          | Total (s.a.; percentage change vis-à-vis previous period) <sup>2)</sup> |                   |                          |                                            |                    |          | Administered prices                                       |                             |
|-----------------------|-------------------------|-------|------------------------------------------|-------|----------|-------------------------------------------------------------------------|-------------------|--------------------------|--------------------------------------------|--------------------|----------|-----------------------------------------------------------|-----------------------------|
|                       | Index:<br>2015 =<br>100 | Total |                                          | Goods | Services | Total                                                                   | Processed<br>food | Unpro-<br>cessed<br>food | Non-<br>energy<br>indus-<br>trial<br>goods | Energy<br>(n.s.a.) | Services | Total<br>HICP<br>excluding<br>adminis-<br>tered<br>prices | Adminis-<br>tered<br>prices |
|                       |                         | Total | Total<br>excluding<br>food and<br>energy |       |          |                                                                         |                   |                          |                                            |                    |          |                                                           |                             |
|                       | 1                       | 2     | 3                                        | 4     | 5        | 6                                                                       | 7                 | 8                        | 9                                          | 10                 | 11       | 12                                                        | 13                          |
| % of total<br>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 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                         |
| Q3                    | 129,3                   | 2,1   | 2,3                                      | 1,2   | 3,2      | 0,6                                                                     | 0,8               | 1,3                      | 0,4                                        | 0,3                | 0,7      | 2,0                                                       | 2,8                         |
| 2025 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      | 0,2                                                                     | 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                      | 0,2                                        | 1,0                | 0,2      | 1,9                                                       | 3,0                         |
| Aug.                  | 129,3                   | 2,0   | 2,3                                      | 1,1   | 3,1      | 0,1                                                                     | 0,2               | 0,3                      | 0,0                                        | -0,7               | 0,3      | 2,0                                                       | 2,7                         |
| Sep.                  | 129,4                   | 2,2   | 2,4                                      | 1,4   | 3,2      | 0,2                                                                     | 0,2               | -0,2                     | 0,1                                        | -0,1               | 0,2      | 2,2                                                       | 2,7                         |

|                       | Goods                                               |                   |                          |                  |                                       |        | Services |       |           |                    |                                       |                    |
|-----------------------|-----------------------------------------------------|-------------------|--------------------------|------------------|---------------------------------------|--------|----------|-------|-----------|--------------------|---------------------------------------|--------------------|
|                       | Food (including alcoholic beverages<br>and tobacco) |                   |                          | Industrial goods |                                       |        | Housing  |       | Transport | Communi-<br>cation | Recreation<br>and<br>personal<br>care | Miscel-<br>laneous |
|                       | Total                                               | Processed<br>food | Unpro-<br>cessed<br>food | Total            | Non-<br>energy<br>industrial<br>goods | Energy | Total    | Rents |           |                    |                                       |                    |
|                       | 14                                                  | 15                | 16                       | 17               | 18                                    | 19     | 20       | 21    | 22        | 23                 | 24                                    | 25                 |
| % of total<br>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 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                |
| Q3                    | 3,2                                                 | 2,6               | 5,2                      | 0,1              | 0,8                                   | -1,6   | 3,2      | 2,9   | 3,7       | -1,2               | 3,2                                   | 3,8                |
| 2025 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.                  | 3,2                                                 | 2,6               | 5,5                      | 0,0              | 0,8                                   | -2,0   | 3,2      | 2,9   | 3,6       | -1,7               | 3,1                                   | 3,8                |
| Sep.                  | 3,0                                                 | 2,6               | 4,7                      | 0,5              | 0,8                                   | -0,4   | 3,2      | 2,9   | 3,3       | -0,1               | 3,4                                   | 3,7                |

Sources: Eurostat and ECB calculations.

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

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

### 3 Prices and costs

#### 3.2 Industry, construction and property prices

(annual percentage changes, unless otherwise indicated)

|                       | Industrial producer prices excluding construction <sup>1)</sup> |       |                    |                                            |                            |                  |                |                                      |              |        | Construc-<br>tion <sup>2)</sup> | Residential<br>property<br>prices | Experimental<br>indicator of<br>commercial<br>property<br>prices <sup>3)</sup> |
|-----------------------|-----------------------------------------------------------------|-------|--------------------|--------------------------------------------|----------------------------|------------------|----------------|--------------------------------------|--------------|--------|---------------------------------|-----------------------------------|--------------------------------------------------------------------------------|
|                       | Total<br>(index:<br>2021 =<br>100)                              | Total |                    | Industry excluding construction and energy |                            |                  |                |                                      |              | Energy |                                 |                                   |                                                                                |
|                       |                                                                 | Total | Manu-<br>facturing | Total                                      | Inter-<br>mediate<br>goods | Capital<br>goods | Consumer goods |                                      |              |        |                                 |                                   |                                                                                |
|                       |                                                                 |       |                    |                                            |                            |                  | Total          | Food,<br>beverages<br>and<br>tobacco | Non-<br>food |        |                                 |                                   |                                                                                |
|                       | 1                                                               | 2     | 3                  | 4                                          | 5                          | 6                | 7              | 8                                    | 9            | 10     | 11                              | 12                                | 13                                                                             |
| % of total<br>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                             | 5,3                               | .                                                                              |
| Q2                    | 123,5                                                           | 0,5   | -0,1               | 1,0                                        | 0,2                        | 1,7              | 2,2            | 1,9                                  | 1,4          | -0,7   | 0,8                             | 5,1                               | .                                                                              |
| 2025 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                  | 124,0                                                           | 0,6   | 0,1                | 0,9                                        | -0,1                       | 1,7              | 2,4            | 1,9                                  | 1,5          | -0,1   | -                               | -                                 | -                                                                              |
| July                  | 124,4                                                           | 0,2   | 0,1                | 1,0                                        | -0,3                       | 1,8              | 2,3            | 1,8                                  | 1,6          | -1,0   | -                               | -                                 | -                                                                              |
| Aug.                  | 124,0                                                           | -0,6  | 0,3                | 1,0                                        | -0,3                       | 1,8              | 2,3            | 2,0                                  | 1,4          | -4,1   | -                               | -                                 | -                                                                              |

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

1) Domestic sales only.

2) Output prices for residential buildings.

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

#### 3.3 Commodity prices and GDP deflators

(annual percentage changes, unless otherwise indicated)

|            | GDP deflators                            |       |                 |                             |                                |                                             |                       |                       | Oil prices<br>(Brent<br>spot, US<br>Dollar) | Non-energy commodity prices (EUR) |       |          |                            |       |          |
|------------|------------------------------------------|-------|-----------------|-----------------------------|--------------------------------|---------------------------------------------|-----------------------|-----------------------|---------------------------------------------|-----------------------------------|-------|----------|----------------------------|-------|----------|
|            | Total (s.a.;<br>index:<br>2020 =<br>100) | Total | Domestic demand |                             |                                |                                             | Exports <sup>1)</sup> | Imports <sup>1)</sup> |                                             | Import-weighted <sup>2)</sup>     |       |          | Use-weighted <sup>2)</sup> |       |          |
|            |                                          |       | Total           | Private<br>con-<br>sumption | Government<br>con-<br>sumption | Gross<br>fixed<br>capital<br>forma-<br>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             | 6,8                         | 4,4                            | 8,1                                         | 12,9                  | 17,6                  | 103,8                                       | 18,3                              | 28,8  | 9,6      | 19,3                       | 27,7  | 10,9     |
| 2023       | 113,9                                    | 6,1   | 4,8             | 6,3                         | 3,7                            | 4,1                                         | 0,7                   | -2,2                  | 83,7                                        | -12,8                             | -11,6 | -14,0    | -13,7                      | -12,5 | -15,0    |
| 2024       | 117,3                                    | 3,0   | 2,4             | 2,3                         | 2,9                            | 1,9                                         | 0,9                   | -0,4                  | 82,0                                        | 9,4                               | 13,6  | 5,1      | 9,2                        | 12,2  | 5,5      |
| 2024 Q4    | 118,4                                    | 2,5   | 1,8             | 1,7                         | 2,3                            | 1,9                                         | 1,8                   | 0,5                   | 75,8                                        | 17,7                              | 23,5  | 11,8     | 17,8                       | 21,9  | 12,8     |
| 2025 Q1    | 119,0                                    | 2,3   | 2,1             | 2,0                         | 2,7                            | 1,7                                         | 2,2                   | 1,9                   | 76,7                                        | 20,0                              | 28,2  | 11,4     | 19,2                       | 24,8  | 12,2     |
| Q2         | 119,8                                    | 2,5   | 2,1             | 2,0                         | 2,6                            | 2,1                                         | 0,6                   | -0,3                  | 68,9                                        | -1,9                              | 2,0   | -6,2     | -2,3                       | 0,6   | -6,0     |
| Q3         | .                                        | .     | .               | .                           | .                              | .                                           | .                     | .                     | 69,9                                        | -0,8                              | -0,4  | -1,1     | -1,9                       | -1,9  | -1,8     |
| 2025 Apr.  | -                                        | -     | -               | -                           | -                              | -                                           | -                     | -                     | 69,0                                        | -3,0                              | -0,7  | -5,7     | -2,8                       | -1,0  | -5,2     |
| May        | -                                        | -     | -               | -                           | -                              | -                                           | -                     | -                     | 64,7                                        | 0,3                               | 7,7   | -7,3     | -0,8                       | 4,1   | -6,7     |
| June       | -                                        | -     | -               | -                           | -                              | -                                           | -                     | -                     | 72,9                                        | -3,2                              | -0,9  | -5,7     | -3,3                       | -1,1  | -6,0     |
| July       | -                                        | -     | -               | -                           | -                              | -                                           | -                     | -                     | 72,2                                        | -3,4                              | -4,3  | -2,5     | -3,4                       | -3,7  | -3,1     |
| Aug.       | -                                        | -     | -               | -                           | -                              | -                                           | -                     | -                     | 69,1                                        | 1,2                               | 2,4   | -0,1     | -0,4                       | -0,2  | -0,8     |
| Sep.       | -                                        | -     | -               | -                           | -                              | -                                           | -                     | -                     | 68,2                                        | 0,1                               | 0,8   | -0,6     | -1,8                       | -1,9  | -1,6     |

Sources: Eurostat, ECB calculations and LSEG (London Stock Exchange Group) (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<br>(percentage balance) |              |          |              |                                                    | Purchasing Managers' Surveys<br>(diffusion indices) |          |                    |          |
|----------|---------------------------------------------------------------------------|--------------|----------|--------------|----------------------------------------------------|-----------------------------------------------------|----------|--------------------|----------|
|          | Selling price expectations<br>(for next three months)                     |              |          |              | Consumer<br>price trends<br>over past 12<br>months | Input prices                                        |          | Prices charged     |          |
|          | Manu-<br>facturing                                                        | Retail trade | Services | Construction |                                                    | Manu-<br>facturing                                  | Services | Manu-<br>facturing | Services |
|          | 1                                                                         | 2            | 3        | 4            | 5                                                  | 6                                                   | 7        | 8                  | 9        |
| 1999-21  | 26,2                                                                      | 20,0         | 8,0      | 14,5         | 25,9                                               | -                                                   | -        | -                  | -        |
| 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 Q4  | 7,4                                                                       | 13,8         | 14,9     | 4,8          | 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         | 14,0     | 3,2          | 49,3                                               | 48,3                                                | 58,2     | 50,0               | 52,8     |
| Q3       | 7,5                                                                       | 16,8         | 13,7     | 2,7          | 47,7                                               | 50,0                                                | 57,6     | 49,8               | 52,9     |
| 2025 May | 8,0                                                                       | 15,2         | 14,1     | 3,0          | 50,2                                               | 47,8                                                | 58,3     | 49,2               | 52,6     |
| June     | 5,9                                                                       | 16,3         | 13,3     | 2,1          | 49,1                                               | 48,1                                                | 58,1     | 49,5               | 53,1     |
| July     | 8,9                                                                       | 16,8         | 13,7     | 3,1          | 49,0                                               | 50,0                                                | 56,5     | 49,9               | 53,0     |
| Aug.     | 6,8                                                                       | 16,7         | 14,7     | 0,8          | 47,1                                               | 50,4                                                | 58,3     | 49,8               | 53,3     |
| Sep.     | 6,9                                                                       | 16,8         | 12,5     | 4,2          | 47,1                                               | 49,6                                                | 58,1     | 49,7               | 52,6     |
| Oct.     | .                                                                         | .            | .        | .            | .                                                  | 50,2                                                | 57,6     | 50,6               | 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<br>(index:<br>2020=100) | Total | By component          |                                    | For selected economic activities |                                   | Memo item:<br>Indicator of<br>negotiated<br>wages <sup>1)</sup> |
|-----------------------|-------------------------------|-------|-----------------------|------------------------------------|----------------------------------|-----------------------------------|-----------------------------------------------------------------|
|                       |                               |       | Wages and<br>salaries | Employers' social<br>contributions | Business<br>economy              | Mainly<br>non-business<br>economy |                                                                 |
|                       | 1                             | 2     | 3                     | 4                                  | 5                                | 6                                 | 7                                                               |
| % of total<br>in 2020 | 100,0                         | 100,0 | 75,3                  | 24,7                               | 69,0                             | 31,0                              |                                                                 |
| 2022                  | 105,5                         | 4,5   | 3,7                   | 6,8                                | 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                              | 4,4                               | 5,4                                                             |
| Q4                    | 122,6                         | 3,8   | 4,1                   | 2,7                                | 4,0                              | 3,3                               | 4,1                                                             |
| 2025 Q1               | 112,1                         | 3,4   | 3,5                   | 3,2                                | 3,9                              | 2,5                               | 2,5                                                             |
| Q2                    | 123,8                         | 3,6   | 3,7                   | 3,4                                | 4,0                              | 2,7                               | 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](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<br>(index:<br>2020<br>=100) | Total | By economic activity                    |                                                   |                   |                                                                       |                                          |                             |                |                                                        |                                                                        |                                                      |
|-----------------------------------------|-----------------------------------|-------|-----------------------------------------|---------------------------------------------------|-------------------|-----------------------------------------------------------------------|------------------------------------------|-----------------------------|----------------|--------------------------------------------------------|------------------------------------------------------------------------|------------------------------------------------------|
|                                         |                                   |       | Agriculture,<br>forestry<br>and fishing | Manu-<br>facturing,<br>energy<br>and<br>utilities | Con-<br>struction | Trade,<br>transport,<br>accom-<br>modation<br>and<br>food<br>services | Information<br>and<br>commu-<br>nication | Finance<br>and<br>insurance | Real<br>estate | Professional<br>business<br>and<br>support<br>services | Public ad-<br>ministration,<br>education,<br>health and<br>social work | Arts,<br>enter-<br>tainment<br>and other<br>services |
|                                         | 1                                 | 2     | 3                                       | 4                                                 | 5                 | 6                                                                     | 7                                        | 8                           | 9              | 10                                                     | 11                                                                     | 12                                                   |
| Unit labor costs                        |                                   |       |                                         |                                                   |                   |                                                                       |                                          |                             |                |                                                        |                                                                        |                                                      |
| 2022                                    | 102,8                             | 3,2   | 4,2                                     | 4,5                                               | 8,4               | 0,7                                                                   | 2,1                                      | 5,4                         | 6,0            | 3,7                                                    | 2,1                                                                    | -6,7                                                 |
| 2023                                    | 109,4                             | 6,4   | 6,4                                     | 8,3                                               | 4,6               | 7,7                                                                   | 2,4                                      | 9,7                         | 3,3            | 5,5                                                    | 5,1                                                                    | 3,4                                                  |
| 2024                                    | 114,3                             | 4,5   | 3,3                                     | 5,4                                               | 5,9               | 4,5                                                                   | 3,0                                      | 3,5                         | 1,1            | 3,6                                                    | 4,7                                                                    | 3,9                                                  |
| 2024 Q3                                 | 114,6                             | 4,4   | 2,9                                     | 4,2                                               | 6,5               | 4,7                                                                   | 2,9                                      | 3,9                         | -0,1           | 3,9                                                    | 4,7                                                                    | 3,2                                                  |
| Q4                                      | 115,4                             | 3,5   | 2,2                                     | 4,6                                               | 5,7               | 4,3                                                                   | 3,0                                      | 1,8                         | 1,6            | 3,7                                                    | 3,7                                                                    | 2,8                                                  |
| 2025 Q1                                 | 116,1                             | 3,0   | 1,9                                     | 0,0                                               | 4,9               | 3,9                                                                   | 1,7                                      | 4,5                         | 4,2            | 3,9                                                    | 3,9                                                                    | 3,3                                                  |
| Q2                                      | 117,2                             | 3,0   | 1,2                                     | 0,3                                               | 5,8               | 3,3                                                                   | 0,6                                      | 5,5                         | 5,9            | 4,6                                                    | 3,6                                                                    | 4,2                                                  |
| Compensation per employee               |                                   |       |                                         |                                                   |                   |                                                                       |                                          |                             |                |                                                        |                                                                        |                                                      |
| 2022                                    | 109,0                             | 4,5   | 4,5                                     | 3,9                                               | 4,2               | 6,1                                                                   | 2,8                                      | 3,0                         | 4,8            | 5,7                                                    | 3,4                                                                    | 8,3                                                  |
| 2023                                    | 114,8                             | 5,3   | 4,7                                     | 5,6                                               | 4,8               | 5,4                                                                   | 4,9                                      | 6,0                         | 3,3            | 5,9                                                    | 4,8                                                                    | 5,3                                                  |
| 2024                                    | 119,9                             | 4,5   | 3,7                                     | 4,3                                               | 4,2               | 4,4                                                                   | 4,0                                      | 3,7                         | 3,4            | 4,8                                                    | 4,7                                                                    | 4,8                                                  |
| 2024 Q3                                 | 120,5                             | 4,4   | 3,6                                     | 4,1                                               | 4,7               | 4,6                                                                   | 3,8                                      | 3,8                         | 3,2            | 4,6                                                    | 4,8                                                                    | 4,0                                                  |
| Q4                                      | 121,7                             | 4,1   | 4,8                                     | 3,9                                               | 4,0               | 4,2                                                                   | 4,5                                      | 2,3                         | 2,8            | 4,6                                                    | 4,1                                                                    | 4,4                                                  |
| 2025 Q1                                 | 122,8                             | 3,9   | 4,6                                     | 3,2                                               | 4,0               | 4,3                                                                   | 4,0                                      | 3,0                         | 2,2            | 4,4                                                    | 4,2                                                                    | 3,5                                                  |
| Q2                                      | 124,0                             | 3,9   | 5,0                                     | 3,7                                               | 4,7               | 3,7                                                                   | 3,7                                      | 4,3                         | 3,3            | 4,5                                                    | 3,6                                                                    | 4,9                                                  |
| Labour productivity per person employed |                                   |       |                                         |                                                   |                   |                                                                       |                                          |                             |                |                                                        |                                                                        |                                                      |
| 2022                                    | 106,1                             | 1,2   | 0,2                                     | -0,5                                              | -3,9              | 5,4                                                                   | 0,7                                      | -2,2                        | -1,1           | 2,0                                                    | 1,3                                                                    | 16,0                                                 |
| 2023                                    | 104,9                             | -1,1  | -1,6                                    | -2,5                                              | 0,2               | -2,1                                                                  | 2,5                                      | -3,4                        | 0,1            | 0,3                                                    | -0,3                                                                   | 1,8                                                  |
| 2024                                    | 104,9                             | 0,0   | 0,3                                     | -1,0                                              | -1,6              | -0,1                                                                  | 0,9                                      | 0,2                         | 2,2            | 1,1                                                    | 0,0                                                                    | 0,9                                                  |
| 2024 Q3                                 | 105,0                             | 0,0   | 0,7                                     | -0,1                                              | -1,7              | -0,1                                                                  | 0,9                                      | -0,1                        | 3,3            | 0,7                                                    | 0,0                                                                    | 0,7                                                  |
| Q4                                      | 105,3                             | 0,6   | 2,6                                     | -0,7                                              | -1,5              | -0,1                                                                  | 1,4                                      | 0,5                         | 1,2            | 0,8                                                    | 0,4                                                                    | 1,6                                                  |
| 2025 Q1                                 | 105,7                             | 0,9   | 2,7                                     | 3,2                                               | -0,9              | 0,4                                                                   | 2,2                                      | -1,4                        | -2,0           | 0,5                                                    | 0,2                                                                    | 0,2                                                  |
| Q2                                      | 105,8                             | 0,9   | 3,8                                     | 3,3                                               | -1,0              | 0,3                                                                   | 3,0                                      | -1,2                        | -2,4           | -0,1                                                   | -0,1                                                                   | 0,6                                                  |
| Compensation per hour worked            |                                   |       |                                         |                                                   |                   |                                                                       |                                          |                             |                |                                                        |                                                                        |                                                      |
| 2022                                    | 103,4                             | 3,2   | 5,8                                     | 3,9                                               | 4,0               | 1,7                                                                   | 2,5                                      | 3,6                         | 3,3            | 4,4                                                    | 3,8                                                                    | 4,9                                                  |
| 2023                                    | 108,5                             | 4,9   | 4,1                                     | 5,4                                               | 4,7               | 5,1                                                                   | 5,0                                      | 5,7                         | 3,6            | 5,4                                                    | 4,2                                                                    | 4,5                                                  |
| 2024                                    | 113,1                             | 4,2   | 3,7                                     | 4,4                                               | 4,2               | 4,3                                                                   | 3,7                                      | 3,7                         | 2,9            | 4,0                                                    | 4,4                                                                    | 4,5                                                  |
| 2024 Q3                                 | 113,5                             | 4,9   | 3,8                                     | 4,9                                               | 4,9               | 5,2                                                                   | 4,0                                      | 3,9                         | 2,2            | 4,5                                                    | 5,2                                                                    | 4,1                                                  |
| Q4                                      | 114,3                             | 3,7   | 3,7                                     | 4,0                                               | 4,0               | 3,9                                                                   | 4,2                                      | 3,0                         | 2,9            | 3,8                                                    | 3,5                                                                    | 4,0                                                  |
| 2025 Q1                                 | 115,7                             | 4,1   | 4,8                                     | 3,7                                               | 4,2               | 4,5                                                                   | 3,9                                      | 3,5                         | 2,4            | 4,5                                                    | 4,3                                                                    | 2,9                                                  |
| Q2                                      | 116,7                             | 4,1   | 4,5                                     | 4,1                                               | 4,3               | 3,8                                                                   | 3,7                                      | 4,5                         | 4,0            | 4,7                                                    | 3,9                                                                    | 4,0                                                  |
| Hourly labour productivity              |                                   |       |                                         |                                                   |                   |                                                                       |                                          |                             |                |                                                        |                                                                        |                                                      |
| 2022                                    | 100,1                             | -0,1  | 0,5                                     | -0,6                                              | -4,6              | 1,2                                                                   | 0,3                                      | -1,6                        | -3,2           | 1,2                                                    | 1,7                                                                    | 11,9                                                 |
| 2023                                    | 98,9                              | -1,3  | -1,3                                    | -2,7                                              | 0,4               | -2,1                                                                  | 2,5                                      | -3,4                        | 0,5            | 0,0                                                    | -0,8                                                                   | 1,1                                                  |
| 2024                                    | 98,7                              | -0,2  | 0,0                                     | -1,0                                              | -1,7              | -0,1                                                                  | 0,7                                      | 0,3                         | 1,6            | 0,6                                                    | -0,3                                                                   | 0,5                                                  |
| 2024 Q3                                 | 98,8                              | 0,5   | 0,9                                     | 0,6                                               | -1,3              | 0,4                                                                   | 1,3                                      | 0,0                         | 2,9            | 0,9                                                    | 0,5                                                                    | 1,0                                                  |
| Q4                                      | 98,8                              | 0,3   | 1,7                                     | -0,5                                              | -1,6              | -0,1                                                                  | 1,1                                      | 1,3                         | -0,2           | 0,2                                                    | -0,2                                                                   | 0,7                                                  |
| 2025 Q1                                 | 99,5                              | 1,2   | 3,1                                     | 3,8                                               | -0,7              | 0,9                                                                   | 2,3                                      | -1,0                        | -1,5           | 0,8                                                    | 0,3                                                                    | -0,4                                                 |
| Q2                                      | 99,5                              | 1,2   | 3,9                                     | 3,9                                               | -1,1              | 0,9                                                                   | 3,4                                      | -1,0                        | -1,5           | 0,2                                                    | 0,2                                                                    | -0,3                                                 |

Sources: Eurostat and ECB calculations.

## 4 Financial market developments

### 4.1 Money market interest rates

(percentages per annum, period averages)

|           | Euro area <sup>1)</sup>     |                            |                            |                            |                            | United States                           | Japan                                |
|-----------|-----------------------------|----------------------------|----------------------------|----------------------------|----------------------------|-----------------------------------------|--------------------------------------|
|           | Euro short-term rate (€STR) | 1-month deposits (EURIBOR) | 3-month deposits (EURIBOR) | 6-month deposits (EURIBOR) | 12-month deposit (EURIBOR) | Secured overnight financing rate (SOFR) | Tokyo overnight average rate (TONAR) |
|           | 1                           | 2                          | 3                          | 4                          | 5                          | 6                                       | 7                                    |
| 2022      | -0,01                       | 0,09                       | 0,35                       | 0,68                       | 1,10                       | 1,63                                    | -0,03                                |
| 2023      | 3,21                        | 3,25                       | 3,43                       | 3,69                       | 3,86                       | 5,00                                    | -0,04                                |
| 2024      | 3,64                        | 3,56                       | 3,57                       | 3,48                       | 3,27                       | 5,15                                    | 0,12                                 |
| 2025 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                                 |
| Sep.      | 1,92                        | 1,90                       | 2,03                       | 2,10                       | 2,17                       | 4,30                                    | 0,48                                 |

Source: LSEG and ECB calculations.

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

### 4.2 Yield curves

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

|           | Spot rates                |        |         |         |          | Spreads                   |                   |                   | Instantaneous forward rates |         |         |          |
|-----------|---------------------------|--------|---------|---------|----------|---------------------------|-------------------|-------------------|-----------------------------|---------|---------|----------|
|           | Euro area <sup>1)2)</sup> |        |         |         |          | Euro area <sup>1)2)</sup> | United States     | Japan             | Euro area <sup>1)2)</sup>   |         |         |          |
|           | 3 months                  | 1 year | 2 years | 5 years | 10 years | 10 years - 1 year         | 10 years - 1 year | 10 years - 1 year | 1 year                      | 2 years | 5 years | 10 years |
|           | 1                         | 2      | 3       | 4       | 5        | 6                         | 7                 | 8                 | 9                           | 10      | 11      | 12       |
| 2022      | 1,71                      | 2,46   | 2,57    | 2,45    | 2,56     | 0,09                      | -0,84             | 0,41              | 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 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     |
| Sep.      | 1,94                      | 1,94   | 1,99    | 2,27    | 2,78     | 0,83                      | 0,58              | 0,82              | 1,97                        | 2,12    | 2,82    | 3,63     |

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 | 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 |
|      | Sep.                         | 572,8   | 5 408,0               | 947,6             | 257,8          | 148,6       | 138,8      | 344,7       | 1 198,6    | 1 083,0   | 445,8    | 350,4       | 840,5                 | 6 584,0    | 44 218,5 |

Source: LSEG.

## 4 Financial market developments

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

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

|           | Deposits   |                                        |                             |              | Revolving loans and overdrafts | Extended credit card credit | Loans for consumption              |             |                    | Loans to sole proprietors and unincorporated partnerships | Loans for house purchase           |                          |                           |               |                    |                                       |
|-----------|------------|----------------------------------------|-----------------------------|--------------|--------------------------------|-----------------------------|------------------------------------|-------------|--------------------|-----------------------------------------------------------|------------------------------------|--------------------------|---------------------------|---------------|--------------------|---------------------------------------|
|           | Over-night | Redeemable at notice of up to 3 months | With an agreed maturity of: |              |                                |                             | By initial period of rate fixation |             | APRC <sup>3)</sup> |                                                           | By initial period of rate fixation |                          |                           |               | APRC <sup>3)</sup> | 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 Sep. | 0,37       | 1,77                                   | 2,99                        | 2,73         | 8,22                           | 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               | 4,42                                                      | 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         | 7,48                           | 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        | 8,18               | 4,11                                                      | 3,56                               | 3,38                     | 3,45                      | 3,12          | 3,57               | 3,28                                  |
| Aug.      | 0,25       | 1,22                                   | 1,73                        | 2,19         | 7,28                           | 16,40                       | 7,12                               | 7,54        | 8,25               | 4,15                                                      | 3,59                               | 3,41                     | 3,46                      | 3,18          | 3,62               | 3,31                                  |

Source: ECB.

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

2) Including non-profit institutions serving households.

3) Annual percentage rate of charge (APRC).

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

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

|           | Deposits   |                             |              | Revolving loans and overdrafts | Other loans by size and initial period of rate fixation |                                |             |                                   |                                |             |                                  |                                |             | Composite cost-of-borrowing indicator |
|-----------|------------|-----------------------------|--------------|--------------------------------|---------------------------------------------------------|--------------------------------|-------------|-----------------------------------|--------------------------------|-------------|----------------------------------|--------------------------------|-------------|---------------------------------------|
|           | Over-night | With an agreed maturity of: |              |                                | Up to EUR 0.25 million                                  |                                |             | over EUR 0.25 and up to 1 million |                                |             | over EUR 1 million               |                                |             |                                       |
|           |            | Up to 2 years               | Over 2 years |                                | Floating rate and up to 3 months                        | Over 3 months and up to 1 year | Over 1 year | Floating rate and up to 3 months  | Over 3 months and up to 1 year | Over 1 year | Floating rate and up to 3 months | Over 3 months and up to 1 year | Over 1 year |                                       |
|           |            |                             |              |                                |                                                         |                                |             |                                   |                                |             |                                  |                                |             |                                       |
| 1         | 2          | 3                           | 4            | 5                              | 6                                                       | 7                              | 8           | 9                                 | 10                             | 11          | 12                               | 13                             | 14          |                                       |
| 2024 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        | 4,80                                  |
| 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        | 4,18                             | 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        | 3,29                             | 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                           | 3,47        | 3,52                                  |
| Aug.      | 0,51       | 1,88                        | 2,27         | 3,66                           | 3,59                                                    | 4,05                           | 4,74        | 3,54                              | 3,41                           | 3,63        | 3,07                             | 3,35                           | 3,63        | 3,46                                  |

Source: ECB.

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

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

## 4 Financial market developments

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

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

|            | Outstanding amounts |         |                                        |         |                            |          |          | Gross issues <sup>1)</sup> |                             |                                        |                    |                            |       |                             |
|------------|---------------------|---------|----------------------------------------|---------|----------------------------|----------|----------|----------------------------|-----------------------------|----------------------------------------|--------------------|----------------------------|-------|-----------------------------|
|            | Total               | MFIs    | Non-MFI corporations                   |         | General government         |          | Total    | MFIs                       | Non-MFI corporations        |                                        | General government |                            |       |                             |
|            |                     |         | Financial corporations other than MFIs |         | Non-financial corporations | Total    |          |                            | of which central government | Financial corporations other than MFIs |                    | Non-financial corporations | Total | of which central government |
|            |                     |         | Total                                  | FVCs    |                            |          |          |                            |                             | Total                                  | FVCs               |                            |       |                             |
|            |                     |         |                                        |         |                            |          |          |                            |                             |                                        |                    |                            |       |                             |
|            | 1                   | 2       | 3                                      | 4       | 5                          | 6        | 7        | 8                          | 9                           | 10                                     | 11                 | 12                         | 13    | 14                          |
| Short-term |                     |         |                                        |         |                            |          |          |                            |                             |                                        |                    |                            |       |                             |
| 2022       | 1 405,5             | 500,8   | 143,1                                  | 80,6    | 94,8                       | 666,8    | 621,7    | 493,7                      | 193,3                       | 116,5                                  | 76,7               | 49,9                       | 134,0 | 96,8                        |
| 2023       | 1 586,4             | 634,0   | 164,5                                  | 104,3   | 86,1                       | 701,8    | 659,1    | 537,3                      | 242,1                       | 117,5                                  | 91,3               | 49,2                       | 128,5 | 104,6                       |
| 2024       | 1 598,0             | 578,5   | 207,1                                  | 121,7   | 70,5                       | 741,9    | 674,7    | 522,7                      | 207,9                       | 137,7                                  | 107,6              | 39,8                       | 137,4 | 110,3                       |
| 2025 Apr.  | 1 571,6             | 561,3   | 216,6                                  | 122,7   | 89,0                       | 704,7    | 631,9    | 575,7                      | 224,8                       | 162,5                                  | 127,9              | 52,3                       | 136,1 | 112,3                       |
| May        | 1 578,5             | 587,5   | 205,0                                  | 116,6   | 95,8                       | 690,2    | 619,8    | 570,4                      | 256,2                       | 140,8                                  | 115,0              | 46,7                       | 126,7 | 97,4                        |
| June       | 1 599,9             | 599,9   | 205,7                                  | 123,1   | 90,4                       | 704,0    | 633,8    | 549,5                      | 230,2                       | 152,2                                  | 123,0              | 43,7                       | 123,5 | 94,9                        |
| July       | 1 596,8             | 596,8   | 202,8                                  | 109,9   | 96,9                       | 700,4    | 631,1    | 564,2                      | 238,4                       | 156,8                                  | 122,2              | 48,4                       | 120,5 | 99,8                        |
| Aug.       | 1 642,1             | 630,1   | 203,5                                  | 105,9   | 98,6                       | 710,0    | 640,4    | 534,4                      | 241,9                       | 133,9                                  | 106,4              | 31,0                       | 127,6 | 103,3                       |
| Sep.       | 1 590,1             | 605,5   | 192,1                                  | 101,7   | 89,2                       | 703,4    | 629,8    | 558,7                      | 237,9                       | 141,2                                  | 111,6              | 42,6                       | 137,0 | 106,7                       |
| Long-term  |                     |         |                                        |         |                            |          |          |                            |                             |                                        |                    |                            |       |                             |
| 2022       | 17 789,7            | 3 899,1 | 3 108,5                                | 1 394,0 | 1 426,1                    | 9 356,1  | 8 644,3  | 295,6                      | 76,7                        | 68,5                                   | 31,0               | 17,2                       | 133,2 | 123,8                       |
| 2023       | 19 417,2            | 4 442,4 | 3 243,9                                | 1 429,0 | 1 540,5                    | 10 190,4 | 9 450,5  | 322,4                      | 93,3                        | 68,3                                   | 30,9               | 21,5                       | 139,3 | 130,8                       |
| 2024       | 20 532,7            | 4 772,6 | 3 502,2                                | 1 519,6 | 1 650,8                    | 10 607,1 | 9 835,3  | 351,5                      | 89,4                        | 86,3                                   | 35,0               | 27,0                       | 148,8 | 138,1                       |
| 2025 Apr.  | 20 866,3            | 4 780,9 | 3 471,3                                | 1 539,0 | 1 678,2                    | 10 935,9 | 10 146,6 | 344,7                      | 58,8                        | 80,9                                   | 32,1               | 25,6                       | 179,4 | 172,0                       |
| May        | 21 024,7            | 4 841,2 | 3 533,1                                | 1 546,5 | 1 706,0                    | 10 944,4 | 10 155,4 | 447,0                      | 115,1                       | 114,0                                  | 29,1               | 48,9                       | 168,9 | 158,0                       |
| June       | 21 127,5            | 4 846,1 | 3 572,9                                | 1 586,7 | 1 710,2                    | 10 998,3 | 10 213,0 | 470,3                      | 115,3                       | 141,1                                  | 85,4               | 40,1                       | 173,8 | 163,6                       |
| July       | 21 195,7            | 4 875,6 | 3 614,2                                | 1 594,8 | 1 718,7                    | 10 987,2 | 10 198,3 | 351,9                      | 84,3                        | 96,2                                   | 35,7               | 25,5                       | 145,8 | 136,4                       |
| Aug.       | 21 172,6            | 4 876,3 | 3 622,6                                | 1 604,3 | 1 708,8                    | 10 964,9 | 10 176,7 | 258,9                      | 58,6                        | 73,8                                   | 34,8               | 10,2                       | 116,3 | 111,9                       |
| Sep.       | 21 330,3            | 4 889,7 | 3 662,4                                | 1 618,2 | 1 722,6                    | 11 055,5 | 10 267,0 | 398,6                      | 97,2                        | 90,3                                   | 30,7               | 44,0                       | 167,1 | 158,8                       |

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               | 19 195,2                  | 4 399,8  | 3 251,6                                | 1 474,6 | 1 520,9                    | 10 022,9 | 9 266,0  | 8 686,9       | 524,9                                  | 1 277,8                    | 6 883,5                     |         |
| 2023               | 21 003,6                  | 5 076,4  | 3 408,4                                | 1 533,3 | 1 626,6                    | 10 892,1 | 10 109,6 | 9 671,9       | 619,7                                  | 1 420,0                    | 7 631,6                     |         |
| 2024               | 22 130,8                  | 5 351,1  | 3 709,3                                | 1 641,3 | 1 721,3                    | 11 349,0 | 10 510,0 | 10 151,8      | 750,4                                  | 1 586,6                    | 7 814,3                     |         |
| 2025               | Apr.                      | 22 437,9 | 5 342,1                                | 3 687,9 | 1 661,7                    | 1 767,2  | 11 640,6 | 10 778,5      | 10 527,5                               | 930,7                      | 1 711,2                     | 7 885,3 |
|                    | May                       | 22 603,2 | 5 428,6                                | 3 738,1 | 1 663,1                    | 1 801,8  | 11 634,6 | 10 775,2      | 10 982,5                               | 1 011,1                    | 1 781,2                     | 8 189,8 |
|                    | June                      | 22 727,4 | 5 445,9                                | 3 778,5 | 1 709,9                    | 1 800,6  | 11 702,3 | 10 846,8      | 10 912,7                               | 1 006,9                    | 1 802,7                     | 8 102,7 |
|                    | July                      | 22 792,6 | 5 472,4                                | 3 817,0 | 1 704,7                    | 1 815,6  | 11 687,6 | 10 829,5      | 11 057,4                               | 1 091,2                    | 1 812,2                     | 8 153,6 |
|                    | Aug.                      | 22 814,7 | 5 506,3                                | 3 826,1 | 1 710,3                    | 1 807,4  | 11 674,9 | 10 817,1      | 11 086,3                               | 1 113,3                    | 1 831,5                     | 8 141,0 |
|                    | Sep.                      | 22 920,4 | 5 495,2                                | 3 854,5 | 1 719,9                    | 1 811,8  | 11 758,9 | 10 896,8      | 11 308,2                               | 1 158,1                    | 1 873,1                     | 8 276,6 |
|                    | Growth rate <sup>1)</sup> |          |                                        |         |                            |          |          |               |                                        |                            |                             |         |
| 2025               | Feb.                      | 4.8      | 3.7                                    | 7.0     | 7.0                        | 3.5      | 4.9      | 4.8           | 0.0                                    | -2.1                       | -0.6                        | 0.3     |
|                    | Mar.                      | 4.4      | 2.8                                    | 7.3     | 7.2                        | 3.3      | 4.4      | 4.3           | -0.1                                   | -1.8                       | -0.8                        | 0.2     |
|                    | Apr.                      | 4.3      | 1.8                                    | 7.8     | 8.5                        | 2.3      | 4.8      | 4.7           | -0.1                                   | -1.8                       | -0.4                        | 0.1     |
|                    | May                       | 4.7      | 3.5                                    | 7.7     | 7.7                        | 3.6      | 4.6      | 4.5           | -0.1                                   | -1.5                       | -0.3                        | 0.1     |
|                    | June                      | 5.2      | 4.6                                    | 9.1     | 10.4                       | 3.5      | 4.5      | 4.5           | -0.2                                   | -0.7                       | -0.7                        | 0.0     |
|                    | July                      | 5.4      | 4.8                                    | 8.9     | 9.8                        | 4.3      | 4.8      | 4.8           | -0.1                                   | -0.5                       | -0.6                        | 0.1     |
|                    | Aug.                      | 5.4      | 5.5                                    | 8.9     | 9.8                        | 3.8      | 4.6      | 4.5           | 0.0                                    | -0.3                       | -0.7                        | 0.1     |
|                    | Sep.                      | 5.2      | 4.3                                    | 8.9     | 9.6                        | 3.6      | 4.7      | 4.7           | 0.0                                    | 0.9                        | -0.7                        | 0.0     |

Source: ECB.

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

## 4 Financial market developments

### 4.8 Effective exchange rates <sup>1)</sup>

(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     | 84,2              | 63,9      | 82,2      | 116,1   | 90,9     |
| 2023                                           | 98,1    | 94,0     | 97,8     | 88,8              | 67,0      | 85,9      | 121,8   | 94,7     |
| 2024                                           | 98,4    | 94,4     | 97,9     | 89,5              | 67,2      | 86,9      | 124,1   | 95,0     |
| 2024 Q4                                        | 97,6    | 93,6     | 97,0     | 88,9              | 65,7      | 86,3      | 123,6   | 94,2     |
| 2025 Q1                                        | 97,1    | 93,3     | 96,4     | 88,3              | 63,2      | 85,6      | 122,9   | 93,5     |
| Q2                                             | 100,6   | 96,5     | 101,2    | 92,0              | 65,1      | 88,9      | 127,7   | 96,8     |
| Q3                                             | 102,3   | 98,1     | 103,6    | .                 | .         | .         | 130,1   | 98,5     |
| 2025 Apr.                                      | 100,5   | 96,5     | 100,7    | -                 | -         | -         | 127,7   | 96,9     |
| May                                            | 100,1   | 96,0     | 100,8    | -                 | -         | -         | 127,0   | 96,2     |
| June                                           | 101,3   | 97,1     | 102,1    | -                 | -         | -         | 128,5   | 97,3     |
| July                                           | 102,3   | 98,1     | 103,4    | -                 | -         | -         | 129,9   | 98,4     |
| Aug.                                           | 102,2   | 98,0     | 103,6    | -                 | -         | -         | 129,9   | 98,3     |
| Sep.                                           | 102,4   | 98,2     | 103,9    | -                 | -         | -         | 130,5   | 98,7     |
| <i>Percentage change versus previous month</i> |         |          |          |                   |           |           |         |          |
| 2025 Sep.                                      | 0,2     | 0,2      | 0,4      | -                 | -         | -         | 0,4     | 0,3      |
| <i>Percentage change versus previous year</i>  |         |          |          |                   |           |           |         |          |
| 2025 Sep.                                      | 3,7     | 3,7      | 5,7      | -                 | -         | -         | 4,2     | 3,3      |

Source: ECB.

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

### 4.9 Bilateral exchange rates

(period averages; units of national currency per euro)

|                                                | Chinese renminbi | Czech koruna | Danish krone | Hungarian forint | Japanese yen | Polish zloty | Pound sterling | Romanian leu | Swedish krona | Swiss franc | US Dollar |
|------------------------------------------------|------------------|--------------|--------------|------------------|--------------|--------------|----------------|--------------|---------------|-------------|-----------|
|                                                | 1                | 2            | 3            | 4                | 5            | 6            | 7              | 8            | 9             | 10          | 11        |
| 2022                                           | 7,079            | 24,566       | 7,440        | 391,286          | 138,027      | 4,686        | 0,853          | 4,9313       | 10,630        | 1,005       | 1,053     |
| 2023                                           | 7,660            | 24,004       | 7,451        | 381,853          | 151,990      | 4,542        | 0,870          | 4,9467       | 11,479        | 0,972       | 1,081     |
| 2024                                           | 7,787            | 25,120       | 7,459        | 395,304          | 163,852      | 4,306        | 0,847          | 4,9746       | 11,433        | 0,953       | 1,082     |
| 2024 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     |
| Q3                                             | 8,360            | 24,498       | 7,464        | 395,800          | 172,286      | 4,258        | 0,866          | 5,0703       | 11,121        | 0,935       | 1,168     |
| 2025 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     |
| Sep.                                           | 8,359            | 24,347       | 7,464        | 391,630          | 173,549      | 4,259        | 0,869          | 5,0740       | 11,000        | 0,935       | 1,173     |
| <i>Percentage change versus previous month</i> |                  |              |              |                  |              |              |                |              |               |             |           |
| 2025 Sep.                                      | 0,2              | -0,7         | 0,0          | -1,2             | 1,0          | -0,1         | 0,4            | 0,2          | -1,4          | -0,4        | 0,9       |
| <i>Percentage change versus previous year</i>  |                  |              |              |                  |              |              |                |              |               |             |           |
| 2025 Sep.                                      | 6,3              | -3,0         | 0,1          | -0,8             | 9,1          | -0,4         | 3,4            | 2,0          | -3,1          | -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 <sup>1)</sup> |             |         | Direct investment |             | Portfolio investment |             | Net financial derivatives | Other investment |             | Reserve assets | Memo: Gross external debt <sup>12</sup> |
|---------------------------------------------------------|---------------------|-------------|---------|-------------------|-------------|----------------------|-------------|---------------------------|------------------|-------------|----------------|-----------------------------------------|
|                                                         | Assets              | Liabilities | Net     | Assets            | Liabilities | Assets               | Liabilities |                           | Assets           | Liabilities |                |                                         |
|                                                         | 1                   | 2           | 3       | 4                 | 5           | 6                    | 7           | 8                         | 9                | 10          | 11             |                                         |
| Outstanding amounts (international investment position) |                     |             |         |                   |             |                      |             |                           |                  |             |                |                                         |
| 2024 Q3                                                 | 34 799,4            | 33 379,6    | 1 419,8 | 12 322,2          | 9 633,2     | 13 983,3             | 15 946,6    | 8,2                       | 7 165,9          | 7 799,8     | 1 319,7        | 16 660,7                                |
| Q4                                                      | 36 033,2            | 34 180,5    | 1 852,7 | 12 734,9          | 9 946,1     | 14 749,7             | 16 509,1    | -2,1                      | 7 155,8          | 7 725,4     | 1 394,8        | 16 712,7                                |
| 2025 Q1                                                 | 36 245,3            | 34 558,7    | 1 686,6 | 12 701,6          | 9 910,1     | 14 448,6             | 16 539,6    | 36,6                      | 7 547,4          | 8 109,0     | 1 511,0        | 16 994,8                                |
| Q2                                                      | 35 846,4            | 34 411,9    | 1 434,5 | 12 383,7          | 9 659,4     | 14 516,3             | 16 720,0    | 19,3                      | 7 465,1          | 8 032,5     | 1 462,1        | 16 900,6                                |
| Outstanding amounts as percentage of GDP                |                     |             |         |                   |             |                      |             |                           |                  |             |                |                                         |
| 2025 Q2                                                 | 231,1               | 221,9       | 9,2     | 79,8              | 62,3        | 93,6                 | 107,8       | 0,1                       | 48,1             | 51,8        | 9,4            | 109,0                                   |
| Transactions                                            |                     |             |         |                   |             |                      |             |                           |                  |             |                |                                         |
| 2024 Q3                                                 | 403,8               | 260,6       | 143,3   | -12,8             | -25,7       | 190,5                | 197,5       | -6,9                      | 237,0            | 88,7        | -4,0           | -                                       |
| Q4                                                      | 68,2                | -23,1       | 91,3    | 56,8              | 55,1        | 239,9                | 178,9       | 9,7                       | -242,0           | -257,2      | 3,7            | -                                       |
| 2025 Q1                                                 | 811,7               | 714,1       | 97,6    | 138,2             | 45,9        | 213,8                | 202,1       | -8,3                      | 468,8            | 466,1       | -0,8           | -                                       |
| Q2                                                      | 284,5               | 192,0       | 92,5    | -66,0             | -76,7       | 200,3                | 168,5       | -2,4                      | 143,8            | 100,2       | 8,8            | -                                       |
| 2025 Mar.                                               | 97,7                | 61,6        | 36,1    | 25,7              | -15,8       | 65,8                 | 56,2        | -15,7                     | 22,4             | 21,2        | -0,5           | -                                       |
| Apr.                                                    | 98,8                | 79,2        | 19,5    | 6,5               | 15,7        | 28,4                 | -36,5       | -13,2                     | 72,0             | 100,0       | 5,1            | -                                       |
| May                                                     | 67,5                | 31,5        | 36,1    | -34,8             | -54,7       | 59,8                 | 76,2        | 11,1                      | 29,1             | 10,0        | 2,3            | -                                       |
| June                                                    | 118,2               | 81,3        | 36,9    | -37,7             | -37,7       | 112,1                | 128,8       | -0,3                      | 42,7             | -9,8        | 1,4            | -                                       |
| July                                                    | 23,2                | 20,6        | 2,5     | 28,4              | 23,2        | 51,0                 | 55,1        | -2,9                      | -53,5            | -57,6       | 0,1            | -                                       |
| Aug.                                                    | 125,1               | 150,4       | -25,2   | -1,2              | 15,1        | 55,8                 | 55,7        | 5,4                       | 64,0             | 79,5        | 1,2            | -                                       |
| 12-month cumulated transactions                         |                     |             |         |                   |             |                      |             |                           |                  |             |                |                                         |
| 2025 Aug.                                               | 1 484,8             | 1 181,1     | 303,7   | 132,6             | 61,8        | 846,3                | 752,3       | 1,4                       | 489,4            | 367,0       | 15,1           | -                                       |
| 12-month cumulated transactions as percentage of GDP    |                     |             |         |                   |             |                      |             |                           |                  |             |                |                                         |
| 2025 Aug.                                               | 9,6                 | 7,6         | 2,0     | 0,9               | 0,4         | 5,5                  | 4,9         | 0,0                       | 3,2              | 2,4         | 0,1            | -                                       |

Source: ECB.

1) Net financial derivatives are included in total assets.

## 5 Financing conditions and credit developments

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

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

|                     | M3                      |                    |          |                                                   |                                                 |         |          |       |                          |                                                  |         | 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 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                  | 1 562,3                 | 9 246,7            | 10 809,1 | 2 395,1                                           | 2 513,7                                         | 4 908,8 | 15 717,9 | 257,5 | 921,3                    | 28,4                                             | 1 207,2 | 16 925,2 |
| Q3 <sup>(p)</sup>   | 1 574,7                 | 9 308,3            | 10 883,0 | 2 369,4                                           | 2 541,9                                         | 4 911,3 | 15 794,3 | 260,1 | 927,8                    | 8,2                                              | 1 196,1 | 16 990,4 |
| 2025 Apr.           | 1 559,6                 | 9 196,0            | 10 755,6 | 2 450,8                                           | 2 494,4                                         | 4 945,2 | 15 700,7 | 255,2 | 896,9                    | 42,4                                             | 1 194,5 | 16 895,2 |
| May                 | 1 559,8                 | 9 232,3            | 10 792,1 | 2 446,0                                           | 2 503,1                                         | 4 949,1 | 15 741,2 | 247,6 | 908,9                    | 35,8                                             | 1 192,2 | 16 933,4 |
| June                | 1 562,3                 | 9 246,7            | 10 809,1 | 2 395,1                                           | 2 513,7                                         | 4 908,8 | 15 717,9 | 257,5 | 921,3                    | 28,4                                             | 1 207,2 | 16 925,2 |
| July                | 1 565,3                 | 9 242,6            | 10 807,9 | 2 405,9                                           | 2 519,8                                         | 4 925,7 | 15 733,6 | 243,1 | 916,4                    | 26,7                                             | 1 186,2 | 16 919,8 |
| Aug.                | 1 569,7                 | 9 255,3            | 10 825,0 | 2 393,6                                           | 2 525,9                                         | 4 919,5 | 15 744,5 | 237,1 | 911,3                    | 16,4                                             | 1 164,8 | 16 909,3 |
| Sep. <sup>(p)</sup> | 1 574,7                 | 9 308,3            | 10 883,0 | 2 369,4                                           | 2 541,9                                         | 4 911,3 | 15 794,3 | 260,1 | 927,8                    | 8,2                                              | 1 196,1 | 16 990,4 |
| 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 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                  | -2,0                    | 149,6              | 147,6    | -81,2                                             | 22,3                                            | -58,9   | 88,7     | 20,3  | 9,6                      | -14,2                                            | 15,7    | 104,4    |
| Q3 <sup>(p)</sup>   | 12,4                    | 65,1               | 77,5     | -25,0                                             | 28,2                                            | 3,2     | 80,7     | 2,8   | 3,8                      | -17,7                                            | -11,1   | 69,7     |
| 2025 Apr.           | -4,8                    | 90,1               | 85,3     | -29,2                                             | 2,9                                             | -26,3   | 58,9     | 16,9  | -13,2                    | -0,8                                             | 2,8     | 61,8     |
| May                 | 0,2                     | 35,9               | 36,1     | -5,4                                              | 8,6                                             | 3,2     | 39,3     | -7,9  | 11,1                     | -5,3                                             | -2,1    | 37,2     |
| June                | 2,6                     | 23,7               | 26,3     | -46,6                                             | 10,8                                            | -35,8   | -9,6     | 11,3  | 11,7                     | -8,0                                             | 15,0    | 5,5      |
| July                | 2,9                     | -7,9               | -5,0     | 8,2                                               | 6,1                                             | 14,3    | 9,4      | -15,2 | -5,8                     | -0,6                                             | -21,6   | -12,2    |
| Aug.                | 4,5                     | 17,9               | 22,4     | -10,0                                             | 6,1                                             | -3,9    | 18,4     | -5,2  | -6,1                     | -9,5                                             | -20,8   | -2,4     |
| Sep. <sup>(p)</sup> | 5,0                     | 55,1               | 60,1     | -23,2                                             | 16,0                                            | -7,2    | 52,9     | 23,3  | 15,7                     | -7,7                                             | 31,3    | 84,2     |
| 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 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                  | 1,9                     | 5,1                | 4,7      | -5,3                                              | 3,4                                             | -1,0    | 2,8      | 26,2  | 11,4                     | -54,9                                            | 10,4    | 3,3      |
| Q3 <sup>(p)</sup>   | 2,1                     | 5,6                | 5,1      | -8,4                                              | 4,5                                             | -2,2    | 2,7      | 11,5  | 6,7                      | -80,9                                            | 4,0     | 2,8      |
| 2025 Apr.           | 1,8                     | 5,3                | 4,8      | -1,2                                              | 2,5                                             | 0,6     | 3,4      | 27,5  | 11,1                     | -45,5                                            | 10,2    | 3,9      |
| May                 | 1,9                     | 5,6                | 5,1      | -2,9                                              | 2,9                                             | 0,0     | 3,4      | 21,4  | 13,0                     | -48,0                                            | 10,6    | 3,9      |
| June                | 1,9                     | 5,1                | 4,7      | -5,3                                              | 3,4                                             | -1,0    | 2,8      | 26,2  | 11,4                     | -54,9                                            | 10,4    | 3,3      |
| July                | 1,9                     | 5,6                | 5,0      | -5,2                                              | 3,7                                             | -0,8    | 3,1      | 8,7   | 9,4                      | -51,5                                            | 6,1     | 3,3      |
| Aug.                | 2,0                     | 5,6                | 5,0      | -6,3                                              | 3,9                                             | -1,3    | 3,0      | -0,3  | 7,2                      | -66,1                                            | 2,2     | 2,9      |
| Sep. <sup>(p)</sup> | 2,1                     | 5,6                | 5,1      | -8,4                                              | 4,5                                             | -2,2    | 2,7      | 11,5  | 6,7                      | -80,9                                            | 4,0     | 2,8      |

Sources: ECB.

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

## 5 Financing conditions and credit developments

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

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

|                     | Non-financial corporations <sup>2)</sup> |           |                                          |                                        |       | Households <sup>3)</sup> |           |                                          |                                        |       | Financial corporations other than MFIs and ICPFs <sup>4)</sup> | Insurance corporations and pension funds <sup>12)</sup> | Other general government <sup>4)</sup> |
|---------------------|------------------------------------------|-----------|------------------------------------------|----------------------------------------|-------|--------------------------|-----------|------------------------------------------|----------------------------------------|-------|----------------------------------------------------------------|---------------------------------------------------------|----------------------------------------|
|                     | Total                                    | Overnight | With an agreed maturity of up to 2 years | Redeemable at notice of up to 3 months | Repos | Total                    | Overnight | With an agreed maturity of up to 2 years | Redeemable at notice of up to 3 months | Repos |                                                                |                                                         |                                        |
|                     | 1                                        | 2         | 3                                        | 4                                      | 5     | 6                        | 7         | 8                                        | 9                                      | 10    | 11                                                             | 12                                                      | 13                                     |
| 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 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             | 3 413,4                                  | 2 475,3   | 787,4                                    | 140,2                                  | 10,6  | 8 792,4                  | 5 256,0   | 1 219,6                                  | 2 315,7                                | 1,1   | 1 363,4                                                        | 229,0                                                   | 539,3                                  |
| Q2                  | 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                                  |
| Q3 <sup>4)</sup>    | 3 465,9                                  | 2 534,8   | 775,1                                    | 144,8                                  | 11,2  | 8 900,9                  | 5 393,3   | 1 144,6                                  | 2 362,0                                | 1,0   | 1 347,3                                                        | 228,2                                                   | 537,4                                  |
| 2025 Apr.           | 3 430,7                                  | 2 482,9   | 794,9                                    | 141,4                                  | 11,5  | 8 808,0                  | 5 288,2   | 1 200,0                                  | 2 318,9                                | 0,9   | 1 378,8                                                        | 243,5                                                   | 535,4                                  |
| May                 | 3 444,5                                  | 2 500,7   | 791,6                                    | 142,7                                  | 9,5   | 8 832,7                  | 5 316,7   | 1 188,5                                  | 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                | 3 444,5                                  | 2 509,8   | 780,6                                    | 144,3                                  | 9,8   | 8 870,0                  | 5 355,6   | 1 172,9                                  | 2 340,6                                | 0,9   | 1 328,6                                                        | 219,3                                                   | 549,1                                  |
| Aug.                | 3 448,8                                  | 2 514,0   | 781,1                                    | 144,4                                  | 9,3   | 8 878,6                  | 5 364,8   | 1 166,1                                  | 2 346,7                                | 1,0   | 1 311,1                                                        | 224,0                                                   | 549,5                                  |
| Sep. <sup>4)</sup>  | 3 465,9                                  | 2 534,8   | 775,1                                    | 144,8                                  | 11,2  | 8 900,9                  | 5 393,3   | 1 144,6                                  | 2 362,0                                | 1,0   | 1 347,3                                                        | 228,2                                                   | 537,4                                  |
| 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 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             | -18,0                                    | -20,7     | -3,3                                     | 6,2                                    | -0,2  | 34,8                     | 64,3      | -36,6                                    | 7,5                                    | -0,4  | 75,1                                                           | -2,2                                                    | -9,3                                   |
| Q2                  | 21,3                                     | 27,3      | -9,6                                     | 4,4                                    | -0,8  | 54,3                     | 81,2      | -44,7                                    | 17,6                                   | 0,1   | 20,1                                                           | 9,0                                                     | 6,4                                    |
| Q3 <sup>4)</sup>    | 45,4                                     | 40,0      | 2,9                                      | 0,7                                    | 1,8   | 59,5                     | 59,7      | -28,1                                    | 28,1                                   | -0,2  | -17,1                                                          | -8,4                                                    | -8,3                                   |
| 2025 Apr.           | 24,3                                     | 11,9      | 9,8                                      | 1,3                                    | 1,3   | 18,6                     | 34,7      | -18,4                                    | 2,6                                    | -0,2  | 26,3                                                           | 15,4                                                    | -4,0                                   |
| May                 | 13,1                                     | 17,4      | -3,5                                     | 1,3                                    | -2,0  | 24,5                     | 28,3      | -11,5                                    | 7,6                                    | 0,2   | 1,2                                                            | -13,4                                                   | 5,9                                    |
| June                | -16,0                                    | -2,0      | -15,9                                    | 1,8                                    | 0,0   | 11,1                     | 18,3      | -14,7                                    | 7,4                                    | 0,1   | -7,3                                                           | 7,0                                                     | 4,4                                    |
| July                | 20,2                                     | 12,9      | 6,8                                      | 0,2                                    | 0,4   | 27,1                     | 21,1      | -0,5                                     | 6,7                                    | -0,2  | -41,8                                                          | -17,7                                                   | 3,4                                    |
| Aug.                | 7,2                                      | 6,1       | 1,5                                      | 0,0                                    | -0,4  | 9,7                      | 9,8       | -6,3                                     | 6,1                                    | 0,1   | -13,6                                                          | 5,0                                                     | 0,5                                    |
| Sep. <sup>4)</sup>  | 18,0                                     | 21,0      | -5,4                                     | 0,5                                    | 1,9   | 22,8                     | 28,8      | -21,3                                    | 15,3                                   | 0,0   | 38,3                                                           | 4,3                                                     | -12,1                                  |
| 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 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                  | 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                                    |
| Q3 <sup>4)</sup>    | 3,3                                      | 5,6       | -5,4                                     | 15,5                                   | 4,0   | 3,3                      | 6,1       | -9,3                                     | 3,9                                    | 0,4   | 2,6                                                            | -0,4                                                    | -2,6                                   |
| 2025 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                | 2,7                                      | 4,9       | -5,5                                     | 14,1                                   | 5,1   | 3,4                      | 5,4       | -4,6                                     | 3,1                                    | -0,1  | 6,1                                                            | 2,5                                                     | 1,4                                    |
| Aug.                | 2,8                                      | 5,1       | -5,7                                     | 14,7                                   | -2,3  | 3,4                      | 5,6       | -5,6                                     | 3,3                                    | 5,7   | 1,9                                                            | 3,3                                                     | 0,8                                    |
| Sep. <sup>4)</sup>  | 3,3                                      | 5,6       | -5,4                                     | 15,5                                   | 4,0   | 3,3                      | 6,1       | -9,3                                     | 3,9                                    | 0,4   | 2,6                                                            | -0,4                                                    | -2,6                                   |

Sources: ECB.

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

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

3) Including non-profit institutions serving households.

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

## 5 Financing conditions and credit developments

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

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

|                     | Credit to general government |         |                 | Credit to other euro area residents |          |                              |                                             |                             |                                                                   |                                             |                                                         |         |
|---------------------|------------------------------|---------|-----------------|-------------------------------------|----------|------------------------------|---------------------------------------------|-----------------------------|-------------------------------------------------------------------|---------------------------------------------|---------------------------------------------------------|---------|
|                     | Total                        | Loans   | Debt securities | Total                               | Loans    |                              |                                             |                             |                                                                   | Debt securities                             | Equity and non-money market fund investment fund shares |         |
|                     |                              |         |                 |                                     | Total    |                              | To non-financial corporations <sup>2)</sup> | To households <sup>2)</sup> | To financial corporations other than MFIs and ICPFs <sup>3)</sup> | To insurance corporations and pension funds |                                                         |         |
|                     | 1                            | 2       | 3               | 4                                   | Total    | Adjusted loans <sup>2)</sup> | 7                                           | 8                           | 9                                                                 | 10                                          | 11                                                      | 12      |
| Outstanding amounts |                              |         |                 |                                     |          |                              |                                             |                             |                                                                   |                                             |                                                         |         |
| 2022                | 6 352,0                      | 1 001,3 | 5 325,7         | 15 389,8                            | 12 987,5 | 13 174,9                     | 5 126,5                                     | 6 631,8                     | 1 082,5                                                           | 146,7                                       | 1 565,9                                                 | 836,4   |
| 2023                | 6 305,3                      | 990,6   | 5 289,3         | 15 492,9                            | 13 033,8 | 13 253,1                     | 5 123,2                                     | 6 648,1                     | 1 124,5                                                           | 138,0                                       | 1 560,7                                                 | 898,4   |
| 2024                | 6 257,4                      | 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 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                     | 5 211,2                                     | 6 767,6                     | 1 287,0                                                           | 145,4                                       | 1 572,2                                                 | 972,3   |
| Q3                  | 6 284,7                      | 1 015,7 | 5 243,0         | 16 029,5                            | 13 453,1 | 13 710,1                     | 5 247,4                                     | 6 811,6                     | 1 258,7                                                           | 135,4                                       | 1 570,0                                                 | 1 006,4 |
| 2025 Apr.           | 6 306,2                      | 994,7   | 5 285,5         | 15 890,6                            | 13 369,1 | 13 629,5                     | 5 208,3                                     | 6 740,1                     | 1 284,7                                                           | 136,0                                       | 1 564,4                                                 | 957,1   |
| May                 | 6 290,6                      | 1 008,0 | 5 256,5         | 15 902,4                            | 13 378,6 | 13 634,9                     | 5 208,1                                     | 6 754,7                     | 1 277,5                                                           | 138,2                                       | 1 558,5                                                 | 965,4   |
| June                | 6 264,2                      | 1 007,4 | 5 230,8         | 15 955,7                            | 13 411,3 | 13 686,5                     | 5 211,2                                     | 6 767,6                     | 1 287,0                                                           | 145,4                                       | 1 572,2                                                 | 972,3   |
| July                | 6 281,2                      | 1 011,6 | 5 243,5         | 15 977,1                            | 13 417,8 | 13 685,7                     | 5 220,6                                     | 6 780,3                     | 1 280,2                                                           | 136,7                                       | 1 571,3                                                 | 988,0   |
| Aug.                | 6 255,8                      | 1 012,6 | 5 217,1         | 15 996,0                            | 13 419,4 | 13 691,4                     | 5 240,8                                     | 6 795,9                     | 1 247,1                                                           | 135,7                                       | 1 576,4                                                 | 1 000,1 |
| Sep.                | 6 284,7                      | 1 015,7 | 5 243,0         | 16 029,5                            | 13 453,1 | 13 710,1                     | 5 247,4                                     | 6 811,6                     | 1 258,7                                                           | 135,4                                       | 1 570,0                                                 | 1 006,4 |
| 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 Q4             | 4,6                          | 11,0    | -6,5            | 140,8                               | 101,4    | 126,3                        | 44,1                                        | 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                        | 22,1                                        | 47,8                        | 13,4                                                              | 9,1                                         | 12,0                                                    | -7,2    |
| Q3                  | 26,7                         | 7,6     | 19,0            | 75,2                                | 50,6     | 31,6                         | 40,3                                        | 47,4                        | -27,1                                                             | -10,0                                       | -4,5                                                    | 29,0    |
| 2025 Apr.           | 11,9                         | -1,2    | 13,1            | 25,6                                | 41,7     | 44,2                         | 11,2                                        | 16,5                        | 14,4                                                              | -0,5                                        | 2,7                                                     | -18,7   |
| May                 | -16,8                        | 13,3    | -30,3           | 7,6                                 | 9,8      | 5,8                          | 1,2                                         | 15,5                        | -9,1                                                              | 2,2                                         | -5,8                                                    | 3,7     |
| June                | -22,8                        | -0,4    | -22,2           | 63,9                                | 40,9     | 57,7                         | 9,7                                         | 15,8                        | 8,1                                                               | 7,3                                         | 15,2                                                    | 7,8     |
| July                | 21,6                         | 4,3     | 17,3            | 16,5                                | 3,9      | -3,0                         | 8,4                                         | 13,5                        | -9,2                                                              | -8,8                                        | -2,1                                                    | 14,7    |
| Aug.                | -19,3                        | 1,0     | -20,3           | 23,6                                | 7,9      | 10,6                         | 22,8                                        | 16,7                        | -30,7                                                             | -0,9                                        | 4,5                                                     | 11,2    |
| Sep.                | 24,4                         | 2,4     | 22,0            | 35,1                                | 38,8     | 24,0                         | 9,1                                         | 17,2                        | 12,8                                                              | -0,3                                        | -6,8                                                    | 3,1     |
| 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 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                         | 8,8                                                               | -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     |
| Q3                  | 0,6                          | 3,8     | 0,0             | 2,7                                 | 2,7      | 2,8                          | 2,8                                         | 2,5                         | 3,9                                                               | 1,9                                         | 0,3                                                     | 7,2     |
| 2025 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                                         | 1,3                                                     | 5,7     |
| Aug.                | 0,1                          | 3,4     | -0,5            | 2,7                                 | 2,5      | 2,8                          | 2,7                                         | 2,4                         | 3,1                                                               | 1,8                                         | 1,0                                                     | 7,1     |
| Sep.                | 0,6                          | 3,8     | 0,0             | 2,7                                 | 2,7      | 2,8                          | 2,8                                         | 2,5                         | 3,9                                                               | 1,9                                         | 0,3                                                     | 7,2     |

Source: ECB.

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

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

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

4) Including non-profit institutions serving households.

## 5 Financing conditions and credit developments

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

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

|                     | Non-financial corporations <sup>2)</sup> |                              |              |                          |              | Households <sup>3)</sup> |                              |                       |                          |             |
|---------------------|------------------------------------------|------------------------------|--------------|--------------------------|--------------|--------------------------|------------------------------|-----------------------|--------------------------|-------------|
|                     | Total                                    |                              | Up to 1 year | Over 1 and up to 5 years | Over 5 years | Total                    |                              | Loans for consumption | Loans for house purchase | Other loans |
|                     | Total                                    | Adjusted loans <sup>4)</sup> |              |                          |              | Total                    | Adjusted loans <sup>4)</sup> |                       |                          |             |
|                     | 1                                        | 2                            | 3            | 4                        | 5            | 6                        | 7                            | 8                     | 9                        | 10          |
| 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 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                  | 5 211,2                                  | 5 253,0                      | 928,1        | 1 116,1                  | 3 167,0      | 6 767,6                  | 7 016,4                      | 757,3                 | 5 333,6                  | 676,7       |
| Q3                  | 5 247,4                                  | 5 282,2                      | 935,2        | 1 124,0                  | 3 188,3      | 6 811,6                  | 7 061,2                      | 765,8                 | 5 373,3                  | 672,5       |
| 2025 Apr.           | 5 208,3                                  | 5 231,0                      | 927,0        | 1 109,3                  | 3 171,9      | 6 740,1                  | 6 990,9                      | 753,6                 | 5 309,0                  | 677,6       |
| May                 | 5 208,1                                  | 5 229,1                      | 925,9        | 1 108,9                  | 3 173,3      | 6 754,7                  | 7 002,0                      | 754,2                 | 5 322,9                  | 677,6       |
| June                | 5 211,2                                  | 5 253,0                      | 928,1        | 1 116,1                  | 3 167,0      | 6 767,6                  | 7 016,4                      | 757,3                 | 5 333,6                  | 676,7       |
| July                | 5 220,6                                  | 5 258,5                      | 922,7        | 1 122,4                  | 3 175,5      | 6 780,3                  | 7 030,4                      | 760,1                 | 5 345,7                  | 674,6       |
| Aug.                | 5 240,8                                  | 5 271,1                      | 934,8        | 1 122,2                  | 3 183,8      | 6 795,9                  | 7 045,0                      | 763,8                 | 5 359,4                  | 672,8       |
| Sep.                | 5 247,4                                  | 5 282,2                      | 935,2        | 1 124,0                  | 3 188,3      | 6 811,6                  | 7 061,2                      | 765,8                 | 5 373,3                  | 672,5       |
| 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 Q4             | 44,1                                     | 45,5                         | 7,7          | 10,8                     | 25,6         | 22,3                     | 36,3                         | 10,7                  | 10,5                     | 1,1         |
| 2025 Q1             | 35,1                                     | 35,9                         | 2,3          | 21,6                     | 11,1         | 48,4                     | 50,4                         | 8,9                   | 39,2                     | 0,3         |
| Q2                  | 22,1                                     | 36,0                         | 11,2         | 7,0                      | 4,0          | 47,8                     | 45,8                         | 6,0                   | 40,1                     | 1,7         |
| Q3                  | 40,3                                     | 32,5                         | 8,7          | 9,1                      | 22,5         | 47,4                     | 48,1                         | 10,2                  | 40,2                     | -3,0        |
| 2025 Apr.           | 11,2                                     | 9,2                          | 7,3          | -2,1                     | 6,1          | 16,5                     | 15,6                         | 2,8                   | 14,2                     | -0,4        |
| May                 | 1,2                                      | -1,3                         | -1,0         | 0,1                      | 2,1          | 15,5                     | 12,6                         | 1,1                   | 14,0                     | 0,3         |
| June                | 9,7                                      | 28,1                         | 4,9          | 9,0                      | -4,1         | 15,8                     | 17,6                         | 2,1                   | 11,9                     | 1,8         |
| July                | 8,4                                      | 5,2                          | -5,9         | 5,4                      | 9,0          | 13,5                     | 14,6                         | 3,4                   | 12,0                     | -1,9        |
| Aug.                | 22,8                                     | 14,3                         | 13,2         | 1,2                      | 8,4          | 16,7                     | 15,5                         | 4,1                   | 14,0                     | -1,4        |
| Sep.                | 9,1                                      | 13,0                         | 1,4          | 2,5                      | 5,2          | 17,2                     | 18,0                         | 2,7                   | 14,2                     | 0,3         |
| 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 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        |
| Q3                  | 2,8                                      | 2,9                          | 3,3          | 4,5                      | 2,0          | 2,5                      | 2,6                          | 4,9                   | 2,5                      | 0,0         |
| 2025 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                          | 3,2          | 4,6                      | 1,6          | 2,3                      | 2,4                          | 4,6                   | 2,2                      | 0,1         |
| Aug.                | 2,7                                      | 3,0                          | 3,9          | 4,7                      | 1,7          | 2,4                      | 2,5                          | 4,8                   | 2,3                      | 0,0         |
| Sep.                | 2,8                                      | 2,9                          | 3,3          | 4,5                      | 2,0          | 2,5                      | 2,6                          | 4,9                   | 2,5                      | 0,0         |

Source: ECB.

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

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

3) Including non-profit institutions serving households.

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

## 5 Financing conditions and credit developments

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

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

|                     | MFI liabilities                           |                                                                       |                                                  |                                                |                                                 | MFI assets           |         |                                                 |                                                       |       |
|---------------------|-------------------------------------------|-----------------------------------------------------------------------|--------------------------------------------------|------------------------------------------------|-------------------------------------------------|----------------------|---------|-------------------------------------------------|-------------------------------------------------------|-------|
|                     | Central government holdings <sup>2)</sup> | Longer-term financial liabilities vis-à-vis other euro area residents |                                                  |                                                |                                                 | Net external assets  | Other   |                                                 |                                                       |       |
|                     |                                           | Total                                                                 | Deposits with an agreed maturity of over 2 years | Deposits redeemable at notice of over 3 months | Debt securities with a maturity of over 2 years | Capital and reserves | Total   | Repos with central counterparties <sup>3)</sup> | Reverse repos to central counterparties <sup>3)</sup> |       |
|                     | 1                                         | 2                                                                     | 3                                                | 4                                              | 5                                               | 6                    | 7       | 8                                               | 9                                                     | 10    |
| Outstanding amounts |                                           |                                                                       |                                                  |                                                |                                                 |                      |         |                                                 |                                                       |       |
| 2022                | 639,4                                     | 6 731,2                                                               | 1 783,0                                          | 45,7                                           | 2 109,0                                         | 2 793,4              | 1 332,5 | 344,5                                           | 137,2                                                 | 147,2 |
| 2023                | 447,4                                     | 7 327,2                                                               | 1 827,5                                          | 90,2                                           | 2 413,8                                         | 2 995,6              | 1 858,1 | 213,8                                           | 152,1                                                 | 152,6 |
| 2024                | 377,9                                     | 7 837,7                                                               | 1 843,2                                          | 116,5                                          | 2 588,8                                         | 3 289,2              | 2 678,3 | 251,6                                           | 140,4                                                 | 135,9 |
| 2024 Q4             | 377,9                                     | 7 837,7                                                               | 1 843,2                                          | 116,5                                          | 2 588,8                                         | 3 289,2              | 2 678,3 | 251,6                                           | 140,4                                                 | 135,9 |
| 2025 Q1             | 366,8                                     | 7 939,7                                                               | 1 834,3                                          | 121,1                                          | 2 573,6                                         | 3 410,6              | 2 791,4 | 225,2                                           | 183,5                                                 | 161,3 |
| Q2                  | 410,9                                     | 7 905,9                                                               | 1 833,6                                          | 129,7                                          | 2 563,0                                         | 3 379,6              | 2 828,8 | 193,1                                           | 177,9                                                 | 165,9 |
| Q3 <sup>(p)</sup>   | 432,6                                     | 8 092,8                                                               | 1 843,2                                          | 133,5                                          | 2 593,4                                         | 3 522,6              | 3 051,9 | 149,7                                           | 168,3                                                 | 169,9 |
| 2025 Apr.           | 447,0                                     | 7 912,6                                                               | 1 830,1                                          | 123,4                                          | 2 537,1                                         | 3 422,0              | 2 830,7 | 227,4                                           | 195,4                                                 | 173,4 |
| May                 | 471,6                                     | 7 958,1                                                               | 1 829,8                                          | 125,9                                          | 2 572,8                                         | 3 429,6              | 2 914,1 | 256,0                                           | 181,4                                                 | 177,6 |
| June                | 410,9                                     | 7 905,9                                                               | 1 833,6                                          | 129,7                                          | 2 563,0                                         | 3 379,6              | 2 828,8 | 193,1                                           | 177,9                                                 | 165,9 |
| July                | 398,9                                     | 7 953,5                                                               | 1 834,5                                          | 133,2                                          | 2 584,4                                         | 3 401,5              | 2 860,1 | 153,7                                           | 173,5                                                 | 166,9 |
| Aug.                | 400,3                                     | 7 963,8                                                               | 1 839,5                                          | 133,5                                          | 2 575,5                                         | 3 415,3              | 2 871,5 | 150,1                                           | 206,3                                                 | 179,4 |
| Sep. <sup>(p)</sup> | 432,6                                     | 8 092,8                                                               | 1 843,2                                          | 133,5                                          | 2 593,4                                         | 3 522,6              | 3 051,9 | 149,7                                           | 168,3                                                 | 169,9 |
| 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                                           | 72,1                 | 541,1   | 20,6                                            | -11,7                                                 | -16,7 |
| 2024 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                  | 44,2                                      | 26,9                                                                  | 4,8                                              | 8,6                                            | 40,2                                            | -26,7                | 129,6   | -23,6                                           | -5,6                                                  | 4,7   |
| Q3 <sup>(p)</sup>   | 20,2                                      | 37,4                                                                  | 10,0                                             | 3,8                                            | 33,8                                            | -10,2                | 62,0    | -36,6                                           | -9,6                                                  | 4,0   |
| 2025 Apr.           | 80,3                                      | -16,1                                                                 | -0,8                                             | 2,4                                            | -5,0                                            | -12,6                | 70,5    | 18,0                                            | 11,9                                                  | 12,2  |
| May                 | 24,6                                      | 32,5                                                                  | -0,6                                             | 2,5                                            | 33,2                                            | -2,6                 | 66,9    | 36,5                                            | -13,9                                                 | 4,2   |
| June                | -60,8                                     | 10,5                                                                  | 6,1                                              | 3,8                                            | 12,0                                            | -11,5                | -7,8    | -78,1                                           | -3,6                                                  | -11,7 |
| July                | -13,6                                     | 7,7                                                                   | -0,5                                             | 3,5                                            | 10,9                                            | -6,2                 | -9,4    | -46,8                                           | -4,4                                                  | 1,0   |
| Aug.                | 1,4                                       | 10,2                                                                  | 6,2                                              | 0,3                                            | 0,8                                             | 2,8                  | 4,6     | 0,4                                             | 32,8                                                  | 12,4  |
| Sep. <sup>(p)</sup> | 32,3                                      | 19,5                                                                  | 4,3                                              | 0,0                                            | 22,1                                            | -6,8                 | 66,9    | 9,7                                             | -38,0                                                 | -9,5  |
| 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                                             | 2,2                  | -       | -                                               | -7,7                                                  | -10,9 |
| 2024 Q4             | -15,5                                     | 3,8                                                                   | 0,9                                              | 29,1                                           | 6,8                                             | 2,2                  | -       | -                                               | -7,7                                                  | -10,9 |
| 2025 Q1             | -7,1                                      | 2,5                                                                   | 0,3                                              | 17,6                                           | 3,5                                             | 2,6                  | -       | -                                               | 3,1                                                   | -7,4  |
| Q2                  | 0,1                                       | 2,3                                                                   | 0,6                                              | 19,1                                           | 3,8                                             | 1,6                  | -       | -                                               | -2,6                                                  | -6,0  |
| Q3 <sup>(p)</sup>   | 7,0                                       | 2,0                                                                   | 0,8                                              | 17,9                                           | 3,6                                             | 1,1                  | -       | -                                               | -9,0                                                  | -9,9  |
| 2025 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                | -1,9                                      | 2,4                                                                   | 0,9                                              | 20,5                                           | 4,0                                             | 1,3                  | -       | -                                               | 4,0                                                   | 7,8   |
| Aug.                | -4,9                                      | 2,2                                                                   | 1,1                                              | 19,6                                           | 3,2                                             | 1,4                  | -       | -                                               | 6,8                                                   | 5,1   |
| Sep. <sup>(p)</sup> | 7,0                                       | 2,0                                                                   | 0,8                                              | 17,9                                           | 3,6                                             | 1,1                  | -       | -                                               | -9,0                                                  | -9,9  |

Sources: ECB.

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

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

3) Not adjusted for seasonal effects.

## 6 Fiscal developments

### 6.1 Deficit/surplus

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

|         | Deficit (-)/surplus (+) |                    |                  |                  |                       | Memo item:                      |
|---------|-------------------------|--------------------|------------------|------------------|-----------------------|---------------------------------|
|         | Total                   | Central government | State government | Local government | Social security funds | Primary deficit (-)/surplus (+) |
|         | 1                       | 2                  | 3                | 4                | 5                     | 6                               |
| 2021    | -5,1                    | -5,1               | 0,0              | 0,0              | 0,0                   | -3,7                            |
| 2022    | -3,4                    | -3,7               | 0,0              | 0,0              | 0,3                   | -1,7                            |
| 2023    | -3,5                    | -3,5               | -0,2             | -0,2             | 0,4                   | -1,8                            |
| 2024    | -3,1                    | -2,7               | -0,2             | -0,3             | 0,1                   | -1,2                            |
| 2024 Q3 | -3,2                    | .                  | .                | .                | .                     | -1,4                            |
| Q4      | -3,1                    | .                  | .                | .                | .                     | -1,2                            |
| 2025 Q1 | -3,0                    | .                  | .                | .                | .                     | -1,0                            |
| Q2      | -2,8                    | .                  | .                | .                | .                     | -0,9                            |

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    | 46,1            | 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    | 45,7            | 13,3         | 12,9           | 14,6                     | 0,8             | 49,9        | 44,7                | 9,8                       | 5,9                      | 1,7      | 22,4            | 5,2                 |
| 2023    | 45,9    | 45,0            | 13,1         | 12,4           | 14,5                     | 0,9             | 49,4        | 44,0                | 9,8                       | 5,9                      | 1,7      | 22,2            | 5,3                 |
| 2024    | 46,4    | 45,6            | 13,3         | 12,4           | 14,7                     | 0,8             | 49,5        | 44,5                | 9,9                       | 6,0                      | 1,9      | 22,8            | 5,0                 |
| 2024 Q3 | 46,3    | 45,4            | 13,3         | 12,3           | 14,7                     | 0,9             | 49,5        | 44,4                | 9,9                       | 5,9                      | 1,9      | 22,7            | 5,2                 |
| Q4      | 46,4    | 45,6            | 13,3         | 12,4           | 14,7                     | 0,8             | 49,5        | 44,5                | 9,9                       | 6,0                      | 1,9      | 22,8            | 5,0                 |
| 2025 Q1 | 46,6    | 45,8            | 13,3         | 12,4           | 14,8                     | 0,8             | 49,5        | 44,6                | 10,0                      | 6,0                      | 1,9      | 22,9            | 5,0                 |
| Q2      | 46,7    | 45,9            | 13,3         | 12,4           | 14,9                     | 0,8             | 49,5        | 44,6                | 10,0                      | 6,0                      | 1,9      | 22,9            | 5,0                 |

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

### 6.3 Government debt-to-GDP ratio

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

|         | Total | Financial instrument  |       |                 | Holder             |      |                        | Original maturity |             | Residual maturity |                          |              | Currency                         |                  |
|---------|-------|-----------------------|-------|-----------------|--------------------|------|------------------------|-------------------|-------------|-------------------|--------------------------|--------------|----------------------------------|------------------|
|         |       | Currency and deposits | Loans | Debt securities | Resident creditors |      | Non-resident creditors | Up to 1 year      | Over 1 year | Up to 1 year      | Over 1 and up to 5 years | Over 5 years | Euro or participating currencies | Other currencies |
|         |       |                       |       |                 | Total              | MFIs |                        |                   |             |                   |                          |              |                                  |                  |
|         | 1     | 2                     | 3     | 4               | 5                  | 6    | 7                      | 8                 | 9           | 10                | 11                       | 12           | 13                               | 14               |
| 2021    | 93,8  | 2,9                   | 13,8  | 77,1            | 54,5               | 40,9 | 39,3                   | 9,8               | 84,0        | 17,3              | 29,8                     | 46,8         | 92,4                             | 1,4              |
| 2022    | 89,3  | 2,6                   | 13,1  | 73,5            | 52,4               | 39,5 | 36,9                   | 8,6               | 80,7        | 16,0              | 28,3                     | 45,1         | 88,4                             | 0,9              |
| 2023    | 87,0  | 2,4                   | 12,1  | 72,5            | 49,1               | 35,7 | 37,8                   | 7,8               | 79,2        | 14,9              | 27,9                     | 44,1         | 86,2                             | 0,8              |
| 2024    | 87,1  | 2,2                   | 11,8  | 73,1            | 46,7               | 33,7 | 40,4                   | 7,7               | 79,4        | 14,4              | 28,2                     | 44,5         | 86,3                             | 0,8              |
| 2024 Q3 | 87,7  | 2,2                   | 11,7  | 73,7            | .                  | .    | .                      | .                 | .           | .                 | .                        | .            | .                                | .                |
| Q4      | 87,1  | 2,2                   | 11,8  | 73,1            | .                  | .    | .                      | .                 | .           | .                 | .                        | .            | .                                | .                |
| 2025 Q1 | 87,7  | 2,3                   | 11,6  | 73,8            | .                  | .    | .                      | .                 | .           | .                 | .                        | .            | .                                | .                |
| Q2      | 88,2  | 2,2                   | 11,7  | 74,3            | .                  | .    | .                      | .                 | .           | .                 | .                        | .            | .                                | .                |

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

## 6 Fiscal developments

### 6.4 Annual change in the government debt-to-GDP ratio and underlying factors <sup>1)</sup>

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

|         | Change in debt-to-GDP ratio <sup>2)</sup> | Primary deficit (+)/surplus (-) | Deficit-debt adjustment |                                       |                       |       |                 |                                   |                                                 |       | Interest-growth differential | Memo item: Borrowing requirement |
|---------|-------------------------------------------|---------------------------------|-------------------------|---------------------------------------|-----------------------|-------|-----------------|-----------------------------------|-------------------------------------------------|-------|------------------------------|----------------------------------|
|         |                                           |                                 | Total                   | Transactions in main financial assets |                       |       |                 |                                   | Revaluation effects and other changes in volume | Other |                              |                                  |
|         |                                           |                                 |                         | Total                                 | Currency and deposits | Loans | Debt securities | Equity and investment fund shares |                                                 |       |                              |                                  |
|         | 1                                         | 2                               | 3                       | 4                                     | 5                     | 6     | 7               | 8                                 | 9                                               | 10    | 11                           | 12                               |
| 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    | -4,5                                      | 1,7                             | -0,1                    | -0,2                                  | -0,7                  | 0,3   | 0,1             | 0,1                               | 0,6                                             | -0,5  | -6,1                         | 2,7                              |
| 2023    | -2,4                                      | 1,8                             | -0,3                    | -0,4                                  | -0,5                  | -0,1  | 0,1             | 0,1                               | 0,6                                             | -0,5  | -3,8                         | 2,6                              |
| 2024    | 0,1                                       | 1,2                             | 0,3                     | 0,0                                   | -0,4                  | 0,1   | 0,2             | 0,1                               | 0,3                                             | 0,0   | -1,4                         | 3,1                              |
| 2024 Q3 | -0,3                                      | 1,4                             | 0,0                     | -0,2                                  | -0,4                  | 0,1   | 0,1             | 0,0                               | 0,3                                             | -0,1  | -1,7                         | 2,9                              |
| Q4      | 0,1                                       | 1,2                             | 0,3                     | 0,0                                   | -0,4                  | 0,1   | 0,2             | 0,1                               | 0,2                                             | 0,1   | -1,4                         | 3,1                              |
| 2025 Q1 | 0,3                                       | 1,0                             | 0,6                     | 0,3                                   | -0,1                  | 0,1   | 0,1             | 0,1                               | 0,2                                             | 0,0   | -1,3                         | 3,3                              |
| Q2      | 0,5                                       | 0,9                             | 0,9                     | 0,7                                   | 0,4                   | 0,0   | 0,1             | 0,1                               | 0,2                                             | 0,0   | -1,3                         | 3,5                              |

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

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

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

### 6.5 Government debt securities <sup>1)</sup>

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

|           | Debt service due within 1 year <sup>2)</sup> |           |                              |          |                              | Average residual maturity in years <sup>3)</sup> | Average nominal yields <sup>4)</sup> |               |             |            |                            |              |            |
|-----------|----------------------------------------------|-----------|------------------------------|----------|------------------------------|--------------------------------------------------|--------------------------------------|---------------|-------------|------------|----------------------------|--------------|------------|
|           | Total                                        | Principal |                              | Interest |                              |                                                  | Outstanding amounts                  |               |             |            |                            | Transactions |            |
|           |                                              | Total     | Maturities of up to 3 months | Total    | Maturities of up to 3 months |                                                  | Total                                | Floating rate | Zero coupon | Fixed rate |                            | Issuance     | Redemption |
|           |                                              |           |                              |          |                              |                                                  |                                      |               |             | Total      | Maturities of up to 1 year |              |            |
|           | 1                                            | 2         | 3                            | 4        | 5                            | 6                                                | 7                                    | 8             | 9           | 10         | 11                         | 12           | 13         |
| 2022      | 12,8                                         | 11,6      | 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           | 1,9         | 2,2        | 1,9                        | 3,5          | 2,9        |
| 2024 Q4   | 12,4                                         | 11,0      | 4,1                          | 1,4      | 0,4                          | 8,2                                              | 2,1                                  | 1,3           | 1,9         | 2,2        | 1,9                        | 3,5          | 2,9        |
| 2025 Q1   | 12,4                                         | 10,9      | 3,7                          | 1,5      | 0,4                          | 8,3                                              | 2,2                                  | 1,3           | 2,0         | 2,2        | 1,9                        | 3,3          | 2,9        |
| Q2        | 12,9                                         | 11,4      | 3,2                          | 1,5      | 0,4                          | 8,3                                              | 2,2                                  | 1,3           | 1,6         | 2,2        | 2,1                        | 3,1          | 2,8        |
| Q3        | 13,3                                         | 11,7      | 3,7                          | 1,5      | 0,4                          | 8,2                                              | 2,2                                  | 1,3           | 1,6         | 2,2        | 2,0                        | 2,9          | 2,6        |
| 2025 Apr. | 13,0                                         | 11,6      | 3,8                          | 1,5      | 0,4                          | 8,3                                              | 2,2                                  | 1,3           | 1,7         | 2,2        | 2,0                        | 3,3          | 2,9        |
| May       | 12,9                                         | 11,4      | 3,2                          | 1,5      | 0,4                          | 8,3                                              | 2,2                                  | 1,3           | 1,8         | 2,2        | 2,0                        | 3,2          | 2,8        |
| June      | 12,9                                         | 11,4      | 3,2                          | 1,5      | 0,4                          | 8,3                                              | 2,2                                  | 1,3           | 1,6         | 2,2        | 2,1                        | 3,1          | 2,8        |
| July      | 12,9                                         | 11,4      | 3,6                          | 1,5      | 0,4                          | 8,3                                              | 2,1                                  | 1,3           | 1,6         | 2,2        | 2,0                        | 3,0          | 2,7        |
| Aug.      | 13,1                                         | 11,6      | 3,8                          | 1,5      | 0,4                          | 8,2                                              | 2,1                                  | 1,3           | 1,4         | 2,2        | 2,0                        | 2,9          | 2,7        |
| Sep.      | 13,3                                         | 11,7      | 3,7                          | 1,5      | 0,4                          | 8,2                                              | 2,2                                  | 1,3           | 1,6         | 2,2        | 2,0                        | 2,9          | 2,6        |

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    | -2,5    | -1,3    | -7,2   | -6,7  | -6,6   | -2,6    | -8,9  | -1,6   |
| 2022                               | -3,6    | -1,9    | -1,0    | 1,6     | -2,6   | -4,6  | -4,7   | 0,1     | -8,1  | 2,7    |
| 2023                               | -4,0    | -2,5    | -2,7    | 1,4     | -1,4   | -3,3  | -5,4   | -0,8    | -7,2  | 1,7    |
| 2024                               | -4,4    | -2,7    | -1,7    | 4,0     | 1,2    | -3,2  | -5,8   | -1,9    | -3,4  | 4,1    |
| 2024 Q3                            | -4,3    | -2,8    | -2,7    | 4,3     | 0,8    | -2,8  | -5,7   | -2,1    | -5,2  | 3,6    |
| Q4                                 | -4,4    | -2,7    | -1,7    | 4,0     | 1,2    | -3,2  | -5,8   | -1,9    | -3,4  | 4,1    |
| 2025 Q1                            | -4,6    | -2,4    | -1,2    | 4,0     | 2,5    | -3,2  | -5,7   | -2,6    | -3,4  | 4,2    |
| Q2                                 | -4,7    | -2,2    | -0,9    | 3,7     | 2,2    | -3,2  | -5,6   | -3,0    | -2,9  | 4,4    |
| Government debt                    |         |         |         |         |        |       |        |         |       |        |
| 2021                               | 108,7   | 67,9    | 18,4    | 52,4    | 197,3  | 115,7 | 112,8  | 78,2    | 145,8 | 96,5   |
| 2022                               | 103,4   | 64,4    | 19,2    | 42,9    | 177,8  | 109,3 | 111,4  | 68,5    | 138,4 | 80,3   |
| 2023                               | 102,4   | 62,3    | 20,2    | 41,8    | 164,3  | 105,2 | 109,8  | 60,9    | 133,9 | 71,1   |
| 2024                               | 103,9   | 62,2    | 23,5    | 38,3    | 154,2  | 101,6 | 113,2  | 57,4    | 134,9 | 62,8   |
| 2024 Q3                            | 104,8   | 62,0    | 23,8    | 40,0    | 158,3  | 104,2 | 113,7  | 59,2    | 135,6 | 66,7   |
| Q4                                 | 103,9   | 62,2    | 23,5    | 38,3    | 153,6  | 101,6 | 113,2  | 57,4    | 134,9 | 62,8   |
| 2025 Q1                            | 106,0   | 62,0    | 23,9    | 34,5    | 152,4  | 103,4 | 114,1  | 58,3    | 137,4 | 62,1   |
| Q2                                 | 106,2   | 62,4    | 23,2    | 33,3    | 151,2  | 103,4 | 115,8  | 57,5    | 138,3 | 61,2   |

|                                    | 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   | -1,1      | 1,1        | -7,0  | -2,3        | -5,7    | -2,8     | -4,6     | -5,1     | -2,7    |
| 2022                               | -4,9   | -0,7      | 0,2        | -5,3  | 0,0         | -3,4    | -0,3     | -3,0     | -1,6     | -0,2    |
| 2023                               | -2,4   | -0,7      | -0,7       | -4,4  | -0,4        | -2,6    | 1,3      | -2,6     | -5,3     | -2,9    |
| 2024                               | -1,8   | -1,3      | 0,9        | -3,5  | -0,9        | -4,7    | 0,5      | -0,9     | -5,5     | -4,4    |
| 2024 Q3                            | -1,7   | -1,4      | 0,5        | -3,0  | -0,3        | -3,9    | 0,6      | -1,7     | -5,2     | -4,2    |
| Q4                                 | -1,8   | -1,3      | 0,9        | -3,5  | -0,9        | -4,7    | 0,5      | -0,9     | -5,5     | -4,4    |
| 2025 Q1                            | -1,2   | -1,3      | 0,5        | -3,1  | -1,3        | -4,9    | 0,7      | -1,6     | -5,3     | -4,2    |
| Q2                                 | -1,7   | -1,8      | -0,4       | -4,0  | -1,4        | -4,9    | 0,5      | -1,8     | -4,8     | -3,9    |
| Government debt                    |        |           |            |       |             |         |          |          |          |         |
| 2021                               | 45,9   | 43,3      | 24,2       | 49,8  | 50,5        | 82,4    | 123,9    | 74,8     | 60,2     | 73,1    |
| 2022                               | 44,4   | 38,3      | 24,9       | 50,3  | 48,4        | 78,1    | 111,2    | 72,8     | 57,8     | 74,0    |
| 2023                               | 44,4   | 37,1      | 24,7       | 47,0  | 45,8        | 77,8    | 96,9     | 68,3     | 55,8     | 77,1    |
| 2024                               | 46,6   | 38,0      | 26,3       | 46,2  | 43,7        | 79,9    | 93,6     | 66,6     | 59,7     | 82,5    |
| 2024 Q3                            | 47,4   | 38,0      | 25,6       | 44,9  | 42,6        | 81,6    | 95,9     | 66,3     | 60,1     | 82,2    |
| Q4                                 | 46,6   | 38,0      | 26,3       | 46,2  | 43,7        | 79,9    | 93,6     | 66,6     | 59,7     | 82,5    |
| 2025 Q1                            | 45,4   | 40,4      | 26,1       | 46,7  | 43,2        | 83,1    | 95,0     | 69,5     | 63,2     | 84,2    |
| Q2                                 | 48,0   | 39,1      | 25,1       | 46,9  | 42,7        | 82,3    | 96,8     | 69,4     | 62,9     | 88,4    |

Source: Eurostat.

© **Banque centrale européenne, 2025**

Adresse postale 60640 Frankfurt am Main, Allemagne

Téléphone +49 69 1344 0

Site internet [www.ecb.europa.eu](http://www.ecb.europa.eu)

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

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

La date d'arrêt des statistiques figurant dans cette publication est le 29 octobre 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-01-25-043-FR-N (PDF)

Directeur de la publication : Claude Piot

Secrétaire général