



BANQUE CENTRALE EUROPÉENNE
EUROSYSTEME

Bulletin économique

Numéro 2 / 2026



Sommaire

Évolutions économiques, financières et monétaires	3
Vue d'ensemble	3
1 Environnement extérieur	10
2 Activité économique	18
3 Prix et coûts	28
4 Évolutions sur les marchés financiers	37
5 Conditions de financement et évolutions du crédit	42
6 Évolutions budgétaires	48
Encadrés	51
1 Qui supporte les coûts de la hausse des droits de douane américains ?	51
2 Libérer le potentiel commercial : les avantages d'une amélioration des paiements transfrontières	57
3 Non-linéarités des prix du pétrole : quelles sont les conditions déterminantes ?	63
4 Comment l'incertitude relative à la politique commerciale affecte-t-elle l'activité économique de la zone euro ?	72
5 De la brique au clic : une évaluation de l'investissement dans le numérique en zone euro	78
6 Adopter l'IA, investir dans l'IA : éléments recueillis auprès des entreprises de la zone euro dans le cadre de l'enquête SAFE	84
7 Implications financières et macroéconomiques de la hausse des taux à très long terme	90
8 Conditions de la liquidité et opérations de politique monétaire du 5 novembre 2025 au 10 février 2026	98
Article	104
1 Favoriser l'efficacité des investissements publics en période de contraintes budgétaires	104
Encadré 1 Effets macroéconomiques à moyen terme de l'augmentation des dépenses publiques et de leur composition – le cas de l'Allemagne	109

Évolutions économiques, financières et monétaires

Vue d'ensemble

Lors de sa réunion du 19 mars 2026, le Conseil des gouverneurs a décidé de laisser inchangés les trois taux directeurs de la BCE. Il est déterminé à assurer la stabilisation de l'inflation au niveau de la cible de 2 % à moyen terme. La guerre au Moyen-Orient a considérablement accentué l'incertitude entourant les perspectives, créant des risques à la hausse pour l'inflation et des risques à la baisse pour la croissance économique. Elle aura une incidence significative sur l'inflation à court terme via le renchérissement de l'énergie. Ses implications à moyen terme dépendront de l'intensité et de la durée du conflit ainsi que de la manière dont les prix de l'énergie affectent les prix à la consommation et l'économie.

Le Conseil des gouverneurs est en bonne position pour faire face à cette incertitude. L'inflation se situe autour de la cible de 2 %, les anticipations d'inflation à plus long terme sont bien ancrées, et l'économie a fait preuve de résilience ces derniers trimestres. Les informations qui deviendront disponibles au cours de la période à venir permettront au Conseil des gouverneurs d'évaluer l'incidence de la guerre sur les perspectives d'inflation et les risques entourant ces perspectives. Le Conseil des gouverneurs suit de près la situation, et son approche fondée sur les données l'aidera à définir l'orientation appropriée de la politique monétaire.

Les projections macroéconomiques de mars 2026 établies par les services de la BCE pour la zone euro intègrent exceptionnellement des informations allant jusqu'au 11 mars, une date d'arrêt plus tardive que d'ordinaire. Selon le scénario de base, l'inflation totale s'établirait en moyenne à 2,6 % en 2026, 2,0 % en 2027 et 2,1 % en 2028. L'inflation a été révisée à la hausse par rapport aux projections de décembre 2025 pour la zone euro établies par les services de l'Eurosystème, en particulier pour 2026, étant donné que les prix de l'énergie seront plus élevés en raison de la guerre au Moyen-Orient. S'agissant de l'inflation hors énergie et produits alimentaires, nos services tablent sur une hausse moyenne de 2,3 % en 2026, 2,2 % en 2027 et 2,1 % en 2028. Ces taux sont aussi plus élevés que ceux anticipés dans les projections de décembre 2025, principalement du fait de la transmission du renchérissement de l'énergie à l'inflation hors énergie et produits alimentaires. Selon les services de la BCE, la croissance économique s'établirait en moyenne à 0,9 % en 2026, 1,3 % en 2027 et 1,4 % en 2028. Cela implique une révision à la baisse, en particulier pour 2026, reflétant les effets à l'échelle mondiale de la guerre sur les marchés des matières premières, les revenus réels et la confiance. Cela étant, le faible niveau de chômage, la solidité des bilans dans le secteur privé, et les dépenses publiques consacrées à la défense et aux infrastructures devraient continuer de soutenir la croissance.

Conformément à l'engagement énoncé par le Conseil des gouverneurs dans sa stratégie de politique monétaire d'intégrer les risques et l'incertitude dans son processus de décision, les services de la BCE ont aussi évalué comment la guerre au Moyen-Orient pourrait affecter la croissance économique et l'inflation dans plusieurs scénarios illustratifs alternatifs. Ces scénarios sont inclus dans les projections macroéconomiques de mars 2026, disponibles sur le site internet de la BCE. L'analyse de scénarios tend à indiquer qu'une perturbation prolongée de l'approvisionnement en pétrole et en gaz se traduirait par une inflation supérieure, et une croissance inférieure, aux projections de base. Les implications pour l'inflation à moyen terme dépendent de manière cruciale de l'ampleur des effets indirects et de second tour d'un choc énergétique plus important et plus persistant.

Le Conseil des gouverneurs suivra une approche s'appuyant sur les données pour définir, réunion par réunion, l'orientation appropriée de la politique monétaire. Plus particulièrement, ses décisions relatives aux taux directeurs seront fondées sur son évaluation des perspectives d'inflation et des risques entourant ces perspectives, compte tenu des données économiques et financières disponibles, de la dynamique de l'inflation sous-jacente et de la force de la transmission de la politique monétaire. Le Conseil des gouverneurs ne s'engage pas à l'avance sur une trajectoire de taux particulière.

Activité économique

L'économie a crû de 0,2 % au quatrième trimestre 2025, sous l'effet d'une augmentation de la demande intérieure. Les ménages ont accru leurs dépenses, les revenus réels ayant progressé et le chômage étant resté proche de son point bas historique. L'activité dans la construction et la rénovation de logements s'est renforcée, et les entreprises ont davantage investi, en particulier dans des domaines tels que la recherche-développement, les logiciels et les bases de données. La croissance n'a plus été freinée par les exportations nettes comme ce fut le cas au cours des deux trimestres précédents, et a principalement été soutenue par les services.

Selon les services de la BCE, la consommation privée resterait le principal moteur de la croissance à moyen terme. L'investissement devrait également continuer de croître, étant donné que les gouvernements dépensent davantage dans la défense et les infrastructures et que les entreprises investissent de plus en plus dans les nouvelles technologies numériques. L'environnement extérieur reste difficile, notamment au vu de la volatilité des politiques commerciales dans le monde.

La guerre au Moyen-Orient perturbe les marchés des matières premières et pèse sur les revenus réels et la confiance. Cela a donné lieu à une révision à la baisse de la consommation et de l'investissement dans les projections de base établies par les services de la BCE, en particulier pour 2026. Les projections de base tablent sur une croissance annuelle du PIB en volume de 0,9 % en 2026, 1,3 % en 2027 et 1,4 % en 2028. Comparé aux projections de décembre 2025, la croissance du PIB a été révisée à la baisse de 0,3 point de pourcentage pour 2026 et de 0,1 point de

pourcentage pour 2027, en raison de l'intensification de la guerre au Moyen-Orient. Le taux anticipé pour 2028 demeure en revanche inchangé. L'effet serait encore plus prononcé dans des scénarios alternatifs prévoyant un choc énergétique plus sévère et plus durable.

Les projections de base établies par les services de la BCE reposent sur les trajectoires des prix des contrats à terme sur les matières premières énergétiques à la date d'arrêt du 11 mars 2026. Selon ces projections, le scénario de base table sur une poussée de l'inflation, qui pèsera sur le pouvoir d'achat, les dépenses de consommation et, par conséquent, la croissance du PIB, en particulier à court terme. Sous réserve d'une diminution relativement rapide des prix de l'énergie (telle qu'intégrée dans les contrats à terme sur les matières premières énergétiques) et des incertitudes, ce ralentissement devrait être temporaire. À moyen terme, la demande intérieure devrait rester le principal moteur de la croissance dans la zone euro, grâce à la résilience du marché du travail et aux dépenses publiques consacrées aux infrastructures et à la défense, en particulier en Allemagne. Sur le plan extérieur, alors que la croissance des exportations devrait s'accélérer sous l'effet de l'amélioration de la demande émanant de l'étranger, la zone euro va probablement continuer de perdre des parts de marché à l'international du fait de ses problèmes persistants de compétitivité, dont certains sont de nature structurelle, et ce malgré des droits de douane sur les exportations vers les États-Unis légèrement plus faibles que ceux observés au moment des projections de décembre 2025.

Le Conseil des gouverneurs a souligné le besoin urgent de renforcer l'économie la zone euro tout en maintenant des finances publiques saines. Toute réponse budgétaire au choc des prix de l'énergie devrait être temporaire, ciblée et adaptée. La crise énergétique actuelle souligne l'impératif de réduire davantage la dépendance aux combustibles fossiles. L'achèvement de l'union pour l'épargne et l'investissement est fondamental pour financer l'innovation et soutenir les transitions écologique et numérique. L'euro numérique et la monnaie de banque centrale interbancaire tokenisée renforceront l'autonomie stratégique, la compétitivité et l'intégration financière de l'Europe, et stimuleront l'innovation dans le domaine des paiements. Il est donc essentiel d'adopter rapidement le règlement établissant l'euro numérique. La simplification et l'harmonisation des règles dans l'ensemble du marché unique de l'UE favoriseront une croissance plus rapide des entreprises européennes.

Inflation

L'inflation annuelle dans la zone euro, mesurée par l'indice des prix à la consommation harmonisé (IPCH), s'est établie à 1,9 % en février, après 1,7 % en janvier. Les prix de l'énergie ont été inférieurs de 3,1 % à leur niveau de février dernier, après une baisse de 4,0 % en janvier 2026. L'augmentation des prix des produits alimentaires s'est légèrement ralentie, à 2,5 %. En revanche, l'inflation hors énergie et produits alimentaires a augmenté, à 2,4 % en février, contre 2,2 % en janvier, en raison d'une accentuation de la hausse des prix des biens, à 0,7 %

après 0,4 %, et de la hausse plus marquée des prix des services, à 3,4 % après 3,2 %.

Les indicateurs de l'inflation sous-jacente ont peu évolué ces derniers mois et restent conformes à la cible du Conseil des gouverneurs de 2 % à moyen terme. Les bénéfices des entreprises se sont encore redressés au quatrième trimestre 2025, tandis que les coûts unitaires de main-d'œuvre ont crû à un taux comparable à celui du trimestre précédent. La croissance de la rémunération par tête s'est ralentie à 3,7 %, contre 4,0 % au troisième trimestre. La croissance des salaires négociés et les indicateurs prospectifs, tels que l'outil de suivi des salaires de la BCE et les résultats d'enquêtes sur les anticipations relatives aux salaires, laissent présager une poursuite de la modération des coûts de main-d'œuvre courant 2026, ce qui devrait favoriser le retour de l'inflation au niveau de la cible.

L'augmentation des prix de l'énergie provoquée par la guerre au Moyen-Orient se traduira par une inflation supérieure à 2 % à court terme. Plus particulièrement, l'inflation devrait fortement s'accroître pour s'établir à 3,1 % au deuxième trimestre 2026, sous l'effet d'une hausse significative des prix de l'énergie due à la guerre, avant de se ralentir à 2,8 % au troisième trimestre à la suite du recul des prix des matières premières énergétiques tel qu'intégré dans les contrats à terme. Selon les projections de base, l'évolution des prix de l'énergie deviendra négative en 2027, principalement du fait d'effets de base baissiers, puis se redressera sensiblement en 2028, en raison de l'effet haussier de 0,2 point de pourcentage sur l'inflation totale escompté pour cette période du fait de la mise en œuvre du système d'échange de quotas d'émission de l'UE 2 (SEQE2). L'augmentation des prix des denrées alimentaires devrait s'accroître à partir de fin 2026, les tensions sur les coûts résultant de la flambée des prix de l'énergie se répercutant sur les prix à la consommation des produits alimentaires, avant de s'atténuer en 2028. La hausse de l'IPCH hors énergie et produits alimentaires (IPCHX) devrait se modérer, de 2,4 % en 2025 à 2,1 % en 2028. Bien que l'inflation mesurée par l'IPCHX soit également touchée par les tensions sur les coûts résultant de l'envolée des prix de l'énergie, ces effets devraient être tempérés par une atténuation des tensions sur les coûts de main-d'œuvre, l'appréciation antérieure de l'euro et le niveau de pénétration des importations en provenance de Chine. De manière générale, les projections de base tablent sur une accélération de l'inflation mesurée par l'IPCH, de 2,1 % en 2025 à 2,6 % en 2026, puis sur un recul à 2,0 % en 2027 et un léger redressement à 2,1 % en 2028. La hausse des salaires se ralentira au cours des prochaines années, mais à un rythme plus lent que celui anticipé dans les projections précédentes, en raison de certains effets de compensation de l'inflation liés au choc sur les prix de l'énergie. Par rapport aux projections de décembre 2025, les perspectives d'inflation totale (IPCH) ont été revues à la hausse de 0,7 point de pourcentage pour 2026, essentiellement du fait de la composante énergie. Elles ont aussi été relevées de 0,2 point de pourcentage pour 2027 et de 0,1 point de pourcentage pour 2028, à mesure que les tensions sur les coûts dues aux prix plus élevés de l'énergie se répercuteront sur les composantes IPCHX et alimentation, tandis que l'évolution de la composante énergie a été légèrement révisée à la baisse. L'ampleur des révisions à la hausse de l'inflation serait encore plus marquée

dans des scénarios alternatifs prévoyant un choc énergétique plus sévère et plus durable.

Le renchérissement de l'énergie, s'il s'avérait plus persistant, pourrait entraîner une hausse plus générale de l'inflation par le biais des effets indirects et de second tour – une situation qui requiert un suivi attentif. Les anticipations d'inflation des marchés financiers ont nettement augmenté sur les horizons à plus court terme. La plupart des mesures des anticipations d'inflation à long terme s'établissent autour de 2 %, allant dans le sens de la stabilisation de l'inflation au niveau de la cible du Conseil des gouverneurs.

Évaluation des risques

Les risques pesant sur les perspectives de croissance sont orientés à la baisse, en particulier à court terme. La guerre au Moyen-Orient constitue un risque baissier pour l'économie de la zone euro, accentuant la volatilité de l'environnement politique mondial. Une guerre prolongée pourrait entraîner une augmentation des prix de l'énergie plus importante et plus durable qu'anticipé actuellement, et peser également sur la confiance. Ces facteurs pourraient éroder les revenus et rendre les entreprises et les ménages plus réticents à investir et à dépenser. Une détérioration de la confiance sur les marchés financiers mondiaux pourrait freiner davantage la demande. Des frictions supplémentaires dans les échanges commerciaux internationaux pourraient perturber les chaînes d'approvisionnement, réduire les exportations et affaiblir la consommation et l'investissement. D'autres tensions géopolitiques, en particulier la guerre injustifiée menée par la Russie contre l'Ukraine, demeurent une source majeure d'incertitude. À l'inverse, la croissance pourrait être plus forte si les répercussions économiques de la guerre au Moyen-Orient se révélaient être de plus courte durée qu'anticipé actuellement. De plus, les dépenses prévues en matière de défense et d'infrastructures, des réformes visant à améliorer la productivité et l'adoption par les entreprises de la zone euro de nouvelles technologies pourraient soutenir la croissance davantage qu'attendu. De nouveaux accords commerciaux et une plus forte intégration du marché unique seraient aussi de nature à attiser la croissance au-delà des anticipations actuelles.

Les risques entourant les perspectives d'inflation sont orientés à la hausse, à court terme en particulier. Une guerre prolongée au Moyen-Orient pourrait se traduire par un renchérissement de l'énergie plus important et plus durable qu'attendu actuellement, et accroître davantage l'inflation dans la zone euro. Ce risque pourrait se renforcer et devenir plus persistant si les anticipations d'inflation et la croissance des salaires augmentaient elles aussi, si la hausse des prix de l'énergie se transmettait à l'inflation hors énergie dans une plus grande mesure qu'anticipé dans le scénario de base, ou si la guerre perturbait plus largement les chaînes d'approvisionnement mondiales. Les tensions commerciales actuelles pourraient aussi entraîner une plus grande fragmentation des chaînes d'approvisionnement mondiales, réduire l'offre de matières premières critiques et accentuer les contraintes de capacité au sein de l'économie de la zone euro. À l'inverse, l'inflation pourrait être plus faible si les répercussions économiques de la guerre au Moyen-

Orient étaient de plus courte durée ou si les effets indirects et de second tour s'avéraient moins prononcés qu'anticipé actuellement. L'inflation pourrait aussi être plus faible si les droits de douane réduisaient la demande d'exportations adressée à la zone euro de manière plus importante qu'attendu et si les pays en surcapacité augmentaient encore leurs exportations vers la zone euro. Des marchés financiers plus volatils et plus réticents à prendre des risques pourraient peser sur la demande et ainsi faire également reculer l'inflation.

Conditions financières et monétaires

La guerre au Moyen-Orient a eu une incidence prononcée sur les marchés financiers mondiaux. Les conditions financières globales se sont durcies depuis la dernière réunion de politique monétaire du conseil des Gouverneurs le 5 février 2026. Les marchés boursiers se sont repliés et les taux d'intérêt de marché dans la zone euro, en particulier ceux à court terme, ont sensiblement augmenté.

En janvier, les taux d'intérêt bancaires appliqués aux entreprises et le coût du financement par endettement de marché sont tous deux restés à 3,6 %, tandis que le taux d'intérêt moyen sur les nouveaux prêts hypothécaires a légèrement augmenté, à 3,4 %. Les prêts bancaires aux entreprises ont augmenté à un rythme annuel de 2,8 % en janvier, après 3,0 % en décembre 2025. Cette évolution a toutefois été contrebalancée par une augmentation des émissions d'obligations d'entreprises, dont le taux de croissance annuel s'est établi à 4,0 %, après 3,5 % en décembre. Les prêts hypothécaires se sont accrus de 3,0 %, sans changement par rapport à décembre.

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 19 mars 2026, le Conseil des gouverneurs a décidé de laisser inchangés les trois taux directeurs de la BCE. Il 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.

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

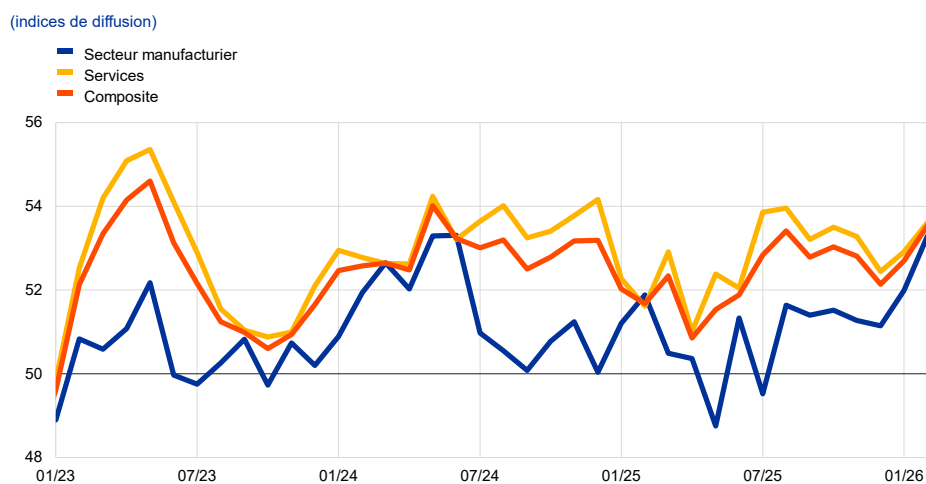
1 Environnement extérieur

Les effets négatifs de la guerre au Moyen-Orient sur l'économie mondiale résultent principalement de la forte hausse des prix de l'énergie. Conjuguée au durcissement des conditions financières et à l'incertitude accrue, cette évolution a eu un impact négatif sur l'économie mondiale, auparavant soutenue par une hausse de l'investissement dans le domaine de l'intelligence artificielle (IA) et par des politiques économiques favorables. Même si la baisse des droits de douane américains à la suite d'une décision de la Cour suprême américaine a soutenu dans une certaine mesure la croissance, l'incertitude relative à la politique commerciale demeure élevée. Selon les estimations, la guerre entraînera un ralentissement de la croissance du PIB mondial en volume de 0,4 point de pourcentage au cours des deux prochaines années, reflétant la trajectoire attendue des prix des matières premières énergétiques. Cette baisse contrebalance les effets de report positifs résultant d'une croissance plus forte que prévu fin 2025 et la modeste impulsion donnée par la diminution des droits de douane américains. L'inflation mondiale totale mesurée par l'indice des prix à la consommation (IPC) a été révisée à la hausse sur les deux prochaines années, en raison du choc sur les prix de l'énergie. Au cours des premiers mois de cette année, l'impact inflationniste du renchérissement de l'énergie a été partiellement contrebalancé par des données d'inflation plus faibles que prévu et par les effets de la baisse des droits de douane.

Avant la guerre, l'économie mondiale montrait des signes de résilience. Cette résilience s'expliquait par l'augmentation des investissements privés dans l'IA et un dosage des politiques (*policy mix*) favorable dans les principales économies, qui ont tous deux contribué à amortir les effets défavorables liés aux droits de douane. Même si la baisse des droits de douane américains à la suite d'une décision de la Cour suprême américaine a soutenu dans une certaine mesure la croissance, l'incertitude relative à la politique commerciale demeure élevée. La croissance du PIB mondial en volume (hors zone euro) est revenue à 0,8 % au quatrième trimestre 2025, après 1,0 % au trimestre précédent. Cette évolution est supérieure aux anticipations, en raison d'une croissance plus forte que prévu dans les économies émergentes asiatiques, y compris en Chine. Les derniers indicateurs mensuels disponibles font état d'une accélération de la dynamique de croissance au premier trimestre 2026 par rapport à la fin de l'année précédente. Par exemple, en février, l'indice composite des directeurs d'achat (PMI) pour la production mondiale a atteint des niveaux jamais observés en près de deux ans, la production dans les secteurs manufacturier et des services s'étant améliorée (graphique 1). Toutefois, ces signaux doivent être replacés dans le contexte d'effets défavorables déclenchés par la guerre, notamment la forte hausse des prix mondiaux des matières premières énergétiques, le durcissement des conditions financières mondiales et l'incertitude accrue.

Graphique 1

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



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

Notes : La ligne horizontale à 50 marque la ligne de référence neutre qui distingue l'expansion de la contraction. Les dernières observations se rapportent à février 2026.

Les prix du pétrole et du gaz ont nettement augmenté dans le contexte d'escalade du conflit au Moyen-Orient.

Les prix du pétrole ont fortement augmenté, de 84 %, depuis le début de la période sous revue (18 décembre 2025). À la suite des frappes américaines et israéliennes sur l'Iran et des représailles iraniennes qui ont suivi, les prix du pétrole ont augmenté pour atteindre environ 104 dollars le baril. Cette forte hausse reflète des préoccupations selon lesquelles les expéditions par le détroit d'Ormuz, qui représentent environ 20 % de l'approvisionnement mondial en pétrole et connaissent déjà des perturbations, pourraient être de nouveau entravées ou que la production de pétrole de l'Iran et les infrastructures énergétiques régionales pourraient être affectées. Ces dernières semaines, les prix du pétrole ont connu une forte volatilité, plusieurs facteurs déclenchant de manière intermittente des baisses brutales par rapport aux points hauts récents. En particulier, les déclarations de l'administration américaine suggérant que le conflit pourrait prendre fin « très bientôt » ont conduit les investisseurs à revoir à la baisse leurs anticipations concernant la durée de la guerre. En outre, l'OPEP+ a annoncé une augmentation de sa production à compter d'avril 2026, et les pays membres de l'Organisation de coopération et de développement économiques (OCDE) ont accepté, sous la coordination de l'Agence internationale de l'énergie, de libérer une partie de leurs réserves stratégiques pour contribuer à contenir la flambée des prix du pétrole ¹. Les risques géopolitiques ont également fortement affecté les prix du gaz en Europe, qui ont augmenté de 98 %, environ 20 % des approvisionnements mondiaux en gaz naturel liquéfié – principalement en provenance du Qatar – transitant également par le détroit d'Ormuz. Les prix du gaz sont particulièrement vulnérables en raison des niveaux historiquement bas des stocks européens. Les stocks se situent actuellement autour de 29 % de la capacité de stockage, soit un niveau proche du minimum saisonnier, d'où l'exposition particulièrement élevée des prix du gaz à

¹ 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.

d'éventuelles perturbations de l'offre. Les prix des produits alimentaires ont diminué de 7 %, principalement en raison de la baisse des prix du cacao qui reflète l'amélioration des conditions météorologiques en Afrique de l'Ouest. En revanche, les prix des métaux ont augmenté de 11 %, en grande partie en raison d'une hausse des prix de l'aluminium après qu'un important producteur bahreïmien a annoncé ne pas pouvoir honorer ses obligations contractuelles en raison de circonstances indépendantes de sa volonté.

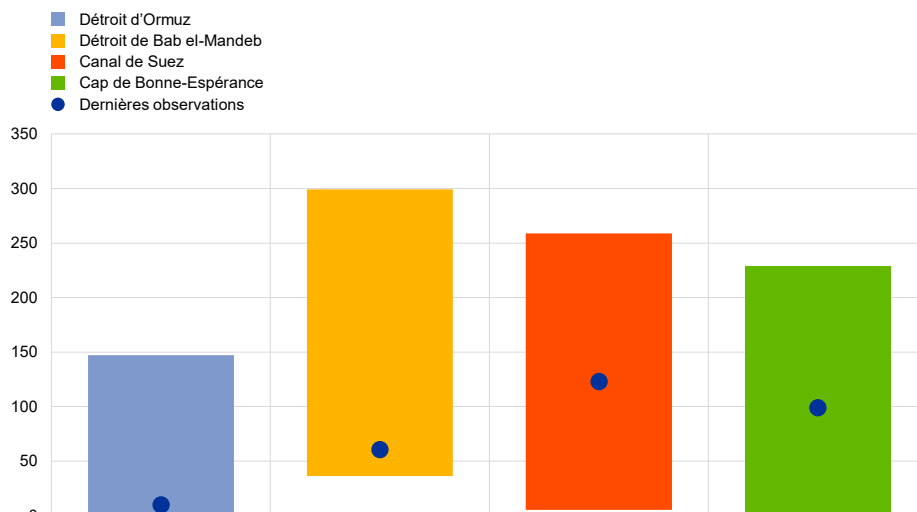
La forte hausse des prix mondiaux des matières premières énergétiques déclenchée par la guerre reflète l'importante baisse des expéditions par le détroit d'Ormuz. Les premières informations tirées des données à haute fréquence de suivi des déplacements des navires suggèrent que le nombre de pétroliers transitant par le détroit d'Ormuz a fortement diminué et que les coûts mondiaux du transport maritime de pétrole ont considérablement augmenté (graphique 2). Toutefois, le commerce mondial de marchandises semble peu exposé, les porte-conteneurs qui se trouvent actuellement dans le golfe Persique ne représentant qu'environ 1,6 % de la capacité mondiale de transport par porte-conteneurs. Une grande partie du trafic continue d'être redirigée vers le Cap de Bonne-Espérance à la suite de perturbations dans le canal de Suez liées à de précédentes tensions régionales et à l'intensification des risques de sécurité dans le détroit de Bab el-Mandeb depuis fin 2023 en raison des attaques des rebelles houthis contre des cargos.

Graphique 2

Trafic maritime mondial et prix

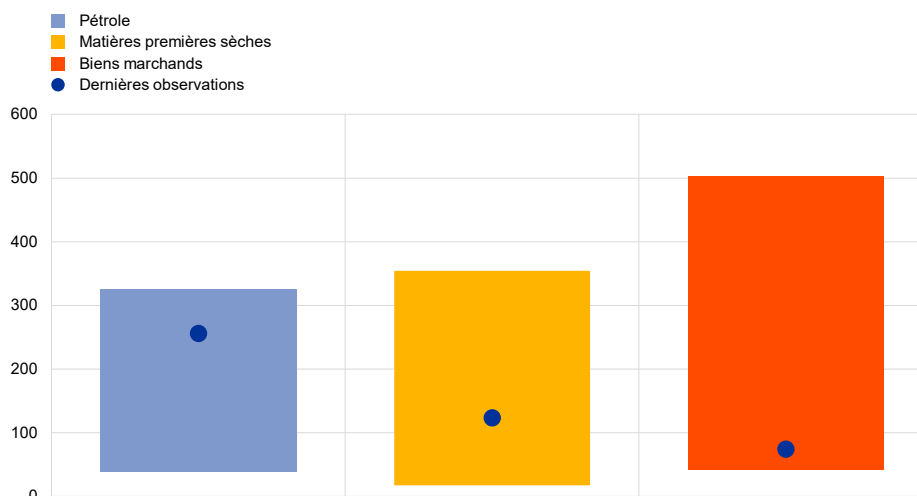
a) Passage en transit des navires aux principaux points de congestion maritimes

(indices, 2025 = 100)



b) Coûts du transport maritime

(indices, 2025 = 100)



Sources : FMI, Haver Analytics, Baltic Exchange Indices et calculs des services de la BCE.

Notes : Dans la partie a), les passages en transit valent pour tous les types de navires. Dans la partie b), les matières premières sèches désignent des marchandises telles que les céréales. Les séries sous-jacentes représentent le coût de l'affrètement d'un navire pour transporter cette marchandise à l'échelle mondiale. Dans les deux parties, les barres présentent une fourchette minimum-maximum. Ces fourchettes sont calculées depuis le 1^{er} janvier 2019. Les points bleus se rapportent aux dernières observations disponibles. Les dernières observations se rapportent au 15 mars 2026 pour la partie a) et au 18 mars 2026 pour la partie b).

Selon les estimations, la guerre au Moyen-Orient entraînera un ralentissement de la croissance du PIB mondial en volume de 0,4 point de pourcentage au cours des deux prochaines années. Cette évolution reflète les effets négatifs sur la croissance de la trajectoire attendue des prix des matières premières

énergétiques ². Elle contrebalance les effets de report positifs résultant d'une croissance plus forte que prévu fin 2025 et la modeste impulsion donnée par la baisse des droits de douane américains. La croissance du PIB mondial en volume devrait revenir de 3,6 % en 2025, à 3,3 % en 2026 et rester stable par la suite, à un niveau globalement inchangé par rapport aux projections précédentes ³.

Les incertitudes liées à la guerre ont orienté à la baisse la balance des risques pesant sur la croissance mondiale, les risques sur l'inflation s'orientant à la hausse. Les risques associés à la guerre au Moyen-Orient semblent largement asymétriques, des répercussions sévères accrues étant considérées comme plus probables que des répercussions modérées. En revanche, d'autres risques macroéconomiques et financiers majeurs tels que les droits de douane, les évolutions liées à l'IA et les effets des politiques économiques demeurent orientés dans les deux sens et équilibrés, comme dans les précédents exercices de projections.

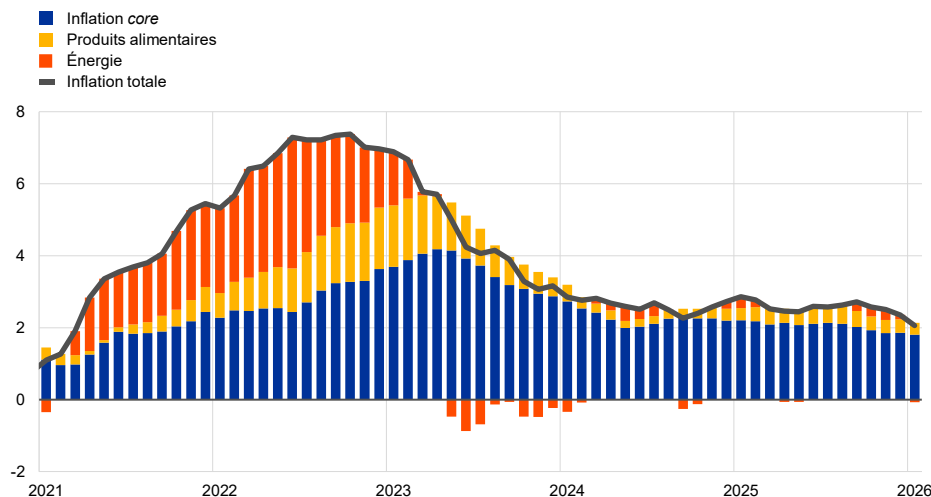
Avant la guerre, l'inflation totale dans les pays membres de l'OCDE avait continué de s'orienter à la baisse, sous l'effet principalement du recul des prix de l'énergie. Le taux d'inflation annuel mesuré par l'IPC dans les pays membres de l'OCDE (à l'exception de la Turquie) est revenu à 2,1 % en janvier, après 2,4 % en décembre. Toutes les composantes ont contribué à ce résultat, mais la contribution de la baisse des prix de l'énergie a été la plus importante (graphique 3).

² Les prix des contrats à terme sur les matières premières énergétiques au-delà d'un an ont moins été influencés par la guerre que les prix au comptant, reflétant probablement les anticipations des investisseurs selon lesquelles les perturbations causées par la guerre seront résolues au cours de cette période. Cette perspective est soutenue par les densités implicites tirées des options, qui indiquent que les risques à moyen terme entourant les prix futurs, en particulier pour le pétrole, demeurent équilibrés, tandis que les risques à court terme sont fortement orientés à la hausse.

³ Pour de plus amples détails, cf. « [Projections macroéconomiques établies par les services de la BCE pour la zone euro, mars 2026](#) ».

Graphique 3 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 janvier 2026.

La tendance baissière de l'inflation dans les pays membres de l'OCDE devrait s'inverser rapidement, en raison du choc sur les prix de l'énergie résultant de la guerre. La projection d'inflation mondiale totale mesurée par l'IPC a été révisée à la hausse pour les deux prochaines années, en raison du choc sur les prix de l'énergie⁴. Cette année, l'effet inflationniste du renchérissement de l'énergie a été jusqu'à présent partiellement contrebalancé par des données d'inflation plus faibles que prévu et par les effets de la baisse des droits de douane. L'inflation totale mondiale devrait se maintenir à 3,1 % en 2026, sans changement par rapport à l'année précédente, avant de ralentir à 2,7 % en 2027 et 2,5 % en 2028.

La croissance des importations mondiales devrait baisser en 2026, à mesure que les effets de l'anticipation des importations se dissipent et que les effets négatifs des droits de douane et de la guerre se transmettent. Les taux de croissance trimestriels des importations mondiales ont fortement diminué au second semestre 2025, même si les données du troisième trimestre ont été légèrement plus élevées qu'estimé précédemment. La croissance des importations mondiales devrait progressivement se normaliser tout au long de 2026 et rester stable par la suite. Sur la période 2027-2028, les importations mondiales devraient augmenter en ligne avec l'activité économique mondiale. Les importations mondiales ont augmenté de 5,0 % en 2025, soit nettement plus que prévu en décembre 2025 (en hausse de 0,6 point de pourcentage). Leur taux de croissance devrait revenir à 2,3 % en 2026, avant de se redresser pour atteindre 2,9 % en 2027 et 3,2 % en 2028.

Aux États-Unis, la croissance du PIB en volume s'est ralentie au quatrième trimestre 2025, principalement en raison de l'arrêt des activités du

⁴ Les projections macroéconomiques établies par les services de la BCE pour l'inflation totale mesurée par l'IPC recouvrent un ensemble plus large de pays, notamment les grandes économies émergentes (par exemple, la Chine, l'Inde, le Brésil et la Russie), qui ne sont pas prises en compte dans l'inflation mesurée par l'IPC pour la zone OCDE.

gouvernement américain. L'activité économique s'est fortement ralentie, à 0,2 % en rythme trimestriel, après 1,1 % au troisième trimestre 2025. L'arrêt des activités (*shutdown*) du gouvernement américain en octobre et novembre, qui a duré 43 jours, a freiné l'activité économique, les dépenses publiques ayant fortement diminué. Toutefois, les dépenses de consommation au quatrième trimestre sont restées relativement soutenues et ont constitué un déterminant clé de la demande intérieure, malgré un léger ralentissement par rapport au troisième trimestre. Le taux d'épargne aux États-Unis a continué de baisser pour s'établir à 3,6 % au quatrième trimestre, son taux le plus bas sur les quatre dernières années. Dans le même temps, l'investissement fixe privé non résidentiel a apporté une contribution positive à la croissance, soutenu par l'essor des investissements liés à l'IA. Contrairement à début 2025, les contributions des exportations nettes et des stocks ont été très faibles. Les importations comme les exportations ont légèrement diminué au dernier trimestre 2025, la contribution des exportations nettes demeurant globalement neutre. La croissance devrait s'être accentuée au premier trimestre 2026, en grande partie en raison de l'augmentation des dépenses publiques liée aux arriérés de salaire des fonctionnaires fédéraux à la suite de l'arrêt des activités des services publics.

La hausse annuelle de l'IPC total et de l'IPC core aux États-Unis est demeurée inchangée en février, à 2,4 % et 2,5 %, respectivement, conformément aux anticipations. L'inflation dans les composantes biens et services est également restée stable, même si la baisse des prix des voitures et des camions d'occasion a masqué la hausse des prix des autres composantes des biens. Cela indique une répercussion continue des droits de douane américains sur les prix à la consommation aux États-Unis. L'inflation totale mesurée par l'indice relatif aux dépenses de consommation privée (*personal consumption expenditures*, PCE), la mesure de l'inflation privilégiée par le Système fédéral de réserve, a affiché une légère tendance haussière depuis le début de l'année dernière. En décembre, l'inflation totale annuelle mesurée par le PCE s'est établie à 2,9 % et l'inflation *core* à 3,0 %. Le poids plus faible des composantes logement dans le panier du PCE par rapport à celui de l'IPC explique la divergence entre les deux mesures de l'inflation issues des prix à la consommation. Il est toutefois inhabituel que l'inflation mesurée par le PCE dépasse celle de l'IPC. Cela suggère que les problématiques liées à la collecte de données sur les services, les prix et les loyers pourraient expliquer les résultats relativement modérés de l'inflation mesurée par l'IPC, qui doivent par conséquent être interprétés avec prudence. Dans le même temps, la baisse des taux de vacance dans les différents secteurs a encore assoupli les conditions sur le marché du travail et devrait dès lors favoriser la désinflation.

En Chine, la demande des ménages reste modérée dans un contexte d'épargne de précaution élevée. La croissance du PIB en volume a surpris favorablement, à 1,2 % au quatrième trimestre 2025, et est restée globalement comparable à la croissance de 1,1 % enregistrée le trimestre précédent. Elle résulte principalement de la résilience des exportations, qui devraient également avoir continué de soutenir la croissance au premier trimestre 2026. Les indicateurs à haute fréquence relatifs à la consommation vont dans le sens d'un certain ralentissement, la confiance des consommateurs demeurant faible et bien inférieure

aux niveaux d'avant la pandémie de COVID-19. Les ventes au détail demeurent faibles, en particulier pour les ventes intérieures de voitures, même si la consommation de services a mieux résisté. Toutefois, les autorités chinoises continuent d'accorder la priorité aux politiques axées sur l'offre, et l'objectif de croissance pour 2026 dans le cadre de leur nouveau plan quinquennal (2026-2030) se situe entre 4,5 % et 5 %. Cet objectif relativement faible suggère que les décideurs chinois acceptent un ralentissement structurel de la croissance, ce qui réduit la nécessité de mesures de relance à court terme. Les autorités chinoises ont réaffirmé leur intention de rééquilibrer la croissance vers la consommation, même si les mesures concrètes restent modestes. En parallèle, le soutien budgétaire à l'investissement devrait rester important, en particulier dans les secteurs stratégiques et de haute technologie tels que l'IA, les puces électroniques, les industries manufacturières de pointe, la biotechnologie et l'économie numérique. Dans le même temps, la Chine reste cependant exposée à une hausse des prix des matières premières énergétiques. Elle importe les trois quarts environ de sa consommation de pétrole brut, et la moitié environ de son pétrole et 16 % de ses importations de gaz transitent par le détroit d'Ormuz. Néanmoins, l'importante production nationale de charbon, l'augmentation de la capacité de production d'énergie à partir de sources renouvelables et sa capacité à diversifier les fournisseurs de matières premières énergétiques pourraient atténuer cet effet négatif. En Chine, l'inflation totale mesurée par l'IPC s'est fortement accélérée en février, et la déflation des prix à la production a continué de s'atténuer. L'inflation totale annuelle mesurée par l'IPC a atteint 1,3 % en février, après 0,2 % le mois précédent, sous l'effet de facteurs temporaires tels que les effets de base liés au calendrier du Nouvel An lunaire. L'inflation *core* (hors produits alimentaires et énergie) a également atteint 1,8 % en février, après 0,8 % en janvier, en grande partie en raison de la hausse des prix des services liés au tourisme. Les prix à la production ont diminué de 0,9 % en rythme annuel en février, soit une baisse moins importante que celle de 1,4 % enregistrée le mois précédent.

Au Royaume-Uni, la croissance du PIB en volume est restée faible au quatrième trimestre 2025, tandis que l'inflation s'est nettement ralentie début 2026. La croissance du PIB en volume a augmenté de 0,1 % au quatrième trimestre 2025, affichant une dynamique régulière mais modérée. La demande privée a été faible, dans un contexte de modération de la croissance de la consommation privée et de baisse de l'investissement privé. Les exportations nettes ont contribué négativement à l'activité économique, les exportations ayant diminué et les importations ayant augmenté. Les dépenses publiques ont apporté un certain soutien, avec une augmentation notable des investissements publics. L'activité économique devrait s'être modérément redressée au premier trimestre 2026, même si la forte hausse des prix de l'énergie devrait affaiblir cette dynamique au cours des trimestres suivants. L'inflation totale mesurée par l'IPC s'est nettement ralentie pour s'établir à 3,0 % en décembre, après 3,4 % en novembre, reflétant en partie une hausse des prix des services moins marquée. L'inflation *core* s'est également ralentie, mais de façon plus modérée.

2 Activité économique

L'activité économique dans la zone euro a affiché une croissance régulière en 2025, le PIB en volume augmentant de 1,5 % en moyenne, après 0,9 % en 2024. Au quatrième trimestre 2025, le PIB en volume a augmenté de 0,2 % en rythme trimestriel et de 0,4 % si l'on exclut les données irlandaises volatiles. La croissance a été tirée par une demande intérieure plus forte, notamment par les solides contributions de la consommation privée et de l'investissement. Toutefois, les indicateurs à court terme se sont modérés fin 2025 et jusqu'à début 2026. La production mensuelle s'est considérablement affaiblie, contrastant avec les résultats d'enquêtes, qui sont restés positifs et indiquent une poursuite de la dynamique observée avant la guerre au Moyen-Orient. Dans l'ensemble, les dernières informations disponibles vont dans le sens d'une croissance du PIB modeste au premier trimestre 2026. L'évolution de la situation au Moyen-Orient a nettement accentué l'incertitude entourant les perspectives à partir du deuxième trimestre. Les indicateurs d'incertitude extraits des instruments de marché et les mesures du risque géopolitique ont fortement augmenté pendant la première quinzaine de mars. L'expérience tirée de chocs défavorables liés à l'énergie dans le passé suggère que l'érosion du revenu réel et la détérioration de la confiance qui en résultent pourraient peser fortement sur la consommation privée. La vigueur de ces effets dépendra à la fois de l'intensité et de la durée du conflit et de ses répercussions sur l'économie. Du côté positif, des bilans sains et un niveau élevé d'épargne devraient contribuer à amortir l'impact du choc sur les ménages. S'agissant des autres composantes de la demande, les données d'enquêtes recueillies avant le conflit indiquent un renforcement de la demande de logements et une amélioration de la confiance des investisseurs. En outre, un soutien budgétaire supplémentaire, les effets du programme Next Generation EU (NGEU), la résilience des marchés du travail et l'investissement numérique, ainsi que l'impact des réductions de taux d'intérêt précédentes, devraient contribuer à maintenir la dynamique de l'investissement au cours des prochains trimestres. Les conditions sur le marché du travail demeurent stables malgré une poursuite de la modération de la demande de main-d'œuvre. Le taux de chômage est revenu à 6,1 % en janvier, après 6,2 % en décembre, demeurant à des niveaux historiquement bas.

Cette perspective se reflète globalement dans les projections macroéconomiques de mars 2026 établies par les services de la BCE pour la zone euro, qui tablent sur une croissance annuelle moyenne du PIB en volume de 0,9 % en 2026, 1,3 % en 2027 et 1,4 % en 2028. Cela implique une révision à la baisse, en particulier pour 2026, reflétant les effets à l'échelle mondiale de la guerre sur les marchés des matières premières, les revenus réels et la confiance. Cela étant, le faible niveau de chômage, la solidité des bilans dans le secteur privé, et les dépenses publiques consacrées à la défense et aux infrastructures devraient continuer de soutenir la croissance. La guerre au Moyen-Orient a considérablement accentué l'incertitude entourant les perspectives, créant des risques à la hausse pour l'inflation et des risques à la baisse pour la croissance économique. Compte tenu des niveaux très élevés d'incertitude et du fait que les effets du conflit dépendront fortement de sa

durée et de son intensité, le scénario de base s'accompagne de scénarios illustratifs alternatifs qui sont publiés avec les projections sur le site internet de la BCE ⁵.

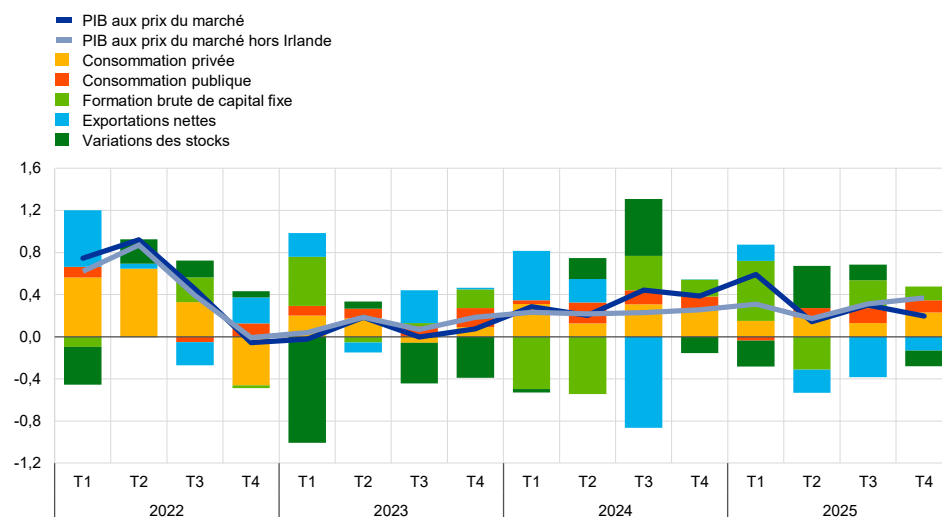
Le PIB de la zone euro a continué de croître au quatrième trimestre 2025, selon la dernière estimation d'Eurostat (graphique 4). Le PIB en volume a augmenté de 0,2 % en glissement trimestriel, portant le taux de croissance annuel moyen à 1,5 % en 2025 (en données corrigées des jours ouvrés). Cette amélioration par rapport à 2024, conjuguée à une croissance du PIB positive sur l'ensemble des trimestres de l'année dernière, souligne la résilience de l'économie de la zone euro, dans un contexte marqué par plusieurs défis mondiaux liés à la géopolitique et aux échanges commerciaux. Au quatrième trimestre 2025, la croissance du PIB a été soutenue par une demande intérieure plus forte et l'ensemble des composantes de la demande intérieure ont apporté une contribution positive, tandis que le solde commercial net et la variation des stocks ont chacun apporté une faible contribution négative. L'augmentation de la production a été principalement tirée par les services, notamment dans le secteur de l'information et de la communication. Dans le même temps, le secteur manufacturier est resté faible, car il a été directement affecté par les facteurs défavorables résultant de la hausse des droits de douane et de l'incertitude géopolitique (cf. encadré 4 sur l'impact de l'incertitude relative à la politique commerciale sur la croissance de la zone euro). La dynamique dans le secteur de la construction et de la rénovation de logements s'est renforcée, également soutenue par l'investissement public. Malgré les différences notables entre les pays, la dispersion de la croissance du PIB en volume de la zone euro a été moins hétérogène au quatrième trimestre 2025 que lors des trimestres précédents. Les résultats dans la zone euro au quatrième trimestre ont généré un effet de report de 0,3 % pour la croissance annuelle en 2026.

⁵ Cf. « [Projections macroéconomiques pour la zone euro établies par les services de la BCE, mars 2026](#) », publiées sur le site de la BCE le 19 mars 2026.

Graphique 4

PIB en volume de la zone euro et ses composantes

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



Sources : Eurostat et calculs de la BCE.

Notes : Le graphique représente également le PIB hors Irlande, car les données irlandaises sont particulièrement volatiles. Toutefois, les sous-composantes montrent la ventilation du PIB incluant l'Irlande. Les dernières observations se rapportent au quatrième trimestre 2025.

Les indicateurs à court terme se sont modérés vers la fin 2025 et jusqu'à début 2026.

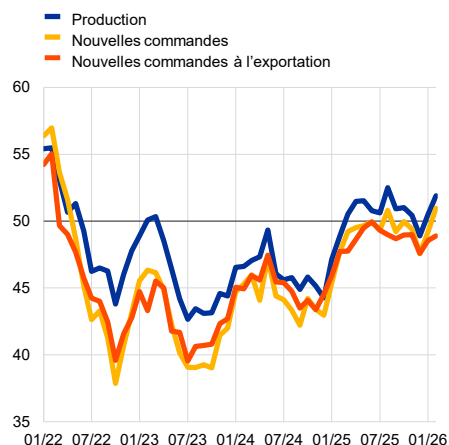
La production industrielle (hors construction) a diminué en décembre 2025 comme en janvier 2026, de 0,6 % et 1,5 % en rythme mensuel, respectivement. En conséquence, le niveau de production industrielle en janvier 2026 est ressorti à un niveau inférieur de 1,9 % à son niveau moyen pour le quatrième trimestre 2025. En revanche, les indicateurs tirés d'enquêtes sont restés plus positifs au cours des deux premiers mois de 2026. L'indice composite des directeurs d'achat (PMI) pour la production dans la zone euro signale une amélioration régulière de l'activité dans le secteur manufacturier en janvier et février, tant pour la production en cours que pour les nouvelles commandes, tandis que les nouvelles commandes à l'exportation ont continué de faire état d'une contraction (graphique 5, partie a). L'indice PMI pour les services s'est modéré au cours des deux premiers mois de l'année par rapport au niveau élevé atteint fin 2025, demeurant toutefois supérieur au seuil de 50 (graphique 5, partie b). Dans l'ensemble, les dernières informations disponibles vont dans le sens d'une croissance modeste du PIB au premier trimestre 2026.

Graphique 5

Indices PMI dans les différents secteurs de l'économie

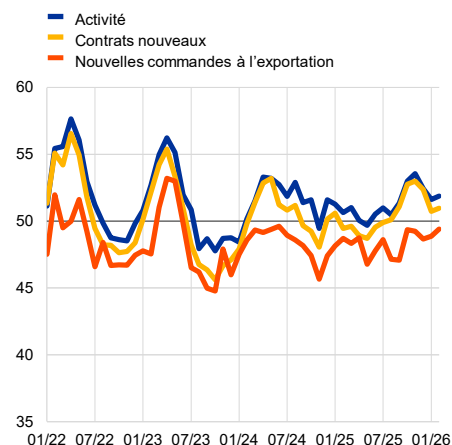
a) Secteur manufacturier

(indices de diffusion)



b) Services

(indices de diffusion)



Source : S&P Global Market Intelligence.

Note : Les dernières observations se rapportent à février 2026.

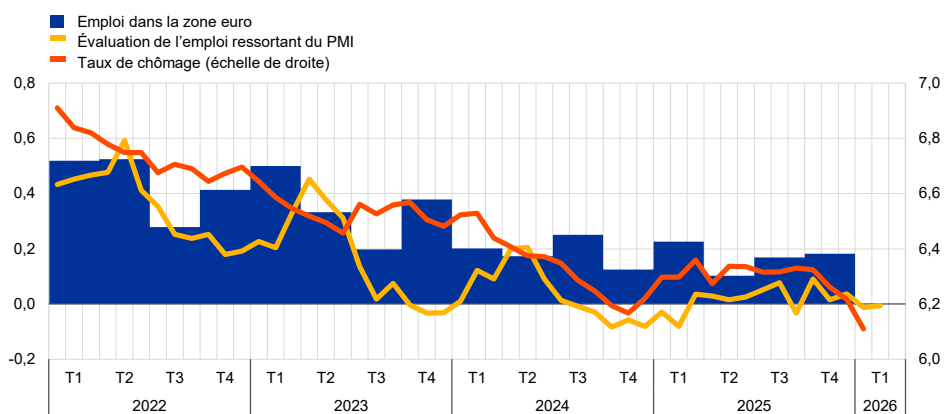
Les conditions sur le marché du travail demeurent stables globalement, malgré une poursuite de la modération de la demande de main-d'œuvre.

L'emploi et le nombre total d'heures travaillées ont augmenté de, respectivement, 0,2 % et 0,6 % au quatrième trimestre 2025 (graphique 6). La modération en cours de la croissance de l'emploi reflète en partie la poursuite du ralentissement de la demande de main-d'œuvre, le taux de vacance d'emplois se stabilisant à 2,2 % au quatrième trimestre et demeurant ainsi, pour le deuxième trimestre consécutif, au-dessous des niveaux pré-pandémiques observés au quatrième trimestre 2019. La population active a encore augmenté au quatrième trimestre 2025, tandis que les chiffres de janvier indiquent une stabilisation en glissement mensuel. Dans le même temps, le taux de chômage s'est établi à 6,1 % en janvier, après 6,2 % en décembre, demeurant à des niveaux historiquement bas.

Graphique 6

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. La série relative aux taux de chômage inclut désormais la Bulgarie et cette modification a entraîné un déplacement vers le bas d'environ 0,1 point de pourcentage du niveau agrégé pour la zone euro. Les dernières observations se rapportent au quatrième trimestre 2025 pour l'emploi, à février 2026 pour l'évaluation de l'emploi ressortant du PMI et à janvier 2026 pour le taux de chômage.

Les indicateurs à court terme du marché du travail suggèrent une croissance de l'emploi atone au premier trimestre 2026.

L'indice PMI composite mensuel relatif à l'emploi est ressorti à 49,9 en janvier comme en décembre, ce qui suggère une croissance de l'emploi globalement étale au premier trimestre de l'année. L'indice PMI relatif à l'emploi dans le secteur des services est revenu à 50,3, après 51,3 fin 2025, tandis que l'indicateur PMI relatif à l'emploi dans le secteur manufacturier s'est redressé mais est resté en territoire négatif, atteignant 48,9 selon les chiffres publiés en février, avec une moyenne de 48,5 au cours des deux premiers mois de l'année.

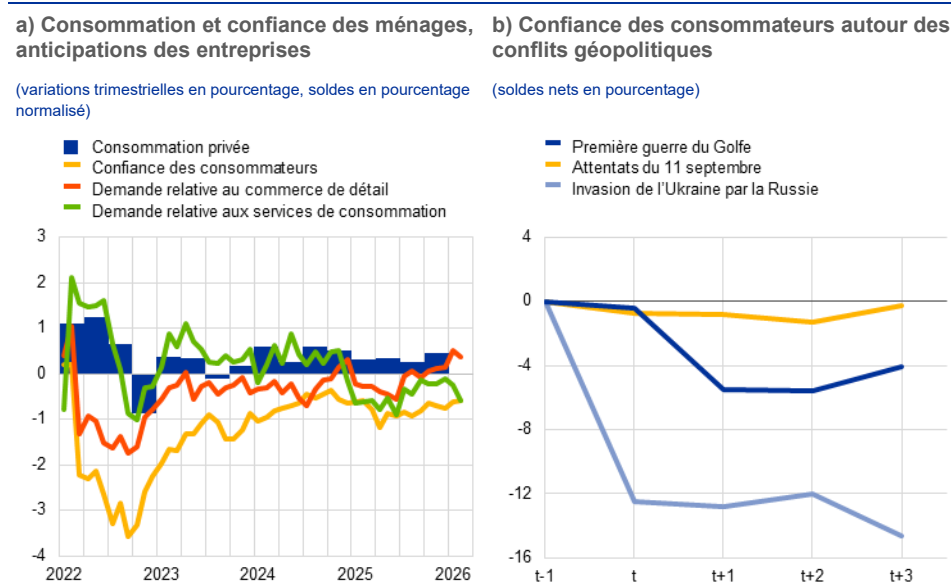
La consommation privée s'est renforcée au quatrième trimestre 2025,

les revenus réels augmentant et le chômage restant proche de son point bas historique. La consommation privée a augmenté de 0,5 % en rythme trimestriel au quatrième trimestre de l'année dernière, après une croissance plus modérée de 0,2 % au trimestre précédent (graphique 7, partie a). Les dépenses en services comme les dépenses en biens ont contribué à cette hausse. Avant le déclenchement de la guerre au Moyen-Orient, les indicateurs tirés d'enquêtes indiquaient une dynamique de consommation soutenue à court terme, mais le conflit fait désormais peser des risques à la baisse sur les perspectives. Les données d'enquêtes suggèrent que la dynamique positive de la consommation privée s'est poursuivie jusqu'aux premiers mois de 2026, l'indicateur de la Commission européenne relatif à la confiance des consommateurs s'améliorant encore en février. Sur l'ensemble des services nécessitant de nombreux contacts, les indicateurs de la Commission relatifs à la demande anticipée se sont affaiblis pour les services de restauration, tandis qu'ils se sont renforcés pour les services de voyage et, dans une moindre mesure, pour les services d'hébergement. En cohérence avec ces indicateurs, l'enquête sur les anticipations des consommateurs montre que les anticipations relatives aux achats

liés aux vacances demeurent élevées. Pour l'avenir, les perspectives relatives à la consommation privée sont soumises à d'importants facteurs défavorables, résultant de l'impact de la guerre au Moyen-Orient. L'incertitude géopolitique accrue pourrait peser sur la confiance des consommateurs, comme cela a été observé autour des conflits géopolitiques passés (graphique 7, partie b). De plus, le renchérissement de l'énergie peut également freiner la croissance du revenu réel et limiter les dépenses des ménages. Dans le même temps, plusieurs facteurs devraient continuer de soutenir la dynamique de la consommation privée. Les gains de revenu réel accumulés ces dernières années, conjugués au fait que les pertes de richesse réelle subies lors de la forte poussée de l'inflation en 2022 ont désormais été compensées, devraient contribuer à amortir l'impact du choc énergétique sur les ménages et à soutenir les dépenses de consommation privée, considérées comme le principal moteur de la croissance à moyen terme.

Graphique 7

Consommation des ménages, anticipations des entreprises et des consommateurs, et confiance des consommateurs autour des conflits géopolitiques



Sources : Eurostat, Commission européenne et calculs de la BCE.
Notes : Dans la partie a), les anticipations des entreprises concernant la demande dans le commerce de détail (hors véhicules à moteur) et la demande de services pondérés par la consommation se rapportent aux trois prochains mois. La « demande de services de consommation » est fondée sur les indicateurs relatifs à la demande sectorielle attendue tirés de l'enquête de la Commission européenne auprès des entreprises consacrée aux services, pondérés en fonction des parts sectorielles dans la consommation privée intérieure provenant des tableaux entrées-sorties FIGARO pour 2022. La série relative à la demande de services de consommation est normalisée pour la période allant de 2005 à 2019, tandis que la série relative à la demande dans le commerce de détail et celle relative à la confiance des consommateurs sont normalisées pour la période allant de 1999 à 2019. Dans la partie b), la « première guerre du Golfe » se rapporte aux événements qui ont débuté le 2 août 1990 ; les « attentats du 11 septembre » aux événements survenus en septembre 2001 et « l'invasion de l'Ukraine par la Russie » aux événements qui ont débuté le 24 février 2022. L'enquête de la Commission européenne auprès des consommateurs étant réalisée au cours des trois premières semaines de chaque mois, les variations de la confiance sont calculées pour les trois prochains mois (t à t+3) par rapport au mois précédant le début du conflit (t-1), sauf pour l'« invasion de l'Ukraine par la Russie », pour laquelle les variations sont calculées par rapport au mois du début du conflit (t). Les dernières observations se rapportent au quatrième trimestre 2025 pour la consommation privée et à février 2026 pour toutes les autres variables.

L'investissement des entreprises a de nouveau augmenté fin 2025 et sa dynamique sous-jacente est restée positive, même si elle a probablement été freinée par le conflit au Moyen-Orient. L'investissement hors construction (en excluant les actifs incorporels volatils en Irlande) a progressé de 0,4 % en glissement trimestriel au quatrième trimestre 2025, entraînant une croissance annuelle de 2,2 % sur l'ensemble de l'année (graphique 8, partie a). La croissance

au quatrième trimestre a été tirée à la fois par les actifs incorporels (à l'exclusion des droits de propriété intellectuelle irlandais) et par les actifs corporels, ces derniers étant soutenus par une augmentation de l'investissement en machines et équipements. Début 2026, avant le conflit au Moyen-Orient, plusieurs indicateurs allaient dans le sens d'une poursuite de la croissance de l'investissement. Les données préliminaires tirées des téléconférences sur les résultats jusqu'à fin février suggèrent une amélioration du sentiment à l'égard de l'investissement et des bénéfices au premier trimestre. De même, l'indice PMI pour la production et les mesures de l'activité ont fortement rebondi en début d'année par rapport à l'atonie observée fin 2025. L'indicateur de la Commission européenne relatif à la confiance s'est également redressé lentement – en particulier dans le secteur des biens d'équipement (corporels) – dans un contexte marqué par des anticipations de hausse de la demande et de nouvelles mesures de soutien budgétaire dans certains pays. La confiance est restée élevée parmi les fournisseurs d'actifs incorporels, soutenue par les avancées rapides en matière d'IA qui continuent de stimuler l'investissement numérique (cf. également les encadrés 5 et 6). Pour la période à venir, le regain d'incertitude devrait peser sur l'investissement aussi longtemps que le conflit au Moyen-Orient persistera ⁶. Toutefois, l'amélioration des conditions de financement, les effets d'entraînement supplémentaires attendus du programme NGEU, le renforcement en cours des capacités de défense dans de nombreux pays, ainsi que la poursuite de la numérisation et du cycle d'investissement lié à l'IA devraient favoriser une croissance solide de l'investissement à l'avenir.

L'investissement dans l'immobilier résidentiel a sensiblement augmenté au quatrième trimestre 2025 et devrait continuer de progresser à court terme.

L'investissement dans l'immobilier résidentiel a augmenté de 2,3 %, en rythme trimestriel, au quatrième trimestre 2025 (graphique 8, partie b). La croissance de l'investissement dans l'immobilier résidentiel a été généralisée dans les pays de la zone euro, mais elle a été particulièrement vigoureuse en Italie, où les dernières données indiquent également une croissance plus soutenue de cet investissement au cours des trimestres précédents. Cela a entraîné une révision à la hausse de la croissance de l'investissement dans l'immobilier résidentiel pour l'ensemble de la zone euro, indiquant que la reprise récente semble plus forte qu'estimé précédemment. Dans le même temps, la production dans les activités de construction de bâtiments et de construction spécialisée a été, en moyenne, supérieure de 0,3 % au quatrième trimestre par rapport au trimestre précédent. Pour la période à venir, à la fois l'indicateur de la Commission européenne relatif aux tendances récentes des activités de construction de bâtiments et de construction spécialisée et l'indice PMI pour la production dans l'immobilier résidentiel se sont renforcés en février, après un recul en janvier. Si le nombre de permis de construire pour des logements a légèrement diminué en octobre et novembre par rapport au troisième trimestre 2025, la mesure glissante sur trois mois, moins volatile, est restée positive, en cohérence avec une nouvelle reprise de l'investissement dans l'immobilier résidentiel à court terme. Cette analyse est étayée par l'amélioration du

⁶ Après une forte augmentation en début d'année, les indicateurs de Sentix relatifs à la confiance des investisseurs ont légèrement reculé en mars, mais sont restés à des niveaux compatibles avec la croissance, ce qui suggère que les investisseurs ne s'attendaient pas, au début du mois, à ce que le conflit au Moyen-Orient dure longtemps.

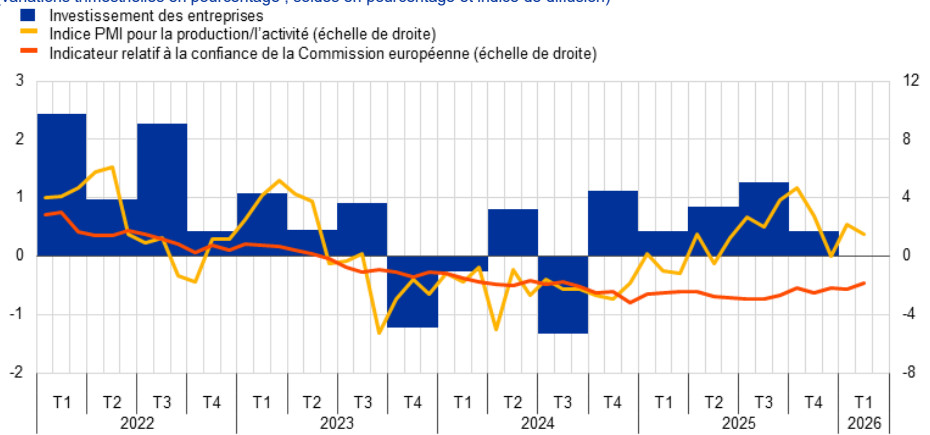
sentiment des consommateurs à l'égard du logement. L'enquête sur les anticipations des consommateurs souligne l'attractivité croissante de l'investissement dans l'immobilier résidentiel. En outre, selon l'enquête de la Commission européenne auprès des consommateurs, à la fois les intentions des ménages en matière d'achat ou de construction d'un logement et celles de procéder à des travaux de rénovation se sont améliorées au premier trimestre 2026. Si l'investissement dans l'immobilier résidentiel semble être relativement moins exposé à l'impact immédiat du conflit au Moyen-Orient que d'autres composantes de la demande, la hausse des coûts de construction et le regain d'incertitude pourraient toutefois avoir un effet négatif si ce choc s'avérait persistant.

Graphique 8

Dynamique de l'investissement réel et données d'enquêtes

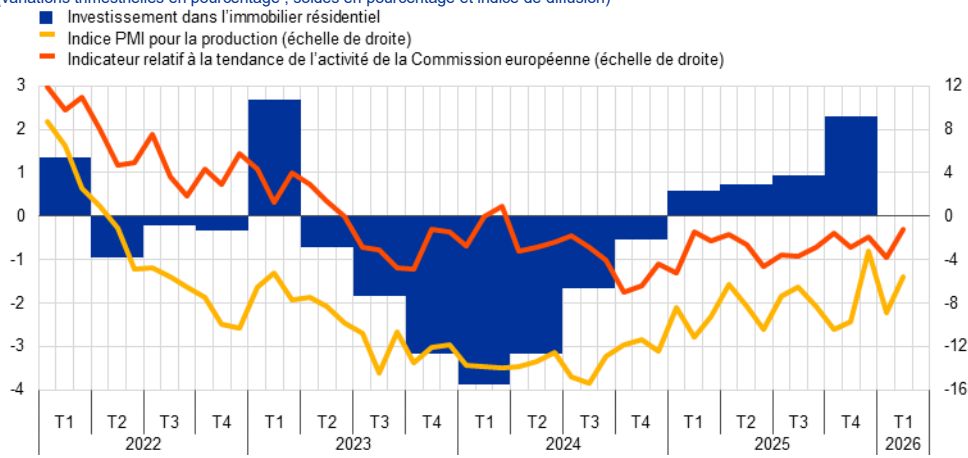
a) Investissement des entreprises

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



b) Investissement dans l'immobilier résidentiel

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



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

Notes : Les courbes indiquent les évolutions mensuelles, tandis que les barres se rapportent aux données trimestrielles. Les indices PMI sont exprimés en termes d'écart par rapport à 50. Dans la partie a), l'investissement des entreprises est mesuré par l'investissement hors construction en excluant les actifs incorporels irlandais. Les indicateurs à court terme correspondent à des moyennes pondérées des chiffres du secteur des biens d'équipement (fournisseur de biens corporels) et du secteur de l'information et de la communication (principal fournisseur de biens incorporels) ; les pondérations correspondent aux parts d'actifs corporels et d'actifs incorporels dans l'investissement hors construction en 2024-2025. Le secteur de l'information et de la communication est considéré comme une moyenne pondérée des sous-secteurs suivants : l'édition (NACE J58), la programmation, conseil et autres activités informatiques (NACE J62) et les services d'information (NACE J63) pour l'indicateur de la Commission européenne relatif à la confiance, et NACE J62 uniquement pour l'indice PMI pour la production/l'activité, reflétant les données disponibles. L'indicateur de confiance de la Commission européenne est normalisé pour la moyenne entre 2015 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 quatrième trimestre 2025 pour l'investissement et à février 2026 pour l'indice PMI relatif à la production et les indicateurs de la Commission européenne.

Les exportations de la zone euro restent freinées par les droits de douane américains, l'appréciation passée de l'euro et la faiblesse de la demande mondiale.

Les exportations totales de la zone euro ont diminué de 0,4 % au quatrième trimestre 2025, principalement en raison d'une baisse modérée des exportations de biens de 0,9 % en glissement trimestriel. Cela reflète une inversion de la forte hausse des exportations de produits pharmaceutiques de l'Irlande vers les États-Unis observée en septembre de l'année dernière. Les exportations vers la Chine ont également diminué, dans un contexte de pressions concurrentielles sur le marché chinois. La guerre au Moyen-Orient risque de perturber les échanges et les flux de pétrole, ce qui pourrait peser davantage sur le commerce de la zone euro. Au quatrième trimestre 2025, les importations totales ont affiché une légère baisse de 0,2 %, en raison d'un recul de 0,6 % des importations de services par rapport au trimestre précédent. Dans le même temps, les prix à l'importation ont continué de diminuer, de 2,3 % en rythme annuel en novembre, reflétant l'impact de l'appréciation passée de l'euro et des tensions baissières sur les prix exercées par la Chine. Pour l'avenir, les indicateurs tirés d'enquêtes continuent de signaler une faiblesse des nouvelles commandes à l'exportation du secteur manufacturier et des services.

La guerre au Moyen-Orient pèse sur les revenus réels et la confiance. Cela a entraîné une révision à la baisse de la consommation et de l'investissement dans les projections du scénario de base, en particulier pour 2026. L'impact serait encore plus prononcé dans les scénarios alternatifs avec un choc énergétique plus grave et prolongé. Pour 2026, les effets du conflit impliquent un ralentissement de la croissance du PIB, reflétant les chocs sur les prix de l'énergie, la confiance et

l'incertitude. Si l'impact du choc énergétique est supposé être temporaire, en ligne avec les anticipations extraites des instruments de marché à la date d'arrêté du 11 mars, les perspectives restent soutenues par des dépenses publiques supplémentaires dans les infrastructures et la défense, la solidité des bilans du secteur privé et un marché du travail robuste. La croissance annuelle du PIB en volume devrait s'établir à 0,9 % en 2026, 1,3 % en 2027 et 1,4 % en 2028. En comparaison avec les projections de décembre 2025, la croissance du PIB a été révisée à la baisse, de 0,3 point de pourcentage pour 2026 et de 0,1 point de pourcentage pour 2027. Compte tenu du degré très élevé d'incertitude et du fait que l'impact du conflit dépendra fortement de sa durée et de son intensité, le scénario de base doit être interprété comme l'un des nombreux résultats plausibles, plutôt que comme le plus probable. Afin d'évaluer les risques à la baisse pesant sur le scénario de base, plusieurs scénarios illustratifs alternatifs ont été élaborés, reflétant différentes hypothèses relatives à la durée, à l'intensité et aux répercussions économiques du conflit. L'analyse de scénarios suggère qu'une perturbation prolongée de l'approvisionnement en pétrole et en gaz entraînerait une croissance du PIB inférieure aux projections du scénario de base.

3 Prix et coûts

L'inflation totale annuelle dans la zone euro, mesurée par l'indice des prix à la consommation harmonisé (IPCH), continue de s'établir à un niveau proche de la cible du Conseil des gouverneurs de 2 % à moyen terme. Elle s'est accélérée à 1,9 % en février 2026 après 1,7 % en janvier, sous l'effet du renchérissement de l'énergie et de la hausse de l'IPCH hors énergie et produits alimentaires (IPCHX), tandis que l'augmentation des prix des produits alimentaires s'est ralentie ⁷.

L'inflation mesurée par l'IPCHX a augmenté, ressortant à 2,4 % en février après 2,2 % en janvier, sous l'effet d'une hausse des prix des biens et des services. Les indicateurs de l'inflation sous-jacente ont peu évolué au cours des derniers mois et restent conformes à notre cible de 2 % à moyen terme. La croissance annuelle de la rémunération par tête a diminué pour s'établir à 3,7 % au quatrième trimestre 2025, après 4,0 % au trimestre précédent. Cela porte la croissance de la rémunération par tête à 3,9 % en 2025, contre 4,5 % en 2024.

D'après les projections macroéconomiques de mars 2026 établies par les services de la BCE pour la zone euro, l'inflation totale devrait augmenter, passant de 2,1 % en 2025 à 2,6 % en 2026, avant de revenir à 2,0 % en 2027 puis de se redresser légèrement à 2,1 % en 2028. Par rapport aux projections de décembre 2025, l'inflation totale a été revue à la hausse, reflétant les conséquences de la guerre au Moyen-Orient. Compte tenu des niveaux très élevés d'incertitude et de la forte dépendance des perspectives d'inflation à l'égard de la durée et de l'intensité du conflit, le scénario de base est accompagné de scénarios illustratifs alternatifs qui sont publiés avec les projections sur le site internet de la BCE ⁸.

L'inflation mesurée par l'IPCH dans la zone euro s'est établie à 1,9 % en février 2026, après 1,7 % en janvier (graphique 9). Cette hausse résulte des évolutions de la hausse des prix de l'énergie et de l'IPCHX, tandis que la hausse des prix des produits alimentaires s'est légèrement ralentie. Le taux de variation annuel des prix de l'énergie est resté négatif mais dans une moindre mesure, à - 3,1 % en février contre - 4,0 % en janvier, reflétant un effet de base haussier. La hausse des prix des produits alimentaires s'est légèrement modérée, revenant de 2,6 % en janvier à 2,5 % en février. S'agissant de la composante produits alimentaires, le taux de variation annuel des prix des produits alimentaires transformés est revenu à 1,8 % en février, après 2,0 % en janvier, compensant une hausse des prix des produits alimentaires non transformés à 4,6 %, après 4,2 % sur la même période. L'IPCHX s'est redressé à 2,4 % en février, après 2,2 % en janvier. Cela reflète une accentuation de la hausse des prix des biens industriels non énergétiques et des services. La hausse des prix des biens industriels non énergétiques, de 0,4 % en janvier à 0,7 % en février, résulte principalement des sous-composantes vêtements, voitures, bijoux et montres, ordinateurs et des autres équipements d'information et de communication. La hausse des prix des services est ressortie à 3,4 %, après 3,2 % sur la même période. Cette évolution s'explique par la sous-

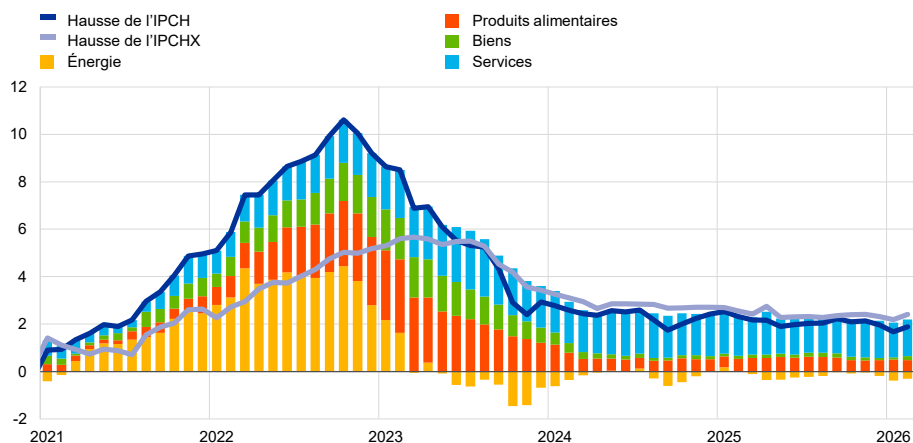
⁷ La date d'arrêt des données figurant dans le présent *Bulletin économique* est le 18 mars 2026. Selon l'estimation rapide publiée par Eurostat le 31 mars 2026, l'inflation annuelle dans la zone euro a augmenté pour s'inscrire à 2,5 % en mars 2026.

⁸ Cf. les « [Projections macroéconomiques pour la zone euro établies par les services de la BCE, mars 2026](#) », publiées sur le site de la BCE le 19 mars 2026.

composante loisirs – en particulier l’hébergement – et le transport, partiellement contrebalancés par les taux légèrement plus faibles observés pour les services divers et de logement.

Graphique 9 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 février 2026.

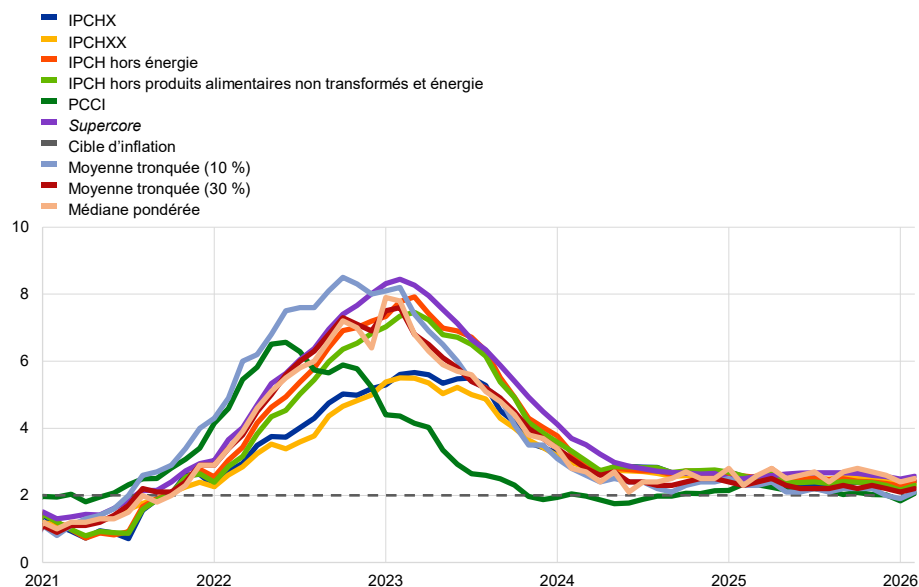
La plupart des mesures de l’inflation sous-jacente ont légèrement augmenté en février (graphique 10)⁹. Parmi ces mesures, seule l’inflation mesurée par l’IPCH hors produits alimentaires et énergie, composantes liées aux voyages et habillement est demeurée inchangée. Des facteurs temporaires, comme les Jeux olympiques, ont pu avoir une incidence sur certaines des mesures. Toutes les mesures fondées sur des modèles ont enregistré une hausse. La composante persistante et commune (PCCI) de l’inflation est ressortie à 2,1 % en février après 1,8 % en janvier. Dans le même temps, l’indicateur *Supercore*, qui comprend les rubriques de l’IPCH sensibles au cycle d’activité, a augmenté pour s’établir à 2,6 %, après 2,5 %.

⁹ Les résultats des indicateurs sous-jacents de l’inflation sont désormais fondés sur la classification européenne des fonctions de consommation des ménages, version 2 (ECOICOP 2), qui inclut des pondérations historiques révisées et l’ajout d’une nouvelle rubrique pour les jeux de hasard dans la couverture des produits de l’IPCH. Ces changements méthodologiques entraînent une perte de comparabilité par rapport aux résultats antérieurs, même si celle-ci devrait être limitée pour les principaux agrégats. Pour plus de détails, cf. Eurostat, *Questions & Answers on the improvements in the Harmonised Index of Consumer Prices (HICP) effective January 2026*, Commission européenne, Luxembourg, 25 février 2026. La méthodologie de calcul de l’indicateur *Supercore* a également été affinée.

Graphique 10

Indicateurs de l'inflation sous-jacente

(variations annuelles en pourcentage)



Sources : Eurostat et calculs de la BCE.

Notes : La ligne grise en pointillés représente la cible d'inflation de 2 % à moyen terme du Conseil des gouverneurs. IPCHX correspond à l'IPCH hors énergie et produits alimentaires ; IPCHXX correspond à l'IPCHX hors postes liés aux voyages, habillement et chaussure. Les dernières observations se rapportent à février 2026.

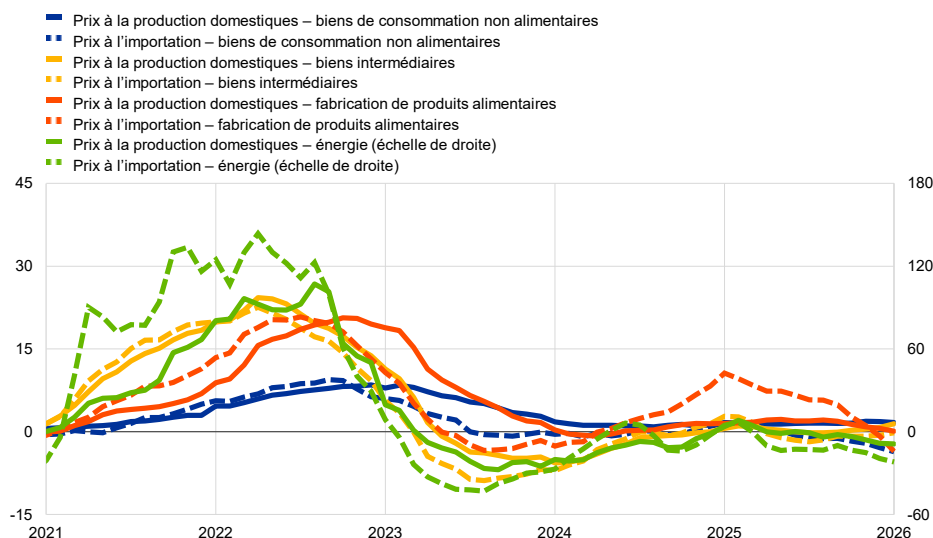
Avant l'intensification de la guerre au Moyen-Orient, les indicateurs relatifs aux tensions en amont faisaient état d'une atténuation des tensions inflationnistes en aval de la chaîne des prix (graphique 11).

En amont de la chaîne des prix, la hausse des prix à la production de l'énergie a continué de se replier en territoire négatif, ressortant à - 8,9 % en janvier 2026 après - 8,4 % en décembre 2025. Toutefois, les tensions sur les biens intermédiaires restent élevées en raison d'une hausse des prix à la production domestiques et des prix à l'importation. Globalement, en aval de la chaîne des prix, les tensions en amont pour les biens de consommation ont signalé un assouplissement, les prix à l'importation ayant baissé (- 3,6 %) et la hausse des prix à la production domestiques des biens de consommation non alimentaires (1,6 %) s'étant atténuée. Dans le même temps, la hausse des prix à la production des produits alimentaires manufacturés s'est également ralentie (0,6 %) et les prix à l'importation des produits alimentaires manufacturés ont poursuivi leur recul, revenant d'un pic de 10,6 % en janvier 2025 à - 3,6 % un an plus tard. Cette dynamique reflète l'appréciation passée de l'euro et, peut-être, l'attention accrue de la Chine sur la zone euro en tant que marché à l'exportation. Ces données précèdent le début récent de la guerre au Moyen-Orient. Les évolutions des prix de l'énergie et des produits alimentaires en particulier, ainsi que des tensions en amont en général, sont donc suivies de près.

Graphique 11

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 janvier 2026.

Les tensions d'origine interne sur les coûts, mesurées par la croissance du déflateur du PIB, ont augmenté pour s'établir à 2,5 % au quatrième trimestre 2025 après 2,4 % au trimestre précédent (graphique 12).

Cela reflète une légère hausse de la contribution des profits unitaires (de 0,3 point de pourcentage à 0,5 point de pourcentage), tandis que les contributions des coûts unitaires de main-d'œuvre et des impôts nets unitaires sont restées inchangées. En termes de taux de croissance, tandis que le taux de croissance annuel des profits unitaires a fortement augmenté, celui des coûts unitaires de main-d'œuvre a légèrement diminué. Cette baisse résulte d'un recul du taux de croissance de la rémunération par tête (de 4,0 % à 3,7 %), contrebalancé en partie par un ralentissement de la croissance de la productivité du travail (de 0,8 % à 0,6 %). La baisse du taux de croissance annuel de la rémunération par tête a reflété une diminution de la contribution de la composante glissement des salaires, ressortant à 0,4 point de pourcentage au quatrième trimestre 2025, après 1,9 point de pourcentage au troisième trimestre, compensant partiellement une accélération de la croissance des salaires négociés, à 3,0 % après 1,9 % sur la même période. Pour l'avenir, l'outil de suivi des salaires de la BCE, actualisé avec les données relatives aux accords salariaux négociés jusqu'à fin février 2026, s'est établi à 2,6 % (soit une révision à la baisse de 0,1 point de pourcentage par rapport à sa publication précédente). Cela suggère que les tensions sur la croissance des salaires négociés s'atténueront au premier semestre 2026 et se stabiliseront à des niveaux plus faibles en 2026¹⁰. Les projections macroéconomiques de mars 2026 établies par les services de la BCE prévoient un ralentissement du taux de croissance annuel de la rémunération par tête, qui passerait de 3,9 % en moyenne en 2025 à 3,1 % au

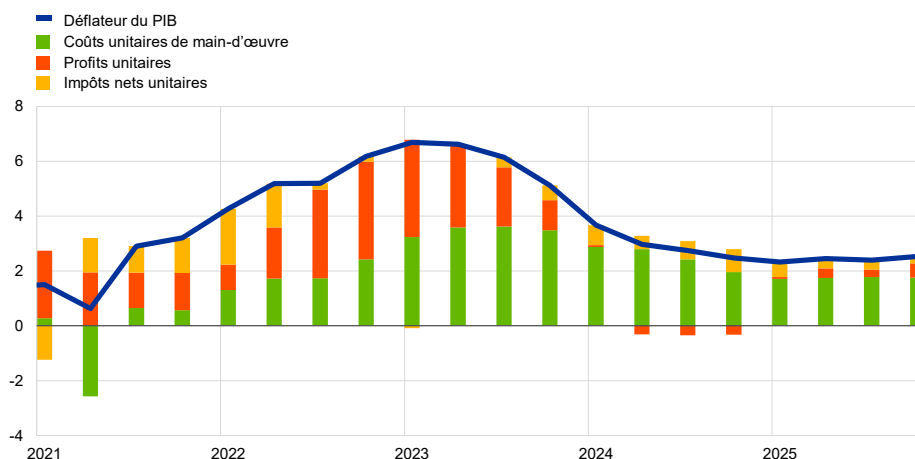
¹⁰ Pour plus de détails, cf. « [Publication de nouvelles données : l'outil de suivi des salaires de la BCE continue de suggérer une atténuation des tensions sur les salaires négociés en 2026](#) », communiqué de presse, BCE, 23 mars 2026.

quatrième trimestre 2026, avant de se maintenir globalement autour de ce niveau en 2027 et 2028.

Graphique 12

Décomposition du déflateur du PIB

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



Sources : Eurostat et calculs de la BCE.

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

Au cours de la période sous revue, du 18 décembre 2025 au 18 mars 2026, les mesures de la compensation de l'inflation extraites des instruments de marché à court terme (graphique 13, partie a) ont fortement augmenté en raison de la hausse des prix de l'énergie liée à la guerre au Moyen-Orient, tandis que les anticipations d'inflation à plus long terme sont restées fermement ancrées à 2 %. Après une période prolongée de faible volatilité, les mesures de la compensation de l'inflation extraites des instruments de marché à court terme ont été nettement plus élevées en raison de la forte hausse des prix de l'énergie à la suite du déclenchement de la guerre au Moyen-Orient. L'incertitude relative à l'ampleur et à la durée du conflit a constitué un facteur clé déterminant la réévaluation des prix. À la fin de la période sous revue, le taux des *swaps* indexés sur l'inflation à un an dans un an a atteint 2,1 %, soit près de 40 points de base de plus qu'au début de la période sous revue. Pour les échéances à moyen et long terme, les mouvements de la compensation de l'inflation ont été plus limités. Plus précisément, le taux des *swaps* indexés sur l'inflation à cinq ans dans cinq ans a augmenté d'environ 10 points de base sous l'effet des évolutions de la prime de risque d'inflation et des anticipations. Toutefois, une fois corrigée de la prime de risque d'inflation, la mesure des anticipations d'inflation à plus long terme extraite des instruments de marché est restée fermement ancrée à 2 %, ce qui favorise la stabilisation de l'inflation autour de la cible du Conseil des gouverneurs à moyen terme. Dans l'enquête de la BCE auprès des prévisionnistes professionnels (EPP) pour le premier trimestre 2026 et dans l'enquête réalisée en mars 2026 par la BCE auprès des analystes monétaires (*Survey of Monetary Analysts*), la moyenne et la médiane des anticipations d'inflation à plus long terme sont restées à 2 %.

Les perceptions de l'inflation passée par les consommateurs, ainsi que leurs anticipations d'inflation à court et moyen termes, sont demeurées stables en février 2026 (graphique 13, partie b). L'enquête de la BCE sur les anticipations des consommateurs (*Consumer Expectations Survey*, CES) s'est achevée le 2 mars ; toutefois, seulement 3,5 % des réponses ont été reçues après le début de la guerre au Moyen-Orient le 28 février. Selon l'enquête CES pour février 2026, le taux médian de l'inflation perçue sur les 12 derniers mois est resté stable à 3,0 % ¹¹. Les anticipations médianes d'inflation au cours des 12 prochains mois et à trois ans ont toutes deux baissé, à 2,5 % après 2,6 % en janvier, tandis que les anticipations médianes à cinq ans sont demeurées inchangées, à 2,3 %.

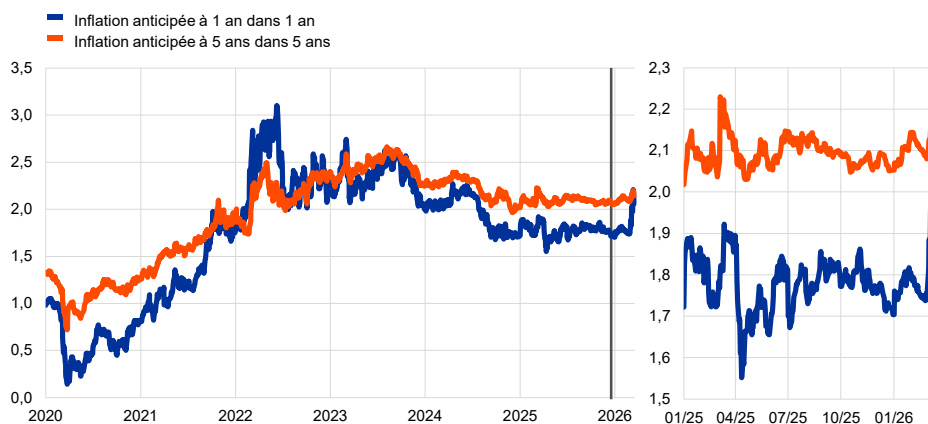
¹¹ Les travaux de terrain pour l'enquête de février 2026 sur les anticipations des consommateurs se sont achevés le 2 mars 2026.

Graphique 13

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

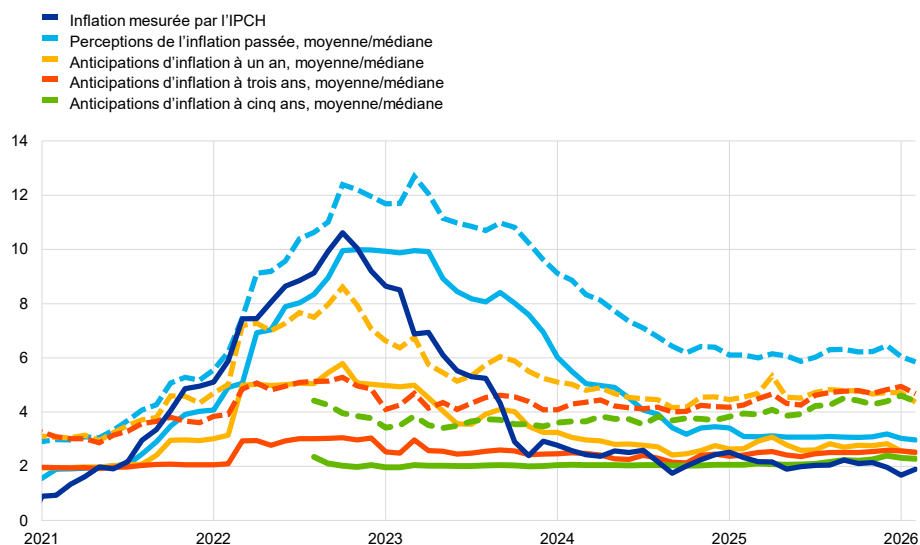
a) Mesures de la compensation de l'inflation extraites des instruments de marché

(variations annuelles en pourcentage)



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

(variations annuelles en pourcentage)



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

Notes : La partie a) présente les taux à terme des swaps indexés sur l'inflation à différents horizons pour la zone euro. La ligne verticale grise indique le début de la période sous revue, le 18 décembre 2025. Dans la partie b), les lignes en pointillés montrent le taux moyen et les lignes continues, le taux médian. Les dernières observations se rapportent au 13 mars 2026 pour la partie a), et à février 2026 pour la partie b).

Les projections macroéconomiques de mars 2026 prévoient que l'inflation totale devrait augmenter, passant de 2,1 % en 2025 à 2,6 % en 2026 avant de revenir à 2,0 % en 2027, puis de se redresser à 2,1 % en 2028 (graphique 14).

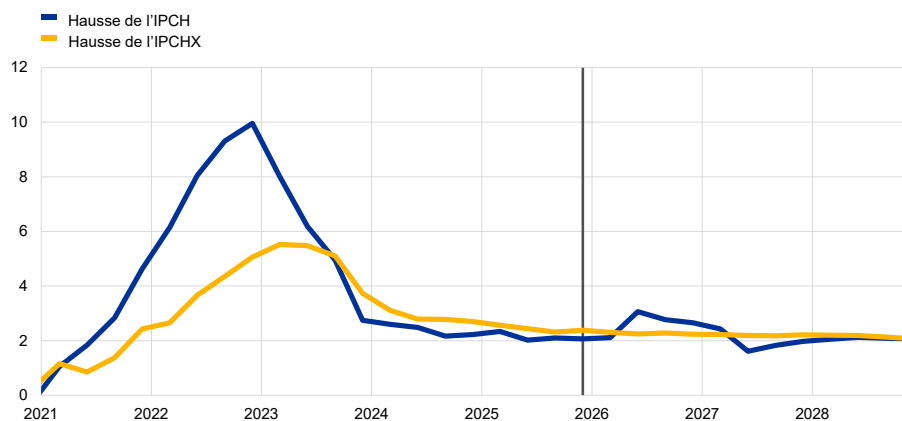
Le profil à court terme est influencé par la récente intensification de la guerre au Moyen-Orient, qui a exercé une pression à la hausse sur les prix de l'énergie. Par conséquent, l'inflation totale devrait suivre l'envolée des prix de l'énergie au premier semestre 2026, passant de 2,1 % au premier trimestre 2026 à 3,1 % au deuxième trimestre, puis décélérer pour revenir à 2,7 % au second semestre. Le taux moyen

plus élevé prévu pour 2026 est lié à la forte augmentation des prix de l'énergie et à une accélération du renchérissement des produits alimentaires plus tard dans l'année en raison de l'accroissement des tensions en amont provenant des prix de l'énergie et des autres coûts des intrants. L'IPCHX devrait se stabiliser autour de 2,3 %, et les effets indirects de la hausse des prix de l'énergie devraient être limités. Le recul de l'inflation totale en 2027 s'explique principalement par des effets de base baissiers et par un reflux des prix de l'énergie. L'inflation mesurée par l'IPCHX devrait se modérer légèrement, tandis que la hausse des prix des produits alimentaires s'accroîtrait davantage. L'inflation totale devrait ensuite augmenter en 2028, principalement sous l'effet d'une hausse significative des prix de l'énergie due aux mesures budgétaires liées à la transition climatique, en particulier la mise en place du système SEQE-2. Par rapport aux projections de décembre 2025, les perspectives d'inflation totale (IPCH) ont été relevées de 0,7 point de pourcentage pour 2026, essentiellement en raison de l'augmentation des prix de l'énergie, avec des révisions à la hausse pour 2027 et 2028 nettement moins prononcées, du fait des composantes hors énergie. La révision haussière de l'inflation totale pour 2027 et 2028 reflète la répercussion décalée de l'accroissement des tensions sur les coûts dû au renchérissement de l'énergie sur les composantes IPCHX et alimentation. L'inflation mesurée par l'IPCHX devrait rester légèrement plus persistante, mais tout de même se contracter de 0,1 point de pourcentage chaque année de l'horizon, revenant ainsi de 2,4 % en 2025 à 2,1 % en 2028. Les révisions à la hausse de ces deux composantes sont en partie liées à un ajustement haussier limité fondé sur le jugement des services de la BCE en vue de prendre en compte une transmission plus marquée des prix de l'énergie, laquelle pourrait être légèrement sous-estimée par les outils de modélisation standard dans un contexte de chocs énergétiques majeurs. Compte tenu des niveaux très élevés d'incertitude et de la forte dépendance à l'égard de la durée et de l'intensité du conflit, le scénario de base doit être interprété comme l'un des différents résultats plausibles, et non comme le plus probable. Afin d'évaluer les risques pesant sur le scénario de base, des scénarios illustratifs alternatifs ont été développés, reflétant différentes hypothèses quant à la durée, l'intensité et la transmission économique du conflit. L'analyse des scénarios souligne qu'une perturbation prolongée de l'offre d'énergie, associée à des effets de second tour plus prononcés, pourrait entraîner des tensions inflationnistes plus persistantes à moyen terme.

Graphique 14

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

(variations annuelles en pourcentage)



Sources : Eurostat et [Projections macroéconomiques pour la zone euro établies par les services de la BCE, mars 2026](#).
Notes : La ligne verticale grise indique le dernier trimestre avant le début de l'horizon de projection. Les dernières observations se rapportent au quatrième trimestre 2025 pour les données et au quatrième trimestre 2028 pour les projections. Les projections macroéconomiques de mars 2026 ont été finalisées le 13 mars 2026 et la date d'arrêt des hypothèses techniques est le 11 mars 2026. Les données historiques et projetées relatives à l'inflation mesurée par l'IPCH et l'IPCHX sont déclarées trimestriellement.

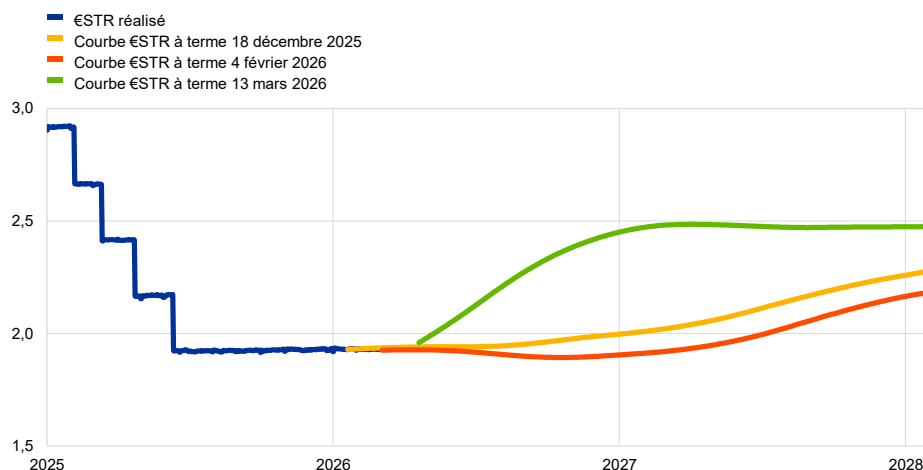
Les marchés financiers de la zone euro ont enregistré une réévaluation des prix forte et volatile vers la fin de la période sous revue, qui s'est déroulée du 18 décembre 2025 au 18 mars 2026, provoquée par le déclenchement de la guerre au Moyen-Orient fin février. Cette réévaluation a été marquée par un net renchérissement de l'énergie et des cessions massives sur les marchés d'actions, ainsi que par une compensation de l'inflation plus élevée et des anticipations d'augmentation des taux d'intérêt. L'incertitude entourant l'ampleur et la durée du conflit a été un facteur-clé déterminant les évolutions récentes et futures des marchés. À la fin de la période sous revue, la courbe à terme du taux sans risque à court terme de l'euro intégrait environ 50 points de base de hausses cumulées des taux d'intérêt dans la zone euro à fin 2026. Les rendements des obligations souveraines à long terme ont augmenté et les écarts de rendement se sont élargis dans un contexte d'aversion au risque accrue, bien que la dispersion des rendements entre les pays de la zone euro soit demeurée faible. Même si les actions de la zone euro ont globalement bien résisté, les cessions massives enregistrées après le début de la guerre ont été particulièrement prononcées dans les secteurs fortement dépendants de l'énergie. Les écarts de rendement des obligations d'entreprises se sont élargis en réponse à l'incertitude liée à la guerre. Sur les marchés des changes, l'euro s'est déprécié à la fois vis-à-vis du dollar américain (– 1,9 %) et en termes pondérés des échanges commerciaux (– 1,6 %), en partie en raison des chocs sur les termes de l'échange associés à l'énergie déclenchés par la guerre au Moyen-Orient.

Les taux sans risque à court et à long terme de la zone euro ont augmenté pendant la période sous revue, dans un contexte de volatilité accrue alimentée par le déclenchement de la guerre au Moyen-Orient (graphique 15). Le taux de référence à court terme de l'euro (€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 ses réunions de décembre 2025 et de février 2026, de laisser les trois taux d'intérêt directeurs de la BCE inchangés. L'excédent de liquidité a diminué d'environ 91 milliards d'euros, revenant à 2 379 milliards d'euros, ce qui reflète principalement la baisse continue des portefeuilles de titres détenus à des fins de politique monétaire. Si les taux à très court terme ont initialement diminué entre les réunions du Conseil des gouverneurs de décembre et de février, ils ont ensuite enregistré un rebond en raison des tensions géopolitiques accrues et du renchérissement de l'énergie au niveau mondial, inversant largement la baisse observée précédemment. L'intensification du conflit au Moyen-Orient a déclenché une forte réévaluation des anticipations relatives aux taux directeurs à court terme. La dernière courbe à terme de l'€STR suggère des hausses cumulées des taux d'intérêt de 50 points de base d'ici la fin de l'année. Au-delà de 2027, le déplacement vers le haut de la courbe à terme de l'€STR persiste dans un contexte de forte incertitude entourant la durée du conflit et de volatilité sur le marché de l'énergie. Dans l'ensemble, au cours de la période sous revue, le taux nominal des *swaps* au jour le jour (OIS) à dix ans a augmenté d'environ 10 points de base, s'établissant à 2,8 %.

Graphique 15

Taux à terme de l'€STR

(pourcentage annuel)



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

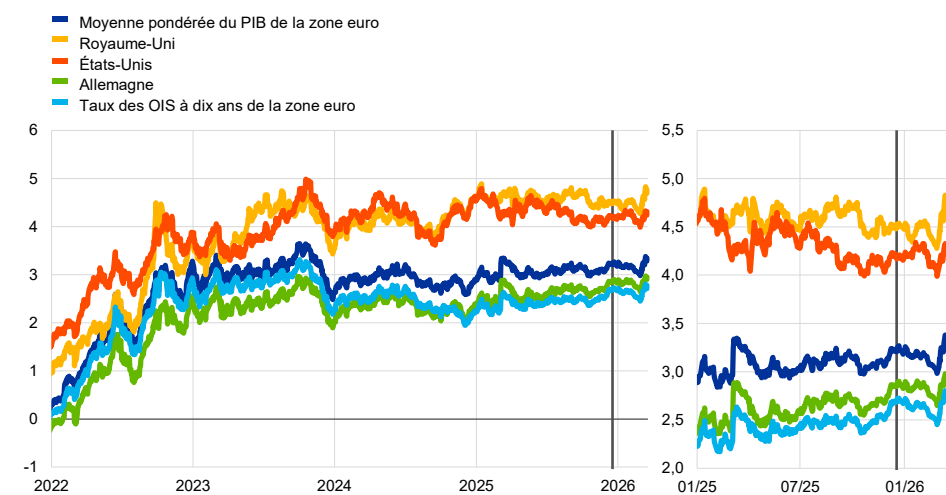
Note : La courbe à terme est estimée à l'aide des taux OIS (€STR) au comptant.

Les rendements des obligations souveraines à long terme ont augmenté et les écarts de rendement se sont un peu élargis en raison d'une aversion au risque accrue vers la fin de la période sous revue (graphiques 16 et 17). Le rendement pondéré du PIB des obligations souveraines à dix ans de la zone euro a augmenté de 15 points de base environ, pour s'établir à 3,3 % environ à la fin de la période sous revue. Plus tôt au cours de cette période, les rendements souverains à dix ans dans la zone euro ont globalement suivi le taux OIS sans risque (graphique 17). Après le début de la guerre au Moyen-Orient, les écarts de rendement par rapport au taux sans risque se sont élargis dans la plupart des pays de la zone euro, mais se sont légèrement resserrés pour l'Allemagne, qui a bénéficié d'un report vers les valeurs refuge. Toutefois, la dispersion des rendements, mesurée par l'écart type transversal des rendements souverains, est restée proche des niveaux relativement bas observés avant la crise financière mondiale. Aux États-Unis, le rendement des bons du Trésor à dix ans a augmenté de 15 points de base environ pour s'établir à 4,3 % à la fin de la période sous revue, en ligne avec une réévaluation plus large des prix des obligations souveraines à l'échelle mondiale déclenchée par la montée des tensions géopolitiques.

Graphique 16

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

(pourcentage annuel)



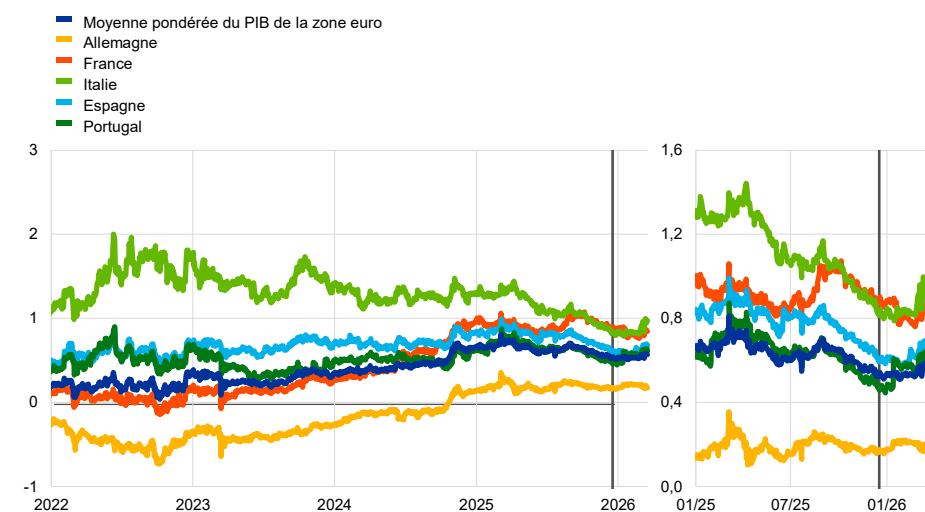
Sources : LSEG et calculs de la BCE.

Notes : La ligne verticale grise indique le début de la période sous revue (18 décembre 2025). Les dernières observations se rapportent au 18 mars 2026.

Graphique 17

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

(points de pourcentage)



Sources : LSEG et calculs de la BCE.

Notes : La ligne verticale grise indique le début de la période sous revue (18 décembre 2025). Les dernières observations se rapportent au 18 mars 2026.

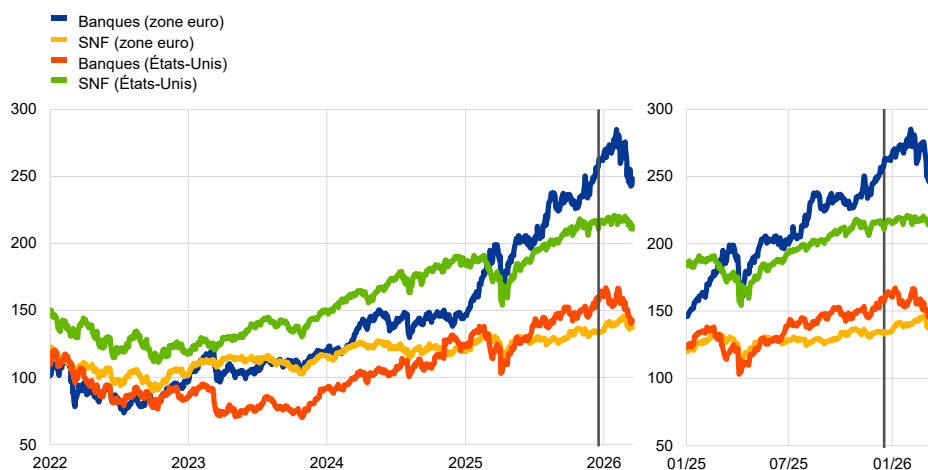
Les actions de la zone euro ont enregistré des cessions massives dans un contexte de hausse de l'aversion au risque après le début de la guerre, ce qui a largement compensé les gains substantiels enregistré plus tôt dans la période sous revue (graphique 18). Dans l'ensemble, les indices boursiers de la zone euro ont bien résisté, le sous-indice relatif aux sociétés non financières (SNF) augmentant de 0,8 %. En revanche, les actions bancaires ont baissé de 5,2 %, dans

un contexte d'aplatissement de la courbe des rendements. Aux États-Unis, l'indice boursier large a diminué de 2,3 %, les indices relatifs aux SNF et aux banques reculant de 1,6 % et 9,6 %, respectivement. Plus tôt dans la période sous revue, les préoccupations relatives à la surévaluation des entreprises d'intelligence artificielle aux États-Unis ont affaibli le co-mouvement entre les marchés boursiers des États-Unis et ceux de la zone euro, les actions de la zone euro affichant de meilleures performances que les actions américaines. Le déclenchement de la guerre au Moyen-Orient a entraîné une hausse de la volatilité des marchés et une détérioration du sentiment à l'égard du risque, ce qui a provoqué des liquidations sur les marchés de part et d'autre de l'Atlantique. La zone euro dépendant davantage des importations d'énergie, les actions de la zone euro ont été affectées de manière plus prononcée que les actions américaines.

Graphique 18

Indices boursiers dans la zone euro et aux États-Unis

(indice : 2 janvier 2020 = 100)



Sources : LSEG et calculs de la BCE.

Notes : La ligne verticale grise indique le début de la période sous revue (18 décembre 2025). Les dernières observations se rapportent au 18 mars 2026.

Sur les marchés des obligations d'entreprises, les écarts de rendement des obligations bien notées (*investment-grade*) et à rendement élevé (*high-yield*) de la zone euro sont restés comprimés au début de la période sous revue, avant de s'élargir légèrement à la suite du déclenchement de la guerre au Moyen-Orient. L'appétence pour le risque est demeurée robuste dans l'ensemble, même si elle s'est détériorée après le déclenchement du conflit, contribuant à des écarts de rendement des obligations d'entreprises plus importants vers la fin de la période sous revue. L'élargissement a été plus prononcé sur le compartiment à haut rendement de la zone euro, au sein duquel les écarts de rendement ont augmenté d'environ 30 points de base. Dans le même temps, les écarts de rendement des obligations d'entreprises bien notées se sont élargis d'environ 10 points de base pour les SNF et les entreprises financières.

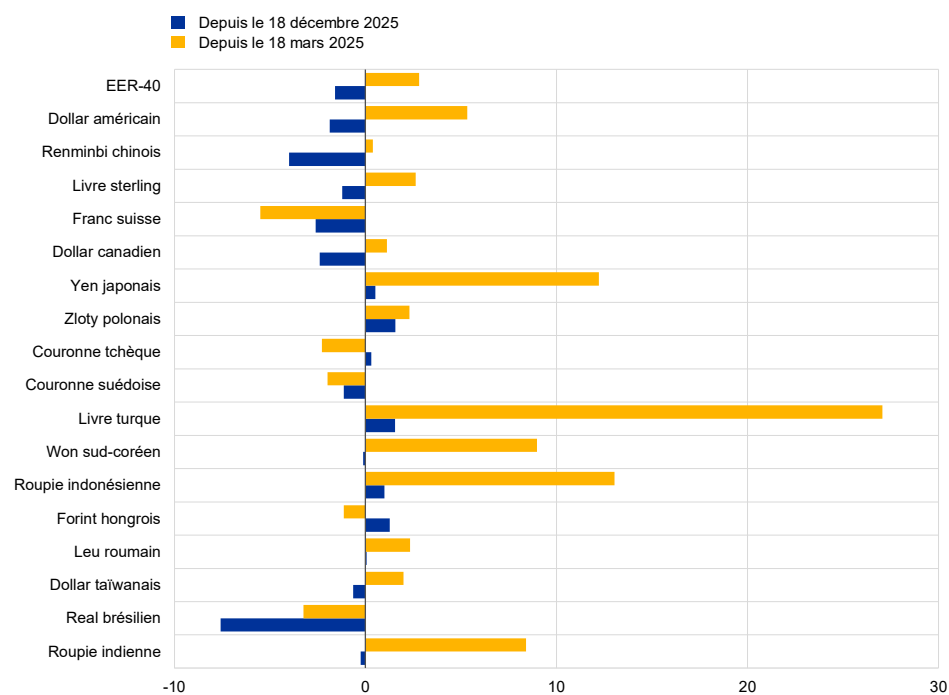
Sur les marchés des changes, l'euro s'est déprécié vis-à-vis du dollar américain ainsi qu'en termes pondérés des échanges commerciaux (graphique 19). Le taux de change effectif nominal de l'euro, mesuré par rapport

aux monnaies des 40 principaux partenaires commerciaux de la zone euro, a reculé de 1,6 % au cours de la période sous revue. Ce recul reflète un affaiblissement de l'euro par rapport aux monnaies d'un grand nombre des principaux partenaires commerciaux de la zone euro. L'euro s'est notamment déprécié vis-à-vis du dollar américain (- 1,9 %), ressortant à 1,15 dollar pour un euro. L'euro s'est dans un premier temps affermi en janvier 2026, avant de s'affaiblir en raison du renforcement généralisé du dollar dans un contexte de tensions géopolitiques accrues et d'inquiétudes liées à l'énergie déclenchées par la guerre au Moyen-Orient. L'euro s'est également déprécié vis-à-vis du renminbi chinois (- 4,0 %), qui s'est renforcé progressivement tout au long de la période sous revue, inversant en partie les gains antérieurs de l'euro vis-à-vis de cette monnaie début 2025. De même, l'euro a perdu du terrain par rapport à la livre sterling (- 1,2 %), au franc suisse (- 2,6 %) et au real brésilien (- 7,6 %), reflétant l'incertitude croissante qui résulte de la guerre au Moyen-Orient. En revanche, il est demeuré globalement stable par rapport au yen japonais (+0,5 %) et s'est apprécié vis-à-vis du zloty polonais (+1,6 %) et de la livre turque (+1,5 %).

Graphique 19

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

(variations en pourcentage)



Sources : Calculs de la BCE.

Notes : Le « TCE-40 » est le taux de change effectif nominal de l'euro par rapport aux monnaies de 40 des 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 18 mars 2026.

5 Conditions de financement et évolutions du crédit

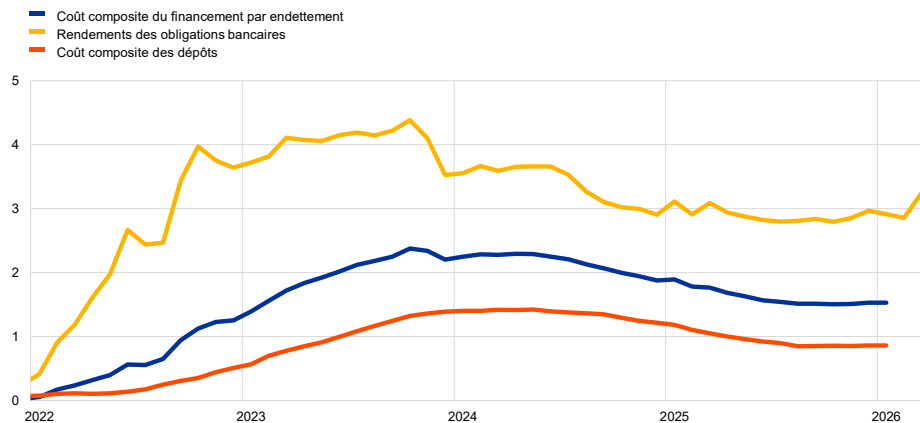
Les conditions de financement pour les entreprises et les ménages sont demeurées globalement stables jusqu'en janvier 2026, mais se sont durcies depuis la dernière réunion du Conseil des gouverneurs à la suite du déclenchement de la guerre au Moyen-Orient. En janvier, les taux des prêts bancaires accordés aux entreprises se sont maintenus à 3,6 %, tandis que le taux d'intérêt moyen sur les nouveaux prêts hypothécaires a légèrement augmenté pour s'établir à 3,4 %. La croissance des prêts aux entreprises a légèrement diminué, tandis que celle des prêts aux ménages est restée stable. La croissance annuelle de l'agrégat monétaire large (M3) s'est accélérée pour s'établir à 3,3 %. Au cours de la période sous revue allant du 18 décembre 2025 au 18 mars 2026, le coût pour les sociétés non financières (SNF) du financement par endettement de marché et du financement par émission d'actions a augmenté, tout comme les rendements des obligations bancaires.

Les coûts de financement des banques sont demeurés globalement stables jusqu'en janvier 2026, mais les rendements des obligations bancaires ont subi une forte réévaluation début mars. Le coût composite du financement par endettement des banques de la zone euro s'est établi à 1,5 % en janvier, niveau inchangé depuis juillet 2025 (graphique 20). Les rendements des obligations bancaires ont été stables en janvier, ayant oscillé autour de 3 % depuis début 2025. Toutefois, les données provisoires disponibles jusqu'au 18 mars 2026 indiquent qu'ils ont fortement augmenté (d'environ 40 points de base) après le déclenchement de la guerre au Moyen-Orient le 28 février, et qu'ils devraient continuer d'exercer une pression à la hausse sur les coûts de financement des banques. Le taux de dépôt composite est également resté stable à 0,9 % en janvier. Les taux d'intérêt sur les dépôts à vue et les dépôts remboursables avec un préavis ainsi que les taux interbancaires ont peu évolué, tandis que les taux sur les dépôts à terme pour les entreprises ont légèrement diminué.

Graphique 20

Coûts composites de financement des banques dans la zone euro

(pourcentage annuel)



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

Notes : Le coût composite du financement par endettement correspond à une moyenne des coûts des nouveaux contrats pour les banques 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. Le coût composite des dépôts est calculé comme la moyenne des taux des nouveaux contrats de dépôt à vue, de dépôt à terme et de dépôt remboursable avec préavis, pondérés par leurs encours respectifs. Les dernières observations se rapportent à janvier 2026 pour le coût composite du financement par endettement et le coût composite des dépôts, et au 18 mars 2026 pour les rendements des obligations bancaires.

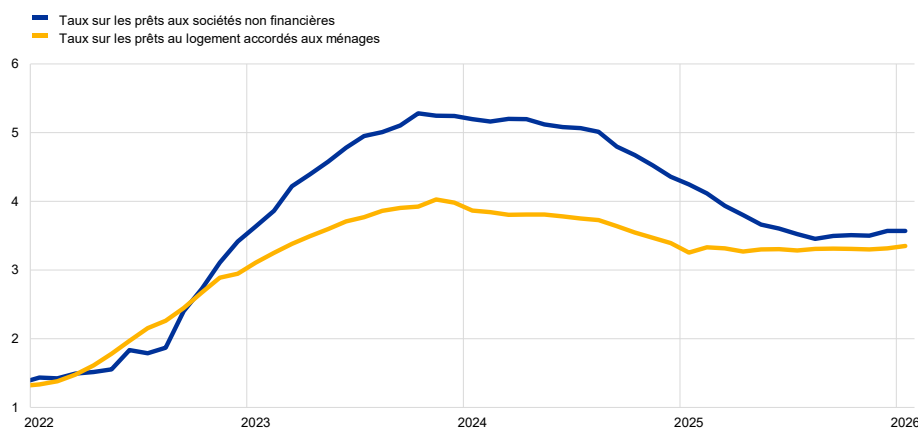
Les taux débiteurs bancaires appliqués aux entreprises sont restés stables en janvier, tandis que ceux consentis aux ménages ont légèrement augmenté (graphique 21).

Le coût de l'emprunt bancaire pour les sociétés non financières est resté inchangé à 3,6 % en janvier, soit environ 1,7 point de pourcentage de moins que son pic d'octobre 2023. Entre les différentes périodes de fixation du taux, le tableau est contrasté : les taux appliqués aux prêts à court terme (durée inférieure ou égale à un an) ont légèrement diminué, tandis que ceux appliqués aux prêts assortis de périodes de fixation intermédiaires (durée supérieure à un an et inférieure à cinq ans) ont légèrement augmenté. L'écart entre les taux d'intérêt appliqués aux prêts de faible montant et de montant élevé consentis aux entreprises est resté inchangé et proche des points bas historiques. Le coût d'emprunt pour les prêts au logement consentis aux ménages a légèrement augmenté, ressortant à 3,4 % en janvier, après 3,3 % en décembre, et s'est établi environ 70 points de base au-dessous de son pic de novembre 2023. S'agissant des différentes périodes de fixation des taux, cette évolution résulte des taux hypothécaires à long terme (durée supérieure à cinq ans), les taux hypothécaires à court terme (durée inférieure à un an) enregistrant une légère baisse.

Chapitre 21

Taux débiteurs bancaires composites consentis aux entreprises et aux ménages dans la zone euro

(pourcentage annuel)



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 janvier 2026.

Au cours de la période sous revue allant du 18 décembre 2025

au 18 mars 2026, le coût de l'endettement de marché et celui du financement par émission d'actions ont augmenté.

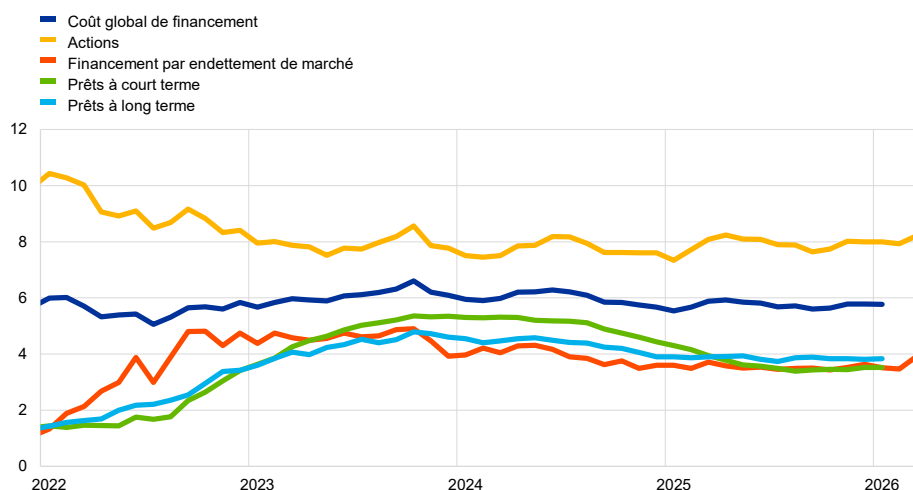
Le coût total du financement pour les sociétés non financières – c'est-à-dire le coût composite de l'emprunt bancaire, de l'endettement de marché et des fonds propres – est resté stable en janvier pour le troisième mois de suite, à 5,8 % (graphique 22)¹². La baisse du coût de l'endettement de marché a été compensée par une légère augmentation du coût de l'emprunt bancaire à long terme, tandis que toutes les autres composantes sont restées pratiquement inchangées. Toutefois, les données quotidiennes pour la période allant du 18 décembre 2025 au 18 mars 2026 montrent une hausse du coût de l'endettement de marché et du financement par fonds propres. Cette hausse reflète un accroissement des écarts de rendement des entreprises – en particulier dans le secteur à haut rendement (*high-yield*) – et une hausse de la prime de risque sur actions. Les taux sans risque ont également augmenté sur l'ensemble des échéances, plus particulièrement sur la partie courte, dans un contexte de forte volatilité en cours de période.

¹² En raison de décalages dans la disponibilité des données relatives au coût de l'emprunt auprès des banques, les données relatives au coût total du financement des sociétés non financières ne sont disponibles que jusqu'à janvier 2026.

Graphique 22

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

(pourcentage annuel)



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 des coûts à court et à long terme de l'emprunt auprès des banques (données moyennes mensuelles), et des coûts de l'endettement de marché et des fonds propres (données de fin de mois), pondérés par leurs encours respectifs. Les dernières observations se rapportent au 18 mars 2026 pour le coût de l'endettement de marché et le coût des fonds propres (données quotidiennes) et à janvier 2026 pour le coût total du financement et le coût des prêts à long terme et des prêts à court terme (données mensuelles).

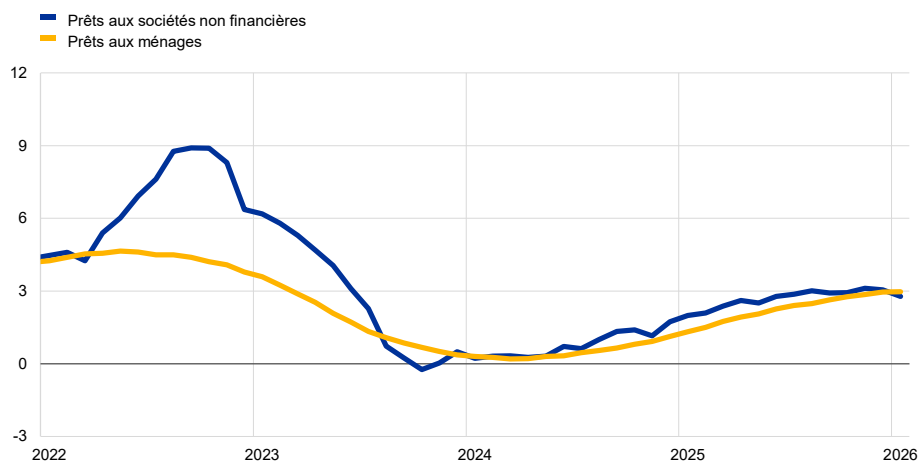
La croissance des prêts aux entreprises a légèrement diminué en janvier, tandis que celle des prêts aux ménages a été stable (graphique 23). Le taux de croissance annuel des prêts bancaires aux sociétés non financières est revenu à 2,8 % en janvier, après 3,0 % en décembre, soit un niveau largement inférieur à sa moyenne historique de 4,3 % depuis 1999. Cette évolution a été contrebalancée par une augmentation des émissions de titres de créance par les entreprises, dont le taux de croissance annuel s'est établi à 4,0 %, après 3,5 % en décembre. Le taux de croissance annuel des prêts aux ménages est resté stable, à 3,0 % en janvier, niveau bien inférieur à sa moyenne historique de 4,1 %. La croissance des prêts aux ménages a été soutenue principalement par la croissance des prêts hypothécaires et du crédit à la consommation, tandis que les autres formes de prêts aux ménages, y compris les prêts aux entrepreneurs individuels, sont restées atones. La croissance modeste des prêts aux entreprises et aux ménages reflète plusieurs facteurs, tels que l'incertitude accrue entourant les perspectives économiques et la faible appétence pour le risque des banques, dans un contexte de risques géopolitiques élevés ¹³.

¹³ Cf. Allayioti (A.), Bozzelli (G.), Di Casola (P.), Mendicino (C.), Skoblar (A.) et Velasco (S.), « *More uncertainty, less lending: how US policy affects firm financing in Europe* », *The ECB Blog*, BCE, 2 octobre 2025.

Graphique 23

Prêts des IFM dans la zone euro

(variations annuelles en pourcentage)



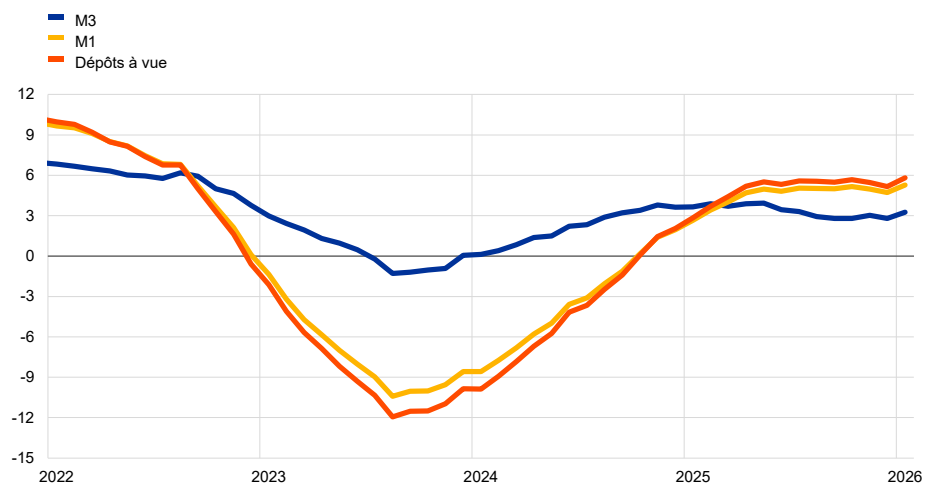
Sources : BCE et calculs de la BCE.

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, les prêts sont également corrigés de la centralisation de trésorerie (*cash-pooling*) notionnelle. Les dernières observations se rapportent à janvier 2026.

Le taux de croissance annuel de l'agrégat monétaire large (M3) a augmenté en janvier, reflétant un rebond des entrées de capitaux en provenance de l'étranger dans la zone euro (graphique 24). La croissance de M3 est ressortie à 3,3 % en janvier, après 2,8 % en décembre, mais est demeurée bien inférieure à sa moyenne de long terme de 6,1 %. S'agissant des composantes, le redressement de la croissance monétaire s'est expliqué par une préférence plus forte pour les actifs liquides, en particulier parmi les intermédiaires financiers non bancaires. Cela a été indiqué par une hausse du taux de croissance annuel de l'agrégat monétaire étroit (M1) – qui comprend les instruments les plus liquides, à savoir les billets et pièces en circulation et les dépôts à vue – passé de 4,7 % en décembre à 5,3 % en janvier. S'agissant des contreparties de M3, l'évolution résulte principalement d'un rebond des entrées monétaires nettes en provenance de l'étranger et d'une augmentation des achats d'obligations d'État (à court terme) par les banques. En revanche, le bilan de l'Eurosystème a continué de peser sur la croissance de M3, les remboursements au titre du principal des titres arrivant à échéance dans le portefeuille du programme d'achats d'actifs et dans celui du programme d'achats d'urgence face à la pandémie n'étant plus réinvestis.

Graphique 24 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 janvier 2026.

6 Évolutions budgétaires

D'après les projections macroéconomiques de mars 2026 établies par les services de la BCE, le déficit budgétaire des administrations publiques de la zone euro serait resté inchangé en 2025, à 3,1 % du PIB, et atteindrait 3,6 % en 2027 et en 2028. L'orientation budgétaire de la zone euro, qui s'est légèrement assouplie en 2025, devrait se relâcher encore davantage en 2026 et se durcir quelque peu en 2027 et en 2028. Le ratio dette/PIB de la zone euro progresserait de 87,5 % en 2025 à 89,5 % en 2028. Il demeure essentiel de renforcer l'économie de la zone euro, tout en conservant des finances publiques saines. Dans le contexte géopolitique actuel, les gouvernements devraient cibler en priorité la soutenabilité des finances publiques, les investissements stratégiques et les réformes structurelles propices à la croissance. Toute mesure budgétaire adoptée en réaction au choc sur les prix de l'énergie provoqué par la guerre au Moyen-Orient devrait être temporaire, ciblée et adaptée à la situation. La crise énergétique actuelle souligne l'impératif de continuer de réduire la dépendance à l'égard des combustibles fossiles.

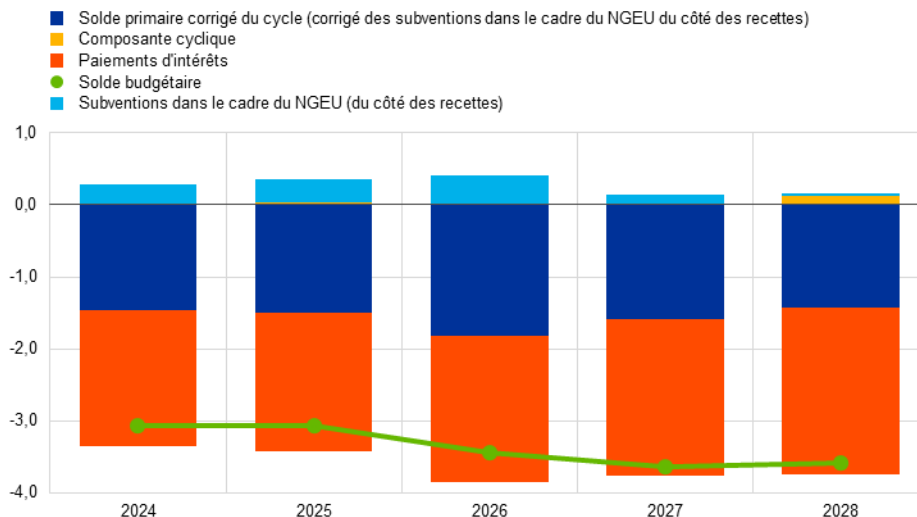
D'après les projections macroéconomiques de mars 2026 établies par les services de la BCE, le déficit budgétaire des administrations publiques de la zone euro serait resté inchangé en 2025, à 3,1 % du PIB, et devrait atteindre 3,6 % en 2027, niveau qu'il conserverait en 2028 (graphique 25) ¹⁴.

Par rapport aux projections macroéconomiques de décembre 2025 établies par les services de l'Eurosystème, le solde budgétaire attendu a été revu à la hausse sur l'ensemble de l'horizon de projection. Ces révisions reflètent principalement une détérioration du solde primaire corrigé du cycle, essentiellement attribuable à des révisions à la hausse des dépenses liées aux retraites et à d'autres postes, qui trouvent leur origine dans l'accélération de l'inflation sous l'effet du conflit au Moyen-Orient. L'alourdissement du déficit tient surtout à une hausse du ratio paiements d'intérêts/PIB (de quelque 0,4 point de pourcentage sur l'horizon de projection), suivie d'une dégradation du solde primaire corrigé du cycle, qui ne serait que légèrement compensée par une amélioration de la composante conjoncturelle à la fin de l'horizon de projection. Cette augmentation des paiements d'intérêts s'explique par la répercussion des hausses passées des taux d'intérêt, qui s'opère lentement en raison des longues échéances résiduelles de l'encours de la dette souveraine. De plus, l'expiration du programme *Next Generation EU* (NGEU) mettra fin à l'octroi des subventions financées au niveau communautaire dont bénéficiaient les États membres de l'UE, tandis que certains investissements liés aux fonds précédemment versés seront encore réalisés.

¹⁴ Cf. les « [Projections macroéconomiques pour la zone euro établies par les services de la BCE, mars 2026](#) » publiées le 19 mars 2026 sur le site internet de la BCE.

Graphique 25 Solde budgétaire et ses composantes

(en pourcentage du PIB)



Sources : Calculs de la BCE et projections macroéconomiques pour la zone euro établies par les services de la BCE, mars 2026.
Note : Les données se rapportent au secteur agrégé des administrations publiques des 21 États membres de la zone euro.

L'orientation budgétaire de la zone euro, qui s'est légèrement assouplie en 2025, devrait se relâcher encore davantage en 2026 et se durcir quelque peu en 2027 et en 2028¹⁵. La variation annuelle estimée du solde primaire corrigé du cycle, déduction faite des subventions accordées aux pays bénéficiaires du programme NGEU, montre un léger relâchement (– 0,1 point de pourcentage du PIB) des politiques budgétaires dans la zone euro en 2025. L'assouplissement prévu en 2026 s'explique principalement par une hausse des investissements publics et des transferts budgétaires. L'augmentation des investissements est avant tout le reflet des dépenses élevées consacrées à la défense et aux infrastructures en Allemagne (ainsi que dans d'autres pays de plus petite taille) et, dans une moindre mesure, des investissements financés par le programme NGEU. En 2027 et en 2028, l'assainissement dans de nombreux pays, notamment en Espagne, en France et en Italie, et l'expiration du financement au titre du programme NGEU seront largement contrebalancés par des mesures de relance, essentiellement en Allemagne.

Le ratio dette/PIB de la zone euro devrait suivre une trajectoire ascendante, passant de 87,5 % en 2025 à 89,5 % en 2028 (graphique 26). Le ratio dette/PIB de la zone euro devrait grimper, les effets favorables, bien qu'en recul, des différentiels entre les taux d'intérêt et la croissance étant plus que contrebalancés par la persistance des déficits primaires et les ajustements dette-déficit positifs. Par rapport aux projections de décembre, la trajectoire de la dette publique a été revue à la

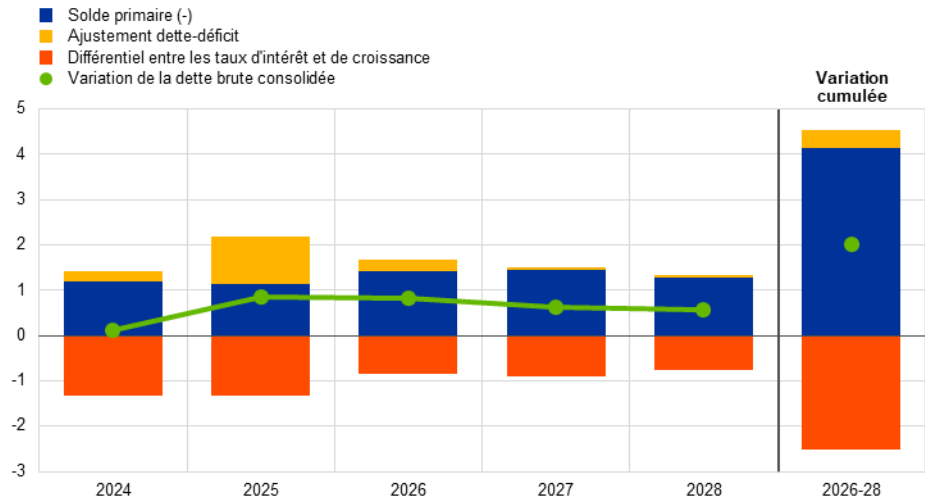
¹⁵ L'orientation budgétaire reflète la direction et l'ampleur de la relance économique induite par les politiques budgétaires, au-delà de la réaction automatique des finances publiques au cycle conjoncturel. Elle est mesurée ici comme la variation solde primaire corrigé du cycle rapporté au PIB, déduction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

hausse, reflétant des déficits primaires cumulés plus élevés et des différentiels moins favorables entre les taux d'intérêt et la croissance.

Graphique 26

Facteurs déterminants de la variation du ratio dette publique/PIB dans la zone euro

(en points de pourcentage)



Sources : Calculs de la BCE et projections macroéconomiques pour la zone euro établies par les services de la BCE, mars 2026.
 Note : Les données se rapportent au secteur agrégé des administrations publiques des 21 États membres de la zone euro.

Il demeure essentiel de renforcer l'économie de la zone euro tout en

conservant des finances publiques saines.

Dans le contexte géopolitique actuel, les gouvernements devraient cibler en priorité la soutenabilité des finances publiques, les investissements stratégiques et les réformes structurelles propices à la croissance. Libérer le plein potentiel du marché unique reste crucial. Il est également vital de favoriser une plus grande intégration des marchés de capitaux en suivant un calendrier ambitieux pour achever l'union de l'épargne et des investissements et l'union bancaire, ainsi que de rapidement adopter le règlement établissant l'euro numérique. Toute mesure budgétaire adoptée en réaction au choc sur les prix de l'énergie provoqué par la guerre au Moyen-Orient devrait être temporaire, ciblée et adaptée à la situation. La crise énergétique actuelle souligne l'impératif de réduire davantage la dépendance à l'égard des combustibles fossiles.

Encadrés

1 Qui supporte les coûts de la hausse des droits de douane américains ?

Stefan Schaefer, Lisa Gerland et Marcel Tirpák

Comprendre l'impact des droits de douane sur l'inflation est une tâche complexe, car cela implique d'analyser les réactions le long de la chaîne des prix, y compris celles des exportateurs, des distributeurs, des producteurs et des détaillants étrangers. À différents stades de cette chaîne des prix, les entreprises domestiques pourraient répondre aux annonces de droits de douane en constituant des stocks avant leur mise en œuvre, en modifiant la provenance de leurs importations au profit de pays soumis à des droits de douane moins élevés (réorientation des échanges) et en ajustant les prix de leurs produits pour tenir compte de l'impact des droits de douane. L'évolution des taux de change et les exemptions accordées aux biens en transit au moment de la mise en œuvre des droits de douane compliquent encore davantage cette analyse. Dans cet encadré, nous estimons l'impact des droits de douane récemment imposés par les États-Unis sur les prix pratiqués par les exportateurs pour les produits livrés aux États-Unis et examinons les différences observées à ce jour, entre pays et entre secteurs, dans le comportement des exportateurs en matière de fixation des prix. Nous montrons que les coûts des droits de douane se répercutent principalement sur les entreprises et les consommateurs américains et que seuls 5 % de ces coûts sont supportés par les entreprises étrangères.

À la suite d'une série de hausses des droits de douane américains, les prix (nets des droits de douane) tout comme les volumes des biens importés par les États-Unis ont diminué. De janvier à novembre 2025, le taux de droits de douane effectif statutaire annoncé a nettement augmenté, de 3 % à plus de 18 %¹. La variation annuelle des prix des biens importés aux États-Unis, mesurée en valeur unitaire et exprimée en termes nets des droits de douane, est légèrement négative depuis avril. Les volumes de biens importés ont fortement diminué. Toutefois, l'ampleur des ajustements des prix et des quantités varie selon les principaux partenaires commerciaux, tels que la Chine, le Canada, le Mexique et l'UE, qui ont été visés par une augmentation des droits de douane. Ces différences pourraient refléter des variations dans les taux et la portée des droits de douane, des

¹ Il existe une différence entre les taux de droits de douane effectifs statutaire et réel. Le taux de droits de douane effectif statutaire est calculé sur la base des annonces de droits de douane et d'une structure des échanges généralement fixe, tandis que le taux de droits de douane réel est calculé à partir des données douanières et est généralement plus bas. L'Organisation mondiale du commerce indique dans son outil de suivi des droits de douane (*tariff tracker*) que le taux de droits de douane effectif statutaire sur les biens pour les États-Unis était de 18,2 % en novembre 2025, tandis que le taux de droits de douane effectif réel sur les biens pour le même mois était de 9,8 %. À des fins d'analyse économique, le taux de droits de douane effectif statutaire est généralement utilisé comme variable explicative, car la date de mise en œuvre est jugée plus pertinente que les données tirées des rapports douaniers, pour lesquels il existe souvent des délais de déclaration et un biais d'endogénéité lié aux variations des volumes d'échanges résultant des droits de douane.

modifications dans la composition des importations et une dynamique spécifique à chaque pays.

Les exportateurs vers les États-Unis n'absorbent qu'une petite partie des coûts liés à la hausse des droits de douane. Dans l'ensemble, les valeurs unitaires des biens importés, exprimées en termes nets des droits de douane, affichent un coefficient de transmission moyen de 0,95 (graphique A, partie a) ². Cela signifie qu'une augmentation de 10 % des droits de douane n'entraîne qu'une hausse de 9,5 % des prix. Par conséquent, seule une petite fraction de la hausse des droits de douane est absorbée par les exportateurs ³. Le coefficient de transmission est nettement plus faible lorsqu'on examine des secteurs spécifiques ⁴. Toutefois, aucune différence significative n'apparaît dans la répercussion estimée des droits de douane par les principaux partenaires commerciaux.

² Les effets agrégés sont capturés par des effets fixes de temps, tandis que les caractéristiques au niveau des produits sont contrôlées par l'inclusion d'effets fixes par produit, selon Amiti *et al.* (2019). L'effet des droits de douane est identifié par le mouvement commun de la variable de prix dépendante en réponse aux variations des droits de douane sur l'ensemble des produits au fil du temps.

³ Ce résultat est globalement conforme aux données relatives à la période 2018-2019 présentées dans Amiti *et al.* (2019). Il est également en ligne avec les estimations disponibles pour les droits de douane actuels (Hinz *et al.*, 2026), ce qui suggère que les États-Unis disposent d'un levier limité en matière de termes de l'échange sur leurs fournisseurs mondiaux à court terme. Si Amiti *et al.* (2026) font état d'une répercussion (élasticité) des droits de douane comparable, à 0,94, pour la période allant de janvier à août 2025, ils observent qu'elle est revenue à 0,86 en novembre.

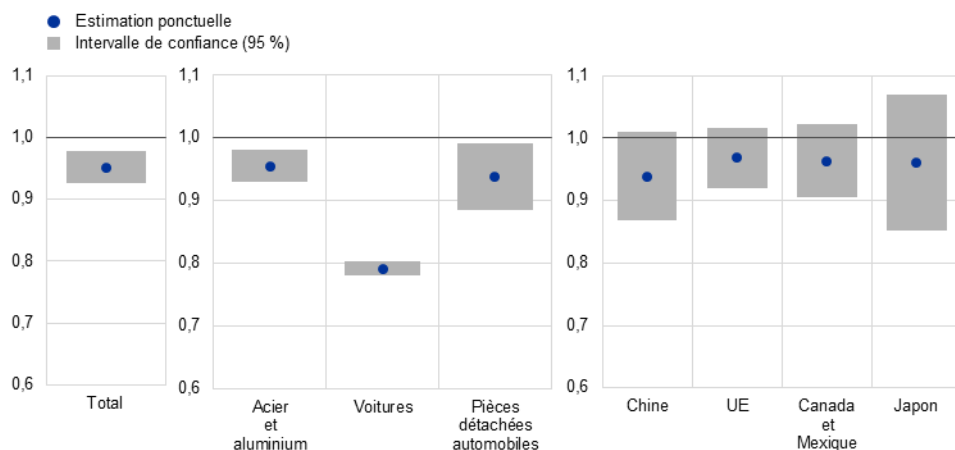
⁴ L'acier et l'aluminium, ainsi que les voitures et les pièces détachées automobiles, ont été très tôt visés par l'administration américaine et ont été soumis à des droits de douane significatifs allant de 25 % à 50 %, avec peu d'exemptions.

Graphique A

Impact des droits de douane sur les valeurs unitaires et les volumes de biens importés

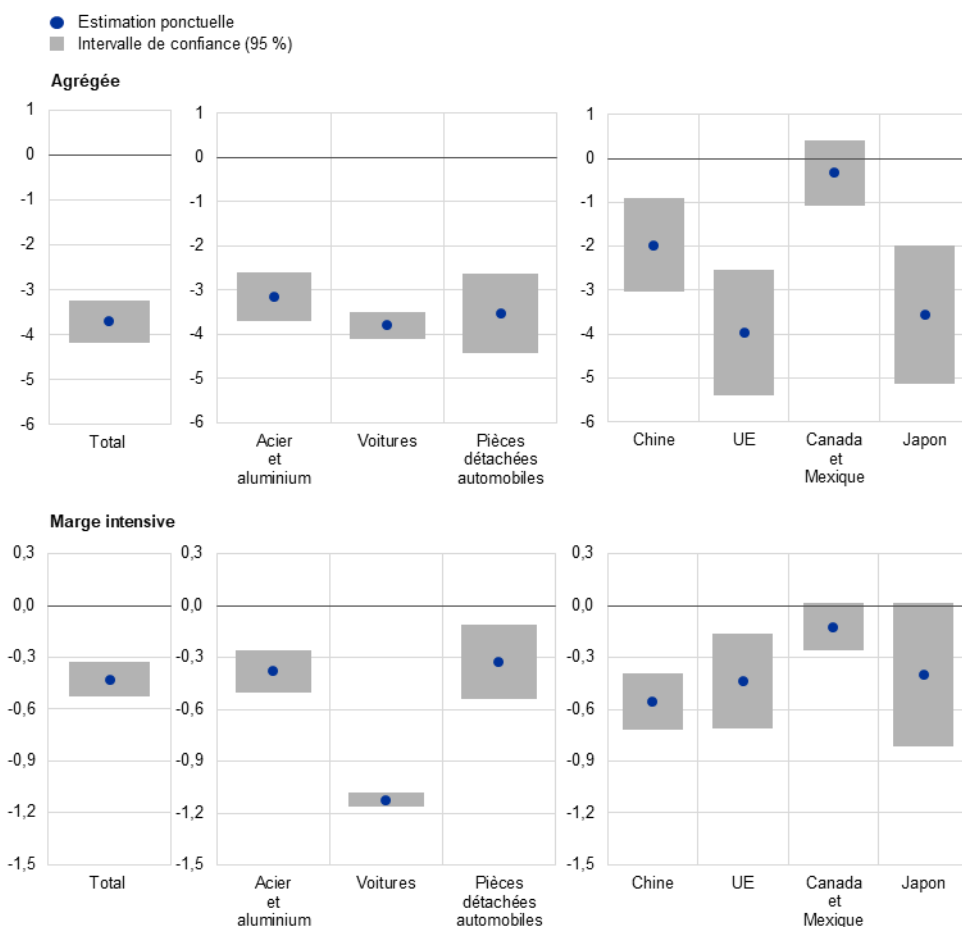
a) Valeurs unitaires des biens importés

(élasticité ; répercussion totale = 1)



b) Volumes de biens importés

(élasticité)



Source : Calculs des services de la BCE.

Notes : Les estimations présentées sont fondées sur une analyse de régression de panel des valeurs unitaires à l'importation des catégories de produits à six chiffres du système harmonisé (SH6), selon la méthodologie d'Amiti *et al.* (2019). L'échantillon des estimations s'étend de janvier 2024 à octobre 2025. La partie supérieure de la partie b) présente les estimations de l'élasticité agrégée (marge extensive et intensive) obtenues à partir d'une régression dans laquelle les catégories de produits, y compris celles soumises à des droits de douane plus élevés, ne sont plus importées aux États-Unis. La partie inférieure de la partie b) présente les estimations obtenues à partir d'une régression sur les catégories de produits soumises à des droits de douane qui continuent d'être importées.

L'impact estimé des droits de douane sur les volumes d'importation est élevé.

L'élasticité agrégée estimée des importations pour toutes les catégories de produits s'établit à $-3,7$. Cela signifie qu'une augmentation de 10 % des droits de douane entraînerait une baisse de 37 % des volumes d'importation. Si, en revanche, nous nous concentrons uniquement sur les catégories de produits soumis aux droits de douane qui continuent d'être importés, le coefficient estimé diminue fortement, tout en demeurant important sur le plan économique, à $-0,43$. Cela signifie qu'une augmentation de 10 % des droits de douane entraînerait une baisse de 4,3 % des volumes d'importation. Cette différence dans l'élasticité estimée des volumes d'importation suggère que la baisse observée est largement associée aux produits qui, en réponse aux droits de douane, ne sont plus importés, ce qui signifie qu'ils font l'objet d'un ajustement via la marge extensive (graphique A, partie b, partie supérieure). Toutefois, les volumes diminuent également nettement pour les produits soumis aux droits de douane qui continuent d'être importés (ajustement des échanges via la marge intensive ; graphique A, partie b, partie inférieure).

Une analyse plus détaillée du secteur automobile met en évidence la manière dont les droits de douane ont entraîné des changements significatifs dans les structures d'échanges, en particulier au sein des chaînes

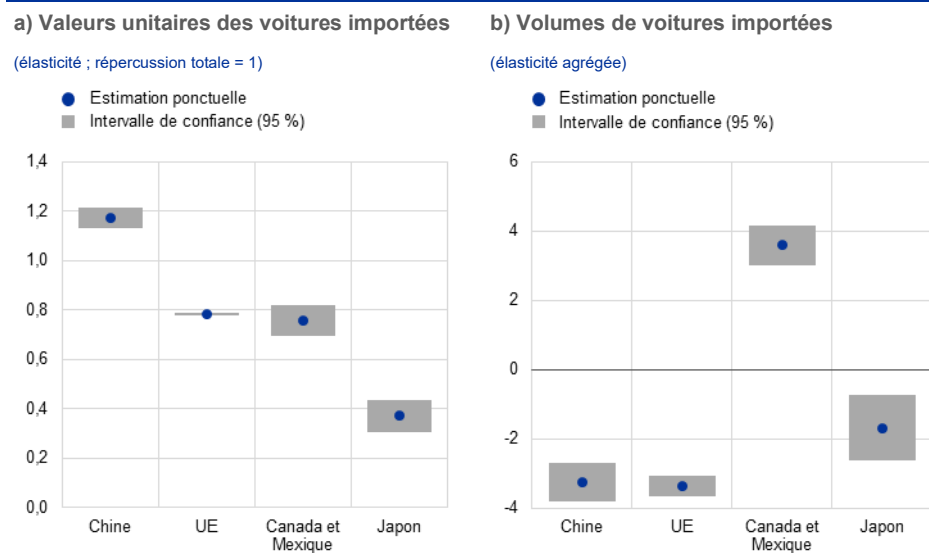
d'approvisionnement régionales. Dans le secteur automobile, les résultats indiquent un découplage net des États-Unis vis-à-vis de la Chine et de l'UE, en faveur du Canada et du Mexique (graphique B). La forte hausse des importations de voitures en provenance du Canada et du Mexique reflète un renforcement des relations commerciales existantes ⁵. Cela contraste fortement avec les résultats affichés par l'UE et le Japon, qui ont enregistré à la fois une contraction de la valeur unitaire des voitures exportées et une forte baisse du volume des produits soumis à des droits de douane et toujours exportés vers les États-Unis ⁶.

⁵ Le réacheminement des exportations chinoises de voitures *via* ces pays a peut-être contribué à ces évolutions, bien que des analyses récentes suggèrent que les exportations chinoises pourraient avoir été réacheminées *via* des pays de l'Association des nations de l'Asie du Sud-Est. Pour plus de détails, cf. Le Roux et Spital (2026).

⁶ L'élasticité estimée du volume des échanges à la marge intensive est de 0,84 pour le Canada et le Mexique et de $-1,26$ pour l'UE.

Graphique B

Impact des droits de douane sur les valeurs unitaires et les volumes des voitures importées aux États-Unis



Source : Calculs des services de la BCE.

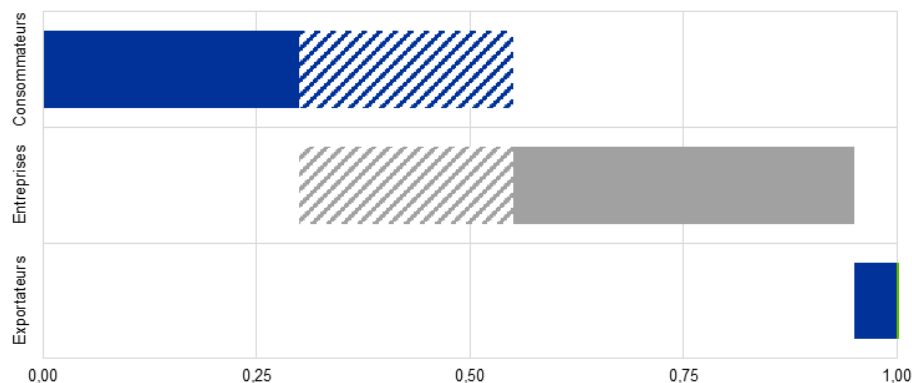
Notes : Les estimations présentées sont fondées sur une analyse de régression de panel des valeurs unitaires à l'importation des catégories de produits à six chiffres du système harmonisé (SH6), selon la méthodologie d'Amiti *et al.* (2019). L'échantillon des estimations s'étend de janvier 2024 à octobre 2025.

Si les droits de douane redéfinissent la géographie des relations commerciales avec les États-Unis, leurs coûts se répercutent principalement sur les importateurs et les consommateurs domestiques. Nous constatons que les coûts liés à la hausse des droits de douane se transmettent le long de la chaîne de prix, les consommateurs supportant actuellement environ un tiers de la charge des droits de douane (graphique C). Et si les droits de douane plus élevés venaient à rester en vigueur pendant une période plus longue, les données disponibles tirées d'enquêtes auprès des entreprises aux États-Unis suggèrent qu'elles répercuteront une part plus importante des coûts liés aux droits de douane sur les consommateurs. À plus long terme, cette part pourrait être de plus de moitié, à mesure que la capacité des entreprises américaines à absorber les coûts s'épuise. En outre, si la mesure dans laquelle les exportateurs absorbent les droits de douane reste limitée, comme indiqué ci-dessus, cela implique que les entreprises américaines absorberaient 40 % environ des coûts liés à la hausse des droits de douane à plus long terme.

Graphique C

Distribution des coûts liés aux droits de douane le long de la chaîne des prix

(estimations des coefficients)



Source : Calculs des services de la BCE.

Notes : Le graphique montre la distribution des coûts liés aux droits de douane le long de la chaîne des prix, sur la base d'analyses empiriques utilisant les données disponibles jusqu'en août 2025 (bleu foncé). Les barres grises représentent les attributions résiduelles, les sections rayées indiquant les résultats de l'enquête d'Andrade *et al.* (2025), qui suggèrent que la répercussion des droits de douane sur les consommateurs augmente jusqu'à 0,55 lorsqu'ils sont en vigueur sur des horizons temporels plus longs. Le chiffre concernant les consommateurs est calculé à partir d'une régression de panel des droits de douane appliqués aux composantes des dépenses de consommation privée (*personal consumption expenditures*, PCE), tandis que le chiffre relatif aux exportateurs est basé sur une analyse de régression de panel des valeurs unitaires à l'importation des catégories de produits à six chiffres du système harmonisé (SH6), selon la méthodologie d'Amiti *et al.* (2019). « Entreprises » se rapporte aux distributeurs, aux producteurs et aux détaillants.

Bibliographie :

Amiti (M.), Redding (S.J.) et Weinstein (D.E.) (2019), « *The Impact of the 2018 Tariffs on Prices and Welfare* », *Journal of Economic Perspectives*, vol. 33, n° 4, p. 187-210.

Amiti (M.), Flanagan (C.), Heise (S.) et Weinstein (D.E.) (2026), « *Who Is Paying for the 2025 U.S. Tariffs?* », *Liberty Street Economics*, Federal Reserve Bank of New York, 12 février.

Andrade (P.), Dietrich (A.M.), Leer (J.), Lin (X.), Schoenle (R.S.), Tang (J.) et Zakrajšek (E.) (2025), « *Who Will Pay for Tariffs? Businesses' Expectations about Costs and Prices* », *Current Policy Perspectives*, n° 25-13, Federal Reserve Bank of Boston, 29 septembre.

Hinz (J.), Lohmann (A.), Mahlkow (H.) et Vorwig (A.) (2026), « *America's Own Goal: Who Pays the Tariffs?* », *Kiel Policy Brief*, n° 201, Kiel Institute for the World Economy.

Le Roux (J.) et Spital (T.) (2026), « *Réorientation du commerce mondial sous l'effet des droits de douane américains : identifier son rôle dans les évolutions des exportations chinoises* », *Bulletin économique*, n° 1, BCE.

2 Libérer le potentiel commercial : les avantages d'une amélioration des paiements transfrontières

Massimo Ferrari Minesso, Laura Lebastard et Olga Triay Bagur

Le commerce international ne pourrait exister sans les paiements transfrontières. Les systèmes de paiement sont la pierre angulaire de l'infrastructure financière – la « tuyauterie » essentielle qui sous-tend le fonctionnement des économies modernes en permettant la compensation et le règlement des transactions internationales. Le présent encadré vise à évaluer les avantages économiques des innovations technologiques dans les paiements transfrontières en examinant le cas de l'interconnexion des systèmes de paiement instantané entre les pays.

De nombreux paiements transfrontières existants demeurent lents et coûteux.

La plupart des paiements internationaux s'appuient sur des banques correspondantes – un réseau mondial qui traite les transactions transfrontières pour les banques locales qui ne disposent pas de comptes étrangers ¹. Les paiements transitent souvent par plusieurs intermédiaires, ce qui les rend lents et coûteux, en raison des frais, des conversions de devises et des frictions opérationnelles entre les différents pays. Par exemple, pour près d'un tiers des paiements transfrontières, les coûts dépassent 3 % du montant traité et, en moyenne, seulement 40 % des transactions internationales entre entreprises sont réglées en un jour ouvrable (graphique A) ². En outre, la fourniture mondiale de services de correspondance bancaire a diminué de 20 % par rapport au milieu des années 2000, ce qui accroît le coût des transferts d'argent transfrontières et, dans certains cas, entraîne la désintermédiation totale de certains couloirs de paiement (liens de paiement stables entre paires de pays) ³.

¹ Cf. Rice *et al.* (2020).

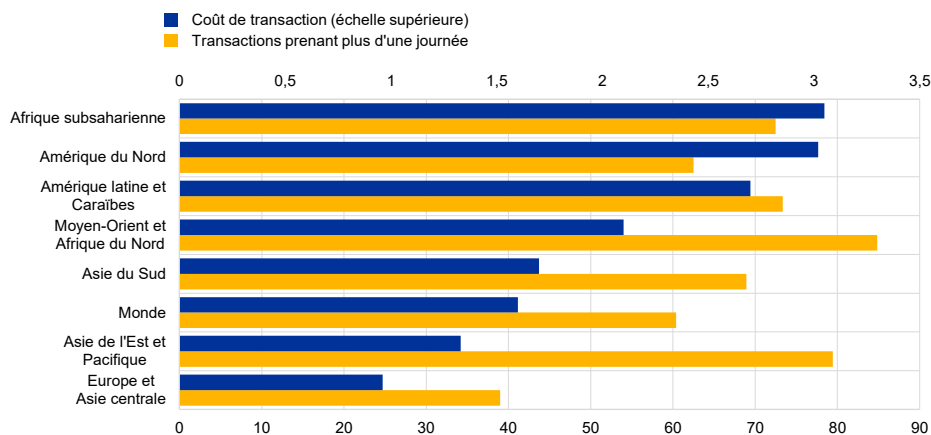
² Cf. Conseil de stabilité financière (2025).

³ Le repli des activités de correspondance bancaire résulte d'une combinaison de facteurs, notamment la hausse des coûts de mise en conformité, les risques géopolitiques et la hausse des coûts d'exploitation. Rice *et al.* (2020) fournissent des données d'enquêtes sur l'importance de chaque facteur.

Graphique A

Coûts et rapidité des transactions transfrontières, par région

(échelle supérieure : pourcentages de la valeur des transactions ; échelle inférieure : pourcentages des transactions, pondérés par la valeur)



Sources : Conseil de stabilité financière (2025) et calculs de la BCE.

Notes : Transactions d'un pays vers le monde, d'une entreprise à une autre et d'une entreprise à une personne, pour un montant de 20 000 dollars. Europe et Asie centrale couvre les États membres de l'UE, l'Albanie, l'Arménie, l'Azerbaïdjan, le Belarus, la Bosnie-Herzégovine, la Géorgie, l'Islande, le Kazakhstan, le Kosovo, le Kirghizistan, la Moldavie, le Monténégro, la Macédoine du Nord, la Norvège, la Russie, la Serbie, la Suisse, le Tadjikistan, la Turquie, le Turkménistan, l'Ukraine, le Royaume-Uni et l'Ouzbékistan. Les dernières observations se rapportent à avril 2025.

L'interconnexion des systèmes de paiement instantané nationaux pourrait améliorer les paiements transfrontières. Les nouvelles technologies ont conduit au développement d'une nouvelle génération de systèmes de paiement « instantané », capables de régler les transactions de détail en temps réel et à un coût minimal. Plus de 80 pays ont déployé un système de paiement instantané domestique – tel que le service TARGET de règlement de paiements instantanés (*Instant Payment Settlement*, TIPS) de l'Eurosystème, le service FedNow du Système fédéral de réserve, le système Pix du Brésil et l'interface de paiement unifiée (*Unified Payment Interface*, UPI) de l'Inde – tandis que beaucoup d'autres sont en cours de développement ⁴. L'interconnexion de ces systèmes pourrait réduire les coûts, accroître la rapidité des paiements transfrontières et favoriser la transparence ; et, de fait, elle a été identifiée comme une priorité dans la feuille de route du G20 concernant l'amélioration des paiements transfrontières ⁵. Si les systèmes de paiement sont connectés, les banques de deux juridictions peuvent échanger des fonds en utilisant leurs systèmes domestiques respectifs ⁶. Cela évite d'avoir plusieurs strates de correspondance bancaire qui reproduisent les processus et multiplient les coûts, et cela serait particulièrement bénéfique pour les régions qui sont mal desservies par ou exclues de la correspondance bancaire.

⁴ Cf. ACI Worldwide (2024).

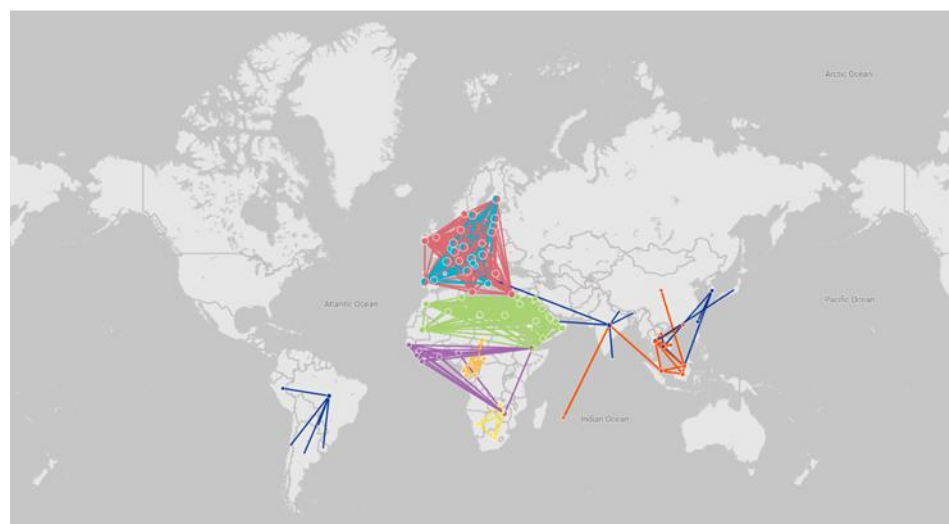
⁵ Cf. Conseil de stabilité financière (2025).

⁶ L'interconnexion peut être réalisée soit en connectant deux systèmes de paiement directement au moyen d'une infrastructure partagée, soit en créant une plateforme permettant à plusieurs systèmes de se connecter. Les décisions concernant la mise en place de cette interconnexion peuvent être influencées par des facteurs tels que les gains attendus pour les échanges commerciaux, l'utilisation pour les transferts de fonds, la gouvernance, les préférences technologiques, les perspectives de recouvrement des coûts et les considérations géopolitiques. Pour plus de précisions, cf. Ferrari Minesso *et al.* 2025.

Au niveau mondial, il existe déjà environ 500 connexions entre systèmes de paiement instantané, et encore plus sont en cours de développement. Si TIPS relie entre eux des pays de la zone euro, le Danemark et la Suède, des systèmes de paiement instantané interconnectés ont également été développés en Afrique, en Asie et en Amérique du Sud (figure A) ⁷. Ces dispositifs transfrontières varient considérablement : certains ne prennent en charge que les paiements de détail, tandis que d'autres incluent le règlement de gros. Des plateformes régionales multilatérales ont d'abord émergé, tandis que les liens bilatéraux se sont développés plus tard et restent limités ⁸. Toutefois, dans l'ensemble, les systèmes de paiement sont toujours fragmentés et les grandes économies continuent de s'appuyer sur le système de correspondance bancaire. Conformément à la feuille de route du G20, et afin de renforcer les paiements transfrontières et de réduire les risques de fragmentation, l'Eurosystème travaille sur de nouvelles interconnexions (avec l'UPI de l'Inde) et explore les avantages potentiels d'une connexion avec le système de paiement instantané domestique suisse et Nexus Global Payments (NGP) ⁹. Ces initiatives visent à améliorer les paiements transfrontières à l'échelle mondiale et à réduire le risque de fragmentation.

Figure A

Connexions transfrontières entre systèmes de paiement instantané



Source : Ferrari Minesso *et al.* (2025).

Notes : Le graphique présente les connexions transfrontières entre les systèmes de paiement instantané en 2024. Il présente des connexions bilatérales (réparties entre unidirectionnelles et bidirectionnelles, en fonction des monnaies utilisées pour initier un paiement par le biais du lien) et des connexions multilatérales (également représentées comme des connexions bilatérales entre paires de pays, mais colorées par plateforme régionale).

⁷ TIPS dessert actuellement 23 pays et trois devises (l'euro, la couronne danoise et la couronne suédoise), et d'autres sont à venir.

⁸ Cf. Ferrari Minesso *et al.* (2025).

⁹ NGP relie les systèmes de paiement instantané de l'Inde, de la Malaisie, des Philippines, de Singapour et de la Thaïlande.

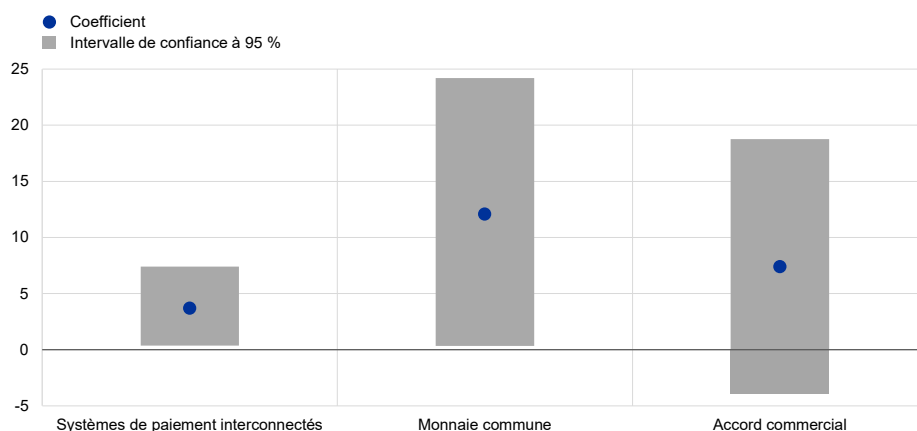
Des données économétriques suggèrent que les systèmes de paiement instantané interconnectés augmentent les échanges commerciaux d'environ 4 %.

Les coûts cachés de type iceberg (*iceberg trade costs*) dépendent en partie de l'efficacité des transactions financières ¹⁰. L'interconnexion devrait réduire ces coûts et, par conséquent, améliorer les échanges bilatéraux. Inclure l'interconnexion dans un cadre gravitationnel suggère que l'interconnexion des systèmes de paiement instantané a un impact positif et économiquement significatif sur le commerce bilatéral, même en tenant compte d'une potentielle endogénéité ¹¹. L'effet moyen estimé (environ 4 %) correspond à peu près à la moitié du coup de pouce aux échanges commerciaux qui résulte d'un accord commercial formel et à un quart de l'impact de la création d'une zone monétaire commune (graphique B). Il est important de noter que cette estimation ne s'appuie pas sur des études de cas spécifiques et qu'elle est calculée à partir de la moyenne de toutes les initiatives d'interconnexion, y compris celles soutenues par des pays déjà bien connectés par le système bancaire mondial (comme la zone euro ou l'Asie du Sud-Est). Cela souligne les avantages spécifiques pour les échanges commerciaux de l'interconnexion des systèmes de paiement, même lorsque les pays ont déjà accès aux marchés mondiaux par l'intermédiaire de banques correspondantes.

Graphique B

Déterminants des exportations bilatérales

(en pourcentage)



Sources : Ferrari Minesso *et al.* (2026) et calculs de la BCE.

Notes : Le graphique présente les estimations d'un modèle de gravité dans lequel l'endogénéité potentielle est contrôlée pour l'utilisation de la méthode présentée dans Carlson et Joshi (2024). La régression est spécifiée comme $\ln Export_{i,j,t} = \alpha_{i,t} + \alpha_{j,t} + \alpha_{i,j} + \beta_1 Payment\ system\ interlinked + \beta_2 Common\ currency_{i,j,t} + \beta_3 Trade\ agreement_{i,j,t} + \beta_4 Geopolitical\ distance_{i,j,t} + \Gamma X_{i,j,t} + \varepsilon_{i,j,t}$. *Payment system interlinked* est une variable muette égale à 1 si les systèmes de paiement instantanés des pays *i* et *j* sont reliés au temps *t*. $X_{i,j,t}$ inclut le ratio de Mills inverse qui mesure la valeur attendue du terme d'erreur conditionnée par une sélection. L'ensemble de données d'interconnexion couvre 84 pays et 531 liens de paiement. Le modèle est estimé sur des données annuelles allant de 2021 à 2024.

¹⁰ Les « coûts cachés de type iceberg » correspondent à une hypothèse de modélisation dans laquelle une fraction d'un bien échangé est perdue au cours du transport, ce qui représente le coût de transport.

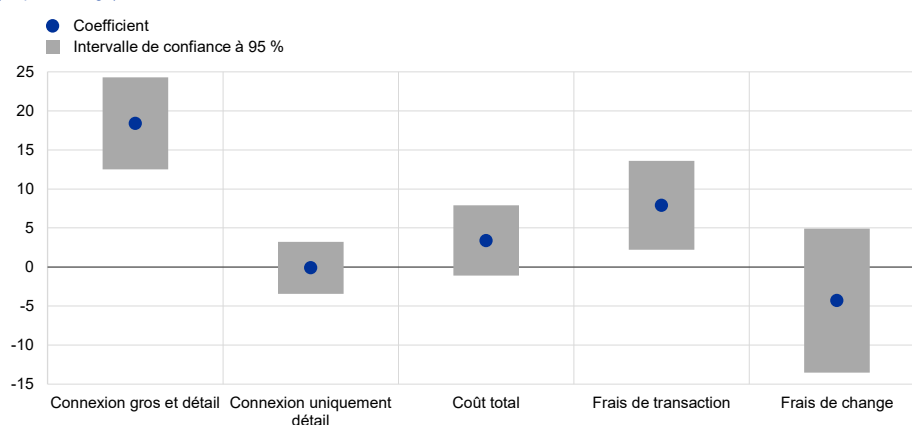
¹¹ Afin de tenir compte de l'endogénéité potentielle des connexions des systèmes de paiement, la méthode de correction des biais de Carlson et Joshi (2024) est appliquée et les normes de messagerie de paiement des systèmes de paiement nationaux sont utilisées comme instrument. Cette méthode contrôle formellement par l'endogénéité potentielle de l'interconnexion en modélisant sa probabilité dans une régression de la première étape. Les résultats sont également valables lorsque des méthodes semi-paramétriques sont utilisées (cf. Ferrari Minesso *et al.*, 2026).

Les avantages de l'interconnexion des systèmes de paiement instantané sont plus importants dans les régions où les coûts de paiements transfrontières sont élevés et pour les systèmes qui permettent le règlement des transactions de gros. Si l'on se concentre sur l'hétérogénéité des systèmes de paiement, les résultats agrégés sont déterminés par les systèmes de paiement qui permettent d'effectuer à la fois les paiements de gros et de détail (graphique C). Les avantages tendent à être moindres pour les systèmes de paiement qui ne relient que la clientèle de détail. Cela provient du fait que les échanges agrégés résultent principalement de transactions à grande échelle de grandes entreprises, entraînant des transferts de paiement dont les valeurs dépassent les limites des systèmes de paiement de détail. En outre, l'interconnexion est plus bénéfique dans les régions où les coûts des paiements transfrontières sont plus élevés, ce qui suggère que les gains résultent principalement d'une réduction des frais facturés par les banques. Ce résultat est cohérent avec l'interconnexion des systèmes de paiement instantané qui agit comme un complément ou une alternative à des méthodes de paiement plus onéreuses, réduisant ainsi les coûts totaux des échanges commerciaux.

Graphique C

Effet sur les exportations par type de système de paiement et réduction des coûts

(en pourcentage)



Sources : Ferrari Minesso *et al.* (2026) et calculs de la BCE.

Notes : Le graphique présente les estimations à partir d'une version augmentée de l'équation utilisée dans le graphique B. Dans les deux colonnes de gauche, la variable muette pour l'interconnexion des systèmes de paiement est divisée entre les systèmes qui permettent d'effectuer uniquement les règlements de détail et ceux qui permettent d'effectuer à la fois les règlements de détail et de gros. Les trois colonnes de droite indiquent le coefficient d'interaction de la variable muette d'interconnexion et les mesures des coûts du paiement transfrontière interentreprises dans la région du pays d'origine.

Les initiatives d'interconnexion peuvent générer des bénéfices qui vont au-delà du fonctionnement du marché. Les implications de ces résultats pour la politique économique pourraient être considérables. Premièrement, ils soutiennent les efforts internationaux en cours dans le cadre de la feuille de route du G20 pour l'interconnexion des systèmes de paiement nationaux, confirmant que ces initiatives offrent des avantages économiques concrets au-delà de leurs objectifs d'inclusion financière. Ces gains sont susceptibles d'être les plus importants pour les pays qui sont mal desservis par les réseaux de paiement mondiaux existants et qui sont donc davantage exclus du commerce international. En outre, ces conclusions soulignent la nécessité d'une coordination multilatérale pour garantir l'interopérabilité des normes techniques et pour lever les obstacles juridiques et réglementaires (par

exemple, les règles relatives au caractère définitif du règlement, la protection des données à caractère personnel et la gestion de la fraude) qui continuent d'entraver la fluidité du règlement transfrontière, facilitant ainsi l'interconnexion.

Bibliographie

ACI Worldwide (2024), « *Prime Time for Real-Time* ».

Carlson (A.) et Joshi (R.) (2024), « *Sample selection in linear panel data models with heterogeneous coefficients* », *Journal of Applied Econometrics*, vol. 39, n° 2, mars, p. 237-255.

Ferrari Minesso (M.), Lebastard (L.) et Triay Bagur (O.) (2026), « *Interlinking payment systems and trade flows* », *Working Paper Series*, n° 3202, BCE.

Ferrari Minesso (M.), Mehl (A.), Triay Bagur (O.) et Vanteenkiste (I.) (2025), « *Geopolitics and Global Interlinking of Fast Payment Systems* », *CEPR Discussion Paper*, n° 20105, Centre for Economic Policy Research, avril.

Conseil de stabilité financière (2025), « *G20 Roadmap for Enhancing Cross-border Payments – Consolidated progress report for 2025* », octobre.

Rice (T.), von Peter (G.) et Boar (C.) (2020), « *On the global retreat of correspondent banks* », *BIS Quarterly Review*, Banque des règlements internationaux, mars.

3 Non-linéarités des prix du pétrole : quelles sont les conditions déterminantes ?

Vlad Burian et Arthur Stalla-Bourdillon

Les différents états du marché du pétrole peuvent influencer considérablement la réaction des prix du pétrole face aux chocs. Ces dernières années, les prix du pétrole ont réagi fortement lorsque des variables clés, que nous nommerons des « variables d'état », ont atteint des niveaux extrêmes. Pendant la pandémie de COVID-19, par exemple, la chute des prix du pétrole associée à la guerre sur les prix entre la Russie et l'Arabie saoudite a été probablement amplifiée par des stocks importants, qui limitent la capacité d'absorption de l'excédent d'offre. Un mécanisme d'amplification semblable a été observé en octobre 2024, lorsque la frappe iranienne sur Israël a surpris les marchés. Les fonds d'investissement, qui détenaient des positions courtes au regard des évolutions passées, les ont rapidement dénouées, intensifiant par conséquent la hausse des prix ¹. La volatilité des prix du pétrole semble plus élevée quand trois variables d'état – l'argent sous gestion (positions sur dérivés détenues par des fonds d'investissement), les déséquilibres offre-demande (soit la différence entre l'offre et la demande mondiales de pétrole) et les stocks de l'OCDE – atteignent des niveaux extrêmes (graphique 1) ².

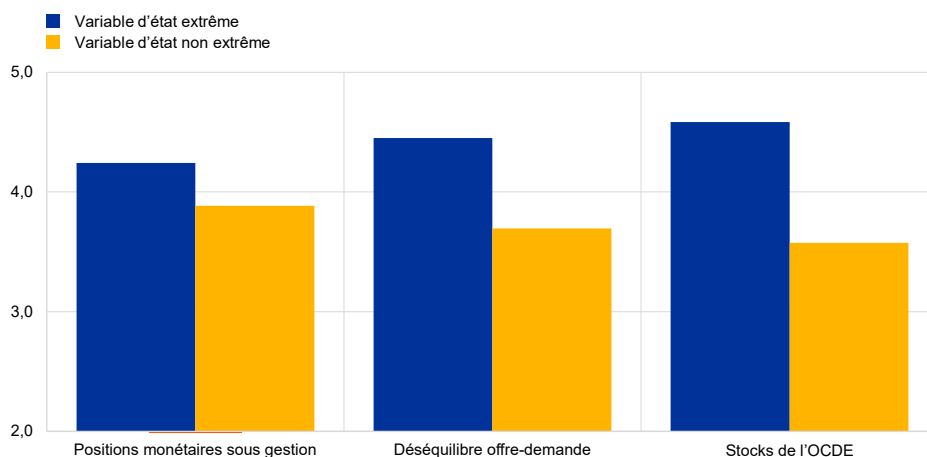
¹ Les positions courtes désignent des expositions baissières sur produits dérivés qui tirent profit d'une baisse du prix de l'actif sous-jacent, tandis que les positions longues bénéficient de la hausse de ce prix.

² L'argent sous gestion (« *managed money* ») se rapporte aux fonds d'investissement qui, dans la classification de la CFTC, sont généralement considérés comme la catégorie la plus étroitement corrélée à la dynamique perçue des prix de la matière première.

Graphique A

Volatilité des prix du pétrole en fonction du niveau des variables d'état

(écart type)



Sources : Agence internationale de l'énergie (AIE), Bloomberg, Commodity Futures Trading Commission (CFTC) et calculs des services de la BCE.

Notes : L'« écart type » se rapporte à l'écart type moyen des prix du pétrole. Les différences d'écart type en fonction des états sont significatives au niveau de 10 % pour chaque variable. Les « états extrêmes » désignent des périodes pendant lesquelles une variable se situe au-dessus du 75^e percentile ou en dessous du 25^e percentile de sa distribution historique récente (soit les 52 dernières semaines).

Malgré leur pertinence pour les investisseurs et les décideurs, les sources de ces non-linéarités n'ont pas encore été suffisamment analysées.

Plusieurs travaux ont étudié cette problématique, mais en analysant généralement les non-linéarités de manière isolée, en se concentrant sur des mécanismes individuels et sans faire interagir la variable d'état avec le signe du choc (cf. Chițu *et al.* (2023) sur le positionnement spéculatif et le risque géopolitique ; Van Robays (2016) sur l'incertitude macroéconomique). Afin de combler cette lacune, nous estimons des projections locales non linéaires à partir des trois variables d'état définies ci-dessus, et évaluons la réaction des prix aux chocs d'offre de pétrole identifiés dans Gazzani *et al.* (2024)³. Pour ce faire, nous évaluons dans un premier temps si les réactions des prix du pétrole s'intensifient lorsque ces variables atteignent des niveaux extrêmes. Nous examinons ensuite les réactions en fonction du niveau des variables d'état et de la direction du choc.

Pour les positions détenues par les fonds d'investissement, des non-linéarités prononcées apparaissent lorsque le signe du choc s'aligne avec les expositions préexistantes des investisseurs.

Concernant la première variable – les positions des fonds d'investissement –, les prix réagissent en effet plus fortement lorsque ces positions sont exceptionnellement élevées ou faibles (graphique B, partie a)⁴. Toutefois, on ne peut établir clairement si cette amplification a lieu parce que les investisseurs sont pris par surprise, ou parce que les chocs confirment leurs anticipations antérieures. Quand les fonds

³ Nous estimons des projections locales dans lesquelles les variations des prix du pétrole sont la variable dépendante, et les chocs d'offre de pétrole sont les principales variables de régression. Ces chocs sont mis en interaction avec des variables muettes reflétant les états extrêmes des variables de conditionnement et, le cas échéant, avec le signe du choc. Toutes les spécifications sont estimées séparément pour chaque variable d'état. L'échantillon couvre la période comprise entre juin 2007 et août 2025.

⁴ Ces différences ne sont pas significatives sur le plan statistique.

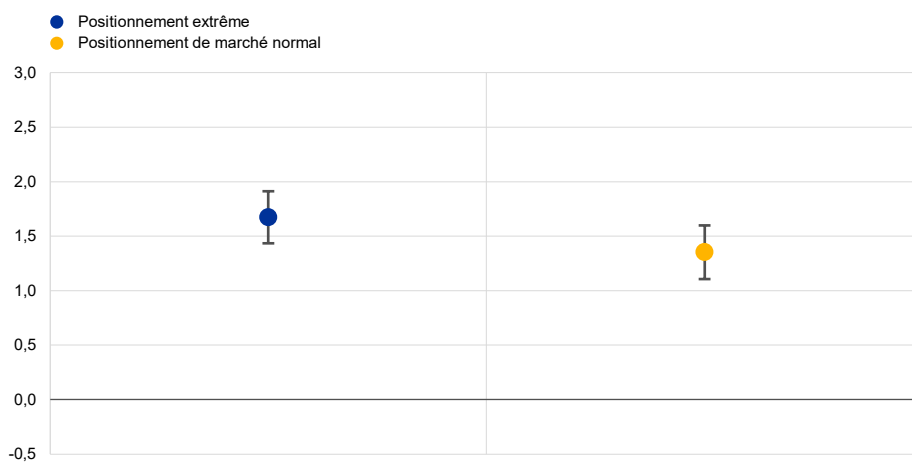
d'investissement détiennent déjà un nombre important de positions longues ou courtes, les réactions des prix aux chocs baissiers ou haussiers, respectivement, sont en réalité modérées (graphique B, partie b). Cela suggère que la forte réaction des prix observée lors de la frappe iranienne en 2024 n'est pas généralisée sur l'ensemble des périodes. En revanche, les prix réagissent fortement lorsque les investisseurs détiennent des positions très longues et qu'une flambée des prix du pétrole se produit, ou symétriquement, lorsqu'ils détiennent des positions très courtes et que les prix du pétrole commencent à baisser (graphique B, partie c). Cela signifie que le mécanisme dominant n'est pas le dénouement rapide de positions, mais plutôt l'amplification qui a lieu lorsque les positions et les chocs sont alignés, suggérant une dynamique auto-entretenu sur les marchés du pétrole.

Graphique B

Réaction des prix du pétrole aux chocs d'offre de pétrole en fonction des positions des fonds d'investissement et du signe du choc

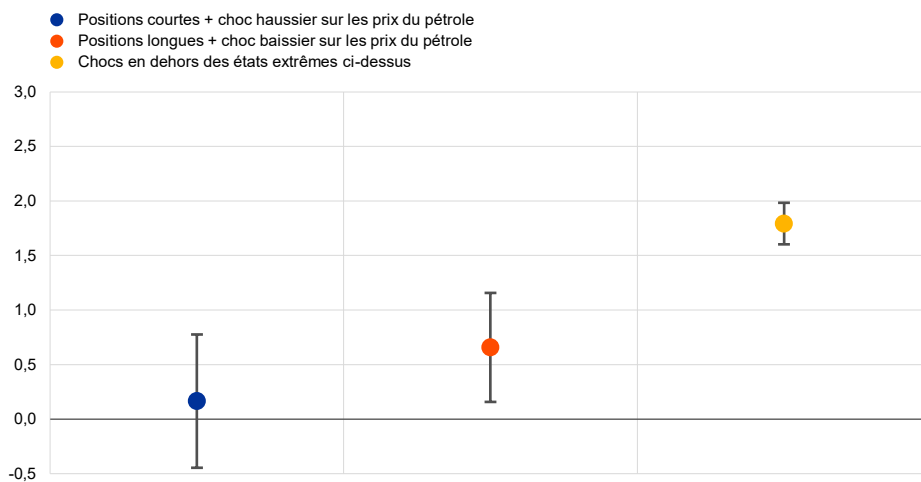
a) Réaction des prix du pétrole, indépendamment du signe du choc

(en pourcentage)



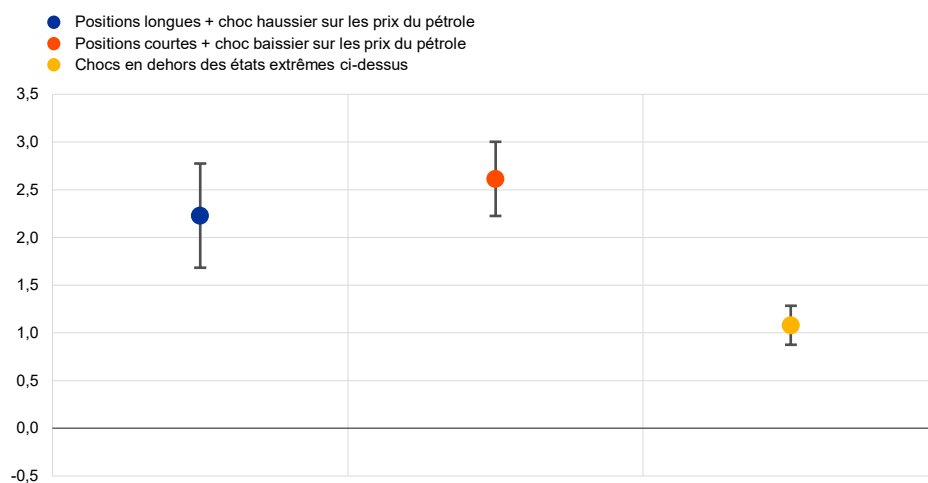
b) Réaction des prix du pétrole lorsqu'un choc fait augmenter (diminuer) les prix du pétrole et que les positions sont courtes (longues)

(en pourcentage)



c) Réaction des prix du pétrole lorsqu'un choc fait augmenter (diminuer) les prix du pétrole et que les positions sont longues (courtes)

(en pourcentage)



Sources : Bloomberg, CFTC et calculs des services de la BCE.

Notes : Le graphique montre la réaction absolue des prix du pétrole à un choc d'offre de pétrole (quatre semaines après le choc) sur la base de projections locales non linéaires. Dans un cadre linéaire, le même choc donne lieu à une augmentation des prix de 1,5 %. Les états extrêmes représentés dans les trois parties correspondent à des périodes pendant lesquelles la variable d'état se situe au-dessus du 75^e percentile ou en dessous du 25^e percentile de sa distribution historique récente (soit les 52 dernières semaines). Les points jaunes représentent les réactions des prix du pétrole observées en dehors des états extrêmes montrés dans chaque partie. Par exemple, dans la partie b), ils représentent les réactions des prix lorsque les positions sont à des niveaux normaux ou lorsqu'elles sont extrêmement courtes (longues) et que le choc entraîne une baisse (hausse) des prix du pétrole. Les barres d'erreur indiquent des intervalles de confiance à 68 %.

Les déséquilibres offre-demande et les stocks montrent des effets semblables : lorsque l'offre est abondante ou que les stocks sont importants, les marchés réagissent plus fortement aux baisses des prix du pétrole ; lorsque ces indicateurs sont faibles, ils réagissent plus fortement aux hausses des prix du pétrole. À première vue, les déséquilibres offre-demande et les stocks semblent afficher des profils différents, car les réactions disproportionnées des prix aux niveaux extrêmes, quel que soit le signe du choc, émergent uniquement pour les stocks (graphiques C et D, partie a). Néanmoins, une fois de plus, faire abstraction du signe du choc masque les canaux de transmission sous-jacents. Un examen plus approfondi révèle un mécanisme cohérent pour les deux variables. Quand l'offre de barils est abondante – que cela se traduise par d'importants excédents d'offre ou par des stocks élevés –, les marchés tendent à réagir fortement aux chocs baissiers sur les prix du pétrole (autrement dit, les chocs positifs sur l'offre de pétrole), car ils augmentent encore davantage l'excédent. Au contraire, lorsque l'offre est limitée ou que les stocks sont faibles, les marchés réagissent fortement aux hausses des prix du pétrole (graphiques C et D, partie b). Les résultats sont également intuitifs dans la troisième configuration : par exemple, lorsqu'un choc d'offre positif se produit alors que les stocks sont élevés, les réactions des prix sont modérées car l'excédent de barils est en mesure de contenir la pression haussière (graphiques C et D, partie c) ⁵.

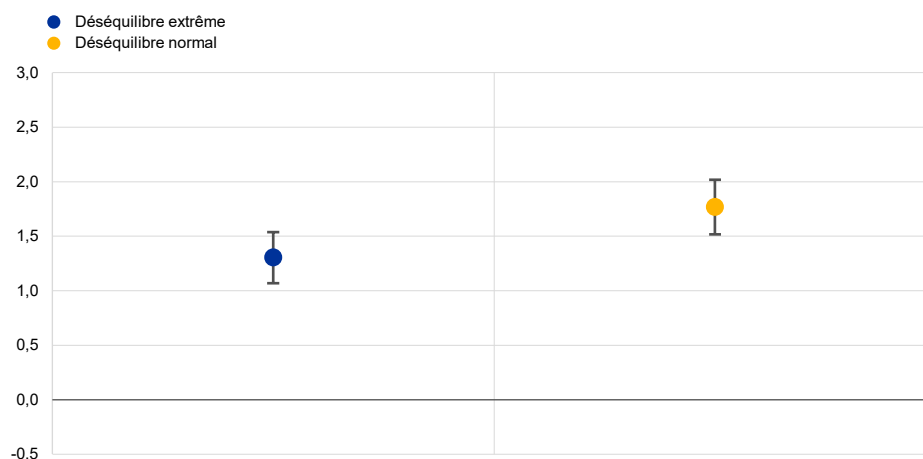
⁵ Le seul résultat surprenant est la réaction relativement normale des prix lorsque les stocks sont pleins et qu'un choc haussier se produit sur les prix du pétrole. Une explication possible est que les stocks de l'OCDE ne reflètent pas entièrement les conditions de stockage mondiales, ce qui signifie que certaines régions peuvent être sous-alimentées, rendant les prix du pétrole sensibles aux pressions haussières.

Graphique C

Réaction des prix du pétrole aux chocs d'offre de pétrole en fonction des déséquilibres offre-demande et du signe du choc

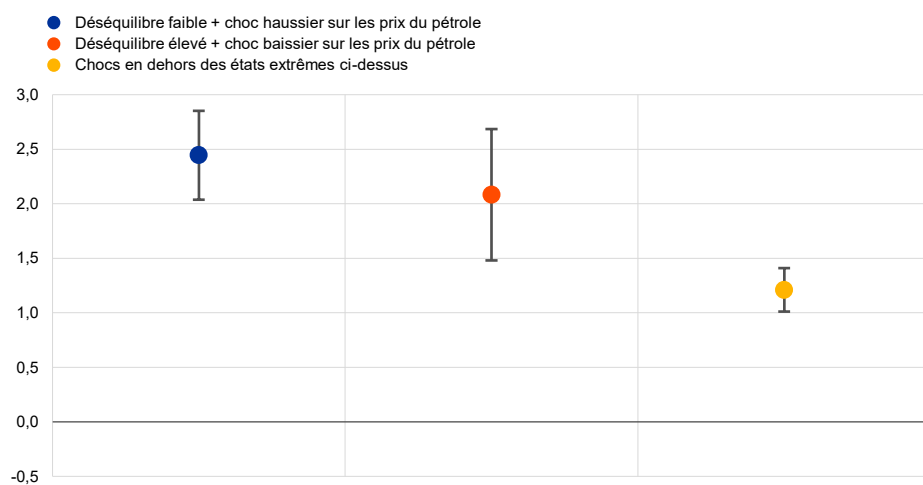
a) Réaction des prix du pétrole, indépendamment du signe du choc

(en pourcentage)



b) Réaction des prix du pétrole lorsqu'un choc fait augmenter (diminuer) les prix du pétrole et que l'offre de pétrole est faible (importante)

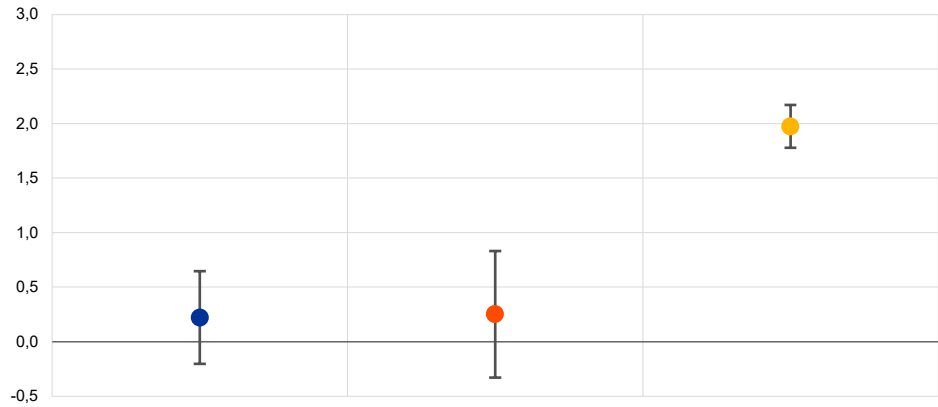
(en pourcentage)



c) Réaction des prix du pétrole lorsqu'un choc fait augmenter (diminuer) les prix du pétrole et que l'offre de pétrole est importante (faible)

(en pourcentage)

- Déséquilibre élevé + choc haussier sur les prix du pétrole
- Déséquilibre faible + choc baissier sur les prix du pétrole
- Chocs en dehors des états extrêmes ci-dessus



Sources : IEA et calculs des services de la BCE.

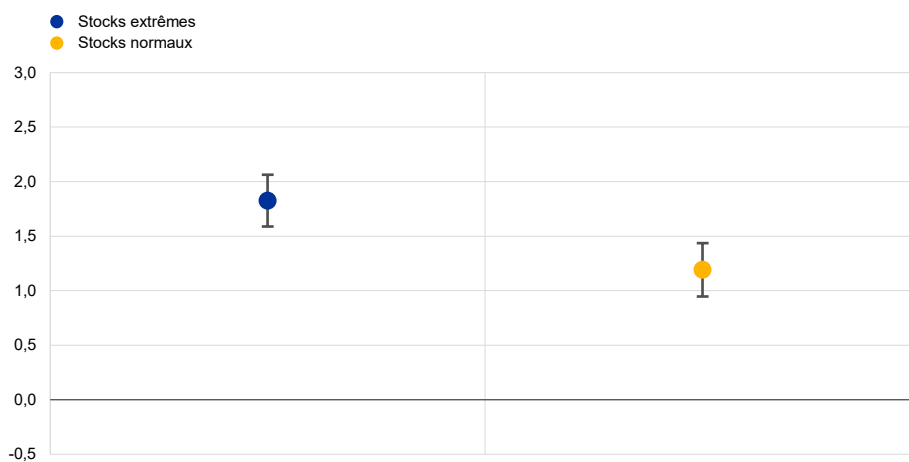
Notes : Le graphique montre la réaction absolue des prix du pétrole à un choc d'offre de pétrole (quatre semaines après le choc) sur la base de projections locales non linéaires. Dans un cadre linéaire, le même choc donne lieu à une augmentation des prix de 1,5 %. Les états extrêmes représentés dans les trois parties correspondent à des périodes pendant lesquelles la variable d'état se situe au-dessus du 75^e percentile ou en dessous du 25^e percentile de sa distribution historique récente (soit les 52 dernières semaines). Les points jaunes représentent les réactions des prix du pétrole observées en dehors des états extrêmes montrés dans chaque partie. Par exemple, dans la partie b), ils représentent les réactions des prix lorsque l'offre est à un niveau normal ou lorsqu'elle est extrêmement faible (importante) et que le choc entraîne une baisse (hausse) des prix du pétrole. Les barres d'erreur indiquent des intervalles de confiance à 68 %.

Graphique D

Réaction des prix du pétrole aux chocs d'offre sur le pétrole en fonction des stocks et du signe du choc

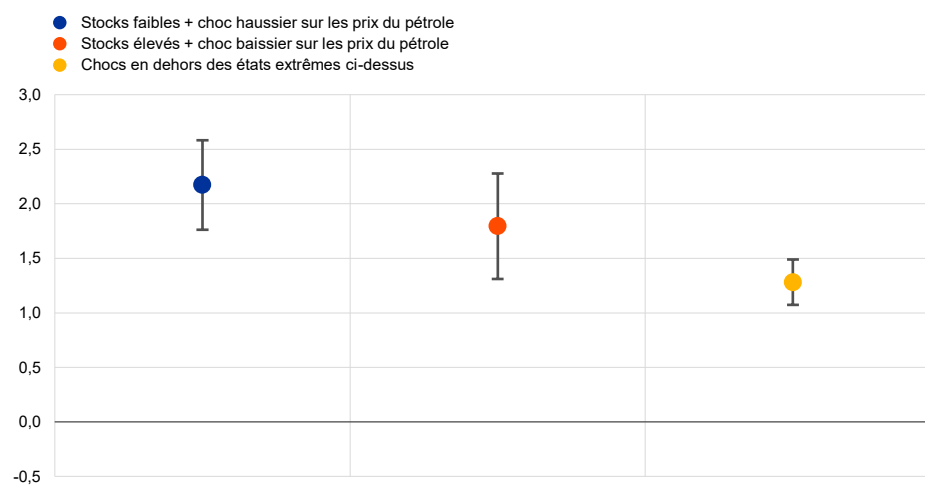
a) Réaction des prix du pétrole, indépendamment du signe du choc

(en pourcentage)



b) Réaction des prix du pétrole lorsqu'un choc fait augmenter (diminuer) les prix du pétrole et que les stocks sont faibles (élevés)

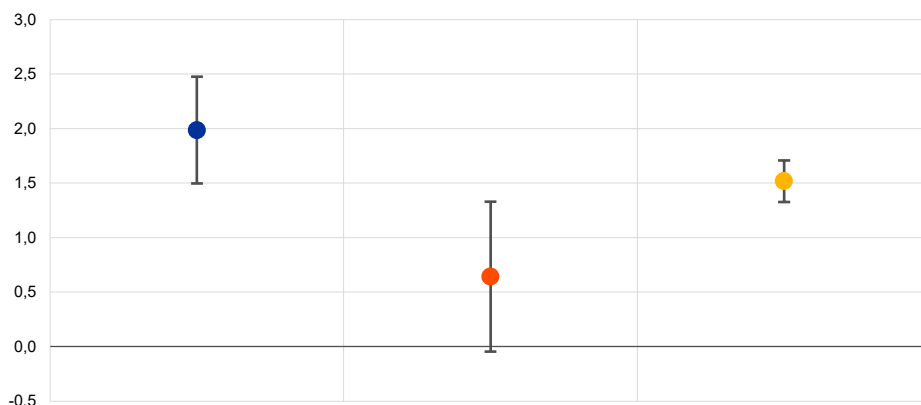
(en pourcentage)



c) Réaction des prix du pétrole lorsqu'un choc fait augmenter (diminuer) les prix du pétrole et que les stocks sont élevés (faibles)

(en pourcentage)

- Stocks élevés + choc haussier sur les prix du pétrole
- Stocks faibles + choc baissier sur les prix du pétrole
- Chocs en dehors des états extrêmes ci-dessus



Sources : IEA, OCDE et calculs des services de la BCE.

Notes : Le graphique montre la réaction absolue des prix du pétrole à un choc d'offre de pétrole (quatre semaines après le choc) sur la base de projections locales non linéaires. Dans un cadre linéaire, le même choc donne lieu à une augmentation des prix de 1,5 %. Les états extrêmes représentés dans les trois parties correspondent à des périodes pendant lesquelles la variable d'état se situe au-dessus du 75e percentile ou en dessous du 25e percentile de sa distribution historique récente (soit les 52 dernières semaines). Les points jaunes représentent les réactions des prix du pétrole observées en dehors des états extrêmes montrés dans chaque partie. Par exemple, dans la partie b), ils représentent les réactions des prix lorsque les stocks sont à un niveau normal ou lorsqu'ils sont extrêmement faibles (élevés) et que le choc entraîne une baisse (hausse) des prix du pétrole. Les barres d'erreur indiquent des intervalles de confiance à 68 %.

De manière générale, les non-linéarités définissent largement les dynamiques des prix du pétrole, et ont le potentiel de presque doubler les réactions des prix, ce qui implique des conséquences notables pour les évaluations stratégiques.

Dans l'ensemble, les risques haussiers sur les prix du pétrole sont particulièrement marqués quand les prix du pétrole augmentent fortement alors que les déséquilibres offre-demande sont faibles et que les positions spéculatives sont très longues. À l'inverse, les risques baissiers sont davantage prononcés quand les prix du pétrole baissent et que l'environnement est caractérisé par de forts déséquilibres offre-demande et des positions courtes. Ces résultats soulignent l'importance du suivi des différents états du marché du pétrole – en particulier à des fins de prévision –, ces évaluations pouvant aider à juger de l'étendue potentielle des futures variations des prix.

Bibliographie

Chițu (L.), Ferrari Minesso (M.) et Manu (A.S.) (2024), « [Spéculation sur les prix du pétrole et du gaz en période de risques géopolitiques](#) », *Bulletin économique*, n° 2, BCE.

Gazzani (A.), Venditti (F.) et Veronese (G.) (2024), « *Oil price shocks in real-time* », *Journal of Monetary Economics*, vol. 144, article 103547.

Van Robays (I.) (2016), « *Macroeconomic uncertainty and oil price volatility* », *Oxford Bulletin of Economics and Statistics*, vol. 78, n° 5, p. 671-693.

Comment l'incertitude relative à la politique commerciale affecte-t-elle l'activité économique de la zone euro ?

Alina Bobasu et Beatrice Pierluigi

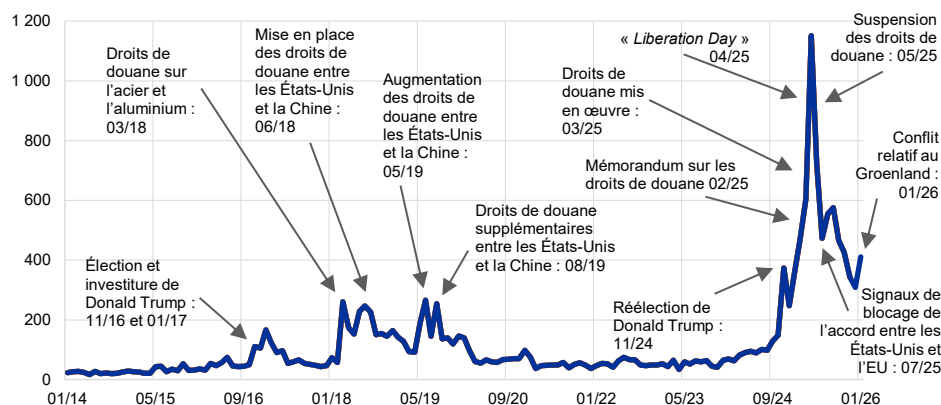
L'incertitude relative à la politique commerciale a sensiblement augmenté ces dernières années jusqu'à atteindre des niveaux historiquement élevés au cours de l'année passée. Elle a d'abord augmenté pendant le conflit commercial entre les États-Unis et la Chine en 2018 et 2019, au cours du premier mandat de l'administration Trump, puis s'est de nouveau intensifiée autour de l'élection présidentielle américaine de 2024 et du début du second mandat de Donald Trump, lorsque la politique commerciale a été placée au cœur du programme économique américain. Une série d'annonces relatives aux droits de douane intervenues au début de l'année 2025 ont marqué un changement de politique majeur, qui a fait grimper l'incertitude en matière de politique commerciale jusqu'à un pic bien supérieur aux niveaux observés pendant le conflit commercial de 2018 et 2019 (graphique A) ¹. L'incertitude s'est légèrement atténuée à la suite de la trêve commerciale entre les États-Unis et la Chine en mai 2025 et de l'accord-cadre entre les États-Unis et l'UE fin juillet de la même année, mais elle est demeurée élevée au regard des tendances historiques. Cette incertitude persistante a pesé sur l'activité de la zone euro au cours de l'année 2025, et continue de présenter des risques compte tenu de la forte intégration de la région dans les réseaux du commerce international. Au second semestre 2025 et au début de l'année 2026, la recrudescence des tensions commerciales entre les États-Unis et la Chine, conjuguée aux événements en lien avec le Groenland, a montré que l'émergence d'autres épisodes d'incertitude accrue en matière de politique commerciale demeure probable. Cet encadré présente les canaux par l'intermédiaire desquels l'incertitude en matière de politique commerciale affecte l'activité de la zone euro, évalue son incidence jusqu'à présent, et examine les facteurs qui ont soutenu la résilience en dépit du contexte mondial difficile.

¹ La mesure de l'incertitude en matière de politique commerciale suit Caldara *et al.* (2020). Elle est construite en comptant la fréquence à laquelle des mots-clés liés au commerce apparaissent à proximité immédiate de mots-clés liés à l'incertitude dans sept des principaux journaux américains. D'autres mesures reposent sur les téléconférences des entreprises sur les résultats ainsi que sur la volatilité des droits de douane. En outre, l'une des composantes de l'indice plus large de l'incertitude relative à la politique économique correspond à la mesure de l'incertitude relative aux politiques commerciales développée par Baker *et al.* (2016). D'autres indicateurs à haute fréquence connexes, comme l'indice d'incertitude de la politique commerciale mondiale (*Global Trade Policy Uncertainty Index*) de Bloomberg Economics, utilisent des techniques d'extraction de données appliquées aux flux d'actualités. Cf. Anderton *et al.* (2024) pour des mesures supplémentaires de l'incertitude.

Graphique A

Incertitude en matière de politique commerciale

(indice)



Sources : Caldara *et al.* (2020) et calculs des services de la BCE.

Notes : Le graphique présente l'indice d'incertitude relative à la politique commerciale proposé par Caldara *et al.* (2020). Les dernières observations se rapportent à janvier 2026.

L'incertitude en matière de politique commerciale affecte l'économie par le biais de plusieurs canaux.

L'impact le plus direct concerne les échanges commerciaux eux-mêmes. Les menaces tarifaires et autres barrières commerciales, de même que les revirements de politique, peuvent perturber les flux commerciaux et les chaînes d'approvisionnement mondiales, ce qui augmente les coûts et réduit l'efficacité. Ces perturbations revêtent une importance particulière pour la zone euro, compte tenu de son degré d'ouverture élevé et de la part relativement importante que représentent les biens d'investissement dans ses exportations. En outre, la répétition d'épisodes d'incertitude accrue en matière de politique commerciale peut entraîner des changements structurels à long terme, comme la réorientation des échanges commerciaux ou la relocalisation des chaînes d'approvisionnement, ce qui peut accentuer la pression sur les exportateurs de la zone euro et sur leur compétitivité. Au-delà des effets directs sur les échanges commerciaux, ces épisodes ont un effet plus subtil mais tout aussi significatif sur l'investissement. À l'instar des autres formes d'incertitude élevée en matière de politique économique, l'incertitude relative à la politique commerciale incite les entreprises à adopter une approche attentiste, ce qui les amène à différer leurs investissements et à reporter leurs activités d'embauche et leurs engagements transfrontières². Les éléments tirés des contacts de la BCE avec les sociétés non financières mettent en évidence le fait que l'incertitude élevée constitue un facteur clé pesant sur les perspectives d'investissement³. Une incertitude prolongée peut également entraîner des effets plus persistants du côté de l'offre, notamment une croissance plus faible de la productivité du fait de la réduction ou du report des dépenses en capital des entreprises (Bloom, 2009 ; Boer et Rieth, 2024).

² Cette approche attentiste est décrite par Baker *et al.* (2016), Handley et Limão (2017) et Caldara *et al.* (2020). La consommation des ménages réagit généralement moins fortement que l'investissement, puisqu'elle est dominée par les services et plus directement liée à l'incertitude entourant les anticipations des ménages concernant leur situation financière (Boer et Rieth, 2024).

³ Cf. Melemenidis *et al.* (2025).

Le canal de la confiance amplifie davantage l'impact économique de l'incertitude.

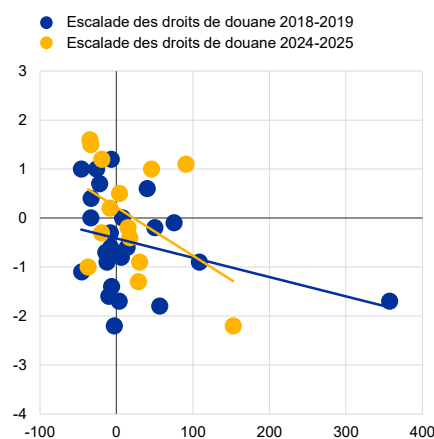
Le recul des flux commerciaux et des investissements du fait d'une incertitude élevée entraîne une baisse du chiffre d'affaires et de la rentabilité des entreprises, ce qui détériore le climat économique plus large. Le graphique B, partie a) illustre ce canal et montre une corrélation négative entre l'indicateur de la Commission européenne relatif au climat économique dans la zone euro et l'indice d'incertitude relative à la politique commerciale de Caldara *et al.* (2020) au cours des deux épisodes d'escalade des droits de douane intervenus respectivement de mars 2018 à décembre 2019 et d'octobre 2024 à décembre 2025. La partie b) montre que cette relation négative est plus prononcée dans le secteur manufacturier, qui a été directement affecté par les épisodes d'escalade tarifaire.

Graphique B

Climat économique et incertitude relative à la politique commerciale

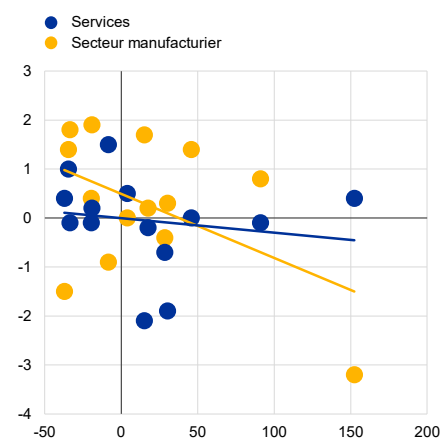
a) Climat économique et incertitude relative à la politique commerciale

(points de pourcentage)



b) Climat sectoriel et incertitude relative à la politique commerciale

(points de pourcentage)



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

Notes : La partie a) présente les lignes de régression ajustées des variations mensuelles de l'indicateur de la Commission européenne relatif au climat économique dans la zone euro (axe des abscisses) par rapport aux variations mensuelles retardées de l'indice d'incertitude relative à la politique commerciale (axe des ordonnées) tiré de Caldara *et al.* (2020). « Escalade des droits de douane 2018-2019 » se rapporte à la période comprise entre mars 2018 et décembre 2019, et « Escalade des droits de douane 2024-2025 » se rapporte à la période comprise entre octobre 2024 et décembre 2025. La partie b) montre la corrélation entre les indicateurs de confiance économique sectoriels et l'incertitude relative à la politique commerciale au cours de l'épisode d'escalade tarifaire intervenu entre 2024 et 2025.

Une analyse fondée sur des modèles suggère que l'incertitude élevée relative à la politique commerciale a pesé sur le produit intérieur brut (PIB) de la zone euro en 2025 (graphique C).

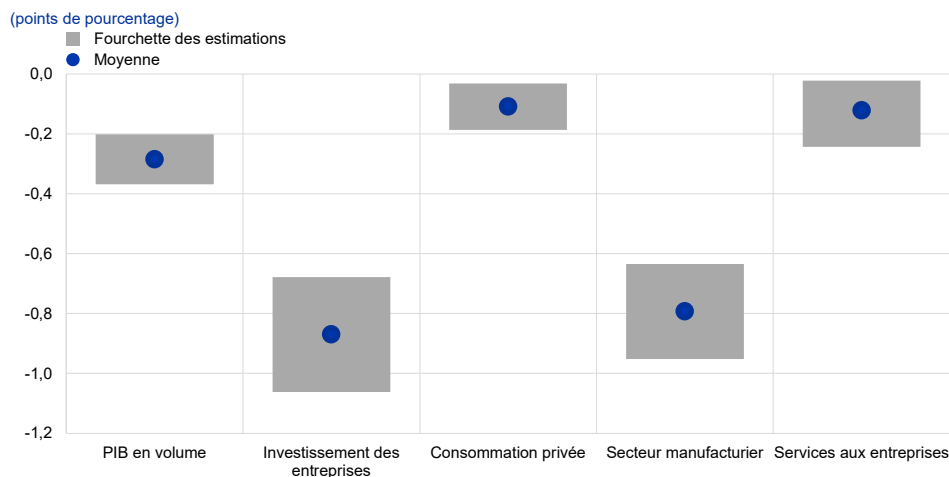
Afin d'évaluer les implications macroéconomiques de la montée de l'incertitude en matière de politique commerciale, un modèle vectoriel autorégressif bayésien a été estimé pour la zone euro, sur la période allant du premier trimestre 1999 au quatrième trimestre 2025. L'analyse repose sur deux mesures de l'incertitude en matière de politique commerciale. La première correspond à l'indice fondé sur les textes mentionné précédemment et proposé par Caldara *et al.* (2020). Cependant, cette mesure non corrigée a tendance à être très volatile et à capturer non seulement les chocs liés à l'incertitude, mais également les changements effectifs de politique et les évolutions de l'attention accordée par les médias. Afin de remédier à ces limites, l'analyse s'appuie également sur une mesure corrigée, développée par Schröder (2025), qui élimine l'influence de l'attention

accordée par les médias, des taux effectifs des droits de douane, des conditions financières et des tensions sur les chaînes d'approvisionnement. Deux spécifications de base ont été estimées. La première inclut successivement chacune des deux mesures de l'incertitude en matière de politique commerciale ainsi que le PIB en volume, des indicateurs relatifs à la demande intérieure (investissement des entreprises et consommation privée), l'inflation mesurée par l'IPCH et le taux d'intérêt à court terme. La seconde remplace les indicateurs relatifs à la demande intérieure par des composantes de la valeur ajoutée sectorielle (secteur manufacturier et services aux entreprises). Sur l'ensemble des spécifications, les résultats indiquent que l'augmentation de l'incertitude en matière de politique commerciale en 2025 est associée à un ralentissement de la croissance du PIB en volume d'environ 0,3 point de pourcentage, en moyenne, par rapport à 2024 (graphique C). Les effets estimés varient d'une mesure de l'incertitude à l'autre ⁴. La mesure non corrigée, notamment, implique généralement un impact plus important que la mesure corrigée, étant donné que la volatilité et les pics prononcés de la première amplifient les chocs estimés. En ce qui concerne les indicateurs relatifs à la demande intérieure, l'impact estimé sur l'investissement des entreprises est environ trois fois supérieur à l'impact estimé sur la consommation privée. De même, les modèles sectoriels montrent également des effets plus marqués sur le secteur manufacturier que sur celui des services aux entreprises.

⁴ Les effets sont robustes à différentes méthodes utilisées pour l'identification du choc d'incertitude.

Graphique C

Effet de l'incertitude relative à la politique commerciale sur l'activité économique réelle de la zone euro en 2025



Sources : Eurostat, Caldara *et al.* (2020), Schröder (2025) et calculs des services de la BCE.

Notes : Les estimations sont fondées sur l'indice d'incertitude relative à la politique commerciale non corrigé proposé par Caldara *et al.* (2019) et sur les mesures de l'incertitude relative à la politique commerciale corrigées de Schröder (2025). L'impact est identifié en suivant deux approches – la décomposition de Cholesky ainsi que la restriction de signes et la restriction de zéros – appliquées séparément à chaque mesure de l'incertitude. Les modèles incluent le PIB en volume, l'investissement réel des entreprises, la consommation privée réelle, l'inflation mesurée par l'IPCH et le taux d'intérêt à court terme. Une spécification alternative inclut également les prix des actions. Dans les modèles sectoriels, l'investissement des entreprises et la consommation privée sont remplacés respectivement par la valeur ajoutée brute dans le secteur manufacturier et dans celui des services aux entreprises, tandis que toutes les autres variables restent inchangées. Les modèles sont estimés pour la période comprise entre le premier trimestre 1999 et le quatrième trimestre 2025. Les estimations sont calibrées pour correspondre à la taille du choc d'incertitude relative à la politique commerciale observé entre le premier et le quatrième trimestre 2025, et elles représentent l'incidence sur les taux de croissance. Les points bleus représentent les effets moyens sur l'ensemble de la suite de spécifications des modèles. Les services aux entreprises sont approximés par la somme des secteurs suivants : information et communication, activités financières et d'assurance, et activités spécialisées, scientifiques et techniques. Les dernières observations se rapportent au quatrième trimestre 2025.

En dépit de l'incertitude accrue en matière de politique commerciale qui a pesé sur la croissance, le PIB en volume de la zone euro s'est avéré plus résilient que prévu en 2025. Alors que les projections de mars 2025 avaient estimé la croissance du PIB en volume à 0,9 %, elle est finalement ressortie à 1,5 %. Plusieurs facteurs agissant en sens opposé ont contribué à atténuer l'incidence négative de l'incertitude relative à la politique commerciale. En premier lieu, les entreprises ont ajusté leur production et leurs exportations en prévision d'une augmentation des droits de douane, ce qui a eu pour effet de concentrer l'activité économique en début de période ⁵. Ensuite, la normalisation de la politique monétaire a créé des conditions favorables à la croissance, soutenue par la solidité globale des bilans dans le secteur privé. Enfin, des mesures budgétaires, comme la mise en œuvre du programme *Next Generation EU*, l'augmentation des dépenses de défense et les mesures de soutien budgétaire ciblées, ont contribué à soutenir l'activité économique.

⁵ Cf. Battistini et Gareis (2025).

Bibliographie

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

Baker (S.R.), Bloom (N.) et Davis (S.J.) (2016), « [Measuring Economic Policy Uncertainty](#) », *The Quarterly Journal of Economics*, vol. 131, n° 4, novembre, p. 1593-1636.

Battistini (N.) et Gareis (J.) (2025), « [Secteur manufacturier versus secteur des services : comment l'anticipation des entreprises et l'incertitude ont déterminé les évolutions récentes](#) », *Bulletin économique*, n° 6, BCE.

Bloom (N.) (2009), « [The Impact of Uncertainty Shocks](#) », *Econometrica*, vol. 77, n° 3, mai, p. 623-685.

Boer (L.) et Rieth (M.) (2024), « [The Macroeconomic Consequences of Import Tariffs and Trade Policy Uncertainty](#) », *IMF Working Papers*, n° 24/13, janvier.

Caldara (D.), Iacoviello (M.), Molligo (P.), Prestipino (A.) et Raffo (A.) (2019), « [Does trade policy uncertainty affect global economic activity?](#) », *FEDS Notes*, septembre.

Caldara (D.), Iacoviello (M.), Molligo (P.), Prestipino (A.) et Raffo (A.) (2020), « [The Economic Effects of Trade Policy Uncertainty](#) », *Journal of Monetary Economics*, vol. 109, janvier, p. 38-59.

Handley (K.) et Limão (N.) (2017), « [Policy Uncertainty, Trade, and Welfare: Theory and Evidence for China and the United States](#) », *American Economic Review*, vol. 107, n° 9, septembre, p. 2731-2783.

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

Schröder (M.) (2025), « [Du texte aux turbulences : comprendre les limites des mesures textuelles de l'incertitude relative à la politique commerciale](#) », *Bulletin économique*, n° 8, BCE.

De la brique au clic : une évaluation de l'investissement dans le numérique en zone euro

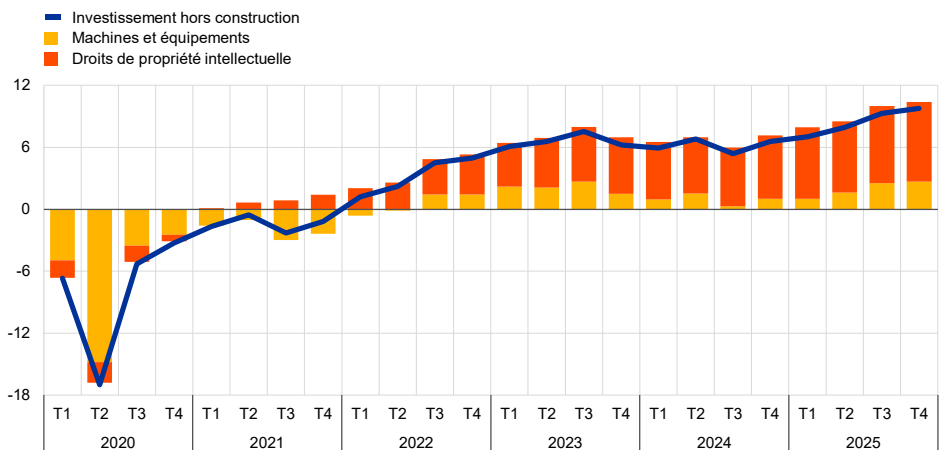
Malin Andersson, Sara Colombo, Valerie Jarvis et Richard Morris

L'investissement des entreprises dans la zone euro s'est révélé relativement atone ces dernières années, ses composantes affichant une dynamique à deux vitesses. Si la performance de l'investissement s'est globalement révélée modeste, l'investissement en actifs corporels et l'investissement en actifs incorporels affichent des tendances divergentes depuis 2020 (graphique A). Fin 2025, les actifs incorporels – qui recouvrent les droits de propriété intellectuelle, y compris les logiciels et les bases de données, ainsi que la recherche et le développement (R&D) – représentaient environ 80 % de l'expansion cumulée de l'investissement des entreprises enregistrée depuis le quatrième trimestre 2019. Cela ne représente pourtant qu'environ deux tiers des dépenses en capital consacrées aux actifs corporels, qui incluent les machines et équipements. Cet écart grandissant résulte probablement de la forte hausse de l'investissement dans les actifs numériques. Dans ce contexte, le présent encadré examine l'évolution de l'investissement dans le numérique en zone euro à l'aide d'approximations qui suivent l'évolution des principales catégories d'actifs liés au numérique. Il analyse également les conséquences économiques de la part croissante de l'investissement dans le numérique au sein de l'investissement global des entreprises de la zone euro.

Graphique A

Investissement hors construction dans la zone euro par catégorie d'actifs

(variations cumulées en pourcentage depuis le quatrième trimestre 2019, contributions en points de pourcentage)



Sources : Eurostat et calculs des services de la BCE.

Notes : L'investissement hors construction exclut les droits de propriété intellectuelle en Irlande. La somme des composantes n'est pas égale au total en raison de l'exclusion de la composante ressources biologiques. Les dernières observations se rapportent au quatrième trimestre 2025.

On a observé une hausse notable de l'investissement dans le numérique dans la zone euro au cours des dix dernières années. Il est difficile de mesurer l'investissement dans l'écosystème numérique, en particulier en Europe. L'investissement lié au numérique ne peut être facilement distingué des autres

formes d'investissement, car les comptes nationaux de la zone euro ne présentent pas actuellement de ventilation suffisamment détaillée de l'investissement dans les technologies numériques (en particulier en fréquence trimestrielle) ¹. Par conséquent, nous avons élaboré une approximation de l'investissement dans le numérique à partir des comptes annuels de la zone euro disponibles jusqu'en 2024, qui fournissent des ventilations par actif et par secteur plus détaillées que les comptes trimestriels. L'approximation se compose de trois éléments. Premièrement, nous approximos les infrastructures numériques physiques (par exemple, les bâtiments abritant des centres de données) en utilisant la construction non résidentielle dans le secteur de l'information et de la communication. Deuxièmement, l'investissement corporel dans le numérique est mesuré comme l'investissement dans les équipements liés aux technologies de l'information et de la communication (TIC) dans l'économie marchande ². Troisièmement, l'investissement incorporel dans le numérique recouvre tous les investissements en droits de la propriété intellectuelle (y compris les logiciels et les bases de données, ainsi que la R&D) dans le secteur de l'information et de la communication, ainsi que les investissements en logiciels et bases de données dans le reste de l'économie marchande ³. La hausse globale de l'investissement dans le numérique entre 2014 et 2024 a été plus de trois fois supérieure à la croissance cumulée du PIB sur cette période. L'investissement incorporel a représenté la part du lion de l'investissement dans le numérique et a soutenu la hausse de l'approximation au cours de la dernière décennie. Les dépenses corporelles des entreprises en équipements de TIC en ont également représenté une part significative, tandis que notre approximation suggère que la part de l'investissement dans la construction de centres de données est restée comparativement faible (graphique B).

¹ Le nouveau Système mondial de comptabilité nationale 2025, qui devrait être mis en œuvre en 2029-2030, devrait apporter un éclairage supplémentaire sur l'IA, les données, l'informatique en nuage et les intermédiaires numériques.

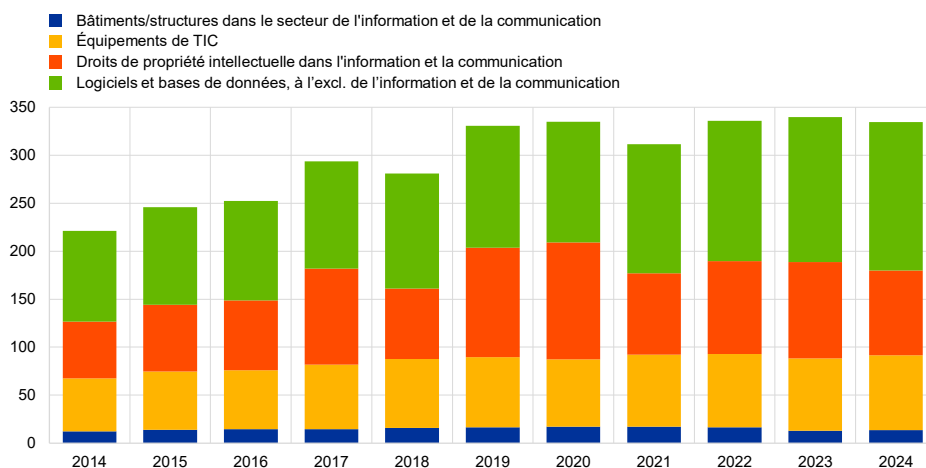
² L'économie marchande comprend l'ensemble de l'économie hors agriculture, sylviculture et pêche, services publics, arts et spectacles et autres catégories de services (c'est-à-dire qu'elle exclut les sections A, O à Q et R à U de la classification statistique des activités économiques (NACE), respectivement).

³ Notre approche suit des calculs similaires pour les États-Unis réalisés par des chercheurs de la Réserve fédérale (cf. [Rubinton et Ankit Patro](#), 2026) et la comparaison récente de l'OCDE dans [Gal et al.](#) (2025).

Graphique B

Approximation de l'investissement numérique pour la zone euro avec ventilation par actif

(en milliards d'euros)



Sources : Eurostat, BCE et calculs des services de la BCE.

Notes : L'approximation de l'investissement dans le numérique se rapporte à : 1) l'investissement dans la construction non résidentielle de bâtiments et de structures dans le secteur de l'information et de la communication ; 2) l'investissement dans les équipements de TIC dans l'économie marchande ; 3) l'investissement en droits de propriété intellectuelle (logiciels et bases de données, et R&D) dans le secteur de l'information et de la communication ; et 4) l'investissement dans les logiciels et bases de données dans le reste de l'économie marchande (hors secteur de l'information et de la communication). Les valeurs manquantes pour les pays ont été estimées sur la base des agrégats connus des parts par pays et par secteur pour la zone euro. Les dernières observations se rapportent à 2024.

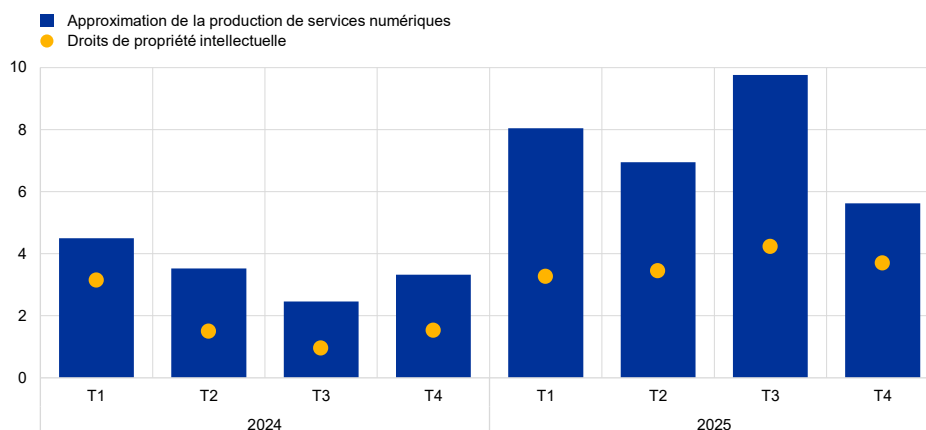
Les données relatives à la production suggèrent que l'investissement dans le numérique s'est accéléré dans la zone euro en 2025. Les données désagrégées sur l'investissement par secteur et par actif ne sont actuellement disponibles que jusqu'en 2024. Toutefois, une approximation plus rapide de la production de services numériques peut être construite comme une agrégation pondérée de la production mensuelle des activités d'édition (dont l'édition de logiciels est une composante majeure), de la programmation informatique, des activités de conseil et des activités connexes, ainsi que des activités de services d'information. Cette approximation est bien corrélée à la croissance de l'investissement en droits de propriété intellectuelle – et la dépasse – et indique que l'investissement numérique s'est accéléré en 2025 (graphique C). La production de services numériques a également augmenté légèrement plus vite que l'approximation de l'investissement dans le numérique ces dernières années. Mais la production de services numériques n'est qu'une approximation sommaire de l'investissement dans le numérique. Environ 80 % de la production de programmation informatique et d'activités de services d'information dans la zone euro – la composante la plus importante de notre approximation des services numériques – a été utilisée au niveau national. Toutefois, la majeure partie de cette production n'a pas été capitalisée en investissements, mais plutôt traitée comme consommation intermédiaire. Il existe des différences marquées entre pays à cet égard, en partie du fait de l'absence d'harmonisation des pratiques de mesure et de comptabilité entre les différents instituts nationaux de statistiques de l'UE (graphique D) ⁴.

⁴ Cf. Nonnis *et al.* (2025).

Graphique C

Approximation de la production de services numériques dans la zone euro et droits de propriété intellectuelle

(variations annuelles en pourcentage)



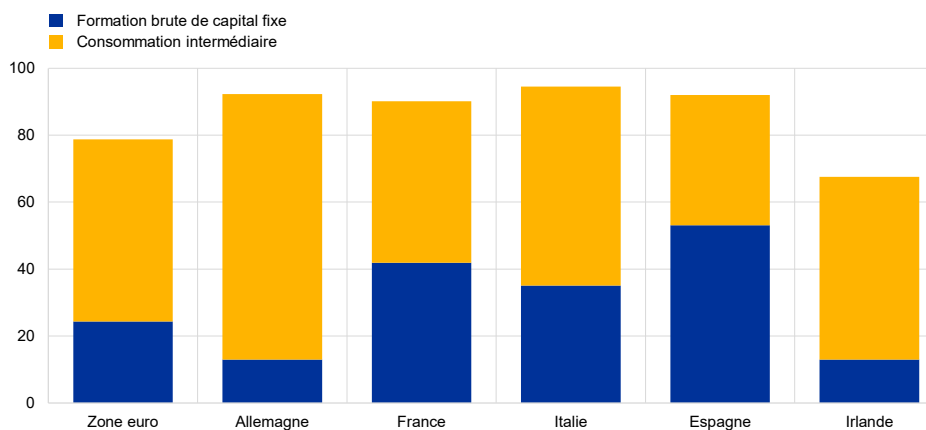
Sources : Eurostat et calculs des services de la BCE.

Notes : L'approximation de la production de services numériques recouvre la production pondérée, non corrigée des variations saisonnières, d'activités d'édition (secteur J58 de la nomenclature statistique des activités économiques, NACE), de programmation, conseil et autres activités informatiques (secteur NACE J62) et de services d'information (secteur NACE J63). Les droits de propriété intellectuelle excluent l'Irlande. Les dernières observations se rapportent au quatrième trimestre 2025 pour les droits de propriété intellectuelle et à décembre 2025 pour les données relatives à la production.

Graphique D

Utilisation des activités de programmation informatique et de services d'information dans la zone euro

(part en pourcentage de l'utilisation totale)



Sources : Commission européenne (tableaux entrées-sorties FIGARO) et calculs des services de la BCE.

Notes : Utilisation de la production dans les secteurs NACE J62 et J63 combinés. Les dernières observations se rapportent à 2023.

Si l'investissement dans le numérique a fortement augmenté dans la zone euro, le rythme de croissance y a été nettement plus lent qu'aux États-Unis.

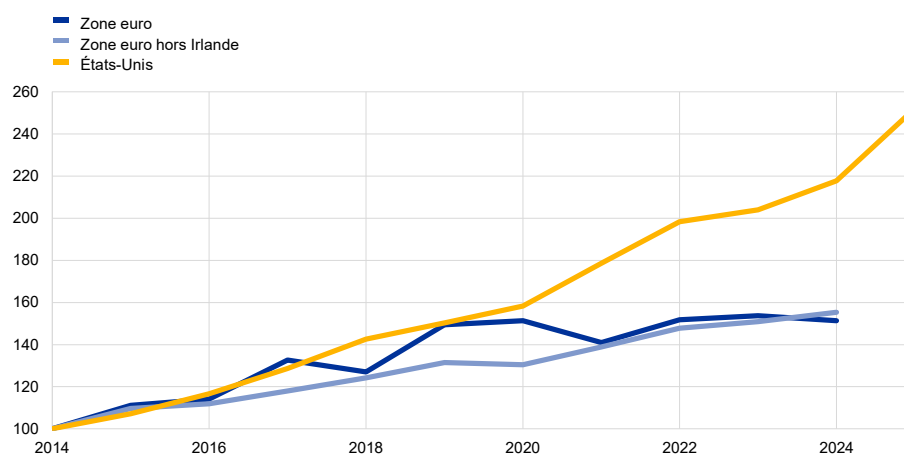
Lorsque l'on étend l'approximation numérique avec l'estimation de la forte croissance de la production de services numériques observée en 2025 et que l'on élimine les distorsions de la tendance globale dues à la volatilité des droits de propriété intellectuelle en Irlande, les résultats suggèrent que l'investissement numérique dans la zone euro pourrait avoir augmenté d'un peu plus de 60 % entre 2014 et 2025 (graphique E). En dépit de cette forte croissance, une

approximation comparable pour les États-Unis a plus que doublé sur la même période, s'accroissant notablement en 2025 sous l'effet d'un fort rebond de l'investissement dans les centres de données ⁵. Cet écart frappant et apparemment croissant par rapport aux États-Unis justifie de nouvelles recherches pour évaluer dans quelle mesure il reflète principalement la taille en général plus petite des entreprises européennes (qui rend l'adoption de nouvelles technologies moins rentable), les rigidités structurelles dans la zone euro ou simplement l'avantage des États-Unis en tant que « précurseur » dans ce domaine ⁶.

Graphique E

Approximation de l'investissement dans le numérique pour la zone euro et les États-Unis

(indice : 2014 = 100)



Sources : Eurostat, US Bureau of Economic Analysis, BCE et calculs de la BCE.

Notes : L'approximation numérique pour la zone euro est celle présentée dans le graphique B. Le point bleu va jusqu'à 2025 sur la base de la croissance annuelle de l'approximation de la production de services numériques présentée dans le graphique C. L'approximation pour les États-Unis combine les investissements dans les centres de données, les équipements pour le traitement de l'information et les logiciels. Les dernières observations se rapportent au quatrième trimestre 2025 pour les données américaines, à décembre 2025 pour les données relatives à la production de services numériques et à 2024 pour les autres données.

À plus long terme, la part numérique de l'investissement devrait continuer à croître, avec des conséquences significatives sur le cycle d'activité et les pratiques des entreprises.

L'investissement dans le numérique devrait augmenter sensiblement à l'avenir, stimulé par les investissements en capital-risque et le financement du programme *Next Generation EU*. De plus, deux dispositifs à l'échelle de l'UE – le plan d'action pour le continent de l'IA et la stratégie Appliquer l'IA – ont récemment été introduits dans le but d'injecter d'importantes sommes dans l'investissement numérique et d'exploiter des fonds nationaux supplémentaires provenant des États membres de l'UE ⁷. Toutefois, selon une enquête de l'association européenne des centres de données (*European Data Center Association*, EVA), une nouvelle accélération de l'investissement dans le numérique

⁵ Pour une comparaison plus large de l'investissement dans la zone euro et aux États-Unis, cf. Andersson *et al.* (2025).

⁶ Dans le présent numéro du Bulletin économique, Ferrando *et al.* (2026), font état d'une récente enquête SAFE sur les tendances en matière d'utilisation et d'investissement dans l'intelligence artificielle (IA) et notent une forte corrélation entre l'adoption de l'IA et les dépenses d'investissement dans les entreprises de la zone euro. Des résultats comparables sont également mis en évidence dans une étude plus large de la Banque européenne d'investissement (2026).

⁷ Cf. Commission européenne (2025a) et Commission européenne (2025b).

pourrait être freinée en cas d’approvisionnement insuffisant en énergie, de pénurie de personnel qualifié ou de réglementation excessive⁸. L’investissement dans le numérique pourrait également se ralentir dans la zone euro si l’intelligence artificielle ne produisait pas les gains de productivité et les réductions de coûts escomptés, entraînant des révisions à la baisse de la demande future.

Bibliographie

Andersson (M.), Jarvis (V.) et Soudan (M.) (2025), « [Investissement des entreprises : pourquoi la zone euro accuse-t-elle un retard vis-à-vis des États-Unis ?](#) », *Bulletin économique*, n° 2, BCE.

Banque européenne d’investissement (2026), « [AI adoption, productivity and employment: Evidence from European firms](#) », *Working Paper 2026/02*, janvier.

Commission européenne (2025a), « [AI Continent Action Plan](#) ».

Commission européenne (2025b), « [Apply AI Strategy](#) ».

European Data Centre Association (2025), « [State of European Data Centres 2025](#) ».

Ferrando (A.), Lamboglia (S.), Rariga (J.) et Schmidt (M.) (2026), « Adopter l’IA, investir dans l’IA : éléments recueillis auprès des entreprises de la zone euro dans le cadre de l’enquête SAFE », *Bulletin économique*, n° 2, BCE.

Gal (P.), Hooley (J.), Ozturk (F.) et Unsal (F.) (2025), « [Business investment in the face of the digital transformation: Initial evidence](#) », *OECD Economics Department Working Papers*, n° 1859, OCDE.

Lane (P.) (2026), « [Interview with La Stampa](#) », BCE, 16 janvier.

Nonnis (A.), Roth (F.) et Bounfour (A.) (2025), « [Intangible capital in France and Germany: Measurement issues and their impact on productivity](#) », *VoxEU Column*, Centre for Economic Policy Research, 6 octobre.

Rubinton (H.) et Ankit Patro (B.) (2026), « [Tracking AI’s Contribution to GDP Growth](#) », *On the Economy Blog*, Federal Reserve Bank of St. Louis, 12 janvier.

⁸ Cf. *European Data Centre Association* (2025).

6 Adopter l'IA, investir dans l'IA : éléments recueillis auprès des entreprises de la zone euro dans le cadre de l'enquête SAFE

Annalisa Ferrando, Sara Lamboglia, Judit Rariga et Maurice Schmidt

Cet encadré présente de nouvelles informations sur les entreprises de la zone euro concernant l'adoption des technologies d'intelligence artificielle (IA) et les projets d'investissement dans l'IA jusqu'à fin 2026. L'enquête sur l'accès des entreprises au financement (SAFE) pour le quatrième trimestre 2025 (BCE, 2026) incluait une série de questions *ad hoc* sur l'adoption de l'IA et les raisons d'utiliser ou de ne pas utiliser ces technologies. Les entreprises ont été interrogées sur leur degré d'adoption de technologies spécifiques, y compris les outils prédictifs (tels que la fouille de texte, la reconnaissance de la parole et des images, et l'apprentissage automatique), les outils génératifs (tels que les agents conversationnels (*chatbots*) et la génération de textes/images) et l'automatisation robotisée des processus. Il leur a ensuite été demandé d'indiquer leurs projets d'investissement dans l'IA pour les 12 prochains mois et d'évaluer la diffusion de l'investissement dans l'IA parmi leurs concurrents dans leur propre pays jusqu'en juin 2025 ¹.

Les grandes entreprises, les sociétés cotées ou financées par capital-risque et les jeunes entreprises adoptent l'IA plus fréquemment que les petites entreprises, les sociétés non cotées et les entreprises établies (graphique A).

Les résultats de l'enquête montrent que 38 % des entreprises de la zone euro sont à un stade avancé d'adoption de l'IA, ce qui indique une utilisation significative ou modérée de ces technologies. 33 % des entreprises en sont encore aux premiers stades, avec une utilisation très peu fréquente ou expérimentale de l'IA. Environ 45 % des grandes entreprises et des sociétés cotées ou financées par capital-risque sont à un stade avancé d'utilisation de l'IA – ce chiffre atteint 56 % pour les jeunes entreprises. Toutefois, la part des entreprises déclarant une utilisation significative de l'IA est similaire dans l'ensemble des catégories de taille et des types de propriété, ce qui suggère que l'adoption de l'IA se propage de façon uniforme au sein d'un groupe restreint d'entreprises. Il est intéressant de noter que cette part est deux fois plus élevée parmi les jeunes entreprises, ce qui reflète probablement le rôle moteur joué par les *start-ups* ².

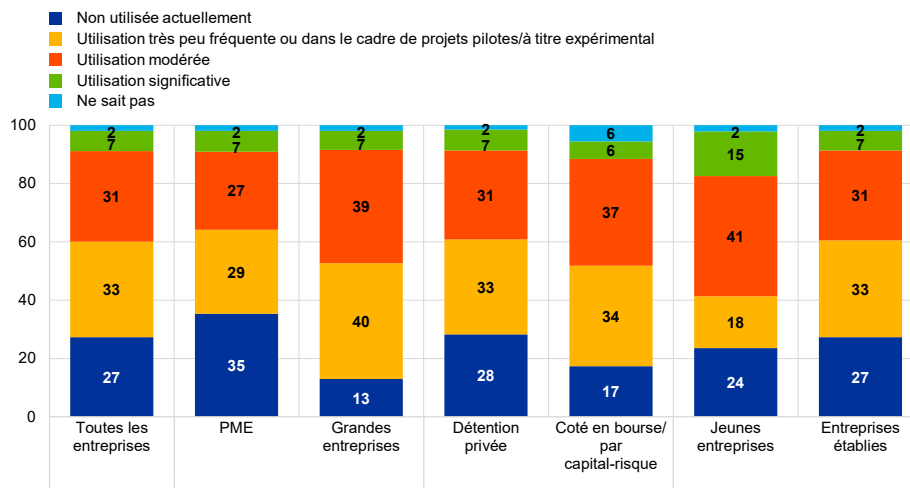
¹ Pour plus d'informations sur d'autres questions *ad hoc* relatives à l'IA incluses dans l'enquête SAFE, cf. BCE (2026).

² Des pourcentages comparables d'adoption de l'IA selon les caractéristiques des entreprises sont également observés pour les entreprises de différents pays – cf. Yotzov *et al.* (2026) pour le Royaume-Uni, les États-Unis, l'Allemagne et l'Australie et Bencivelli *et al.* (2026) pour l'Allemagne, l'Italie et l'Espagne.

Graphique A

Utilisation de l'IA par caractéristiques des entreprises

(en pourcentages de participants)



Sources : Enquête SAFE (BCE, 2026) et calculs des services de la BCE.

Notes : PME signifie petites et moyennes entreprises (entreprises comptant jusqu'à 250 salariés). Les jeunes entreprises ont moins de cinq ans. La détention privée désigne des personnes physiques, des familles ou d'autres entreprises détenant une participation majoritaire dans les entreprises. La cotation en bourse/le capital-risque se rapporte à une participation majoritaire détenue par des actionnaires publics ou des sociétés de capital-risque. Les chiffres se rapportent à la campagne d'enquête d'octobre-décembre 2025.

Les données montrent que les raisons les plus courantes de ne pas utiliser l'IA sont le manque d'utilité perçue et les difficultés liées à sa mise en œuvre (graphique B).

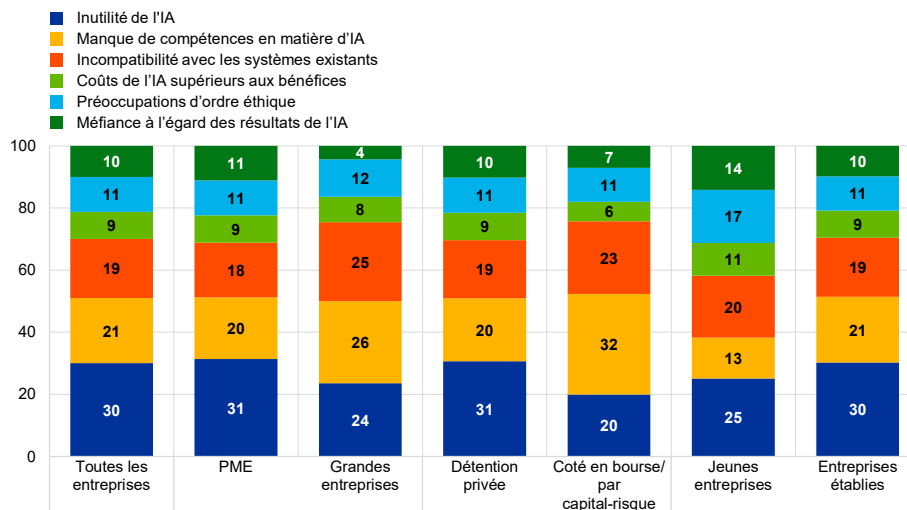
Plus précisément, 30 % des entreprises qui n'utilisent actuellement pas l'IA identifient le manque d'utilité comme le principal obstacle, tandis qu'environ 20 % font état d'une incompatibilité avec leurs systèmes existants et d'une pénurie de compétences pertinentes. Les grandes entreprises sont moins susceptibles que les petites et moyennes entreprises (PME) de considérer que l'IA manque d'utilité, mais elles déclarent plus fréquemment des difficultés de mise en œuvre telles qu'une expertise insuffisante en la matière et des incompatibilités avec leurs systèmes. Les entreprises cotées ou financées par capital-risque, dans lesquelles l'adoption de l'IA est généralement plus répandue, semblent reconnaître la valeur potentielle de l'IA même lorsqu'elles ne l'ont pas encore adoptée, tandis que les entreprises à capitaux privés font plus souvent état d'obstacles tels que le manque d'utilité perçue. Par rapport aux entreprises établies, les jeunes entreprises expriment plus fréquemment des préoccupations d'ordre éthique et citent une méfiance à l'égard des résultats de l'IA comme un obstacle à son adoption ³.

³ L'enquête a également interrogé les entreprises sur leurs raisons d'utiliser l'IA. Les réponses montrent que l'IA est principalement adoptée pour améliorer les processus opérationnels essentiels et non essentiels, tandis que les entreprises sont nettement moins nombreuses à mentionner la réduction des coûts de personnel, le soutien à la R&D et à l'innovation, ou l'élargissement de leur offre de produits et de services. Indépendamment du degré d'adoption de l'IA, les entreprises ont tendance à citer des raisons comparables concernant sa mise en œuvre, sans différence significative selon les classes de taille (BCE, 2026).

Graphique B

Raisons de ne pas utiliser l'IA par caractéristiques des entreprises

(en pourcentages de participants)



Sources : Enquête SAFE (BCE, 2026) et calculs des services de la BCE.

Notes : « Toutes les entreprises » inclut uniquement les entreprises qui n'utilisent actuellement pas l'IA. PME signifie petites et moyennes entreprises (entreprises comptant jusqu'à 250 salariés). Les jeunes entreprises ont moins de cinq ans. La détention privée désigne des personnes physiques, des familles ou d'autres entreprises détenant une participation majoritaire dans les entreprises. La cotation en bourse/le capital-risque se rapporte à une participation majoritaire détenue par des actionnaires publics ou des sociétés de capital-risque. Les chiffres se rapportent à la campagne d'enquête d'octobre-décembre 2025.

Les entreprises qui utilisent l'IA de manière significative sont plus susceptibles d'anticiper une augmentation de leur chiffre d'affaires et de leurs investissements en immobilisations corporelles que celles qui ne l'utilisent pas (graphique C). Une analyse de régression met en évidence la relation entre le degré d'utilisation de l'IA et les anticipations des entreprises quant aux résultats réels. À taille, secteur et localisation équivalents, les entreprises qui utilisent l'IA de manière significative sont plus susceptibles d'anticiper une augmentation de leur chiffre d'affaires et de leurs investissements en immobilisations corporelles au cours des trois mois suivants (de 21 % et 13 %, respectivement) que celles qui ne l'utilisent pas (graphique C, partie a). En outre, la part attendue des investissements futurs consacrée à l'IA augmente avec la fréquence d'utilisation de ces technologies. Les entreprises utilisant peu fréquemment l'IA prévoient d'y allouer 3,2 points de pourcentage de plus dans leurs investissements que celles qui ne l'utilisent pas (graphique C, partie b). Pour les entreprises qui utilisent l'IA de manière modérée ou significative, les écarts correspondants en points de pourcentage sont respectivement de 5,5 et 11,5 par rapport aux entreprises qui n'utilisent pas l'IA. De plus, au cours des 12 prochains mois, les entreprises qui utilisent l'IA de manière significative s'attendent à une augmentation supplémentaire de 0,6 point de pourcentage des salaires et à une augmentation de 1,3 point de pourcentage de l'emploi par rapport aux entreprises qui n'utilisent pas l'IA ⁴.

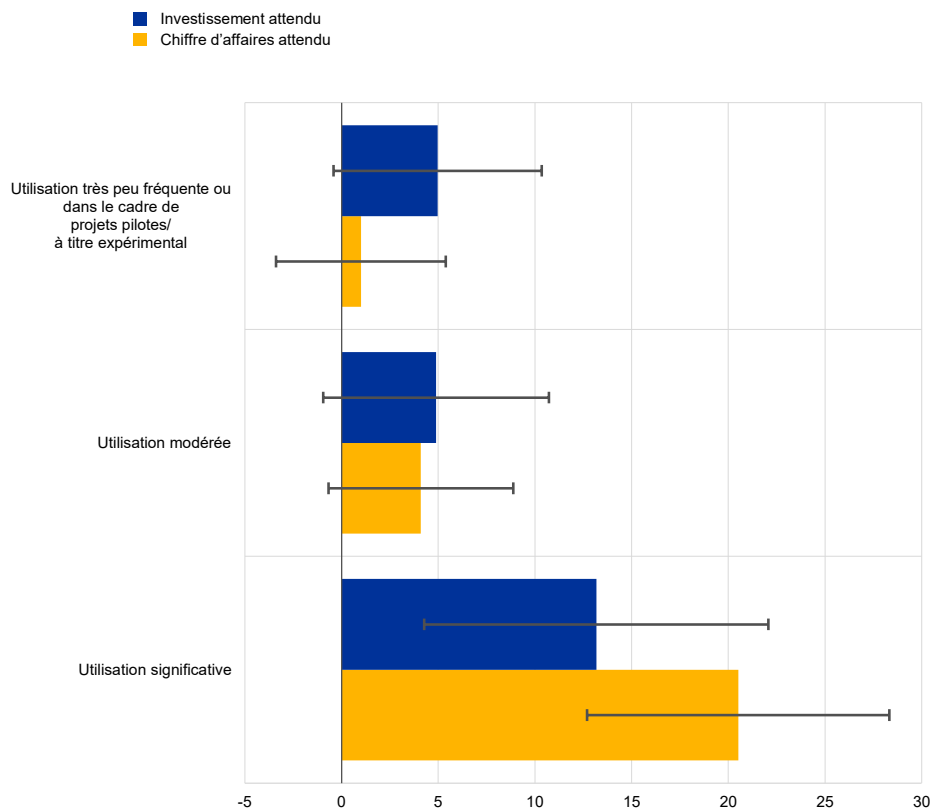
⁴ Pour les entreprises n'adoptant pas l'IA, la moyenne pondérée non conditionnelle des hausses de salaire attendues s'établit à 3,1 %, contre 3,7 % pour les entreprises utilisant l'IA de manière significative. Concernant l'emploi, les chiffres respectifs sont de 0,6 % et 2,8 %. Des résultats comparables sont présentés par Aldasoro *et al.* (2026).

Graphique C

Utilisation de l'IA et anticipations des entreprises concernant les résultats réels

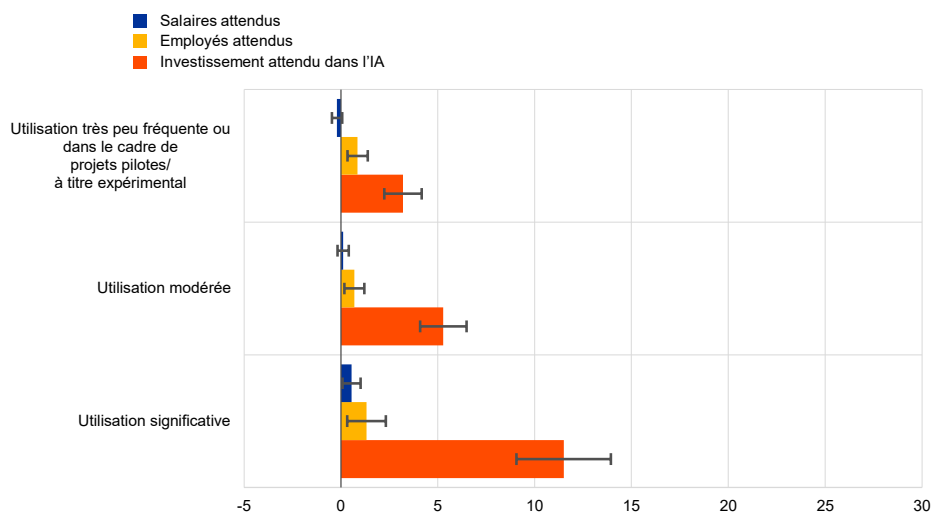
a) Investissement et chiffre d'affaires

(en pourcentage)



b) Salaires, emploi et investissement dans l'IA

(en points de pourcentage)



Sources : Enquête SAFE (BCE, 2026) et calculs des services de la BCE.

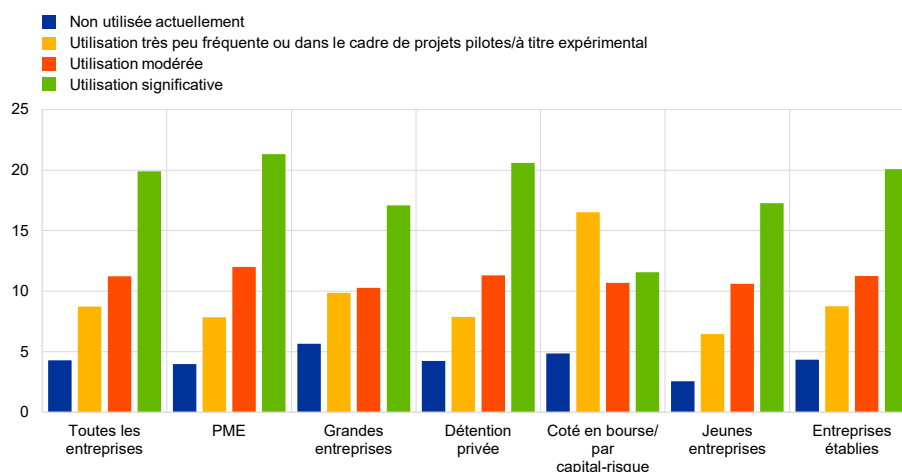
Notes : La partie a) montre les coefficients des régressions au niveau des entreprises du chiffre d'affaires/l'investissement attendu (qui sont des variables muettes prenant la valeur 1 si l'entreprise prévoit une augmentation au cours des trois prochains mois) sur l'utilisation de l'IA, la catégorie « Aucune utilisation » étant omise. La partie b) montre les coefficients des régressions au niveau des entreprises de trois variables continues – les augmentations attendues, au cours des 12 prochains mois, des salaires, du nombre d'employés et de la part des investissements consacrés à l'utilisation de l'IA. Régressions pondérées par les poids de sondages avec effets fixes par secteur, par pays et par taille de l'entreprise. Les moustaches représentent les intervalles de confiance à 90 %. Le graphique est basé sur la campagne d'enquête d'octobre-décembre 2025.

Les entreprises qui utilisent actuellement l'IA prévoient d'investir davantage dans ce domaine cette année que celles qui ne l'utilisent pas, indiquant un cycle de renforcement entre adoption et innovation (graphique D). En moyenne, les entreprises prévoient de consacrer 9 % de leurs investissements totaux à l'IA, bien qu'il existe des variations importantes selon les caractéristiques des entreprises et le degré d'adoption de l'IA. Les entreprises qui n'utilisent actuellement pas l'IA prévoient d'y allouer une part relativement faible de leurs investissements (4 % en moyenne), les grandes entreprises parmi ces non-utilisateurs prévoyant des taux légèrement plus élevés (6 %) que les PME (4 %). En revanche, les entreprises à un stade plus avancé dans l'adoption de l'IA prévoient des taux d'investissement beaucoup plus élevés. Les entreprises qui utilisent modérément l'IA prévoient d'y consacrer 11 % de leur investissement, tandis que celles qui en font une utilisation significative déclarent les taux d'investissement prévus les plus élevés (20 %). Parmi ces dernières, les PME arrivent en tête avec une allocation attendue de 21 %, contre 17 % pour les grandes entreprises. Le profil global d'investissement dans l'IA suggère l'existence d'un cercle de renforcement, dans lequel les entreprises qui utilisent déjà l'IA investissent plus pour développer et intégrer davantage ces technologies.

Graphique D

Investissements attendus dans l'IA au cours des 12 prochains mois, par intensité d'utilisation actuelle et caractéristiques des entreprises

(en pourcentage de l'investissement total)



Sources : Enquête SAFE (BCE, 2026) et calculs des services de la BCE.

Notes : PME signifie petites et moyennes entreprises (entreprises comptant jusqu'à 250 salariés). Les jeunes entreprises ont moins de cinq ans. La détention privée désigne des personnes physiques, des familles ou d'autres entreprises détenant une participation majoritaire dans les entreprises. La cotation en bourse/le capital-risque se rapporte à une participation majoritaire détenue par des actionnaires publics ou des sociétés de capital-risque. Les chiffres se rapportent à la campagne d'enquête d'octobre-décembre 2025.

La structure de propriété est également corrélée aux profils d'investissement dans l'IA. Si les entreprises qui utilisent l'IA de façon modérée affichent des profils d'investissement comparables indépendamment de leur structure de propriété, des différences apparaissent aux premiers stades et aux stades avancés de l'adoption de l'IA (graphique D). Les entreprises cotées en bourse ou financées par capital-risque affichent le taux d'investissement prévu dans l'IA le plus élevé lorsqu'elles en sont aux premiers stades de l'adoption, consacrant 17 % de leur investissement total à l'IA, contre 8 % pour les entreprises à capitaux privés. Cette longueur d'avance est

probablement liée à leurs avantages en matière de financement et à leur attention accrue accordée aux opportunités de forte croissance. En revanche, les entreprises à capitaux privés dominent les investissements à un stade avancé, prévoyant d'y consacrer 21 % de leurs investissements totaux, contre 12 % pour les entreprises cotées en bourse ou financées par capital-risque. Cela pourrait refléter leurs structures de propriété concentrée et leur orientation stratégique à long terme, qui leur offrent une plus grande flexibilité pour tirer parti des avantages avérés de l'IA.

Les jeunes entreprises investissent peu dans l'IA dans un premier temps, mais augmentent leurs investissements à mesure que l'adoption progresse. Elles font état des taux d'investissement attendus dans l'IA les plus faibles au cours des premières phases d'adoption (3 % de leur investissement total, graphique D). Toutefois, à mesure que l'adoption de l'IA s'intensifie, cette part augmente pour atteindre 17 %, se rapprochant de la profondeur d'investissement observée chez les entreprises établies. Plusieurs facteurs peuvent expliquer ce profil : l'apprentissage par la pratique réduit l'incertitude quant aux applications qui créent de la valeur, et le succès des premiers projets pilotes justifie les engagements ultérieurs.

Bibliographie :

Aldasoro (I.), Gambacorta (L.), Pal (R.), Revoltella (D.), Weiss (C.) et Wolski (M.) (2026), « *AI adoption, productivity and employment : evidence from European companies* », *BIS Working Papers*, n° 1325, Banque des règlements internationaux, janvier.

Bencivelli (L.), De Masi (L.), Falck (E.), Fernández Cerezo (A.), Formai (S.), Hidalgo Bricio (I.), Mattevi (E.) et Nagengast (A.) (2026), « *Embracing AI in Europe: New evidence from harmonised central bank business surveys* », VoxEU Column.

BCE (2026), *Survey on the Access to Finance of Enterprises in the euro area - Fourth quarter of 2025*.

Yotzov (I.), Barrero (J.M.), Bloom (N.), Bunn (P.), Davis (S. J.), Foster (K.M.), Jalca (A.), Meyer (B. H.), Mizen (P.), Navarrete (M. A.), Smietanka (P.), Thwaites (G.) et Wang (B. Z.) (2026), « *Firm Data on AI* », *Working Papers*, n° 34836, National Bureau of Economic Research, février.

Implications financières et macroéconomiques de la hausse des taux à très long terme

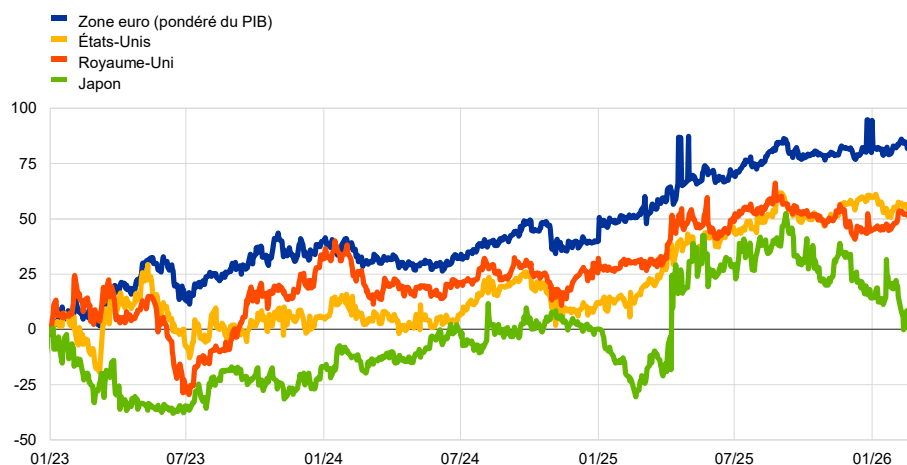
Tilman Bletzinger, Ambra Boilini, Christoph Kaufmann, Giulio Nicoletti, Melina Papoutsi et Johannes Pöschl

Les taux d'intérêt à très long terme ont fortement augmenté dans plusieurs économies avancées au cours de l'année passée, entraînant une pentification de la partie très longue de la courbe des taux (graphique A). Dans la zone euro, cette pentification de la courbe pour les échéances de 30 à 10 ans a été relativement prononcée par rapport aux épisodes précédents, reflétant un mouvement vers des courbes de rendement présentant un profil plus normal dans un contexte de taux réels à long terme plus élevés, de facteurs mondiaux et de repositionnement budgétaire des pays de la zone euro (Böninghausen et Vladu, 2026). Le présent encadré étudie les implications de la pentification de la partie longue de la courbe des rendements pour les coûts de financement des administrations publiques, les portefeuilles du secteur privé, les prêts bancaires et les performances macroéconomiques.

Graphique A

Pente de la courbe des taux de 30 à 10 ans pour la zone euro et une sélection d'obligations souveraines

(en points de base)



Sources : LSEG et calculs de la BCE.

Notes : Le graphique présente les variations cumulées de l'inclinaison de chaque courbe de rendement souverain, capturées par la pente pour les échéances de 30 à 10 ans. Les dernières observations se rapportent au 25 février 2026.

Les effets directs d'une hausse des rendements à très long terme sur les coûts de financement des administrations publiques devraient être limités.

L'offre de dette souveraine à très long terme a augmenté ces dernières années, à la fois en termes absolus et par rapport à la part de l'encours de dette (graphique B, partie a). Cette offre accrue contribue, toutes choses égales par ailleurs, à des rendements plus élevés sur la partie très longue de la courbe. Toutefois, les effets de la pentification de la courbe pour les échéances de 30 à 10 ans sur les coûts

totaux de financement des administrations publiques devraient être limités. Environ 70 % des émissions ont encore des échéances inférieures à dix ans et ne sont donc pas directement affectées par la hausse des taux à très long terme. En outre, les bureaux de gestion de la dette peuvent ajuster de manière flexible la structure des échéances de leurs émissions en réponse aux variations des taux d'intérêt, ce qui leur permet de contenir les effets de la pentification de la courbe de rendement sur les coûts de financement de la dette souveraine ¹.

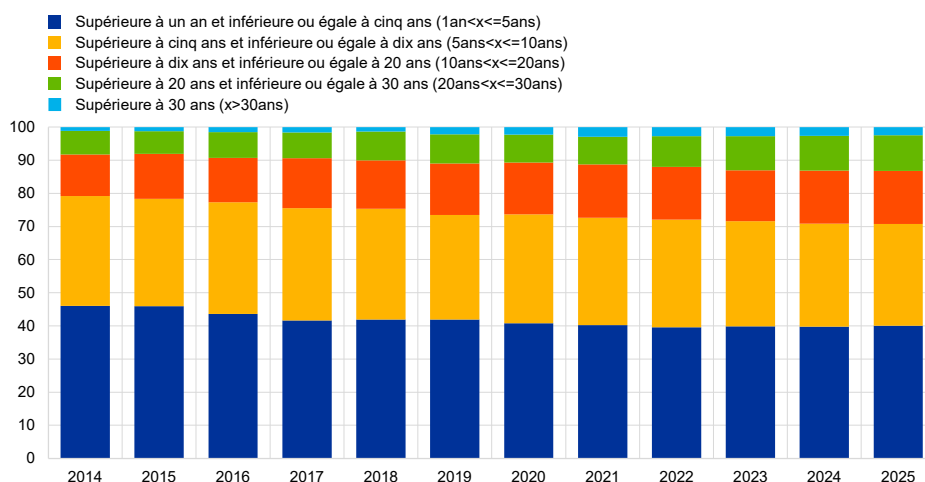
¹ Allonger la maturité des obligations nouvellement émises a constitué une stratégie clé pour les bureaux de gestion de la dette durant la période de taux d'intérêt bas. Pour une analyse de la manière dont les pouvoirs publics ajustent leur comportement d'émission en réponse aux évolutions de l'environnement des rendements, cf. Plessen-Mátyás *et al.* (2023).

Graphique B

Encours de la dette souveraine de la zone euro

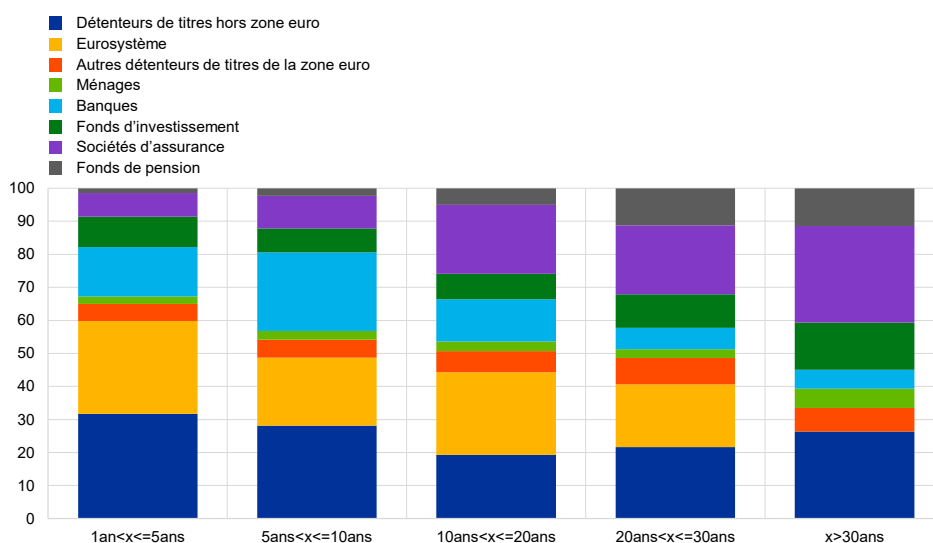
a) Par tranche d'échéance

(en pourcentage de l'encours de dette)



b) Par secteur détenteur

(en pourcentage de l'encours de dette)



Sources : Statistiques sur les détections de titres et Base de données centralisée sur les titres de la BCE et calculs de la BCE.
 Notes : Les détenteurs hors zone euro incluent les investisseurs hors zone euro. Le graphique présente des informations pour l'Allemagne, l'Espagne, la France et l'Italie.

Le rééquilibrage des portefeuilles par les sociétés d'assurance et fonds de pension (SAFP) en réponse à des variations des rendements à très long terme peut affecter les coûts de financement du secteur privé. Les SAFP sont les principaux secteurs détenteurs de la dette à très long terme, avec une part combinée de plus de 40 % des obligations ayant une échéance supérieure à 30 ans (graphique B, partie b). Comme les bilans des SAFP présentent généralement des écarts de durée négatifs (c'est-à-dire que la durée de leurs passifs dépasse celle de leurs actifs), leurs positions en fonds propres s'améliorent lorsque les rendements à long terme augmentent, ce qui réduit la nécessité de stratégies d'appariement des durées et donc la demande d'obligations à long terme

(cf. Domanski *et al.*, 2017). La transition des fonds de pension néerlandais de régimes à prestations définies à régimes à cotisations définies, qui devrait s'achever en 2028, pourrait également contribuer à un certain rééquilibrage au détriment des obligations à très long terme, car elle réduira la nécessité de couvrir le risque de taux d'intérêt à très long terme. L'impact de ces changements sur les coûts de financement du secteur privé dépendra de la manière dont les SAFP choisiront de rééquilibrer leurs portefeuilles. S'ils achètent nettement plus d'actifs du secteur privé, tels que des obligations d'entreprises ou des actions, cela fera augmenter le rendement de ces actifs, réduisant ainsi les coûts de financement du secteur privé (cf. Kubitzka, 2026). À l'inverse, dans la mesure où la pentification de la courbe des rendements coïncide avec des niveaux de taux d'intérêt à long terme généralement plus élevés le long de la courbe, les SAFP sont moins enclins à rechercher des rendements dans des actifs plus risqués, tels que les obligations d'entreprises ou les actions (cf. Kaufmann *et al.*, 2024). Ainsi, les assureurs pourraient se tourner vers les obligations souveraines, sur l'ensemble des échéances, exerçant une pression à la hausse sur les coûts de financement du secteur privé. Par conséquent, il existe plusieurs canaux pouvant se compenser par lesquels le rééquilibrage des portefeuilles par les SAFP peut affecter les coûts de financement du secteur privé, de sorte que l'impact global reste difficile à déterminer.

La pentification de la courbe des taux se traduit par des pressions à la hausse sur les taux hypothécaires avec une période de fixation initiale du taux supérieure à dix ans.

Dans l'enquête de la BCE de février 2025 sur les anticipations des consommateurs (*Consumer Expectations Survey*, CES), près de la moitié des ménages ayant un crédit hypothécaire ont déclaré une période de fixation du taux à l'octroi supérieure à dix ans, et environ un quart ont déclaré une période de fixation du taux supérieure à 20 ans (graphique C, partie a). Les taux hypothécaires à très long terme annoncés, tels que collectés auprès de sources en ligne, ont fortement augmenté depuis janvier 2025, en particulier en Allemagne et en Italie (graphique C, partie b) ². Le taux d'intérêt supplémentaire que les ménages paient pour obtenir des contrats de prêt hypothécaire avec une fixation sur un taux très long, par rapport à ceux avec une fixation sur dix ans, a également augmenté de manière significative, en particulier en Allemagne et en Italie (graphique C, partie c). Globalement, cela peut exercer des tensions sur les coûts de financement des ménages.

² Les données hypothécaires en ligne permettent de suivre les prêts avec une fixation exacte de l'échéance pour des caractéristiques constantes de l'emprunteur et peuvent donc mieux approximer les taux offerts par les banques, tandis que les statistiques sur les taux d'intérêt reflètent l'équilibre entre les taux offerts par les banques et les décisions prises par les emprunteurs. Les taux hypothécaires à très long terme sont des taux disponibles dont les périodes de fixation initiale sont aussi proches que possible de 30 ans. Cette période est de 30 ans pour l'Allemagne, l'Espagne et l'Italie et de 25 ans pour la France.

Graphique C

Périodes de fixation des taux hypothécaires, taux offerts pour les prêts hypothécaires à fixation très longue et variation des écarts entre les taux hypothécaires à fixation très longue et ceux à fixation longue

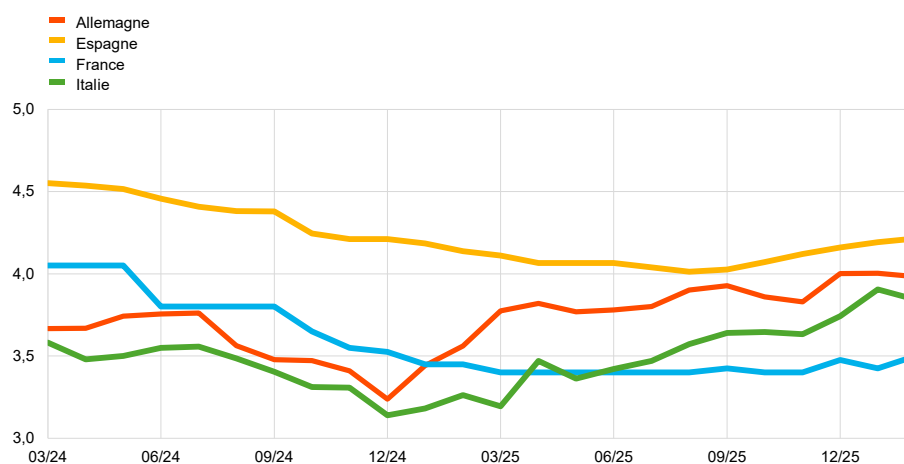
a) Hypothèques par période de fixation

(en pourcentage des prêts hypothécaires en cours)



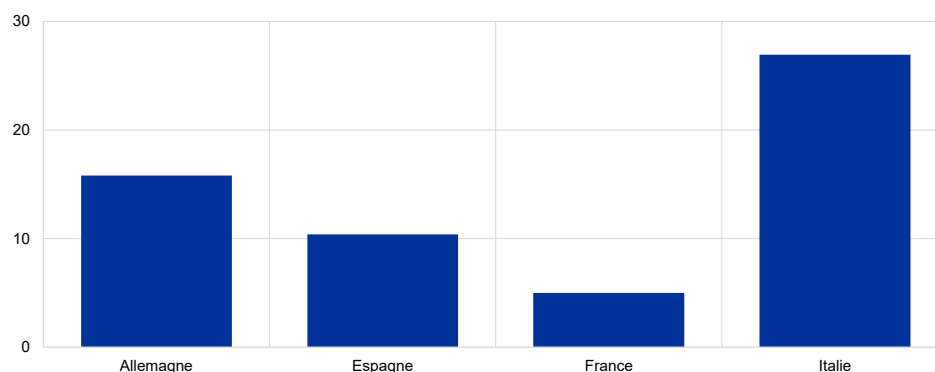
b) Taux d'intérêt offerts pour les hypothèques à fixation très longue

(en pourcentage annuel)



c) Variations des écarts entre les taux hypothécaires à fixation très longue et ceux à fixation longue depuis janvier 2025

(en points de base)



Sources : CES, taux affichés en ligne (Mutui Supermarket, Idealista, Verivox et Empruntis) et calculs de la BCE.
Notes : Partie a) : les réponses des ménages situés dans les deux groupes de plus faible niveau d'éducation financière n'ont pas été prises en compte. Les réponses sont pondérées en utilisant les poids d'échantillonnage de la population et les volumes de prêts hypothécaires à l'octroi. Partie b) : taux affichés en ligne pour les prêts hypothécaires assortis de très longues périodes de fixation. Partie c) : variations des *spreads* hypothécaires depuis janvier 2025. Dans chaque pays, les *spreads* hypothécaires correspondent à la différence entre les taux appliqués aux prêts hypothécaires dont les périodes de fixation du taux d'intérêt sont aussi proches que possible de 30 ans et les taux appliqués aux prêts hypothécaires dont les périodes de fixation du taux d'intérêt sont aussi proches que possible de dix ans. Il s'agit de périodes de 30 ans et de 10 ans en Allemagne, de périodes de 25 ans et de dix ans en France et de périodes de 30 ans et de 15 ans en Italie et en Espagne. Les dernières observations disponibles se rapportent à février 2025 pour l'enquête CES et à février 2026 pour les taux affichés en ligne.

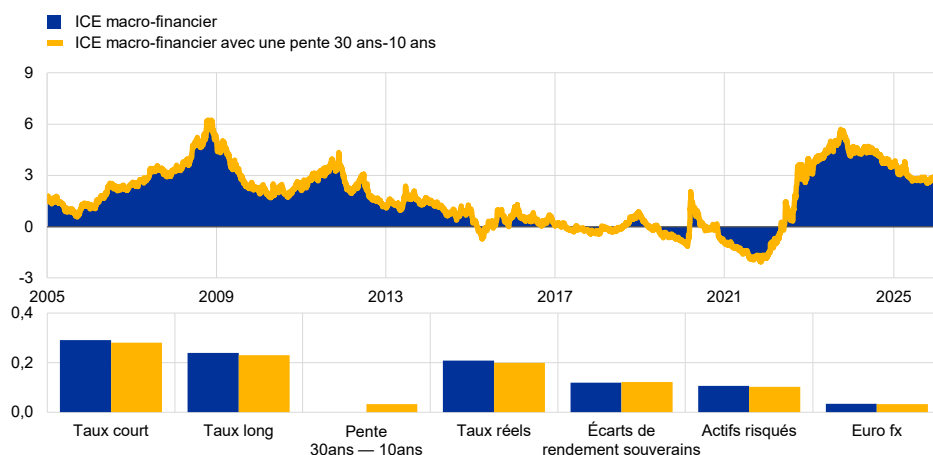
Les taux d'intérêt à très long terme ont peu d'influence sur les indices des conditions financières qui synthétisent les prix d'actifs d'importance macroéconomique. L'indice des conditions financières macro-financier (ICF) développé par Bletzinger *et al.* (2026) peut être utilisé pour évaluer l'importance des variables des marchés financiers pour la dynamique conjointe des principales variables macroéconomiques et des conditions financières. Si l'on ajoute à la spécification de référence la mesure de la pente de 30 à 10 ans de la courbe des taux des *swaps* au jour le jour (OIS), l'indice qui en résulte reste essentiellement inchangé en raison du faible poids estimé pour cette mesure de la pente (graphique D, partie a). Par conséquent, une fois les échéances standard (telles que les taux au jour le jour et à dix ans) prises en compte, les échéances à très long terme ne fournissent pas d'informations supplémentaires sur les conditions financières et, par conséquent, sur la dynamique macroéconomique dans la zone euro. Par rapport à l'ICF de référence, la spécification augmentée ne fait apparaître aucune amélioration de l'adéquation de l'inflation totale à l'échantillon, de l'écart de production et des conditions financières.

Graphique D

Conditions financières et réponses macroéconomiques à la pentification de la courbe

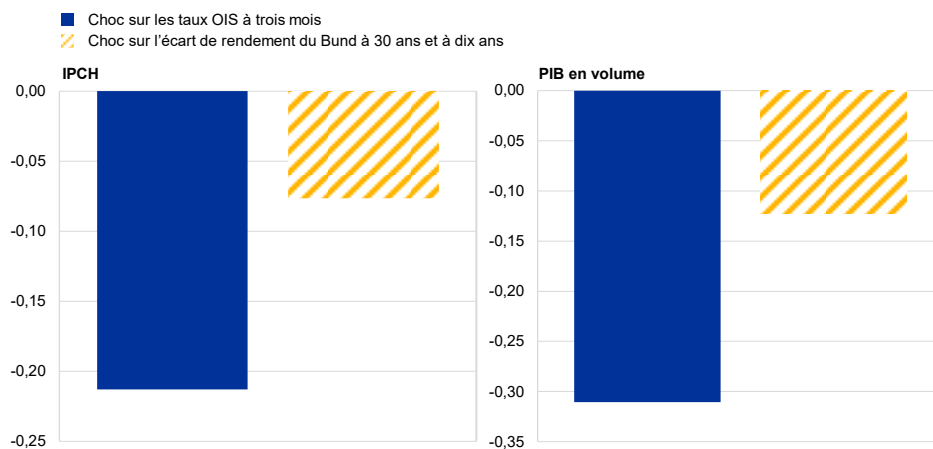
a) Conditions financières

partie supérieure du graphique : indice ; partie inférieure du graphique : ratio)



b) Réponse de l'inflation, mesurée par l'indice des prix à la consommation harmonisé (IPCH), et du PIB en volume aux variations des taux d'intérêt

(en pourcentage)



Sources : Bletzinger *et al.* (2026), LSEG et calculs de la BCE.

Notes : Partie a) : dans la partie supérieure du graphique, la zone bleue représente l'ICF de référence en matière de macrofinance de Bletzinger *et al.* (2026). La ligne jaune présente une version réestimée incluant comme variable supplémentaire une mesure à long terme de la pente de la courbe OIS. Dans la partie inférieure graphique, les barres représentent les poids normalisés des différentes catégories d'actifs dans la situation de référence et dans l'ICF macro-financier réestimé. La pente 30 ans–10 ans correspond à une pente de 30 ans à 10 ans. Euro fx signifie taux de change effectif nominal de l'euro. Partie b) : projections locales estimées pour un choc de politique monétaire à haute fréquence de la BCE d'un écart-type sur les taux OIS à trois mois (bleu) et sur l'écart de rendement du Bund de 30 ans à 10 ans (jaune) d'après Altavilla *et al.* (2019). Les barres représentent les pics de réponses sur un horizon de trois ans. Les barres remplies indiquent la signification statistique de la réponse globale à des niveaux de 10 %. Le modèle est estimé à une fréquence mensuelle entre janvier 2002 et septembre 2025, avec deux décalages. Les variables de contrôle sont l'écart de rendement du Bund allemand de 30 ans à dix ans, les rendements du Bund allemand à dix ans, les rendements OIS à trois mois, le taux de change EUR/USD, le logarithme de l'indicateur composite de tensions systémiques et l'indice des prix des matières premières primaire du Fonds monétaire international.

Globalement, les implications macroéconomiques d'une pentification sur la partie très longue de la courbe des taux sont limitées. Tandis que l'analyse qui précède indique plusieurs canaux de transmission permettant de contrebalancer les effets des coûts de financement des administrations publiques, du rééquilibrage des portefeuilles et des marchés de prêts hypothécaires, les estimations empiriques ne montrent que des effets limités des chocs sur la pente de la courbe des rendements

à long terme sur l'inflation et le PIB en volume de la zone euro (graphique D, partie b). Par rapport aux effets d'un choc de taux à court terme conventionnel, la réponse de la hausse de l'IPCH – la principale mesure de la stabilité des prix de la BCE – aux variations de la pente de la courbe des taux à long terme est plus de trois fois plus faible et non statistiquement significative. De même, le PIB en volume diminue légèrement après un choc de pentification, mais par rapport à un choc de taux à court terme, la réponse est nettement plus faible et statistiquement non significative. Globalement, alors qu'une pentification à long terme de la courbe des rendements pèse sur les coûts de financement et les intermédiaires financiers à des degrés différents, les conditions financières et la dynamique macroéconomique ne sont pas affectées dans l'ensemble.

Bibliographie

Cf. Altavilla (C.), Brugnolini (L.), Gurkaynak (R.), Motto (R.) et Ragusa (G.) (2019), « [Measuring euro area monetary policy](#) », *Journal of Monetary Economics*, vol. 108, décembre 2019, p. 162–179.

Bletzinger (T.), Martorana (G.) et Mistak (J.) (2026), « [Looser, tighter, clearer: a new Financial Conditions Index for the euro area](#) », *Working Paper Series*, n° 3193, BCE, février.

Böninghausen (B.) et Vladu (A.) (2026), « [Sloping up: the repricing of euro area yields in 2025](#) », *The ECB Blog*, BCE, 16 janvier.

Domanski (D.), Shin (H.S.) et Sushko (V.) (2017), « [The Hunt for Duration: Not Waving but Drowning?](#) », *IMF Economic Review*, volume 65, 1, p. 113-153.

Kaufmann (C.), Levya (J.) et Storz (M.) (2024), « [Insurance corporations' balance sheets, financial stability and monetary policy](#) », *Working Paper Series*, n° 2892, BCE, janvier.

Kubitza (C.) (2026), « [Investor-Driven Corporate Finance: Evidence from Insurance Markets](#) », *The Review of Financial Studies* (sous presse).

Plessen-Mátyás (K.), Kaufmann (C.) et von Landesberger (J.) (2023), « [Funding Behaviour of Debt Management Offices and the ECB's Public Sector Purchase Program](#) », *International Journal of Central Banking*, vol. 19, n° 4, p. 339-399.

8 Conditions de la liquidité et opérations de politique monétaire du 5 novembre 2025 au 10 février 2026

Christian Lizarazo et Kristian Tötterman

Le présent encadré décrit les conditions de la liquidité et les opérations de politique monétaire de l'Eurosystème durant les septième et huitième périodes de constitution de réserves de 2025. Au total, ces deux périodes de constitution se sont déroulées du 5 novembre 2025 au 10 février 2026 (la « période sous revue »).

L'excédent de liquidité moyen dans le système bancaire de la zone euro a continué de diminuer. La fourniture de liquidité a baissé au cours de la période sous revue, principalement en raison d'une diminution des avoirs de l'Eurosystème au titre du programme d'achats d'actifs (*asset purchase programme*, APP) et du programme d'achats d'urgence face à la pandémie (*pandemic emergency purchase programme*, PEPP) à la suite de l'arrêt des réinvestissements au titre de l'APP début juillet 2023 et des réinvestissements au titre du PEPP fin décembre 2024. Cette baisse s'est accompagnée d'une légère hausse du solde des facteurs autonomes, qui a également contribué à la réduction de l'excédent de liquidité.

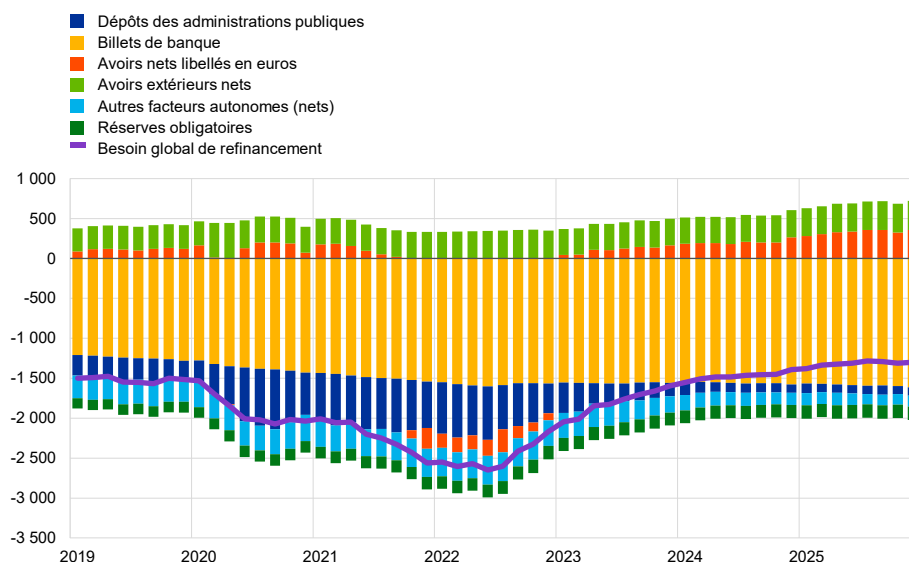
Besoin de refinancement

Au cours de la période sous revue, le besoin moyen de refinancement quotidien du système bancaire de la zone euro, qui correspond à la somme du solde des facteurs autonomes et des réserves obligatoires, a augmenté de 18 milliards d'euros pour s'établir à 1 306 milliards (tableau A). Cette augmentation résulte d'une baisse des facteurs autonomes d'apport de liquidité et d'une hausse des facteurs autonomes de retrait de liquidité (graphique A). Les réserves obligatoires ont augmenté de 1 milliard d'euros, pour s'établir à 169 milliards, contribuant également un peu à la hausse du besoin de financement.

Graphique A

Besoin global de financement, par période de constitution de réserves

(milliards d'euros)



Source : BCE.

Notes : Chaque barre montre les moyennes pour chaque période de constitution. Il y a huit périodes de constitution de réserves par an, la huitième période se prolongeant jusque sur l'année civile suivante. Les dernières observations se rapportent à la huitième période de constitution de 2025.

Les facteurs autonomes d'apport de liquidité ont diminué de 8 milliards d'euros au cours de la période sous revue, en raison principalement d'une baisse de 16 milliards d'euros des actifs nets libellés en euros. Cette diminution est attribuable à une augmentation des dépôts libellés en euros non liés à la politique monétaire, qui sont des facteurs de retrait de liquidité, seulement en partie contrebalancée par une augmentation des investissements libellés en euros non liés à la politique monétaire, qui sont des facteurs d'apport de liquidité. Dans le même temps, les avoirs extérieurs nets ont augmenté de 8 milliards d'euros.

Les facteurs autonomes de retrait de liquidité ont augmenté de 9 milliards d'euros au cours de la période sous revue, principalement en raison d'une hausse des billets en circulation. La demande de billets augmente généralement durant les périodes de vacances, sous l'effet de l'augmentation des dépenses des ménages. La valeur moyenne des billets en circulation a augmenté de 15 milliards d'euros, atteignant un total de 1 607 milliards au cours de la période sous revue. Les dépôts des administrations publiques auprès de l'Eurosystème ont diminué de 9 milliards d'euros pour s'établir à 102 milliards, les émissions de titres de dette publique ayant tendance à se ralentir vers la fin de l'année, ce qui a entraîné une diminution des coussins de liquidité détenus par les trésors publics nationaux.

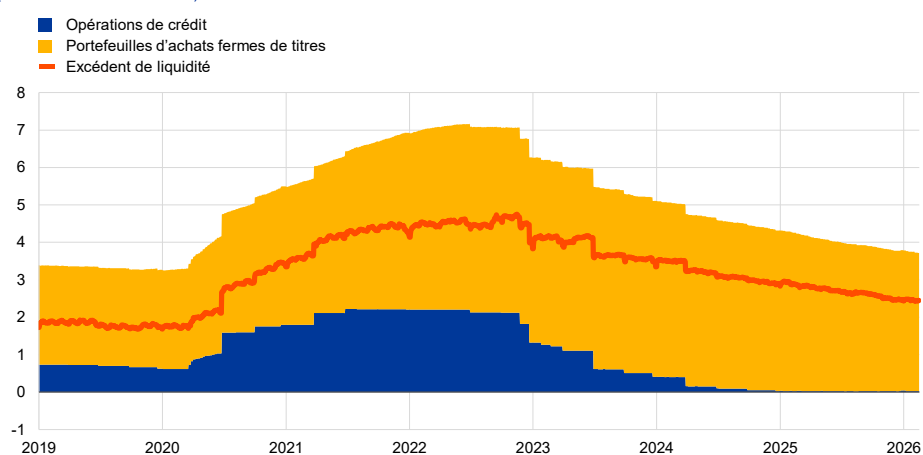
Fourniture de liquidité par le biais des instruments de politique monétaire

Le montant moyen de la liquidité fournie par le biais des instruments de politique monétaire a diminué de 125 milliards d'euros pour s'établir à 3 776 milliards au cours de la période sous revue (graphique B). Cette baisse de l'offre de liquidité résulte en grande partie d'une réduction des portefeuilles d'achats fermes de titres de l'Eurosystème.

Graphique B

Liquidité fournie par le biais des opérations d'*open market* et excédent de liquidité

(milliers de milliards d'euros)



Source : BCE.

Note : Les dernières observations se rapportent à la huitième période de constitution de 2025.

Le montant moyen de la liquidité fournie par le biais des encours des portefeuilles d'achats fermes de titres liés à la mise en œuvre de la politique monétaire a diminué de 128 milliards d'euros, pour s'établir à 3 752 milliards au cours de la période sous revue (graphique A). Cette baisse s'explique par la poursuite de l'arrivée à échéance des avoirs détenus au titre de l'APP et du PEPP en l'absence de réinvestissements.

Le montant moyen de la liquidité fournie par le biais d'opérations de crédit a augmenté de 3 milliards d'euros, pour s'établir à 24 milliards au cours de la période sous revue. L'encours moyen des opérations principales de refinancement (MRO) a augmenté de 4 milliards d'euros environ pour s'établir à 13 milliards, sous l'effet d'une participation plus élevée au tournant de l'année (25 milliards). L'encours moyen des opérations de refinancement à plus long terme d'une durée de trois mois (LTRO) a diminué de 1 milliard d'euros, revenant à 11 milliards. La participation à ces opérations régulières reste limitée, reflétant la situation de liquidité confortable des banques et la bonne disponibilité d'autres sources de financement de marché. Toutefois, le nombre croissant de banques qui testent la viabilité de leur participation indique qu'elles renforcent leur niveau de préparation opérationnelle pour accéder à ces opérations, le bilan de l'Eurosystème continuant de se réduire.

Excédent de liquidité

Au cours de la période sous revue, l'excédent de liquidité a diminué de 143 milliards d'euros, pour s'établir à 2 470 milliards (graphique B).

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

Évolutions des taux d'intérêt

Au cours de la période sous revue, le Conseil des gouverneurs a laissé inchangés les trois taux directeurs de la BCE, notamment le taux de la facilité de dépôt, qu'il utilise pour piloter l'orientation de la politique monétaire. Les taux de la facilité de dépôt, des MRO et de la facilité de prêt marginal se sont établis, respectivement, à 2,00 %, 2,15 % et 2,40 % (tableau B).

Le taux moyen à court terme de l'euro (€STR) a très légèrement augmenté au cours de la période sous revue, tout en maintenant un écart négatif par rapport au taux de la facilité de dépôt. En moyenne, l'€STR était inférieur de 7 points de base au taux de la facilité de dépôt au cours de la période sous revue, soit un léger resserrement par rapport à l'écart de 7,5 points de base observé lors des cinquième et sixième périodes de constitution de 2025.

Le taux repo moyen dans la zone euro, mesuré par l'indice RepoFunds Rate Euro, est resté plus proche du taux de la facilité de dépôt que de l'€STR. En moyenne, le taux repo était égal au taux de la facilité de dépôt au cours de la période sous revue, ce qui a également été le cas lors des cinquième et sixième périodes de constitution de 2025.

Tableau A

Conditions de la liquidité dans l'Eurosystème

(averages; EUR billions)

	Période sous revue actuelle : 5 novembre 2025 – 10 février 2026						Période sous revue précédente : 30 juillet – 4 novembre 2025	
	Septième et huitième périodes de constitution		Septième période de constitution : 5 novembre – 22 décembre 2025		Huitième période de constitution : 23 décembre 2025 – 10 février 2026		Cinquième et sixième périodes de constitution	
Facteurs d'apport de liquidité								
Facteurs autonomes	705	(-8)	687	(-28)	723	(+36)	713	(+28)
– Avoirs extérieurs nets	364	(+8)	362	(+4)	365	(+3)	356	(+3)
– Avoirs nets libellés en euros	341	(-16)	324	(-33)	358	(+33)	357	(+25)
Opérations de politique monétaire	3776	(-125)	3796	(-76)	3758	(-38)	3901	(-127)
– MRO	13	(+4)	11	(+1)	15	(+4)	9	(-1)
– LTRO	11	(-1)	11	(-1)	12	(+1)	12	(-2)
– Portefeuilles d'achats fermes de titres	3752	(-128)	3774	(-76)	3731	(-43)	3881	(-125)
– Autre apport de liquidité	0	(+0)	0	(+0)	0	(+0)	0	0
Facteurs de retrait de liquidité								
Facteurs autonomes	1842	(+9)	1831	(-8)	1853	(+21)	1833	(-3)
– Billets en circulation	1607	(+15)	1598	(+8)	1615	(+18)	1591	(+8)
– Dépôts des administrations publiques	102	(-9)	101	(-15)	102	(+1)	110	(+6)
– Autres facteurs autonomes (nets)	134	(+2)	132	(-1)	135	(+3)	132	(-18)
Opérations de politique monétaire								
– Autre absorption de liquidité	0	(+0)	0	(+0)	0	(+0)	0	(+0)
Liquidité et facilités permanentes								
– Comptes courants des établissements de crédit	174	(+0)	173	(-1)	175	(+2)	174	(+1)
– Réserves obligatoires ¹⁾	169	(+1)	168	(+1)	170	(+1)	168	(+1)
– Facilité de prêt marginal	0	(+0)	0	(+0)	0	(-0)	0	(+0)
– Facilité de dépôt	2465	(-143)	2478	(-95)	2453	(-26)	2608	(-98)
– Excédent de liquidité ²⁾	2470	(-143)	2483	(-97)	2458	(-24)	2614	(-97)
Autres informations fondées sur la liquidité								
– Besoin global de financement ³⁾	1306	(+18)	1313	(+21)	1299	(-14)	1288	(-30)
– Solde des facteurs autonomes ⁴⁾	1137	(+17)	1144	(+21)	1130	(-15)	1120	(-31)

Source : BCE.

Notes : Tous les chiffres du tableau sont arrondis au milliard d'euros le plus proche. Les chiffres entre parenthèses indiquent la variation par rapport à la précédente période sous revue ou de constitution. « MRO » correspond aux opérations principales de refinancement et « LTRO » aux opérations de refinancement à plus long terme. Les séries chronologiques historiques des conditions de la liquidité de l'Eurosystème sont disponibles à partir du Portail de données de la BCE, sous l'onglet « tableau » du rapport sur la liquidité

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

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

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

4) Calculé comme la différence entre les facteurs autonomes de la liquidité du côté des engagements et les facteurs autonomes de la liquidité du côté des avoirs.

Tableau B

Évolution des taux d'intérêt

(averages; percentages and percentage points)

	Période sous revue actuelle : 5 novembre 2025 – 10 février 2026				Période sous revue précédente : 30 juillet – 4 novembre 2025			
	Septième période de constitution : 5 novembre – 22 décembre 2025		Huitième période de constitution : 23 décembre 2025 – 10 février 2026		Cinquième période de constitution : 30 juillet – 16 septembre 2025		Sixième période de constitution : 17 septembre – 4 novembre 2025	
MRO	2,15	(+0,00)	2,15	(+0,00)	2,15	(+0,00)	2,15	(+0,00)
Facilité de prêt marginal	2,40	(+0,00)	2,40	(+0,00)	2,40	(+0,00)	2,40	(+0,00)
Facilité de dépôt	2,00	(+0,00)	2,00	(+0,00)	2,00	(+0,00)	2,00	(+0,00)
€STR	1,93	(+0,00)	1,93	(+0,00)	1,92	(+0,00)	1,93	(+0,00)
RepoFunds Rate Euro	2,00	(+0,01)	2,00	(+0,00)	1,99	(-0,01)	2,00	(+0,00)

Sources : BCE, CME Group et Bloomberg Finance L.P.

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

Article

1 Favoriser l'efficacité des investissements publics en période de contraintes budgétaires

Stephan Haroutunian, Carolin Nerlich, Marta Rodríguez-Vives et Caspar Schauhoff

1 Introduction

L'Union européenne (UE) fait face à des besoins massifs en investissements publics stratégiques, dans un environnement caractérisé par une marge de manœuvre budgétaire limitée. L'Europe doit accroître ses investissements stratégiques, en particulier dans les domaines de la numérisation, des infrastructures, du changement climatique et de la défense. Si le secteur privé est appelé à jouer un rôle crucial dans le financement de ces besoins, le secteur public devra également renforcer ses investissements, en particulier compte tenu de sa position de premier plan dans certains domaines, tels que les infrastructures et la défense. Ces besoins d'investissements stratégiques coïncident avec une marge de manœuvre budgétaire limitée, au vu des niveaux élevés de dette et de déficit publics dans de nombreux pays de l'UE, notamment dans certains grands pays de la zone euro, et de l'augmentation des dépenses publiques liées au vieillissement des populations. Les autorités publiques ont dû intervenir pour stabiliser l'économie à la suite de chocs répétés, mais certaines n'ont pas su tirer profit des périodes de conjoncture favorable pour constituer des réserves budgétaires. Par conséquent, elles font désormais face à d'importants besoins d'ajustement budgétaire.

Améliorer l'efficacité des dépenses publiques, y compris dans le cadre de l'investissement public, peut contribuer de manière décisive à alléger les pressions sur les finances publiques associées à la hausse des besoins en investissements stratégiques. En optimisant l'usage des ressources disponibles, le renforcement de l'efficacité des dépenses peut libérer une marge de manœuvre budgétaire, qui peut être employée pour des investissements publics plus favorables à la croissance, et permettre de constituer des réserves pour préserver la soutenabilité budgétaire. Deux dimensions complémentaires de l'efficacité sont cruciales dans ce contexte : l'efficacité technique, qui se concentre sur la maximisation de la production à partir d'un ensemble donné de ressources ou la réduction des ressources pour atteindre un objectif de production donné, et l'efficacité allocative, qui veille à ce que les dépenses gouvernementales ciblent en priorité les postes favorisant la croissance ¹. La plupart des études empiriques qui mesurent l'efficacité des dépenses publiques se focalisent sur l'efficacité

¹ Cf., par exemple, FMI (2025).

technique ². Compte tenu de la hausse substantielle des besoins en investissements stratégiques, l'efficacité allocative est appelée à devenir plus pertinente. Rediriger les ressources publiques des dépenses courantes vers des investissements stratégiques, tels que la recherche et le développement (R&D) dans la défense et la modernisation des infrastructures publiques, entraînerait un changement dans la composition des dépenses publiques en faveur de dépenses plus productives, soutenant la croissance potentielle. Toutefois, la marge d'amélioration de l'efficacité allocative est souvent limitée à court terme, en raison de la rigidité budgétaire qui résulte d'obligations légales comme les retraites publiques et les salaires de la fonction publique ³.

En prenant plus particulièrement les investissements publics dans les infrastructures de transport comme exemple, les résultats empiriques indiquent une marge d'amélioration importante de l'efficacité. Les

infrastructures de transport étant la plus grande composante des investissements publics dans l'UE, le présent article analyse l'efficacité technique des dépenses dans cette catégorie. Cela permet d'illustrer de potentielles marges d'amélioration de l'efficacité, bien que les résultats ne soient pas nécessairement représentatifs pour l'économie dans son ensemble. L'accent mis sur les infrastructures de transport s'explique également par le fait que, selon une récente [enquête Eurobaromètre](#), près de la moitié des citoyens de l'UE considèrent qu'il est possible d'améliorer la qualité des investissements publics dans ce domaine.

L'article est structuré de la manière suivante : la section 2 dresse le bilan des investissements publics dans l'UE, en les comparant à d'autres économies avancées et en analysant les effets macroéconomiques des investissements productifs (encadré 1). La section 3 examine les besoins en investissements stratégiques dans l'UE et les raisons pour lesquelles beaucoup de pays sont confrontés à des contraintes budgétaires. La section 4 propose une analyse empirique de la marge d'amélioration de l'efficacité des dépenses d'investissement public, en se concentrant à titre d'exemple sur les investissements dans les infrastructures. La section 5 conclut cet article.

2 État des lieux des investissements publics dans l'UE

L'investissement public représente environ un sixième de l'investissement total dans l'UE, en dépit de fortes différences entre pays. Sur l'ensemble des États membres de l'UE, la part de l'investissement public dans l'investissement total s'est établie en moyenne à 17 % en 2024, de presque 30 % au Luxembourg à près de 13 % en Belgique (graphique 1). La part moyenne dans l'UE est globalement conforme à celle observée dans d'autres économies avancées, comme le Royaume-

² Cf. par exemple, Kapsoli *et al.* (2023), Afonso *et al.* (2024), Herrera *et al.* (2025) et Canzoniero et Giamboni (2024). Dans un article récent, Barnes *et al.* (2025) étudient spécifiquement l'efficacité allocative pour identifier des économies potentielles.

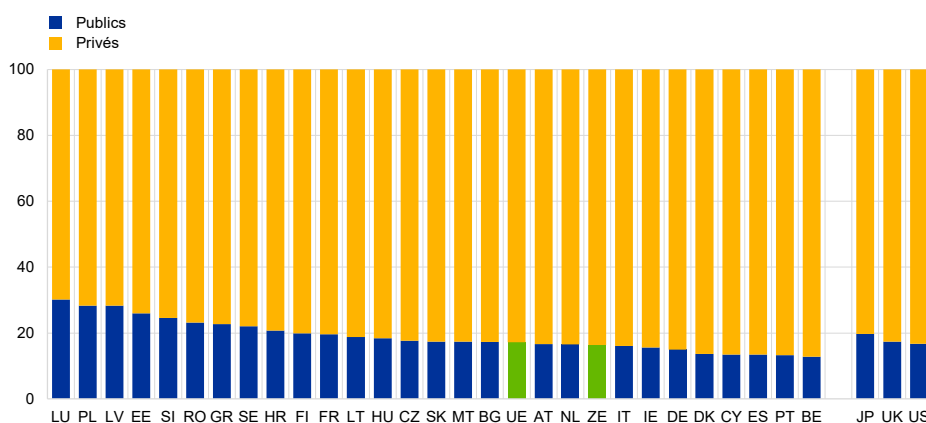
³ En moyenne, près de 50 % des dépenses publiques dans l'UE sont liées au paiement des retraites, des salaires de la fonction publique et des intérêts, qui sont très difficiles à ajuster à court terme. S'il s'agit d'une mesure très approximative de la rigidité des dépenses publiques, des estimations plus exhaustives sont présentées dans FMI (2025).

Uni, les États-Unis et le Japon. La part des investissements publics a augmenté dans 22 pays de l'UE sur les 27 entre 2019 et 2024, en partie en raison de projets financés au titre du programme *Next Generation EU* (NGEU) ⁴.

Graphique 1

Part de l'investissement public et privé dans l'investissement total

(en pourcentage ; 2024)



Sources : Commission européenne et calculs des services de la BCE.

Notes : La part de l'investissement public est définie comme la formation brute de capital fixe par le gouvernement par rapport à l'investissement total (secteurs des administrations publiques, des entreprises et des ménages, incluant les institutions sans but lucratif au service des ménages). Pour l'Irlande, la part de l'investissement américain en droits de propriété intellectuelle est exclue de l'investissement total.

Les dépenses d'investissement public en part du PIB ont augmenté

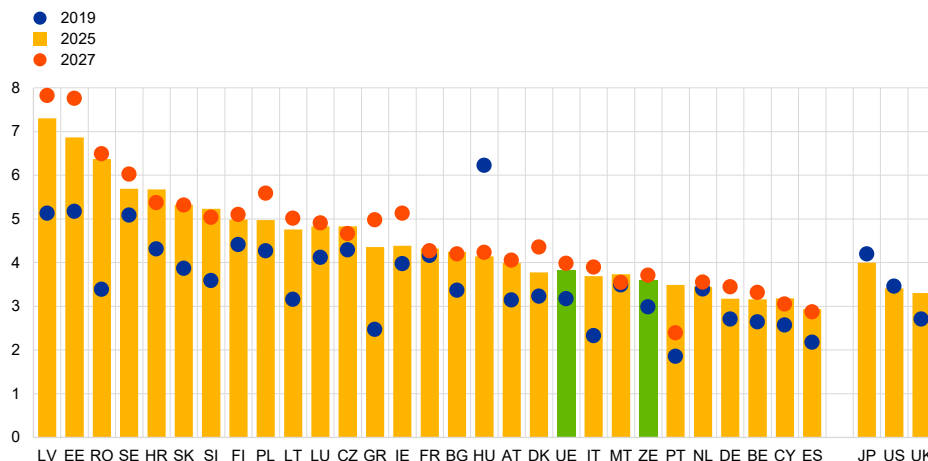
depuis 2019. Elles devraient atteindre 3,8 % du PIB en moyenne dans l'UE en 2025, après 3,1 % en 2019 (graphique 2). Cette part est globalement comparable à celle observée dans d'autres économies avancées, dont le Japon, les États-Unis et le Royaume-Uni. Dans l'UE, les ratios des investissements publics pour 2025 devraient être compris entre 7,3 % du PIB en Lettonie et 2,9 % du PIB en Espagne. Les plus fortes hausses depuis 2019 devraient être enregistrées par la Roumanie, la Lettonie et la Grèce. Pour la période à venir, cette hausse devrait se poursuivre, les investissements publics devant atteindre 4 % du PIB en moyenne dans les pays de l'UE en 2027, d'après les projections de l'automne 2025 de la Commission européenne.

⁴ Les investissements publics financés au titre du NGEU augmentent progressivement, représentant près de 5 % de l'investissement public total dans l'UE en 2024.

Graphique 2

Investissement public en part du PIB

(en pourcentage)



Sources : Commission européenne, OCDE et calculs des services de la BCE.

Notes : L'investissement public est défini comme la formation brute de capital fixe par les administrations publiques, en part du PIB. Pour l'Irlande, le ratio est calculé par rapport au revenu national brut modifié (RNB*). Les chiffres pour 2025 et 2027 sont des projections issues des prévisions de l'automne 2025 de la Commission européenne.

La composition de l'investissement public dans l'UE diffère fortement de celle au Royaume-Uni, aux États-Unis et au Japon, et varie entre les pays de l'UE.

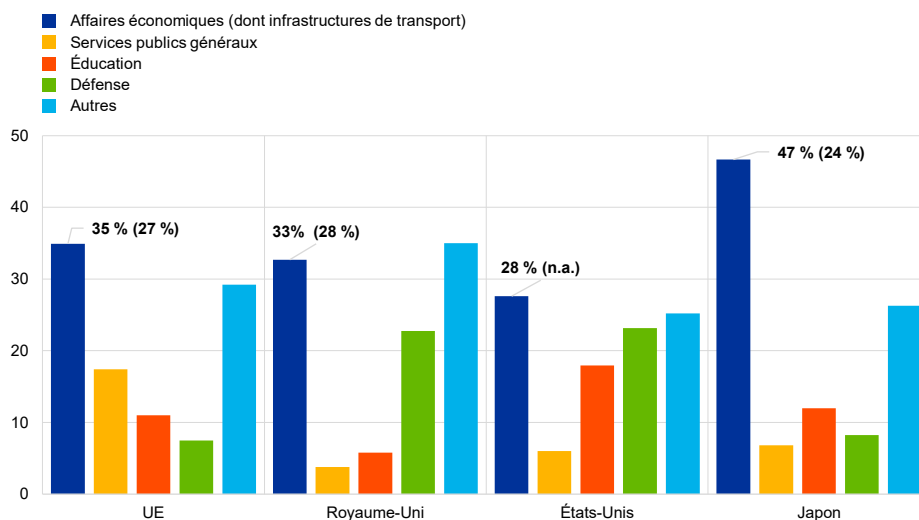
Les investissements dans les affaires économiques sont le poste individuel le plus important dans tous les pays, le Japon affichant le ratio le plus élevé (graphique 3, partie a). Les dépenses dans les infrastructures de transport, qui couvrent des actifs tels que les routes et les voies ferrées, sont à un niveau similaire dans les différentes zones économiques. Dans l'UE, il s'agit de la composante principale, représentant en moyenne 27 % des investissements publics, soit 0,9 % du PIB en 2023. La Slovaquie, la Pologne et la Grèce affichent les parts les plus élevées d'investissements publics dans les infrastructures de transport, tandis que la France et Chypre présentent les parts les plus faibles (graphique 3, partie b). Les services publics généraux sont la deuxième catégorie individuelle d'investissement la plus importante dans l'UE, tandis que la défense domine les priorités d'investissement au Royaume-Uni et aux États-Unis (graphique 3, partie a). En revanche, l'éducation constitue le deuxième poste principal d'investissement au Japon et le troisième aux États-Unis et au Royaume-Uni.

Graphique 3

Investissement public en 2023, par fonction économique

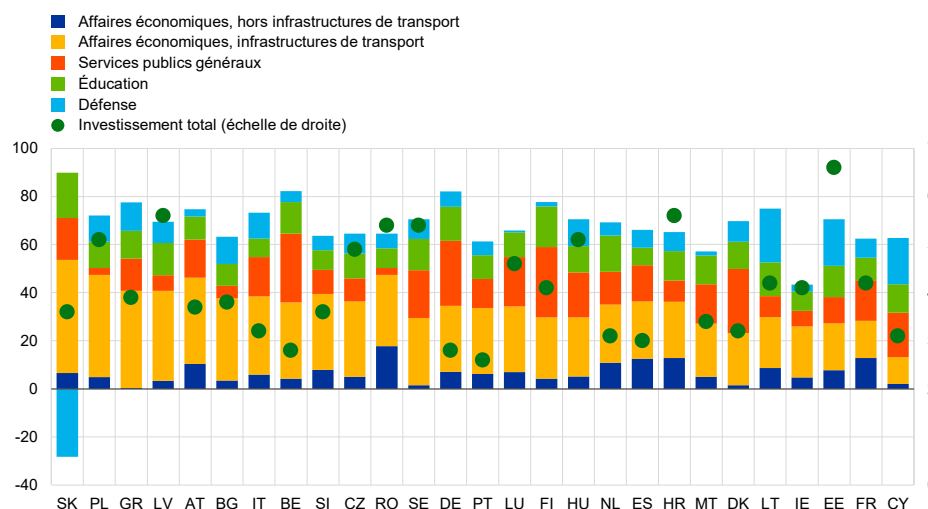
a) Investissement public dans l'UE, au Royaume-Uni, aux États-Unis et au Japon, par catégorie

(en pourcentage des investissements publics)



b) Investissement public dans les pays de l'UE, par catégorie

(échelle de gauche : pourcentage de l'investissement public total ; échelle de droite : investissement public total comme pourcentage du PIB)



Sources : Eurostat (pays de l'UE), OCDE (pays hors UE) et calculs des services de la BCE.

Notes : Les données s'appuient sur la classification des fonctions des administrations publiques (COFOG). Le montant négatif de la rubrique « Défense » en Slovaquie dans la partie b) représente une cession nette d'actifs immobilisés dans le cadre de l'aide militaire étrangère en nature à l'Ukraine (présentée comme des transferts de capital et sans incidence sur les dépenses totales de défense). Pour l'Irlande, le ratio est calculé par rapport au RNB*.

L'investissement public semble généralement avoir un effet positif sur la croissance économique. C'est particulièrement le cas s'il crée du capital public qui est complémentaire au capital privé ou qui, sinon, se révélerait insuffisant dans une économie. Des exemples typiques incluent les investissements dans l'éducation, la santé, la défense et les infrastructures de transport. L'effet positif sur l'économie est particulièrement marqué si les investissements publics attirent les investissements privés, tandis qu'une mise en œuvre tardive ou un financement par des impôts

créant des distorsions pourraient limiter l'effet de relance obtenu ⁵. En outre, il importe de considérer la composition de l'investissement public. Si les dépenses de défense sont souvent perçues comme contribuant dans une moindre mesure à la croissance à long terme, elles peuvent avoir des retombées positives si elles sont orientées vers des investissements productifs, comme la recherche et le développement (R&D) dans la défense ⁶. En réalité, une analyse fondée sur un modèle de l'impact macroéconomique du récent paquet de dépenses consacrées à la défense et aux infrastructures en Allemagne souligne le rôle essentiel de la réorientation des dépenses publiques vers des investissements publics productifs pour stimuler l'activité économique (encadré 1).

Encadré 1

Effets macroéconomiques à moyen terme de l'augmentation des dépenses publiques et de leur composition – le cas de l'Allemagne

Ansgar Rannenberg et Sebastian Hauptmeier

Réorienter la composition des dépenses publiques vers l'investissement productif peut avoir des effets macroéconomiques positifs significatifs. La réforme, en mars 2025, du frein à la dette de l'Allemagne en est un bon exemple. Cette décision a créé une marge de manœuvre budgétaire pour les investissements stratégiques dans la défense et les infrastructures en introduisant deux changements structurels : a) un fonds spécial de 500 milliards d'euros, hors réglementation du frein à l'endettement, pour financer des projets d'infrastructure civile et des projets liés au climat sur un horizon de 12 ans ; et b) une exemption constitutionnelle du plafond du frein à l'endettement pour les dépenses de défense et de sécurité supérieures à 1 % du PIB. Ensemble, ces mesures devraient entraîner une expansion durable de l'investissement public.

Le modèle utilisé ici pour évaluer les effets macroéconomiques de la relance budgétaire attendue pour l'Allemagne est une extension du nouveau modèle couvrant l'ensemble de la zone euro (*New Area-Wide Model*) ⁷. Par conséquent, les résultats présentés ci-dessous sont dépendants du modèle et ne doivent pas être interprétés comme des prédictions. Les simulations supposent que les dépenses publiques augmenteront d'environ 0,9 % du PIB d'ici 2027. Par la suite, les dépenses consacrées aux infrastructures provenant du fonds spécial sont maintenues à leur niveau de 2027. Les dépenses de défense devraient passer de 2 % du PIB environ en 2025 à 3,5 % du PIB d'ici 2029. Globalement, cela correspond à un assouplissement budgétaire d'environ 1,8 % du PIB d'ici 2029, la composition ultérieure étant globalement équilibrée entre la consommation et l'investissement. Nous supposons que cette augmentation est quasi permanente et intégralement financée par l'endettement. Dans le scénario 1, l'ensemble des investissements publics est supposé productif dans la mesure où ils augmentent le stock de capital public. Dans le scénario 2, seuls les investissements en infrastructures sont considérés comme productifs. Ce scénario vise à fournir une analyse de sensibilité compte tenu des données contrastées issues de la littérature sur le multiplicateur des dépenses militaires et la constatation d'une hétérogénéité des effets des

⁵ Cf., par exemple, Banque centrale européenne (BCE, 2016), Ramey (2022), Leeper *et al.* (2009) et Abiad *et al.* (2016).

⁶ Cf. Moretti *et al.* (2025) et Antolín-Díaz et Surico (2025).

⁷ Cet encadré utilise une version qui comprend l'Allemagne et un agrégat résiduel « reste de la zone euro ». Pour plus de détails sur la version originale du modèle, cf. Coenen *et al.* (2024) et Coenen *et al.* (2008).

différentes composantes des dépenses militaires ⁸. La consommation publique devrait intégrer les services collectifs aux ménages en tant que complément de la consommation privée ⁹.

Lorsque l'ensemble des investissements publics est supposé productif (scénario 1), l'Allemagne connaît une expansion forte et durable. L'augmentation permanente des dépenses accroît de manière persistante le PIB en volume par rapport au scénario de référence (graphique A). Les effets liés à la demande prédominent en amont, tandis que l'investissement public accroît le stock de capital au fil du temps et stimule la productivité du travail. La réaction de la consommation privée est négative dans un premier temps, mais devient positive d'ici 2027. Cette trajectoire reflète des canaux qui se compensent : les ménages non contraints réduisent leurs dépenses car la hausse persistante attendue des taux d'intérêt réels stimule un retour à l'épargne. Toutefois, cet effet est amorti par un certain nombre de facteurs : la complémentarité supposée entre la consommation publique et la consommation privée, l'augmentation de la consommation des ménages soumis à des contraintes de liquidité en réponse à l'augmentation de leur revenu disponible résultant de la hausse de l'emploi, et l'expansion de la capacité productive de l'économie en raison de l'augmentation de l'investissement public, qui accroît le revenu permanent de tous les ménages. L'investissement privé augmente fortement sous l'effet d'une réaction des entreprises qui s'attendent à une hausse de la demande soutenue et à l'amélioration de la productivité. Par conséquent, le multiplicateur cumulé sur dix ans de l'ensemble de mesures est approximativement égal à un ¹⁰. L'inflation s'accroît et la politique monétaire réagit en relevant les taux directeurs nominaux. Le ratio de dette publique augmente fortement, reflétant à la fois des dépenses plus élevées et la hausse persistante des taux réels.

Lorsque l'investissement militaire est supposé improductif (scénario 2), le PIB allemand a une trajectoire à court terme similaire, mais augmente beaucoup moins à long terme. La consommation privée reste plus faible, dans la mesure où le canal du revenu permanent est diminué et où la hausse des taux réels n'est pas contrebalancée par des améliorations du côté de l'offre. En raison d'une moindre augmentation de l'inflation à l'échelle de la zone euro par rapport au scénario 1, le resserrement monétaire est retardé et plus modéré. Cela signifie que l'investissement privé augmente davantage au départ, mais finit par tomber au-dessous de la trajectoire prévue dans le scénario 1. L'amélioration plus faible de l'activité économique implique une plus forte hausse du ratio de dette publique que dans le scénario 1.

⁸ Pour une analyse de l'impact macroéconomique d'une hausse des dépenses publiques de défense en utilisant une série de modèles, cf. Bokan *et al.* (2025). Les auteurs suggèrent que le multiplicateur moyen du PIB lié aux dépenses publiques dans l'ensemble des modèles s'établit à 0,93 sur un horizon de deux ans, tout en soulignant une hétérogénéité importante entre les modèles.

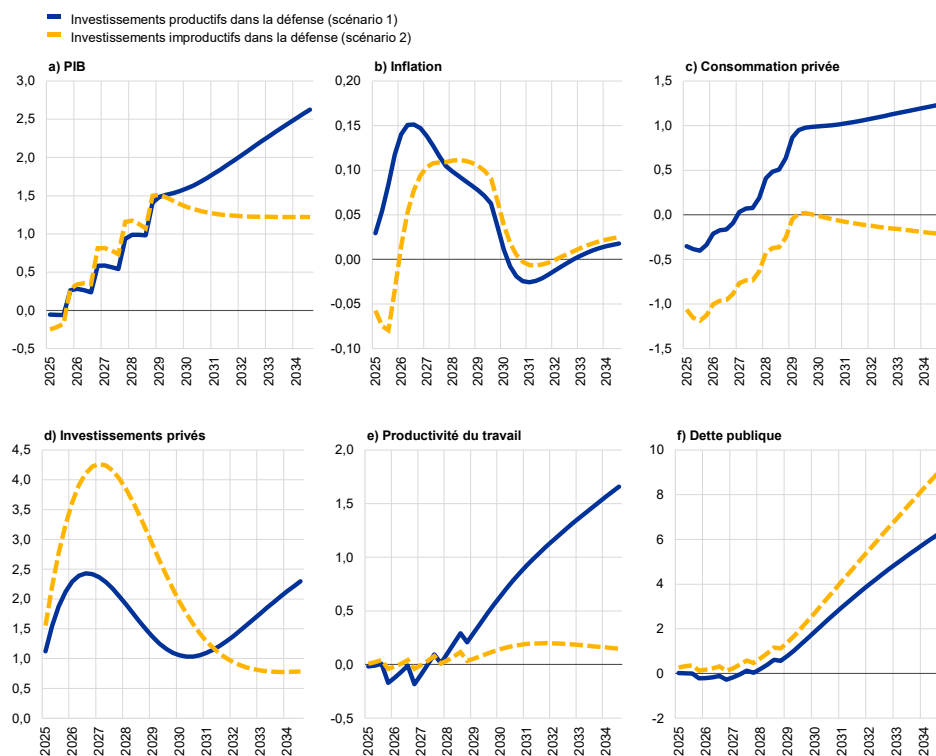
⁹ Cette hypothèse fait suite à Bouakez et Rebei (2007), Leeper *et al.* (2009) et Coenen *et al.* (2012). Le degré de complémentarité, mesuré par l'élasticité de substitution entre la consommation privée et la consommation publique, est fixé à 0,3, en ligne avec les valeurs indiquées dans Bouakez et Rebei (2007) et Coenen *et al.* (2012), qui estiment ce paramètre conjointement avec les autres paramètres de leurs modèles DSGE respectifs. Clancy *et al.* (2016) supposent une complémentarité encore plus forte.

¹⁰ Le multiplicateur cumulé à dix ans est défini comme la somme des écarts simulés (en valeur absolue) du PIB par rapport à son niveau de référence sur dix ans divisée par les écarts des dépenses publiques sur cet horizon.

Graphique A

Effets macroéconomiques de l'augmentation des dépenses de défense et d'infrastructure en Allemagne

(écarts en pourcentage et en points de pourcentage)



Source : Calculs des services de la BCE.

Notes : Les réponses sont exprimées en écarts en pourcentage par rapport au scénario de référence, à l'exception de l'inflation et de la dette publique, qui sont exprimées en écarts en points de pourcentage. Les coûts totaux du vieillissement sont exprimés en part du PIB.

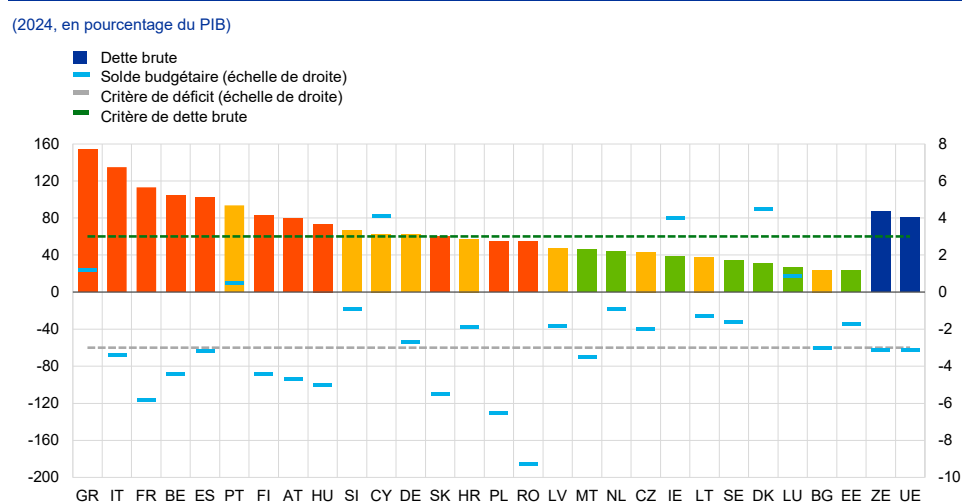
3 Une marge de manœuvre budgétaire limitée

Les pays de l'UE doivent considérablement accroître leurs dépenses d'investissements stratégiques afin de relever efficacement les défis d'un monde de plus en plus compétitif et numérisé, tout en s'attaquant aux risques géopolitiques et climatiques croissants. Outre les pressions accrues pour allouer davantage de dépenses publiques à la défense, les transitions écologique et numérique ainsi que les infrastructures continueront de nécessiter une forte activité d'investissement supplémentaire. Bien que le secteur privé soit appelé à jouer un rôle crucial dans le financement des besoins supplémentaires, la charge pesant sur les gouvernements augmentera considérablement. Selon Bouabdallah *et al.* (2025), les besoins en financement public pour la défense et les transitions écologique et numérique devraient atteindre environ 510 milliards d'euros par an ¹¹.

¹¹ Cf. Bouabdallah *et al.* (2025). L'estimation annuelle des besoins supplémentaires en investissements publics sur la période allant de 2025 à 2031 se rapporte à l'investissement à un sens plus large qu'en termes de comptes nationaux, dans la mesure où elle inclut, par exemple, les dépenses publiques en biens durables. Toutefois, les estimations sont entourées d'une très grande incertitude. Elles n'incluent pas spécifiquement les besoins en investissement dans le domaine des infrastructures de transport, au-delà de ce qui est envisagé dans la catégorie des dépenses supplémentaires de défense.

Ces importants besoins en investissements publics sont apparus dans un environnement de dette et de déficit élevés dans de nombreux États membres de l'UE. Le ratio dette/PIB du secteur agrégé des administrations publiques de la zone euro s'est établi à 80,7 % en 2024, soit plus de 3 points de pourcentage de plus qu'avant la pandémie. Cela masque des différences considérables entre les États membres, les ratios de dette s'échelonnant de 23,5 % du PIB en Estonie à 154,2 % du PIB en Grèce (graphique 4). En outre, près de la moitié des États membres de l'UE affichaient des ratios de déficit/PIB supérieurs au seuil de 3 %¹².

Graphique 4
Dette publique brute et solde budgétaire dans l'UE



Source : Eurostat.
Notes : Le code couleur des États membres est fondé sur la catégorie globale de risque à moyen terme figurant dans le *Debt Sustainability Monitor 2024* de la Commission européenne (Commission européenne, 2025a). Les barres rouges, jaunes et vertes représentent, respectivement, des risques élevés, moyens et faibles pour la soutenabilité de la dette à moyen terme. Les lignes en pointillés indiquent les seuils pour les critères de dette et de déficit.

De nombreux États membres devront procéder à des ajustements budgétaires significatifs afin de garantir la soutenabilité et la crédibilité de leurs finances publiques et de se conformer aux exigences du cadre de gouvernance réformé de l'UE. De 2025 à 2028, la majorité des États membres de l'UE devront procéder à des ajustements budgétaires moyens, en termes de modifications de leurs soldes primaires structurels, allant de 0,1 à 1,5 point de pourcentage du PIB potentiel (graphique 5)¹³.

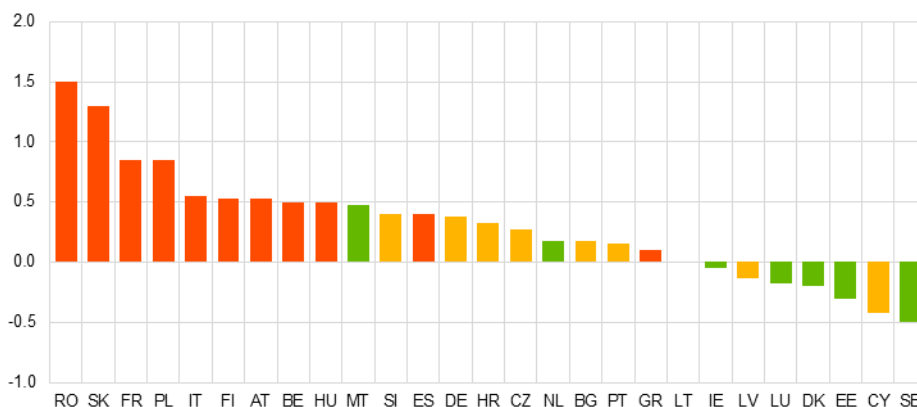
¹² Dix États membres de l'UE sont actuellement soumis à une [procédure de déficit excessif](#).

¹³ Le cadre de gouvernance réformé s'appuie sur l'analyse de soutenabilité de la dette pour guider les trajectoires d'ajustement budgétaire spécifiques à chaque pays, de manière à ramener la dette publique sur une trajectoire de baisse plausible d'ici la fin de la période d'ajustement. Cela implique une différenciation des exigences d'ajustement budgétaire entre chaque pays, avec des exigences d'ajustement plus élevées lorsque les défis liés à la dette sont plus prononcés et/ou lorsque les situations budgétaires initiales sont moins favorables, cf. Haroutunian *et al.* (2024).

Graphique 5

Variations moyennes des soldes primaires structurels

(2025-2028, en points de pourcentage du PIB potentiel)



Source : Commission européenne.

Notes : Sur la base des [plans budgétaires et structurels à moyen terme](#) publiés sur le site internet de la Commission européenne. Pour la Roumanie et la Finlande, les ajustements budgétaires présentés sont ceux inclus dans les recommandations du Conseil relatives à la procédure de déficit excessif. Pour les Pays-Bas, le chiffre de l'ajustement budgétaire provient de la Commission. Les variations moyennes des soldes primaires structurels tiennent compte des besoins d'ajustement budgétaire moins élevés des États membres qui ont demandé une prolongation de la période d'ajustement. Le code couleur des États membres est fondé sur la catégorie globale de risque à moyen terme figurant dans le *Debt Sustainability Monitor 2024* de la Commission européenne (Commission européenne, 2025a). Le rouge, le jaune et le vert signifient respectivement des risques élevés, moyens et faibles pour la soutenabilité de la dette à moyen terme.

La flexibilité offerte par le cadre de gouvernance réformé ne répond que partiellement aux besoins en investissements stratégiques.

Le nouveau cadre de gouvernance économique de l'UE s'appuie sur le principe selon lequel les pays sont autorisés à prolonger à sept ans leur période d'ajustement de quatre ans en échange d'investissements publics et de réformes. Huit États membres de l'UE ayant demandé une prolongation de la période d'ajustement, cela laisse une marge de manœuvre budgétaire d'environ 5,0 points de pourcentage du PIB potentiel sur la période 2025-2028. En outre, l'activation de la clause dérogatoire nationale offre une flexibilité budgétaire temporaire pour augmenter les dépenses en matière de défense jusqu'à 1,5 % du PIB par an sur la même période ¹⁴. Au total, cette flexibilité permettrait aux États membres de couvrir seulement un tiers environ des 510 milliards d'euros estimés pour les besoins en investissements stratégiques publics. Si l'on inclut les ressources existantes de l'UE, telles que les fonds disponibles dans le cadre du programme NGEU, un déficit de financement public de plus de 100 milliards d'euros par an devrait être comblé par les budgets nationaux ¹⁵. Dans ce contexte, il est essentiel d'accroître l'efficacité des dépenses d'investissement public, car cela pourrait contribuer à mieux équilibrer les besoins de dépenses et les contraintes budgétaires.

¹⁴ Dix-sept États membres ont jusqu'à présent demandé à activer la clause dérogatoire nationale. Toutefois, du fait de la nature temporaire de cette flexibilité, les États membres concernés doivent s'engager à assainir davantage leurs finances publiques à partir de 2029 afin de rester conformes aux règles budgétaires de l'UE.

¹⁵ Cf. Bouabdallah *et al.* (2025). L'écart estimé à plus de 100 milliards d'euros ne concerne que les investissements publics dans la numérisation, le changement climatique et la défense. Les investissements dans les infrastructures ne sont que partiellement couverts par les dépenses supplémentaires envisagées en matière de défense.

4 Marge d'amélioration de l'efficacité technique des investissements publics

Différents outils empiriques peuvent être appliqués pour mesurer l'efficacité technique de l'investissement public. Les deux méthodologies les plus utilisées pour mesurer l'efficacité sont l'analyse par enveloppement des données (*data envelopment analysis*, DEA) et l'analyse des frontières stochastiques (*stochastic frontier analysis*, SFA). Elles permettent d'évaluer les politiques budgétaires des pays par rapport à une frontière d'efficacité basée sur les pays les plus performants. L'analyse par enveloppement des données est une méthodologie non paramétrique qui construit une frontière d'efficacité directement à partir des données observées en comparant les performances relatives de chaque pays¹⁶. Toutefois, cette analyse est très sensible aux données sous-jacentes et aux valeurs aberrantes. Une DEA avec utilisation de *bootstrap* répond partiellement à ce problème en rééchantillonnant les données et en générant de multiples frontières d'efficacité, ce qui permet d'identifier les pays surperformants et de corriger les biais. La SFA, en revanche, est une approche paramétrique qui suppose une fonction de production spécifique pour estimer une frontière d'efficacité¹⁷. L'avantage de cette analyse réside dans sa capacité à décomposer le terme d'erreur en deux composantes : l'inefficacité et le bruit statistique. Cela permet de contrôler par les facteurs externes qui influencent la variable de production, comme par exemple l'urbanisation qui affecte la densité d'un réseau de transports publics. En outre, la SFA encourage l'utilisation d'effets fixes par pays, permettant de contrôler par l'hétérogénéité entre les pays. Toutefois, sa principale limite est la nécessité d'un paramétrage au moins partiel et l'hypothèse de proportionnalité des variables d'entrée et de sortie pour la fonction de production, ce qui peut aboutir à une frontière d'efficacité mal spécifiée. Une autre distinction notable entre les deux méthodologies est leur traitement du temps : la DEA fournit un instantané d'efficacité à un moment donné, tandis que la SFA, appliquée aux données de panel, génère des scores d'efficacité au fil du temps.

Ici, nous appliquons les méthodologies DEA et SFA pour évaluer l'efficacité technique des investissements publics dans les infrastructures de transport dans l'UE. Comme indiqué dans la section 2, les investissements publics dans les infrastructures de transport représentent plus d'un quart de l'investissement public total dans l'UE, soit 0,9 % du PIB en 2023. Pour la DEA, deux indicateurs sont utilisés comme mesure de la production : la densité du réseau de transport et un indicateur de la Banque mondiale évaluant la qualité des infrastructures de transport public. Pour la SFA, la densité du réseau de transport est analysée comme la mesure de la production séparément pour les réseaux ferroviaires et autoroutiers¹⁸. L'analyse effectuée à l'aide de ces deux méthodologies repose sur une approche

¹⁶ L'analyse DEA prend en compte des rendements d'échelle variables dans la construction de la frontière d'efficacité, c'est-à-dire que les variables d'entrée et de sortie ne doivent pas nécessairement être proportionnelles. Elle contraste avec l'approche SFA, qui exige que la variable de sortie soit proportionnelle aux variables d'entrée.

¹⁷ Certaines études utilisent également des méthodes SFA semi-paramétriques.

¹⁸ La méthodologie SFA utilisée est la version de panel avec effets fixes développée par Greene (2005). Dans l'analyse, la géographie et la densité de population sont prises en compte comme des effets fixes.

fondée sur les intrants. L'objectif de cette approche est de mesurer l'ampleur possible de la réduction des ressources dépensées pour atteindre un résultat donné. Renforcer l'efficacité permettrait de dégager une marge de manœuvre budgétaire qui pourrait être utilisée soit pour d'autres besoins en investissements stratégiques, soit pour renforcer les coussins budgétaires.

Les résultats montrent qu'il existe une marge importante d'amélioration de l'efficacité des investissements, mais qu'elle n'est pas répartie de manière égale entre les groupes de pays. Sur la base du modèle DEA, le score d'efficacité médian de l'investissement public dans les infrastructures de transport, mesuré par rapport à la densité du réseau de transport, est d'environ 50 % pour l'UE et la zone euro (graphique 6, partie a) ¹⁹. Cela signifie que le niveau d'efficacité actuel avec les investissements dans les transports publics comme intrant ne correspond qu'à la moitié de la frontière de l'efficacité. Sur la base des estimations médianes, l'efficacité est légèrement plus faible dans les pays de l'UE n'appartenant pas à la zone euro. Les résultats sont globalement comparables à ceux d'autres études, malgré des différences en termes de données et de couverture par pays ²⁰. L'hétérogénéité de l'efficacité de l'investissement dans les transports entre les pays (telle que reflétée par la longueur des boîtes à moustaches) semble être plus élevée dans les pays de l'UE n'appartenant pas à la zone euro que dans les pays de la zone euro. Il est intéressant de noter que l'efficacité est légèrement plus faible en moyenne dans les pays dont la marge de manœuvre budgétaire est limitée, comme approximé par un regroupement présentant un risque élevé de soutenabilité de la dette dans le *Debt Sustainability Monitor* à moyen terme de la Commission européenne (représenté par les diagrammes en boîte rouges) ²¹. Cela suggère que les pays à haut risque disposent d'une marge de manœuvre légèrement plus importante pour alléger les tensions budgétaires prévues en améliorant l'efficacité de l'investissement public dans les infrastructures de transport. Cela vaut en particulier pour la prise en compte de la forte hétérogénéité entre les pays, car le score d'efficacité est particulièrement élevé dans certains des pays à faible risque. Par conséquent, doper l'efficacité en réduisant à leur minimum les ressources nécessaires pour une production donnée pourrait être particulièrement bénéfique pour les pays à haut risque qui disposent d'une marge de manœuvre budgétaire limitée.

Une autre approximation de l'efficacité peut être tirée des résultats d'enquêtes évaluant la qualité des investissements dans les transports publics. Lorsque l'investissement dans les transports publics est déduit à partir de la qualité des transports publics telle que mesurée par les données d'enquêtes de la Banque mondiale, les scores d'efficacité qui en résultent sont légèrement meilleurs (graphique 6, partie b) ²². La médiane du score d'efficacité moyen de l'UE se situe autour de 65 %, tandis que les pays n'appartenant pas à la zone euro ont tendance

¹⁹ La densité du réseau de transport est définie comme la longueur du réseau de transport construit (voies ferrées, autoroutes) divisée par la surface terrestre.

²⁰ Par exemple, Kapsoli *et al.* (2023) constatent que le score d'efficacité médian de leur modèle de référence (couvrant les routes, l'énergie et les télécommunications), calculé à l'aide d'une méthode DEA avec utilisation de *bootstrap*, est de 42 % dans les économies avancées, qui incluent des pays de l'UE. Des résultats similaires ont également été observés par Herrera *et al.* (2025).

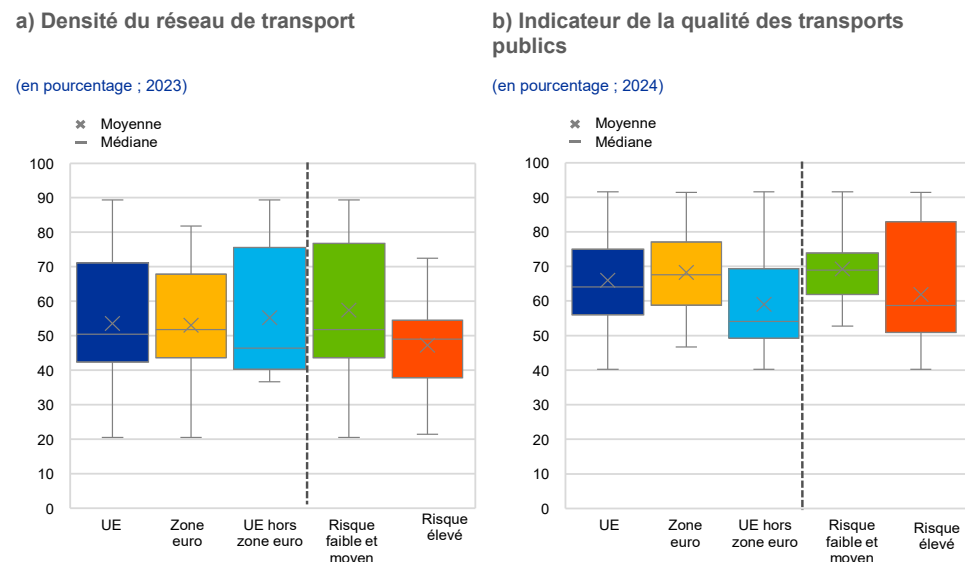
²¹ Cf. Commission européenne (2025a).

²² L'indicateur de qualité de la Banque mondiale est compris entre 1 (qualité la plus basse) et 7 (qualité la plus élevée).

à obtenir des scores nettement plus bas ²³. La variation du score d'efficacité est plus prononcée dans les pays à haut risque, alors que leurs scores médians restent inférieurs à ceux des pays à faible risque. Ces résultats coïncident globalement avec une récente [enquête Eurobaromètre](#), qui indique que 51 % des citoyens de l'UE seraient favorables à une augmentation des investissements publics pour accroître la fréquence des transports publics urbains, tandis que 42 % estiment qu'il est nécessaire de disposer de meilleures options de transport quotidien. Il convient toutefois d'interpréter avec prudence les résultats obtenus par l'intermédiaire de la DEA, car ils ne sont calculés qu'à partir des données sous-jacentes sans prendre en compte l'influence de facteurs externes sur l'efficacité.

Graphique 6

Efficacité des investissements dans les infrastructures de transport public – analyse par enveloppement des données (DEA)



Sources : Eurostat, Banque mondiale et calculs des services de la BCE.

Notes : L'analyse est fondée sur une DEA avec utilisation de *bootstrap* à 2 000 tirages afin de corriger le biais du modèle DEA standard, suivant la méthodologie de Simar et Wilson (1998). L'investissement dans les transports selon la classification COFOG exprimé en part du PIB est pris comme donnée d'entrée avec un retard et sous la forme d'une moyenne mobile sur cinq ans. Dans la partie a), la variable de sortie correspond à la densité de voies ferrées et d'autoroutes, qui est combinée en un indicateur unique pour 2023 à l'aide d'une analyse en composantes principales. Dans la partie b), la variable de sortie est l'indicateur de la Banque mondiale relatif à la qualité des transports publics, qui est compris entre 1 et 7 pour 2024. La partie a) couvre 26 pays de l'UE et la partie b) 23 pays de l'UE. La boîte représente l'intervalle interquartile et les barres d'erreur (moustaches), le maximum et le minimum, respectivement, pour l'échantillon de pays appartenant à chaque groupe. Le regroupement au sein des rubriques « Risque élevé » et « Risque faible/moyen » est fondé sur l'analyse de soutenabilité de la dette réalisée par la Commission européenne (Commission européenne, 2025a) pour les pays de l'UE couverts par l'échantillon.

Lorsque l'on applique la méthodologie SFA, les scores d'efficacité technique indiquent des résultats légèrement plus faibles et varient d'une composante de transport à l'autre.

L'examen des composantes individuelles de l'investissement dans les infrastructures de transport – voies ferrées et autoroutes – montre que l'efficacité diffère fortement selon les groupes de pays et les périodes (graphique 7). En particulier, le score médian d'efficacité de l'investissement public est moins élevé pour les voies ferrées que pour les autoroutes et la moyenne de l'UE ressort à 38 % pour les dépenses ferroviaires et à 43 % pour les dépenses autoroutières. Pour la zone euro uniquement, l'efficacité médiane de l'investissement est plus élevée pour

²³ Les résultats relatifs à la qualité des transports publics sont comparables aux conclusions de Herrera *et al.* (2025).

les voies ferrées que pour les autoroutes, alors qu'elle est plus faible dans les pays de l'UE hors zone euro, les pays à haut risque et les pays hors UE. Les résultats montrent une forte variation dans le temps de l'efficacité de l'investissement public dans les autoroutes pour la plupart des groupes de pays (comme l'indique la longueur des boîtes à moustaches). Les fortes variations au fil du temps peuvent également refléter des effets non linéaires, étant donné le temps nécessaire à la réalisation de grands projets d'infrastructure ²⁴. Globalement, les résultats obtenus via la méthode SFA sont en ligne avec ceux tirés de l'analyse DEA, malgré des différences en matière de variables d'entrée, de période couverte, d'échantillons de pays et de méthodologie. L'analyse révèle que, pour les deux méthodologies utilisées, l'efficacité technique des investissements dans les infrastructures de transport au sein de l'UE semble relativement faible et ce, également par rapport à d'autres domaines d'investissement public tels que la santé et l'éducation ²⁵.

Ces résultats sont affectés par des facteurs spécifiques à chaque pays, dont certains peuvent être corrigés en modifiant les politiques publiques. La géographie et la densité de population sont susceptibles d'accroître la complexité et le coût des projets d'infrastructure, ce qui peut entraîner des scores d'efficacité plus faibles pour certains pays que pour d'autres ²⁶. De plus, des exigences réglementaires rigides, une mauvaise gestion de projet et une gouvernance médiocre, ainsi que des capacités administratives limitées, peuvent pousser les coûts à la hausse et réduire l'efficacité. Pallier ces éléments peut faciliter la gestion des projets complexes d'infrastructures de transport, entraînant ainsi une baisse des coûts et une hausse des scores d'efficacité. Bien que cela n'entre pas dans le champ de la présente analyse, il serait utile d'examiner comment ces paramètres potentiels sont susceptibles de contribuer aux résultats.

²⁴ Par exemple, il peut y avoir une longue période de dépenses préparatoires sans évolution de la variable de sortie, suivie d'une forte hausse lorsque l'on passe des étapes-clés.

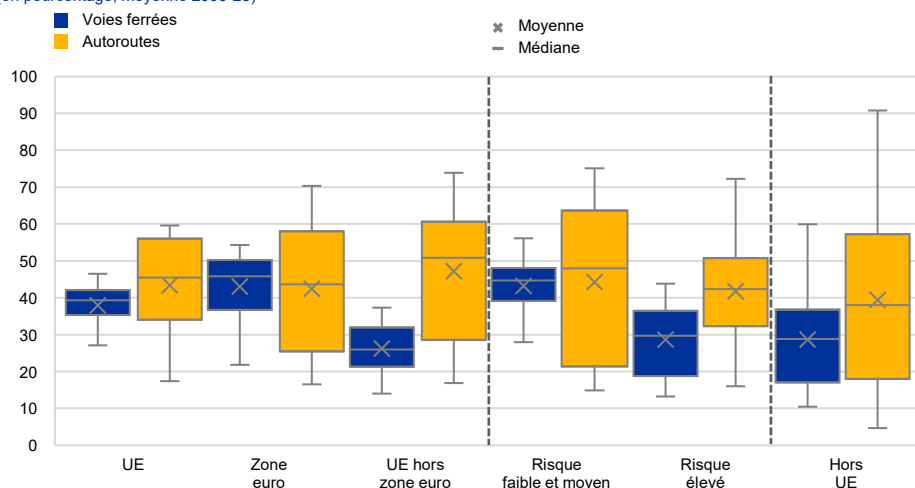
²⁵ Canzonieri et Giamboni (2024) indiquent des scores d'efficacité de l'UE supérieurs à 90 % pour les dépenses de santé et d'éducation. Cf. également Herrera *et al.* (2025) et FMI (2025).

²⁶ Dans la méthode SFA, ces différences spécifiques à chaque pays sont prises en compte à l'aide d'effets fixes. De plus, on garantit la robustesse de l'échantillon de l'UE en contrôlant par d'autres facteurs, tels que le fret transporté, le nombre de voitures particulières par habitant et l'utilisation du réseau ferroviaire par le public, qui peuvent influencer sur la durée d'efficacité, les résultats demeurant largement cohérents.

Graphique 7

Efficacité des investissements dans le ferroviaire et les autoroutes – analyse stochastique des frontières

(en pourcentage, moyenne 2000-23)



Sources : Eurostat, OCDE et calculs des services de la BCE.

Notes : En tant que données d'entrée, les dépenses d'entretien et d'investissement des pays inclus dans les données de l'OCDE sont combinées pour former un indicateur unique, puis utilisées avec un retard et sous la forme d'une moyenne sur cinq ans. En tant que données de sortie, la longueur du réseau ferroviaire et autoroutier est divisée par la surface de terrain provenant d'Eurostat. L'analyse est réalisée à l'aide d'une méthode SFA qui utilise des effets fixes par pays pour prendre en compte l'hétérogénéité entre les pays, affichant des résultats très significatifs au-dessous de 1 %. Concernant la robustesse, la méthode SFA est répétée en faisant l'hypothèse d'une hétéroscédasticité des termes d'erreur, en intégrant des variables de contrôle telles que le fret transporté, ainsi que l'altitude du pays, son urbanisation et son PIB par habitant. Cette analyse de robustesse est limitée aux pays de l'UE en raison de l'insuffisance de données. Les résultats demeurent très significatifs et globalement inchangés après l'ajout de ces contrôles. De plus, les résultats sont confirmés en utilisant une DEA. Dans la base de données de l'OCDE, seuls 14 pays de l'UE ont fourni des données sur les dépenses autoroutières et seuls 17 pays de l'UE ont fourni des données sur les dépenses ferroviaires. L'échantillon total se compose de 17 pays pour les dépenses autoroutières, dont le Royaume-Uni, la Suisse et la Turquie, et de 25 pays pour les dépenses ferroviaires, dont le Canada, la Chine, l'Inde, la Norvège, la Suisse, la Turquie, le Royaume-Uni et les États-Unis. En raison de données manquantes pour l'ensemble de la période, l'échantillon n'est pas homogène dans le temps, c'est pourquoi on présente l'hétérogénéité temporelle et non l'hétérogénéité par pays à l'aide d'une boîte à moustaches. Par conséquent, la boîte à moustaches illustre la dimension temporelle, c'est-à-dire la fourchette des moyennes temporelles pour chaque groupe de pays sur la période 2000-2023. Les barres maximale et minimale représentent les moyennes les plus élevées et les plus basses des groupes de pays à un moment donné. Le groupe à risque élevé et le groupe à risque faible/moyen sont fondés sur l'analyse de soutenabilité de la dette réalisée par la Commission européenne (Commission européenne, 2025a) pour les pays de l'UE couverts par l'échantillon.

Comblent l'écart d'efficacité permettrait d'économiser de l'argent public. L'écart d'efficacité mesure la distance par rapport au cas hypothétique de pleine efficacité. Il donne une indication approximative des économies maximales qui pourraient être réalisées grâce à une plus grande efficacité technique. Appliqué à l'analyse ci-dessus, l'écart d'efficacité mesure le niveau maximal d'économies susceptibles d'être réalisées en réduisant le montant des dépenses en infrastructures de transport à niveau de production inchangé. Concernant l'UE, les économies potentiellement réalisées en comblant l'écart d'efficacité seraient comprises entre 46 et 50 milliards d'euros environ sur une année donnée pour les deux indicateurs utilisés dans l'analyse DEA ²⁷. Toutefois, les résultats relatifs aux économies potentielles doivent être interprétés avec prudence pour plusieurs raisons. Premièrement, les résultats sont sensibles aux variables et à la méthodologie

²⁷ Les estimations tirées des deux indicateurs de sortie présentés dans le graphique 6 sont calculées en faisant la somme des écarts d'efficacité provenant de la DEA (1 moins le score d'efficacité) pour chaque pays de l'UE multipliée par la moyenne mobile sur cinq ans de l'investissement dans les transports publics de chaque pays. En appliquant l'approche SFA, les économies estimées seraient nettement plus faibles. Toutefois, les gains estimés ne sont pas comparables entre les différentes méthodologies car l'échantillon de pays est non homogène et nettement plus petit, certains des principaux pays de l'UE étant manquants, comme l'Allemagne. De plus, l'analyse SFA se concentre sur l'investissement et l'entretien des voies ferrées et des autoroutes (déclarés par l'OCDE), qui constituent un sous-échantillon de l'investissement dans les transports utilisé dans l'analyse DEA.

utilisées pour calculer l'écart d'efficacité ²⁸. Deuxièmement, les résultats dépendent de la couverture des pays, ce qui limite leur comparabilité. Troisièmement, en particulier pour les grands projets d'infrastructure qui s'étendent sur de nombreuses années, la relation entre l'investissement et le résultat apparaît comme non linéaire. Dans l'analyse, on n'a pu y remédier que partiellement en utilisant des moyennes annuelles multiples retardées. Quatrièmement, les économies résultant de l'augmentation de l'efficacité ne seraient réalisées qu'avec un décalage, dans la mesure où elles s'appliqueraient aux investissements futurs. Enfin, il est peu probable que ces économies soient récurrentes et elles devraient plutôt être vues comme un instantané. Dans la mesure où la hausse de l'efficacité résulte d'une rationalisation et d'une meilleure gestion des projets d'infrastructure, l'impact serait permanent, réduisant ainsi la nécessité éventuelle de nouvelles économies.

5 Conclusions

L'analyse montre qu'il existe un écart d'efficacité technique important en matière d'investissement dans les transports publics au sein de l'UE. Si l'on se concentre sur l'investissement public dans les infrastructures de transport – la composante la plus importante de l'investissement public dans l'UE – l'analyse empirique suggère un potentiel considérable d'économies par le biais d'une plus grande efficacité, allant de 46 milliards à 50 milliards d'euros, même si ces chiffres sont entourés d'une forte incertitude. Les scores d'efficacité pour les investissements dans les infrastructures de transport semblent considérablement plus faibles que les résultats publiés dans la littérature s'agissant des dépenses consacrées à la santé et à l'éducation dans l'UE. De fait, les projets d'infrastructure tendent à être plus vastes et plus complexes, ce qui les rend plus sujets aux inefficacités. Si en parallèle, la priorité en matière de dépenses publiques est donnée à des investissements plus productifs, censés renforcer la croissance, une hausse de l'efficacité contribuerait à dégager une marge de manœuvre budgétaire pour des investissements stratégiques et à limiter les risques en matière de soutenabilité budgétaire.

De meilleures pratiques en matière de gestion de projet et de gouvernance peuvent accroître l'efficacité de l'investissement public ²⁹. Adopter un cadre pour la gestion de l'investissement public peut contribuer à identifier les domaines nécessitant des améliorations. Ces cadres facilitent également les comparaisons entre pays et l'analyse comparative des meilleures pratiques. Diverses institutions, comme le Fonds monétaire international, la Commission européenne, la Banque mondiale et l'Organisation de coopération et de développement économiques, ont mis au point de tels cadres, qui peuvent être utilisés pour examiner les pratiques de gouvernance nationales des entités responsables de la gestion des investissements publics ³⁰. Plus précisément, ils évaluent la conception des institutions (*institutional*

²⁸ Les scores d'efficacité peuvent être affectés par les partenariats public-privé de projets d'infrastructure, qui ne sont pas couverts par l'analyse.

²⁹ Cf. également FMI (2025).

³⁰ Le cadre d'évaluation de la gestion des investissements publics (*Public Investment Management Assessment, PIMA*) du FMI est le premier du genre. La Commission européenne a étendu le cadre à cinq étapes-clefs (planification, évaluation, sélection, budgétisation, mise en œuvre et examens *ex post*) et réalise des enquêtes régulières.

design), par exemple la solidité institutionnelle et les règles budgétaires, et l'efficacité réelle, c'est-à-dire dans quelle mesure le but visé est atteint. S'agissant des pays de l'UE, les évaluations récentes font état d'une marge d'amélioration ; notamment en garantissant que l'assurance-qualité soit réalisée au stade préparatoire des projets d'investissement, en intégrant les cycles de planification et de budgétisation et en veillant à ce que la planification des investissements mette davantage l'accent sur la soutenabilité budgétaire ³¹.

Comblant l'écart d'efficacité nécessite un ensemble ciblé de mesures visant à faciliter l'investissement public. Ces mesures, qui sont susceptibles de varier d'un pays à l'autre, vont de la réduction des formalités administratives à la rationalisation des exigences réglementaires en matière de déclaration. Les pays semblent également disposer d'une marge de manœuvre pour améliorer leur capacité administrative, pour rationaliser les structures de gouvernance afin de gérer des projets d'investissement complexes tels que les infrastructures de transport, et pour éliminer la corruption. L'examen des dépenses peut aider à établir des priorités en matière de dépenses publiques et à identifier les domaines où des économies supplémentaires pourraient être réalisées. Plusieurs pays de l'UE, comme le Danemark, l'Espagne et les Pays-Bas, procèdent régulièrement à de tels examens des dépenses ³². Bien qu'une évaluation détaillée des mesures nationales nécessaires dépasse le cadre du présent article, remédier aux inefficacités nécessite une analyse approfondie de leurs facteurs sous-jacents. Ceux-ci varient considérablement d'un pays à l'autre, certaines des réponses de politique publique appropriées devront être spécifiques à chaque pays. Il est donc important que les ajustements nécessaires se reflètent de manière adaptée dans les orientations et le suivi des politiques publiques dans le cadre du Semestre européen, qui coordonne les politiques économiques dans l'UE ³³.

Bibliographie

Abiad (A.), Furceri (D.) et Topalova (P.) (2016), « *The macroeconomic effects of public investment: Evidence from advanced economies* », *Journal of Macroeconomics*, vol. 50, p. 224-240.

Afonso (A.), Alves (J.) et Bazah (N.) (2024), « *Public Sector Efficiency and the Functions of the Government* », *REM Working Papers*, n° 357, ISEG – Lisbonne School of Economics and Management, novembre.

Antolin-Diaz (J.) et Surico (P.) (2025), « *The Long-Run Effects of Government Spending* », *American Economic Review*, vol. 115, n° 7, p. 2376-2413.

Banque centrale européenne (BCE) (2016), « [L'investissement public en Europe](#) », *Bulletin économique*, n° 2, BCE.

³¹ Cf. Manescu (2026). Seuls quelques pays de l'UE appliquent les bonnes pratiques en matière de planification des investissements pour les grands projets d'infrastructure.

³² Pour une vue d'ensemble, cf. Hoogeland *et al.* (2024).

³³ Cf. Commission européenne (2025b).

Barnes (S.), Cournède (B.) et Hanmer (F.) (2025), « *Assessing government spending in OECD countries and searching for savings* », Documents de travail du Département des affaires économiques de l'OCDE, n° 1845, Éditions de l'OCDE.

Bokan (N.), Jacquinet (P.), Lalik (M.), Müller (G.), Priftis (R.) et Rigato (R.) (2025), « *Les impacts macroéconomiques d'une hausse des dépenses de défense : une évaluation fondée sur des modèles* », *Bulletin économique*, n° 6, BCE.

Bouabdallah (O.), Dorrucchi (E.), Nerlich (C.), Nickel (C.) et Vlad (A.) (2025), « *Time to be strategic: how public money could power Europe's green, digital and defence transitions* », *The ECB Blog*, BCE, 25 juillet.

Bouakez (H.) et Rebei (N.) (2007), « *Why does private consumption rise after a government spending shock?* », *The Canadian Journal of Economics/Revue canadienne d'économie*, vol. 40, n° 3, p. 954-979.

Canzonieri (G.) et Giamboni (L.) (2024), « *Efficiency of Public Expenditure in Education and Health* », *Discussion Papers*, n° 217, Commission européenne, décembre.

Clancy (D.), Jacquinet (P.) et Lozej (M.) (2016), « *Government expenditure composition and fiscal policy spillovers in small open economies within a monetary union* », *Journal of Macroeconomics*, vol. 48, p. 305-326.

Coenen (G.), Lozej (M.) et Priftis (R.), « *Macroeconomic effects of carbon transition policies: An assessment based on the ECB's New Area-Wide Model with a disaggregated energy sector* », *European Economic Review*, vol. 167, p. 1047-1098.

Coenen (G.), McAdam (P.) et Straub (R.) (2008), « *Tax reform and labour-market performance in the euro area: A simulation-based analysis using the New Area-Wide Model* », *Journal of Economic Dynamics and Control*, vol. 32, n° 8, p. 2543-2583.

Coenen (G.), Straub (R.) et Trabandt (M.) (2012), « *Fiscal Policy and the Great Recession in the Euro Area* », *American Economic Review*, vol. 102, n° 3, p. 71-76.

Commission européenne (2025a), « *Debt Sustainability Monitor 2024* », *Institutional Papers*, n° 306, mars.

Commission européenne (2025b), *Semestre européen 2026 : Paquet d'automne – Communication*, 25 novembre.

Eurobaromètre (2025), *Public opinion on urban challenges and investment in cities*, Commission européenne, juin.

FMI (2025), « *Spending Smarter: How Efficient and Well-Allocated Public Spending Can Boost Economic Growth* », *Fiscal Monitor*, chapitre 1, octobre.

Greene (W.) (2005), « *Reconsidering heterogeneity in panel data estimators of the stochastic frontier model* », *Journal of Econometrics*, n° 126, n° 2, p. 269-303.

Haroutunian (S.), Bańkowski (K.), Bischl (S.), Bouabdallah (O.), Hauptmeier (S.), Leiner-Killinger (N.), O'Connell (M.), Arruga Oleaga (I.), Laurent (A.) et Trzcinska (A.) (2024), « [The path to the reformed EU fiscal framework: a monetary policy perspective](#) », *Occasional Paper Series*, n° 349, BCE, mai.

Herrera (S.), Isaka (H.) et Ouedraogo (A.) (2025), « *Efficiency of public spending in education, health, and infrastructure: an international benchmarking exercise* », *Journal of Applied Economics*, vol. 28, n° 1.

Hoogeland (M.), Dimitriadis (L.) et Mandl (M.) (2024), « *How Have Spending Reviews Recently Evolved Through EU Initiatives?* », *Discussion Papers*, n° 200, Commission européenne, mai.

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

Kapsoli (J.), Moguees (T.) et Verdier (G.) (2023), « *Benchmarking Infrastructure Using Public Investment Efficiency Frontiers* », *IMF Working Papers*, n° 2023/101, Fonds monétaire international.

Leeper (E.M.), Walker (T.D.) et Yang (S.-C.S.) (2009), « *Government Investment and Fiscal Stimulus in the Short and Long Runs* », *Working Papers*, n° 15153, *National Bureau of Economic Research*.

Manescu (C.) (2026), « *Public investment management practices in the EU: A comparative analysis based on the 2025 Commission survey* », *Discussion Papers*, Commission européenne, à paraître.

Moretti (E.), Steinwender (C.) et Van Reenen (J.) (2025), « *The Intellectual Spoils of War? Defence R&D, Productivity, and International Spillovers* », *The Review of Economics and Statistics*, vol. 107, n° 1, janvier, p. 14-27.

Ramey (V.A.) (2020), « *The macroeconomic consequences of infrastructure investment* », *Working Paper*, n° 27625, *National Bureau of Economic Research*.

Simar (L.) et Wilson (P.) (1998), « *Sensitivity Analysis of Efficiency Scores: How to Bootstrap in Nonparametric Frontier Models* », *Management Science*, vol. 44, n° 1, p. 49-61.

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

Composition of euro area data

Unless otherwise indicated, all data series including observations for 2026 relate to the group of 21 countries that are members of the euro area.

1 External environment

1.1 Main trading partners, GDP and CPI

	GDP ¹⁾ (period-on-period percentage changes)						CPI (annual percentage changes)				
	G20	United States	United Kingdom	Japan	China	Memo item: euro area	United States	United Kingdom (HICP)	Japan	China	Memo item: euro area ²⁾ (HICP)
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
2023	3,5	2,9	0,3	0,7	5,4	0,4	4,1	7,4	3,3	0,2	5,4
2024	3,2	2,8	1,1	-0,2	5,0	0,9	2,9	2,5	2,7	0,2	2,4
2025	3,4	2,3	1,3	1,2	5,0	1,4	.	3,4	3,3	0,1	2,1
2025 Q1	0,8	-0,2	0,7	0,3	1,2	0,6	2,7	2,8	3,8	-0,1	2,3
Q2	0,9	0,9	0,2	0,6	1,0	0,1	2,4	3,5	3,5	0,0	2,0
Q3	0,9	1,1	0,1	-0,7	1,1	0,3	2,9	3,8	2,9	-0,2	2,1
Q4	0,7	0,4	0,1	0,3	1,2	0,2	.	3,4	3,0	0,6	2,1
2025 Sep.	-	-	-	-	-	-	3,0	3,8	2,9	-0,3	2,2
Oct.	-	-	-	-	-	-	-	3,6	3,0	0,2	2,1
Nov.	-	-	-	-	-	-	2,7	3,2	2,9	0,7	2,1
Dec.	-	-	-	-	-	-	2,7	3,4	.	0,8	2,0
2026 Jan.	-	-	-	-	-	-	.	.	1,5	.	1,7
Feb.	-	-	-	-	-	-	2,4	.	.	.	1,9

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.

2 Economic activity

2.1 GDP and expenditure components

(quarterly data seasonally adjusted; annual data unadjusted)

	GDP											
	Total	Domestic demand								External balance ¹⁾		
		Total	Private consumption	Government consumption	Gross fixed capital formation				Changes in inventories ²⁾	Total	Exports ¹⁾	Imports ¹⁾
					Total	Total construction	Total machinery	Intellectual property products				
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
Current prices (EUR billions)												
2023	14 664,0	14 138,0	7 750,1	3 097,9	3 215,1	1 642,0	929,1	637,6	75,0	-525,9	7 378,5	6 852,5
2024	15 234,5	14 568,9	8 040,1	3 260,4	3 196,6	1 631,3	925,9	633,1	71,8	-665,5	7 486,6	6 821,1
2025	15 820,6	15 202,3	8 321,8	3 411,1	3 352,0	1 692,1	950,7	702,4	117,3	-618,3	7 680,9	7 062,6
2025 Q1	3 910,0	3 750,9	2 058,3	836,3	834,5	417,4	233,4	182,0	21,9	-159,0	1 931,9	1 772,9
Q2	3 938,9	3 777,7	2 071,5	846,9	828,3	420,3	236,5	169,8	30,9	-161,2	1 911,0	1 749,8
Q3	3 970,4	3 822,1	2 087,3	857,1	842,0	424,9	240,3	175,0	35,7	-148,4	1 923,4	1 775,0
Q4	4 014,0	3 862,2	2 109,5	871,3	853,8	433,8	242,4	175,9	27,6	-151,8	1 925,0	1 773,2
<i>as percentage of GDP</i>												
2025	100,0	96,1	52,6	21,6	21,2	10,7	6,0	4,4	0,7	-3,9	-	-
Chain-linked volumes (prices for the previous year)												
<i>quarter-on-quarter percentage changes</i>												
2025 Q1	0,6	0,5	0,3	-0,2	2,7	0,8	0,0	11,3	-	-	2,4	2,3
Q2	0,1	0,4	0,3	0,4	-1,5	0,2	1,0	-8,4	-	-	-0,5	0,0
Q3	0,3	0,7	0,2	0,7	1,3	0,4	1,4	3,1	-	-	0,8	1,8
Q4	0,2	0,3	0,4	0,5	0,6	1,4	0,3	-0,7	-	-	-0,4	-0,2
<i>annual percentage changes</i>												
2023	0,4	0,1	0,5	1,5	2,4	1,1	2,3	6,4	-	-	-1,2	-2,0
2024	0,9	0,6	1,4	2,3	-2,5	-2,6	-1,9	-3,2	-	-	0,5	-0,1
2025	1,4	2,1	1,5	1,5	2,9	1,4	1,5	8,9	-	-	2,0	3,6
2025 Q1	1,6	2,2	1,6	1,9	2,4	0,2	0,1	11,4	-	-	2,7	4,0
Q2	1,6	2,6	1,7	1,4	3,6	1,3	0,1	15,7	-	-	0,7	2,8
Q3	1,4	2,0	1,4	1,5	3,3	2,2	3,6	5,3	-	-	2,9	4,2
Q4	1,2	1,9	1,3	1,4	3,1	2,9	2,6	4,2	-	-	2,4	3,9
<i>contributions to quarter-on-quarter percentage changes in GDP; percentage points</i>												
2025 Q1	0,6	0,4	0,2	0,0	0,6	0,1	0,0	0,5	-0,2	0,2	-	-
Q2	0,1	0,4	0,2	0,1	-0,3	0,0	0,1	-0,4	0,4	-0,2	-	-
Q3	0,3	0,7	0,1	0,1	0,3	0,0	0,1	0,1	0,1	-0,4	-	-
Q4	0,2	0,3	0,2	0,1	0,1	0,1	0,0	0,0	-0,1	-0,1	-	-
<i>contributions to annual percentage changes in GDP; percentage points</i>												
2023	0,4	0,1	0,3	0,3	0,5	0,1	0,1	0,3	-1,1	0,4	-	-
2024	0,9	0,6	0,7	0,5	-0,5	-0,3	-0,1	-0,1	-0,1	0,3	-	-
2025	1,4	2,0	0,8	0,3	0,6	0,1	0,1	0,4	0,3	-0,6	-	-
2025 Q1	1,6	2,1	0,8	0,4	0,5	0,0	0,0	0,5	0,3	-0,5	-	-
Q2	1,6	2,5	0,9	0,3	0,7	0,1	0,0	0,6	0,5	-0,9	-	-
Q3	1,4	1,9	0,7	0,3	0,7	0,2	0,2	0,2	0,2	-0,5	-	-
Q4	1,2	1,8	0,7	0,3	0,7	0,3	0,2	0,2	0,2	-0,6	-	-

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)												
2023	13 266,2	224,3	2 616,0	710,8	2 462,9	697,4	600,2	1 472,4	1 614,6	2 455,9	411,6	1 397,8
2024	13 718,6	233,8	2 594,3	725,6	2 547,8	734,5	635,5	1 528,3	1 687,4	2 598,6	432,8	1 515,8
2025	14 220,2	243,8	2 685,2	754,4	2 623,4	768,6	658,2	1 558,3	1 751,0	2 727,1	450,0	1 600,4
2025 Q1	3 512,4	60,1	669,5	185,7	649,8	188,8	162,1	385,6	430,4	669,6	110,7	397,6
Q2	3 542,5	61,4	671,1	188,5	654,9	190,5	162,2	388,1	435,0	678,3	112,4	396,4
Q3	3 565,5	61,8	668,9	189,5	657,9	193,2	165,9	390,3	440,8	684,0	113,2	404,9
Q4	3 611,6	60,4	681,9	192,4	663,0	196,3	168,3	394,2	445,7	695,6	113,7	402,4
<i>as percentage of value added</i>												
2025	100,0	1,7	18,9	5,3	18,4	5,4	4,6	11,0	12,3	19,2	3,2	-
Chain-linked volumes (prices for the previous year)												
<i>quarter-on-quarter percentage changes</i>												
2025 Q1	0,7	1,4	1,8	0,9	0,6	0,8	0,6	0,2	0,3	0,1	0,2	-0,3
Q2	0,1	-0,6	0,1	0,1	0,4	0,4	-0,9	0,1	0,3	0,1	0,2	0,2
Q3	0,3	0,7	0,0	0,2	0,4	1,2	0,4	0,2	0,5	0,4	0,3	0,0
Q4	0,2	0,3	-0,2	0,7	0,0	0,9	0,7	0,4	0,2	0,2	0,0	0,3
<i>annual percentage changes</i>												
2023	0,7	-2,7	-1,7	1,7	-0,2	6,8	-2,9	2,1	2,2	1,0	3,5	-1,8
2024	0,9	-0,4	-0,5	-1,5	1,0	3,0	1,5	1,2	1,4	1,8	1,9	0,8
2025	1,3	1,5	2,2	0,5	1,3	3,3	0,2	0,9	1,0	1,1	0,6	1,8
2025 Q1	1,5	1,0	2,9	-0,5	1,2	3,3	0,3	0,8	1,0	1,6	1,2	2,7
Q2	1,4	1,5	2,8	0,4	1,3	3,5	-0,4	1,0	0,7	1,1	1,1	2,9
Q3	1,4	2,1	2,2	1,2	1,5	3,3	0,3	0,9	1,0	1,1	-0,3	1,4
Q4	1,3	1,8	1,6	1,9	1,4	3,3	0,8	0,9	1,4	0,8	0,7	0,3
<i>contributions to quarter-on-quarter percentage changes in value added; percentage points</i>												
2025 Q1	0,7	0,0	0,3	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	-
Q3	0,3	0,0	0,0	0,0	0,1	0,1	0,0	0,0	0,1	0,1	0,0	-
Q4	0,2	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	-
<i>contributions to annual percentage changes in value added; percentage points</i>												
2023	0,7	0,0	-0,3	0,1	0,0	0,4	-0,1	0,2	0,3	0,2	0,1	-
2024	0,9	0,0	-0,1	-0,1	0,2	0,2	0,1	0,1	0,2	0,3	0,1	-
2025	1,3	0,0	0,4	0,0	0,2	0,2	0,0	0,1	0,1	0,2	0,0	-
2025 Q1	1,5	0,0	0,6	0,0	0,2	0,2	0,0	0,1	0,1	0,3	0,0	-
Q2	1,4	0,0	0,5	0,0	0,2	0,2	0,0	0,1	0,1	0,2	0,0	-
Q3	1,4	0,0	0,4	0,1	0,3	0,2	0,0	0,1	0,1	0,2	0,0	-
Q4	1,3	0,0	0,3	0,1	0,3	0,2	0,0	0,1	0,2	0,1	0,0	-

Sources: Eurostat and ECB calculations.

2 Economic activity

2.3 Employment ¹⁾

(quarterly data seasonally adjusted; annual data unadjusted)

	Total	By employment status		By economic activity									
		Employees	Self-employed	Agriculture, forestry and fishing	Manufacturing, energy and utilities	Construction	Trade, transport, accommodation and food services	Information and communication	Finance and insurance	Real estate	Professional business and support services	Public administration, education, health and social work	Arts, entertainment and other services
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
Persons employed													
<i>as a percentage of total persons employed</i>													
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	24,3	3,4	2,3	1,0	14,2	24,9	6,6
2025	100,0	86,1	13,9	2,7	13,8	6,4	24,4	3,4	2,3	1,1	14,2	25,1	6,6
<i>annual percentage changes</i>													
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	1,0	1,0	0,6	-1,0	0,3	0,9	1,0	2,0	1,5	-0,6	0,7	1,5	1,1
2025	0,7	0,7	0,9	-1,7	-0,4	1,2	0,7	-0,1	1,3	2,2	0,9	1,2	1,1
2025 Q1	0,8	0,8	0,4	-1,7	-0,3	0,9	0,7	0,8	1,4	2,8	0,7	1,5	1,4
Q2	0,7	0,6	1,1	-2,1	-0,5	1,0	1,0	0,2	1,2	2,9	0,8	1,2	0,8
Q3	0,6	0,6	1,0	-1,9	-0,4	1,3	0,6	-0,5	1,3	2,4	0,7	1,1	1,0
Q4	0,7	0,6	1,2	-1,1	-0,5	1,5	0,6	-1,0	1,2	0,7	1,3	1,1	1,1
Hours worked													
<i>as a percentage of total hours worked</i>													
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
2025	100,0	82,1	17,9	3,5	14,3	7,4	25,0	3,6	2,4	1,1	14,3	22,4	6,0
<i>annual percentage changes</i>													
2023	1,7	2,0	0,6	-1,4	1,1	1,3	2,0	4,0	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	-0,1	1,2	1,7	1,5
2025	0,4	0,5	-0,2	-2,3	-0,8	0,9	0,1	-0,4	0,9	1,8	0,7	1,1	1,6
2025 Q1	0,5	0,7	-0,7	-2,5	-0,8	0,7	0,2	0,8	1,0	2,5	0,4	1,5	2,0
Q2	0,3	0,4	-0,2	-2,3	-1,1	1,2	0,2	-0,2	0,8	2,5	0,5	0,9	1,6
Q3	0,7	0,7	0,6	-2,3	-0,2	1,3	0,5	-0,7	1,1	3,8	1,1	1,3	1,8
Q4	0,8	0,9	0,2	-1,6	-0,1	1,4	0,3	-0,4	1,7	-0,8	1,4	1,5	1,8
Hours worked per person employed													
<i>annual percentage changes</i>													
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	0,0	0,4	0,0	0,1	0,0	0,2	-0,1	0,5	0,5	0,3	0,4
2025	-0,3	-0,2	-1,1	-0,6	-0,4	-0,3	-0,6	-0,2	-0,3	-0,4	-0,2	-0,1	0,6
2025 Q1	-0,3	-0,1	-1,0	-0,7	-0,5	-0,2	-0,5	0,0	-0,4	-0,3	-0,3	0,0	0,6
Q2	-0,4	-0,2	-1,3	-0,3	-0,6	0,1	-0,8	-0,4	-0,4	-0,5	-0,3	-0,3	0,8
Q3	0,1	0,2	-0,4	-0,3	0,2	0,0	-0,1	-0,2	-0,2	1,4	0,3	0,2	0,8
Q4	0,1	0,3	-1,0	-0,5	0,4	-0,1	-0,3	0,6	0,4	-1,5	0,1	0,4	0,7

Sources: Eurostat and ECB calculations.

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

2 Economic activity

2.4 Labour force, unemployment and job vacancies

(seasonally adjusted, unless otherwise indicated)

	Labour force, millions	Under-employment, % of labour force	Unemployment ¹⁾											Job vacancy rate ²⁾
			Total		Long-term unemployment, % of labour force ²⁾	By age				By gender				
			Millions	% of labour force		Adult		Youth		Male		Female		
						Millions	% of labour force	Millions	% of labour force	Millions	% of labour force	Millions	% of labour force	
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
% of total in 2024			100,0			78,8		21,2		51,3		48,7		
2023	172,765	2,9	11,296	6,6	2,4	8,990	5,7	2,306	14,5	5,711	6,2	5,584	6,9	3,0
2024	174,354	2,8	11,053	6,4	2,1	8,715	5,5	2,339	14,6	5,665	6,1	5,388	6,6	2,6
2025	175,999	2,8	11,133	6,4	2,0	8,758	5,5	2,375	14,9	5,738	6,2	5,394	6,5	2,2
2025 Q1	175,637	2,7	11,072	6,3	2,1	8,702	5,5	2,371	14,8	5,651	6,1	5,421	6,6	2,4
Q2	176,037	2,8	11,199	6,4	2,1	8,854	5,5	2,345	14,6	5,814	6,2	5,385	6,5	2,2
Q3	176,048	2,8	11,234	6,4	2,0	8,855	5,5	2,380	14,9	5,790	6,2	5,444	6,6	2,1
Q4	176,276	2,8	11,026	6,3	2,0	8,621	5,4	2,405	15,1	5,699	6,1	5,327	6,4	2,2
2025 Aug.	-	-	11,107	6,3	-	8,756	5,5	2,351	14,8	5,718	6,1	5,389	6,5	-
Sep.	-	-	11,144	6,3	-	8,747	5,5	2,397	15,0	5,743	6,1	5,401	6,5	-
Oct.	-	-	11,140	6,3	-	8,700	5,4	2,440	15,3	5,772	6,2	5,369	6,5	-
Nov.	-	-	11,026	6,3	-	8,635	5,4	2,392	15,0	5,744	6,1	5,282	6,4	-
Dec.	-	-	10,954	6,2	-	8,575	5,3	2,380	15,0	5,695	6,1	5,260	6,4	-
2026 Jan.	-	-	10,770	6,1	-	8,418	5,2	2,352	14,8	5,596	6,0	5,174	6,3	-

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).

Note: Euro area data include Bulgaria.

2.5 Short-term business statistics

	Industrial production						Construction production	Retail sales				Services production ¹⁾	New passenger car registrations
	Total (excluding construction)		Main Industrial Groupings					Total	Food, beverages, tobacco	Non-food	Fuel		
	Total	Manufacturing	Intermediate goods	Capital goods	Consumer goods	Energy							
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	
% of total in 2021	100,0	88,7	32,4	33,2	22,5	11,9	100,0	100,0	38,1	54,4	7,5	100,0	100,0
annual percentage changes													
2023	-1,7	-1,3	-6,1	3,1	-1,0	-5,4	2,0	-1,8	-2,5	-1,0	-1,6	2,3	14,6
2024	-3,0	-3,2	-4,0	-4,9	-0,1	-0,1	-1,0	1,4	0,9	1,8	0,7	1,6	-8,5
2025	1,5	1,6	-0,6	0,8	5,5	0,9	0,1	2,4	1,4	3,1	2,2	2,1	10,4
2025 Q1	1,3	1,3	-1,2	-1,6	8,9	0,4	-0,3	2,3	1,5	3,1	1,7	2,8	-2,4
Q2	1,2	1,2	-1,4	0,5	5,7	1,4	0,5	3,0	2,1	3,6	4,0	2,3	-1,6
Q3	1,6	1,7	-0,5	1,2	5,1	0,5	0,3	2,0	0,9	2,8	1,5	2,6	6,4
Q4	2,1	2,1	0,7	3,1	2,6	1,4	-0,1	2,2	1,2	3,0	1,7	1,0	4,1
2025 Aug.	1,3	1,6	-1,5	-0,1	7,7	-0,8	0,7	1,8	0,9	2,6	0,9	2,2	8,1
Sep.	1,3	1,3	0,5	1,3	1,9	1,8	-0,3	1,4	0,7	1,6	1,4	2,7	4,9
Oct.	1,9	1,6	0,5	0,5	4,4	5,0	1,8	2,1	1,3	3,1	2,1	2,1	4,9
Nov.	2,2	2,2	0,2	3,5	3,1	0,5	-1,3	2,6	1,0	3,9	1,0	0,3	5,4
Dec.	2,2	2,6	1,5	5,6	-0,1	-1,0	-0,9	1,8	1,3	2,3	2,0	0,7	2,0
2026 Jan.	-1,2	-2,2	-2,1	1,1	-6,2	5,8	.	2,0	1,4	2,4	0,7	.	1,1
month-on-month percentage changes (s.a.)													
2025 Aug.	-0,8	-0,7	-0,2	-1,2	-0,1	-0,3	0,0	-0,1	0,4	-0,5	-0,3	-0,2	0,8
Sep.	0,0	-0,4	0,2	-0,1	-2,5	1,1	-0,8	0,3	-0,2	0,3	0,1	0,1	-0,2
Oct.	0,7	0,5	0,3	0,4	1,4	1,7	1,7	0,4	0,5	0,4	0,5	0,3	1,4
Nov.	0,2	0,6	0,0	2,4	-1,5	-2,6	-1,5	0,0	-0,4	0,6	-0,2	-0,7	3,2
Dec.	-0,6	-0,6	-0,2	-0,7	0,5	-0,3	0,8	0,2	0,4	-0,4	0,6	0,2	-4,8
2026 Jan.	-1,5	-2,3	-1,9	-2,3	-5,6	4,7	.	-0,1	0,3	-0,2	-1,1	.	-1,0

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

1) Excluding trade and financial services.

Note: Euro area data include Bulgaria.

2 Economic activity

2.6 Opinion surveys

(seasonally adjusted)

European Commission Business and Consumer Surveys (percentage balances, unless otherwise indicated)								
Economic sentiment indicator (long-term average = 100)	Manufacturing industry		Consumer confidence indicator	Construction confidence indicator	Retail trade confidence indicator	Service industries		
	Industrial confidence indicator	Capacity utilisation (%)				Services confidence indicator	Capacity utilisation (%)	
1	2	3	4	5	6	7	8	
1999-21	.	.	.	.	.	.	.	.
2023	96,3	-6,1	80,6	-16,1	-1,1	-4,1	6,7	90,4
2024	95,9	-10,8	78,4	-12,6	-4,2	-6,8	6,3	90,1
2025	95,9	-10,1	77,6	-13,4	-2,6	-6,6	4,1	90,0
2025 Q2	94,7	-10,7	77,5	-14,3	-3,0	-7,7	2,8	89,8
Q3	95,9	-10,0	77,8	-13,6	-3,0	-6,7	3,9	89,9
Q4	97,2	-8,5	77,9	-12,9	-1,5	-6,3	5,1	89,9
2026 Q1	.	.	77,8	.	.	.	.	89,7
2025 Sep.	96,1	-9,9	.	-13,4	-3,0	-7,5	4,1	.
Oct.	97,3	-8,0	77,9	-12,6	-2,2	-6,7	4,2	89,9
Nov.	97,4	-8,9	.	-12,8	-1,2	-5,5	5,6	.
Dec.	97,0	-8,6	.	-13,2	-1,1	-6,6	5,4	.
2026 Jan.	99,3	-6,8	77,8	-12,4	-1,3	-5,7	6,8	89,7
Feb.	98,3	-7,1	.	-12,2	-2,1	-4,5	5,0	.

Source: European Commission (Directorate-General for Economic and Financial Affairs).

Note: Euro area data include Bulgaria.

2.7 Summary accounts for households and non-financial corporations

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

	Households							Non-financial corporations					
	Saving rate (gross)	Debt ratio	Real gross disposable income	Financial investment	Non-financial investment (gross)	Net worth ²⁾	Housing wealth	Profit rate ³⁾	Saving rate (gross)	Debt ratio ⁴⁾	Financial investment	Non-financial investment (gross)	Financing
	Percentage of gross disposable income (adjusted) ¹⁾	Annual percentage changes					Percentage of gross value added	Percentage of GDP	Annual percentage changes				
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
2022	13,5	90,7	0,8	2,1	12,6	2,4	8,0	37,9	5,2	72,6	5,0	9,7	3,4
2023	14,2	84,7	1,2	1,9	2,4	4,2	1,9	37,1	5,9	68,5	1,6	3,6	0,7
2024	15,2	81,7	2,4	2,2	-2,7	6,0	5,5	35,6	4,3	67,0	1,8	-2,4	0,8
2024 Q4	15,2	81,7	2,2	2,2	-1,4	6,0	5,5	35,6	4,3	67,0	1,8	2,2	0,8
2025 Q1	15,2	81,3	1,1	2,4	0,1	5,4	6,0	35,5	4,0	67,0	2,8	8,1	1,8
Q2	15,2	81,5	1,4	2,6	2,9	5,5	5,4	35,4	3,6	66,2	2,5	12,3	1,6
Q3	15,2	81,4	0,8	2,6	2,9	4,8	4,9	35,2	3,5	65,9	2,2	7,2	1,5

Sources: ECB and Eurostat.

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

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

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

4) Defined as consolidated loans and debt securities liabilities.

2 Economic activity

2.8 Euro area balance of payments, current and capital accounts

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

	Current account											Capital account ¹⁾	
	Total			Goods		Services		Primary income		Secondary income		Credit	Debit
	Credit	Debit	Balance	Credit	Debit	Credit	Debit	Credit	Debit	Credit	Debit		
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	
2025 Q1	1 551,1	1 475,8	75,3	753,5	642,8	391,6	361,1	357,8	381,5	48,3	90,3	32,0	26,6
Q2	1 503,5	1 419,8	83,7	716,9	630,0	387,5	349,0	349,8	344,7	49,1	96,1	18,6	17,3
Q3	1 467,6	1 421,8	45,8	721,4	626,5	382,1	355,9	316,9	342,5	47,2	96,9	23,5	20,5
Q4	1 476,1	1 425,6	50,5	707,0	630,6	383,9	344,5	336,7	355,0	48,5	95,5	35,2	17,9
2025 July	489,2	471,9	17,3	239,6	209,8	126,6	118,5	107,6	111,4	15,4	32,2	8,8	5,4
Aug.	486,6	474,1	12,5	238,6	207,7	128,0	119,0	104,5	115,2	15,6	32,2	5,5	6,3
Sep.	491,8	475,7	16,1	243,2	209,1	127,6	118,3	104,8	115,8	16,3	32,5	9,2	8,8
Oct.	495,1	468,1	27,0	235,4	202,7	127,9	114,6	116,1	119,0	15,6	31,8	7,6	4,7
Nov.	493,2	484,3	8,9	234,3	210,6	128,6	116,7	113,0	124,5	17,3	32,5	9,2	4,3
Dec.	487,9	473,3	14,6	237,3	217,3	127,4	113,3	107,6	111,5	15,6	31,3	18,4	8,9
<i>12-month cumulated transactions</i>													
2025 Dec.	5 998,3	5 743,0	255,3	2 898,8	2 529,8	1 545,1	1 410,6	1 361,2	1 423,7	193,2	378,9	109,2	82,3
<i>12-month cumulated transactions as a percentage of GDP</i>													
2025 Dec.	37,9	36,3	1,6	18,3	16,0	9,8	8,9	8,6	9,0	1,2	2,4	0,7	0,5

1) The capital account is not seasonally adjusted.

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

(seasonally adjusted, unless otherwise indicated)

	Total (n.s.a.)		Exports (f.o.b.)					Imports (c.i.f.)					
	Exports	Imports	Total				Memo item:	Total				Memo items:	
			Total	Intermediate goods	Capital goods	Consumption goods		Manufacturing	Total	Intermediate goods	Capital goods	Consumption goods	Manufacturing	Oil
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	
<i>Values (EUR billions; annual percentage changes for columns 1 and 2)</i>													
2025 Q1	8,0	7,7	768,2	378,0	145,6	230,9	640,1	708,3	400,1	115,1	178,0	508,0	67,7
Q2	0,0	1,7	725,3	337,9	139,3	229,7	604,4	692,2	382,6	117,8	176,7	506,1	59,4
Q3	1,4	1,9	724,4	338,9	146,0	223,6	601,6	690,7	377,5	119,6	176,4	509,6	63,1
Q4	0,3	-0,3	719,4	.	.	.	591,8	683,5	.	.	.	506,7	.
2025 July	0,6	2,7	239,1	109,6	49,6	75,3	198,0	232,2	127,5	39,9	59,5	170,7	21,7
Aug.	-4,6	-3,6	236,8	108,9	47,9	74,2	195,8	227,4	124,1	39,4	57,9	167,8	20,4
Sep.	7,8	6,1	248,5	120,4	48,5	74,2	207,7	231,1	125,9	40,3	59,0	171,1	20,9
Oct.	1,2	-3,3	237,6	109,2	48,3	74,3	196,2	223,5	121,0	39,9	55,4	167,1	18,5
Nov.	-3,4	-1,1	239,5	110,5	46,8	75,4	197,6	229,3	125,4	39,9	58,1	169,8	19,1
Dec.	3,4	4,2	242,3	.	.	.	198,0	230,7	.	.	.	169,7	.
<i>Volume indices (2000 = 100; annual percentage changes for columns 1 and 2)</i>													
2024 Q4	-2,1	1,9	94,3	87,9	90,8	108,2	94,3	100,4	95,6	98,4	110,1	100,6	135,0
2025 Q1	0,6	1,9	98,2	93,6	94,3	108,2	98,7	100,6	96,1	98,1	110,7	100,9	129,0
Q2	-2,8	1,0	94,2	87,3	90,5	109,0	94,2	100,9	95,5	101,7	111,3	101,5	134,9
Q3	0,2	3,0	95,2	88,6	94,9	106,7	95,2	102,0	96,4	104,0	111,4	103,1	137,8
2025 June	-1,3	6,2	93,4	85,1	90,8	109,9	93,1	103,2	96,8	105,2	115,2	104,2	134,3
July	-0,1	3,6	94,9	86,4	96,6	108,0	94,9	102,1	96,7	103,8	111,4	103,1	136,5
Aug.	-5,8	-1,5	93,8	86,1	94,7	106,3	93,4	101,5	96,0	104,0	110,3	102,8	136,8
Sep.	6,1	6,5	96,8	93,4	93,6	105,9	97,3	102,4	96,4	104,4	112,5	103,5	140,3
Oct.	-0,1	-2,6	93,1	84,9	93,0	106,3	92,8	99,0	92,8	104,2	105,6	100,6	131,6
Nov.	-5,0	1,3	93,0	85,3	90,1	106,5	92,7	103,1	96,8	105,6	110,9	103,8	141,3

Sources: ECB and Eurostat.

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

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

3 Prices and costs

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

	Total					Total (s.a.; percentage change vis-à-vis previous period) ²⁾						Administered prices	
	Index: 2015 = 100	Total		Goods	Services	Total	Processed food	Unpro- cessed food	Non- energy indus- trial goods	Energy (n.s.a.)	Services	Total HICP excluding adminis- tered prices	Adminis- tered prices
		Total	Total excluding food and energy											6	7	8	9	10	11	12	13
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	
% of total in 2024	100,0	100,0	70,6	54,9	45,1	100,0	14,2	5,3	25,5	9,9	45,1	88,5	11,5
2023	95,7	5,4	4,9	5,7	4,9	-	-	-	-	-	-	5,5	4,9
2024	97,9	2,4	2,8	1,1	4,0	-	-	-	-	-	-	2,3	3,3
2025	100,0	2,1	2,4	1,0	3,4	-	-	-	-	-	-	2,0	2,9
2025 Q1	98,9	2,3	2,6	1,2	3,7	0,8	0,5	0,6	0,2	2,9	0,9	2,2	3,6
Q2	100,1	2,0	2,4	0,8	3,5	0,2	0,6	1,1	0,0	-4,1	0,9	1,9	2,9
Q3	100,4	2,1	2,3	1,2	3,2	0,6	0,8	0,9	0,3	0,3	0,7	2,0	2,7
Q4	100,6	2,1	2,4	0,9	3,4	0,5	0,4	0,3	0,0	-0,1	0,8	2,0	2,3
2025 Sep.	100,5	2,2	2,4	1,4	3,2	0,2	0,2	-0,1	0,1	-0,1	0,3	2,2	2,6
Oct.	100,7	2,1	2,4	1,0	3,4	0,1	0,1	0,0	0,0	-0,2	0,3	2,1	2,3
Nov.	100,5	2,1	2,4	1,0	3,5	0,2	0,1	0,0	0,0	1,0	0,2	2,1	2,3
Dec.	100,6	2,0	2,3	0,7	3,4	0,1	0,0	0,7	-0,1	-0,9	0,3	1,9	2,2
2026 Jan.	100,1	1,7	2,2	0,4	3,2	0,2	0,1	0,7	0,1	0,8	0,2	1,6	1,8
Feb.	100,7	1,9	2,4	0,7	3,4	0,3	-0,1	1,0	0,2	0,6	0,3	1,8	2,4

	Goods						Services						
	Food (including alcoholic beverages and tobacco)			Industrial goods			Housing		Transport	Communi- cation	Recreation and personal care	Miscel- laneous	
	Total	Processed food	Unpro- cessed food	Total	Non- energy industrial goods	Energy	Total	Rents					
14	15	16	17	18	19	20	21	22	23	24	25		
% of total in 2024	19,5	14,2	5,3	35,5	25,5	9,9	9,6	5,6	7,5	2,4	16,3	9,4	
2023	10,9	11,4	9,5	2,9	5,0	-2,0	3,6	2,7	5,2	0,4	6,9	4,0	
2024	2,9	3,2	2,1	0,0	0,8	-2,2	3,3	2,9	4,2	-0,7	5,0	4,0	
2025	2,8	2,6	3,4	0,0	0,6	-1,4	3,2	2,9	3,9	-1,0	3,7	3,9	
2025 Q1	2,6	2,7	2,5	0,5	0,6	0,4	3,3	2,9	3,9	-1,7	4,2	4,1	
Q2	3,1	2,8	3,8	-0,5	0,5	-3,2	3,3	3,0	4,4	-1,8	3,8	3,9	
Q3	3,1	2,8	4,2	0,1	0,7	-1,6	3,2	2,9	3,7	-0,9	3,2	3,8	
Q4	2,5	2,3	3,0	0,1	0,5	-1,1	3,2	3,0	3,7	0,6	3,7	3,7	
2025 Sep.	3,0	2,7	3,9	0,5	0,7	-0,4	3,2	2,9	3,3	0,3	3,4	3,7	
Oct.	2,5	2,4	2,7	0,2	0,6	-0,9	3,2	2,9	3,9	1,0	3,4	3,7	
Nov.	2,4	2,3	2,7	0,2	0,5	-0,5	3,2	3,0	3,3	0,4	3,9	3,7	
Dec.	2,5	2,1	3,5	-0,3	0,3	-1,9	3,2	3,0	3,8	0,5	3,6	3,6	
2026 Jan.	2,6	2,0	4,2	-0,8	0,4	-4,0	3,2	3,0	2,7	0,0	3,7	3,3	
Feb.	2,5	1,8	4,6	-0,4	0,7	-3,1	3,1	2,8	3,4	0,1	4,0	3,2	

Sources: Eurostat and ECB calculations.

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

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

3 Prices and costs

3.2 Industry, construction and property prices

(annual percentage changes, unless otherwise indicated)

	Industrial producer prices excluding construction ¹⁾										Construction ²⁾	Residential property prices	Experimental indicator of commercial property prices ³⁾
	Total (index: 2021 = 100)	Total		Industry excluding construction and energy						Energy			
		Total	Manufacturing	Total	Intermediate goods	Capital goods	Consumer goods						
							Total	Food, beverages and tobacco	Non-food				
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	
% of total in 2021	100,0	100,0	77,8	72,3	30,9	19,3	22,2	15,7	6,5	27,7			
2023	130,0	-2,2	1,9	3,8	-0,2	4,8	8,3	8,4	5,7	-13,4	6,9	-1,1	-8,2
2024	124,6	-4,2	-0,6	-0,1	-2,4	1,6	1,6	0,3	1,2	-12,2	2,1	2,0	-4,5
2025	125,1	0,4	0,4	1,1	0,4	1,7	2,2	1,7	1,6	-0,8	1,0	.	.
2025 Q1	127,8	2,4	0,7	1,3	0,9	1,7	2,1	1,6	1,6	5,4	0,7	5,3	1,1
Q2	123,5	0,6	-0,1	1,1	0,3	1,7	2,3	2,1	1,4	-0,4	0,6	5,1	2,1
Q3	124,2	-0,1	0,5	1,0	-0,1	1,7	2,4	2,0	1,5	-2,3	1,1	5,1	.
Q4	124,6	-1,2	0,6	1,0	0,5	1,7	2,0	0,9	1,8	-6,0	1,7	.	.
2025 Aug.	124,1	-0,6	0,3	0,9	-0,2	1,7	2,4	2,1	1,6	-3,8	-	-	-
Sep.	124,0	-0,1	0,9	0,9	-0,1	1,8	2,3	1,9	1,5	-2,1	-	-	-
Oct.	124,1	-0,4	0,5	0,9	0,3	1,7	2,1	1,3	1,6	-3,4	-	-	-
Nov.	125,1	-1,3	0,8	1,0	0,5	1,8	2,0	0,9	1,9	-6,0	-	-	-
Dec.	124,7	-2,0	0,3	1,0	0,8	1,7	1,9	0,6	1,8	-8,4	-	-	-
2026 Jan.	125,6	-2,1	0,2	1,2	1,5	1,6	1,4	0,1	1,6	-8,9	-	-	-

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

1) Domestic sales only.

2) Output prices for residential buildings.

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

Note: Euro area data in columns 1 to 11 include Bulgaria.

3.3 Commodity prices and GDP deflators

(annual percentage changes, unless otherwise indicated)

	GDP deflators								Oil prices (Brent spot, US Dollar)	Non-energy commodity prices (EUR)					
	Total (s.a.; index: 2020 = 100)	Total	Domestic demand				Exports ¹⁾	Imports ¹⁾		Import-weighted ²⁾			Use-weighted ²⁾		
			Total	Private consumption	Government consumption	Gross fixed capital formation				Total	Food	Non-food	Total	Food	Non-food
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	
% of total									100,0	45,5	54,6	100,0	50,4	49,6	
2023	114,0	6,1	4,8	6,3	3,7	4,1	0,7	-2,2	83,7	-13,0	-13,7	-12,4	-13,7	-14,0	-13,4
2024	117,3	3,0	2,4	2,4	2,9	2,0	0,9	-0,3	82,0	2,9	2,8	3,0	3,9	4,3	3,5
2025	120,2	2,4	2,2	2,0	3,0	1,9	0,5	-0,1	69,9	-0,6	0,2	-1,2	-1,1	-0,6	-1,6
2025 Q1	119,1	2,3	2,3	1,9	2,9	1,8	2,1	1,9	76,7	11,1	15,8	7,1	12,3	16,3	8,2
Q2	119,8	2,5	2,1	1,9	3,0	2,0	0,4	-0,4	68,9	-6,1	-2,9	-8,7	-5,6	-2,8	-8,4
Q3	120,4	2,4	2,2	2,0	2,8	1,7	0,0	-0,7	69,9	-1,9	-1,9	-1,9	-3,0	-3,2	-2,9
Q4	121,5	2,5	2,2	2,3	3,4	2,0	-0,3	-1,1	64,3	-4,8	-9,5	-0,8	-7,3	-11,6	-2,8
2025 Sep.	-	-	-	-	-	-	-	-	68,2	-0,5	-0,5	-0,5	-2,5	-3,3	-1,7
Oct.	-	-	-	-	-	-	-	-	65,2	-3,3	-5,0	-1,9	-5,4	-7,5	-3,3
Nov.	-	-	-	-	-	-	-	-	64,1	-4,5	-8,2	-1,5	-7,1	-10,9	-3,2
Dec.	-	-	-	-	-	-	-	-	63,4	-6,5	-14,8	0,8	-9,2	-16,1	-1,9
2026 Jan.	-	-	-	-	-	-	-	-	68,2	-4,3	-18,6	8,8	-6,7	-16,9	4,5
Feb.	-	-	-	-	-	-	-	-	73,3	-12,4	-21,4	-4,1	-13,3	-18,3	-7,9

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.

Note: Euro area data in columns 10 to 15 include Bulgaria.

3 Prices and costs

3.4 Price-related opinion surveys

(seasonally adjusted)

	European Commission Business and Consumer Surveys (percentage balance)					Consumer price trends over past 12 months 5
	Selling price expectations (for next three months)					
	Manufacturing 1	Retail trade 2	Services 3	Construction 4		
1999-21	35,9	27,7	12,6	23,8	36,3	
2023	9,0	28,8	19,6	15,0	75,6	
2024	6,1	14,6	15,1	4,7	55,9	
2025	9,0	16,9	13,9	4,7	48,9	
2025 Q1	10,4	17,0	15,4	4,8	50,0	
Q2	8,2	16,3	13,6	3,4	49,2	
Q3	7,8	16,8	13,3	3,0	48,0	
Q4	9,6	17,4	13,5	7,8	48,4	
2025 Sep.	7,4	16,9	12,2	4,5	47,6	
Oct.	7,8	16,1	12,3	6,7	48,0	
Nov.	10,0	18,3	13,7	7,9	48,0	
Dec.	10,9	17,8	14,5	8,7	49,1	
2026 Jan.	10,3	16,4	14,1	8,6	46,9	
Feb.	11,5	17,1	13,9	6,5	45,8	

Source: European Commission (Directorate-General for Economic and Financial Affairs).
Note: Euro area data include Bulgaria.

3.5 Labour cost indices

(annual percentage changes, unless otherwise indicated)

	Total (index: 2020=100) 1	Total 2	By component		For selected economic activities		Memo item: Indicator of negotiated wages ¹⁾ 7
			Wages and salaries 3	Employers' social contributions 4	Business economy 5	Mainly non-business economy 6	
% of total in 2020	100,0	100,0	75,3	24,7	69,0	31,0	
2023	110,5	4,7	4,5	5,2	5,0	4,0	4,5
2024	115,7	4,7	4,7	4,5	4,7	4,5	4,5
2025	119,8	3,6	3,4	4,0	3,8	3,1	2,8
2025 Q1	112,3	3,5	3,6	3,5	4,0	2,5	2,5
Q2	124,3	3,9	3,9	4,0	4,3	3,1	4,0
Q3	115,8	3,4	3,3	4,0	3,5	3,4	1,9
Q4	126,7	3,3	2,9	4,5	3,3	3,4	3,0

Sources: Eurostat and ECB calculations.

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

3 Prices and costs

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

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

	Total (index: 2020 =100)	By economic activity										
		Total	Agriculture, forestry and fishing	Manu- facturing, energy and utilities	Con- struction	Trade, transport, accom- modation and food services	Information and commu- nication	Finance and insurance	Real estate	Professional business and support services	Public ad- ministration, education, health and social work	Arts, entert- ainment and other services
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
Unit labor costs												
2023	109,4	6,4	6,3	8,4	4,6	7,7	2,2	9,9	3,3	5,6	5,1	3,5
2024	114,3	4,5	3,8	5,1	7,0	4,5	3,0	3,8	1,4	3,9	4,4	3,7
2025	118,0	3,2	0,4	0,9	4,7	3,1	0,5	4,9	4,6	3,7	4,5	4,6
2025 Q1	116,2	3,1	1,3	0,1	5,5	3,6	1,5	4,4	3,9	3,9	4,2	3,6
Q2	117,3	3,1	0,4	0,4	5,7	3,1	0,5	6,0	4,9	4,6	4,3	4,5
Q3	118,2	3,2	-0,3	1,3	4,1	2,7	0,7	4,8	5,5	3,6	4,2	6,2
Q4	119,1	3,1	-0,2	1,2	3,0	2,6	-0,6	4,2	4,1	2,8	5,1	4,1
Compensation per employee												
2023	114,8	5,3	4,6	5,6	4,8	5,4	4,9	6,0	3,3	5,9	4,8	5,3
2024	119,9	4,5	4,4	4,3	4,3	4,4	4,0	3,8	3,3	4,7	4,7	4,5
2025	124,6	3,9	3,7	3,6	4,1	3,6	4,0	3,8	3,2	3,8	4,4	4,2
2025 Q1	122,8	3,9	4,1	3,3	4,1	4,2	4,1	3,1	1,8	4,3	4,3	3,5
Q2	124,1	4,0	4,0	3,7	4,9	3,4	3,8	4,4	2,9	4,4	4,3	4,8
Q3	125,2	4,0	3,9	3,9	4,0	3,6	4,5	3,8	4,0	3,9	4,2	4,8
Q4	126,2	3,7	2,7	3,4	3,5	3,3	3,7	3,7	4,2	2,8	4,7	3,6
Labour productivity per person employed												
2023	104,9	-1,1	-1,6	-2,5	0,1	-2,1	2,6	-3,6	0,1	0,3	-0,3	1,7
2024	104,9	-0,1	0,6	-0,8	-2,5	-0,1	1,0	0,0	1,8	0,7	0,3	0,8
2025	105,6	0,7	3,3	2,6	-0,6	0,5	3,5	-1,1	-1,3	0,1	-0,1	-0,4
2025 Q1	105,7	0,8	2,8	3,2	-1,4	0,5	2,5	-1,2	-1,9	0,3	0,1	-0,2
Q2	105,7	0,9	3,6	3,3	-0,7	0,3	3,3	-1,5	-1,9	-0,1	-0,1	0,3
Q3	105,8	0,8	4,1	2,6	-0,1	0,9	3,8	-1,0	-1,4	0,3	0,0	-1,3
Q4	105,9	0,6	2,9	2,1	0,5	0,8	4,4	-0,4	0,1	0,0	-0,3	-0,4
Compensation per hour worked												
2023	108,4	4,9	4,0	5,4	4,7	5,1	5,1	5,7	3,6	5,4	4,2	4,5
2024	113,0	4,2	4,5	4,4	4,3	4,3	3,7	3,8	2,9	3,9	4,4	4,2
2025	117,6	4,1	3,7	3,9	4,2	3,9	4,2	4,1	4,2	4,1	4,4	3,5
2025 Q1	115,7	4,1	4,3	3,8	4,2	4,3	3,9	3,6	2,3	4,5	4,2	2,7
Q2	116,9	4,2	3,6	4,2	4,4	3,7	4,0	4,8	3,9	4,8	4,5	4,0
Q3	117,8	3,8	4,5	3,6	3,9	3,4	5,0	4,2	4,2	3,7	3,9	4,3
Q4	118,1	3,4	2,4	2,8	3,5	3,5	3,1	3,2	6,0	2,5	4,2	2,4
Hourly labour productivity												
2023	98,9	-1,3	-1,3	-2,7	0,4	-2,1	2,7	-3,6	0,4	0,0	-0,8	1,1
2024	98,7	-0,2	0,2	-0,7	-2,6	-0,1	0,8	0,1	1,3	0,2	0,0	0,4
2025	99,7	1,0	3,9	3,0	-0,3	1,2	3,7	-0,8	-0,9	0,3	0,0	-1,0
2025 Q1	99,4	1,2	3,6	3,8	-1,2	1,0	2,5	-0,7	-1,6	0,7	0,1	-0,8
Q2	99,6	1,3	3,9	3,9	-0,8	1,1	3,7	-1,2	-1,5	0,2	0,2	-0,5
Q3	99,6	0,7	4,5	2,4	-0,1	1,0	4,0	-0,8	-2,8	0,0	-0,2	-2,0
Q4	99,2	0,5	3,4	1,7	0,5	1,1	3,8	-0,9	1,7	0,0	-0,8	-1,1

Sources: Eurostat and ECB calculations.

4 Financial market developments

4.1 Money market interest rates

(percentages per annum, period averages)

	Euro area ¹⁾					United States	Japan
	Euro short-term rate (€STR)	1-month deposits (EURIBOR)	3-month deposits (EURIBOR)	6-month deposits (EURIBOR)	12-month deposit (EURIBOR)	Secured overnight financing rate (SOFR)	Tokyo overnight average rate (TONAR)
	1	2	3	4	5	6	7
2023	3,21	3,24	3,43	3,69	3,87	5,00	-0,04
2024	3,64	3,56	3,57	3,48	3,27	5,15	0,12
2025	2,18	2,12	2,18	2,20	2,22	4,25	0,47
2025 Sep.	1,92	1,90	2,03	2,10	2,17	4,30	0,48
Oct.	1,93	1,91	2,03	2,11	2,19	4,20	0,48
Nov.	1,93	1,91	2,04	2,13	2,22	3,97	0,48
Dec.	1,93	1,92	2,05	2,14	2,27	3,80	0,54
2026 Jan.	1,93	1,96	2,03	2,14	2,25	3,66	0,73
Feb.	1,93	1,95	2,01	2,14	2,22	3,67	0,73

Source: LSEG and ECB calculations.

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

4.2 Yield curves

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

	Spot rates					Spreads			Instantaneous forward rates			
	Euro area ¹⁾²⁾					Euro area ¹⁾²⁾	United States	Japan	Euro area ¹⁾²⁾			
	3 months	1 year	2 years	5 years	10 years	10 years - 1 year	10 years - 1 year	10 years - 1 year	1 year	2 years	5 years	10 years
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
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	1,98	2,02	2,11	2,44	2,95	0,92	0,74	1,14	2,09	2,30	3,02	3,78
2025 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
Oct.	1,90	1,90	1,95	2,23	2,72	0,82	0,45	0,89	1,93	2,08	2,76	3,56
Nov.	1,95	1,96	2,01	2,28	2,77	0,81	0,47	1,02	1,99	2,13	2,80	3,64
Dec.	1,98	2,02	2,11	2,44	2,95	0,92	0,74	1,14	2,09	2,30	3,02	3,78
2026 Jan.	1,97	1,98	2,05	2,38	2,90	0,92	0,82	1,21	2,03	2,22	2,97	3,77
Feb.	1,96	1,95	1,98	2,23	2,73	0,78	0,52	1,09	1,96	2,08	2,74	3,59

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										Standard & Poor's 500	Nikkei 225
	Broad index	50	Basic materials	Consumer services	Consumer goods	Oil and gas	Financials	Industrials	Technology	Utilities	Telecoms	Health care		
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
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	565,6	5 396,9	961,3	270,5	155,2	135,2	321,9	1 153,7	1 104,9	444,9	356,1	855,9	6 216,9	41 794,2
2025 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
Oct.	594,4	5 641,1	940,9	266,6	150,6	143,2	345,2	1 246,9	1 194,5	478,4	354,1	905,0	6 735,7	48 521,1
Nov.	593,5	5 634,1	927,2	266,6	152,1	150,5	353,1	1 210,9	1 153,6	499,4	340,0	913,0	6 740,9	50 111,1
Dec.	604,4	5 730,9	921,2	274,9	150,2	153,8	372,7	1 214,5	1 167,1	498,3	337,6	902,9	6 853,0	50 162,4
2026 Jan.	628,1	5 951,6	940,4	271,3	150,5	162,5	385,3	1 281,0	1 284,1	526,6	343,5	908,5	6 929,1	53 077,3
Feb.	640,9	6 051,7	1 028,4	262,6	162,5	184,9	388,5	1 294,1	1 265,9	559,5	390,5	903,5	6 893,8	56 480,9

Source: LSEG.

4 Financial market developments

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

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

	Deposits				Revolving loans and overdrafts	Extended credit card credit	Loans for consumption			Loans to sole proprietors and unincorporated partnerships	Loans for house purchase					Composite cost-of-borrowing indicator
	Over-night	Redeemable at notice of up to 3 months	With an agreed maturity of:				By initial period of rate fixation		APRC ³⁾		By initial period of rate fixation				APRC ³⁾	
			Up to 2 years	Over 2 years			Floating rate and up to 1 year	Over 1 year			Floating rate and up to 1 year	Over 1 and up to 5 years	Over 5 and up to 10 years	Over 10 years		
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	
2025 Feb.	0,32	1,55	2,20	2,35	7,74	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	2,09	2,23	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	1,96	2,28	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	1,85	2,21	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	1,78	2,19	7,40	16,48	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	1,74	2,19	7,28	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	1,72	2,16	7,28	16,40	7,12	7,54	8,25	4,15	3,59	3,40	3,46	3,18	3,62	3,31
Sep.	0,25	1,21	1,76	2,14	7,34	16,42	6,73	7,46	8,18	4,14	3,52	3,39	3,49	3,17	3,61	3,31
Oct.	0,25	1,21	1,78	2,16	7,32	16,40	6,40	7,42	8,10	4,18	3,52	3,37	3,48	3,16	3,59	3,31
Nov.	0,25	1,21	1,77	2,21	7,25	16,41	6,18	7,45	8,07	4,17	3,53	3,35	3,48	3,15	3,58	3,30
Dec.	0,25	1,22	1,78	2,27	7,23	16,42	6,36	7,24	7,91	4,01	3,55	3,37	3,48	3,13	3,59	3,32
2026 Jan.	0,25	1,22	1,79	2,30	7,31	16,47	6,66	7,62	8,29	4,12	3,51	3,37	3,51	3,23	3,64	3,35

Source: ECB.

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

2) Including non-profit institutions serving households.

3) Annual percentage rate of charge (APRC).

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

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

	Deposits			Revolving loans and overdrafts	Other loans by size and initial period of rate fixation									Composite cost-of-borrowing indicator
	Over-night	With an agreed maturity of:			Up to EUR 0.25 million			over EUR 0.25 and up to 1 million			over EUR 1 million			
		Up to 2 years	Over 2 years		Floating rate and up to 3 months	Over 3 months and up to 1 year	Over 1 year	Floating rate and up to 3 months	Over 3 months and up to 1 year	Over 1 year	Floating rate and up to 3 months	Over 3 months and up to 1 year	Over 1 year	
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
2025 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	4,53	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	4,20	4,78	3,86	3,59	3,70	3,55	3,51	3,66	3,80
May	0,58	2,06	2,56	3,91	3,78	4,22	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	4,19	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	4,06	4,76	3,55	3,41	3,61	3,24	3,41	3,47	3,52
Aug.	0,51	1,88	2,29	3,65	3,59	4,04	4,75	3,54	3,41	3,64	3,07	3,35	3,63	3,46
Sep.	0,52	1,90	2,30	3,69	3,59	4,11	4,90	3,50	3,37	3,62	3,13	3,39	3,61	3,50
Oct.	0,53	1,89	2,47	3,66	3,59	4,12	4,81	3,52	3,41	3,63	3,19	3,26	3,54	3,51
Nov.	0,52	1,92	2,37	3,64	3,67	4,18	4,88	3,49	3,44	3,59	3,15	3,34	3,55	3,50
Dec.	0,52	1,94	2,48	3,68	3,65	4,09	4,82	3,53	3,40	3,64	3,30	3,54	3,60	3,57
2026 Jan.	0,52	1,90	2,42	3,68	3,59	4,07	4,71	3,53	3,40	3,70	3,29	3,45	3,57	3,57

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 ¹⁾

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

	Outstanding amounts						Gross issues ²⁾							
	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														
2023	1 573,3	622,5	163,8	104,3	85,2	701,8	659,1	537,2	242,1	117,9	91,3	48,7	128,5	104,6
2024	1 600,2	582,1	205,9	121,2	70,4	741,8	674,7	522,8	207,9	138,0	107,7	39,6	137,3	110,2
2025	1 613,6	574,4	216,3	134,4	76,9	746,0	662,7	557,6	228,8	152,8	123,9	41,3	134,7	107,8
2025 Sep.	1 637,1	606,0	222,6	131,6	92,7	715,9	635,0	584,5	235,1	154,1	123,6	46,2	149,0	111,6
Oct.	1 657,3	603,5	217,3	123,0	96,1	740,5	662,5	600,4	227,2	162,0	127,8	44,8	166,3	136,5
Nov.	1 683,2	615,7	214,5	123,6	95,2	757,9	670,3	550,9	220,6	149,3	124,1	40,4	140,7	114,3
Dec.	1 613,6	574,4	216,3	134,4	76,9	746,0	662,7	481,7	172,7	157,8	137,9	28,6	122,5	93,3
2026 Jan.	1 664,5	601,7	200,0	112,5	88,0	774,8	672,7	615,7	248,3	153,3	120,5	46,4	167,7	138,8
Feb.	1 653,5	620,8	197,5	107,1	88,1	747,2	659,2	538,4	229,7	141,6	114,1	40,4	126,7	100,0
Long-term														
2023	19 426,7	4 447,6	3 244,6	1 433,6	1 545,2	10 189,3	9 450,2	322,1	93,4	68,2	31,0	21,2	139,3	130,8
2024	20 540,3	4 776,1	3 512,5	1 527,9	1 644,2	10 607,5	9 835,6	351,3	89,5	86,0	35,1	27,0	148,8	138,1
2025	21 411,0	4 895,0	3 759,3	1 688,1	1 743,7	11 013,0	10 220,6	385,5	93,7	103,1	44,3	30,9	157,8	146,8
2025 Sep.	21 307,6	4 875,5	3 655,3	1 628,7	1 724,4	11 052,3	10 263,6	419,3	93,9	113,0	44,7	42,8	169,6	161,2
Oct.	21 468,4	4 914,4	3 708,6	1 650,5	1 733,0	11 112,5	10 312,5	389,3	83,2	117,5	45,5	35,5	153,2	142,4
Nov.	21 580,1	4 927,0	3 772,3	1 685,8	1 753,3	11 127,5	10 325,5	383,9	83,6	130,9	56,3	43,6	125,7	116,5
Dec.	21 411,0	4 895,0	3 759,3	1 688,1	1 743,7	11 013,0	10 274,9	274,9	82,3	115,1	54,7	16,3	61,2	54,8
2026 Jan.	21 717,8	4 942,7	3 765,5	1 678,9	1 767,1	11 242,6	10 429,1	540,8	143,3	97,5	28,4	37,1	262,9	235,8
Feb.	21 986,3	4 990,5	3 805,5	1 683,0	1 780,1	11 410,3	10 584,0	381,6	89,9	84,8	28,4	23,8	183,1	169,2

Source: ECB.

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

²⁾ 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 ¹⁾

(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											
2023	21 000,0	5 070,1	3 408,5	1 537,9	1 630,4	10 891,0	10 109,3	9 671,8	625,3	1 420,8	7 625,2
2024	22 140,4	5 358,2	3 718,4	1 649,1	1 714,6	11 349,3	10 510,3	10 150,1	755,1	1 588,2	7 806,4
2025	23 024,6	5 469,4	3 975,7	1 822,4	1 820,6	11 758,9	10 883,3	11 689,1	1 315,7	1 840,7	8 532,3
2025 Sep.	22 944,6	5 481,5	3 877,8	1 760,4	1 817,1	11 768,2	10 898,6	11 298,2	1 165,1	1 860,7	8 271,9
Oct.	23 125,7	5 517,8	3 925,9	1 773,4	1 829,0	11 852,9	10 975,0	11 514,3	1 164,3	1 846,4	8 503,2
Nov.	23 263,3	5 542,6	3 986,7	1 809,4	1 848,4	11 885,4	10 995,8	11 482,4	1 204,0	1 846,6	8 431,4
Dec.	23 024,6	5 469,4	3 975,7	1 822,4	1 820,6	11 758,9	10 883,3	11 689,1	1 315,7	1 840,7	8 532,3
2026 Jan.	23 382,3	5 544,4	3 965,5	1 791,4	1 855,1	12 017,4	11 101,9	11 938,8	1 364,6	1 819,5	8 754,3
Feb.	23 639,9	5 611,3	4 003,0	1 790,1	1 868,1	12 157,4	11 243,2	12 294,1	1 320,4	1 869,3	9 104,0
Growth rate ²⁾											
2025 July	5,5	4,9	9,3	10,9	3,9	4,8	4,8	-0,1	-0,7	-0,5	0,0
Aug.	5,5	5,4	9,5	11,5	3,4	4,5	4,5	-0,1	-0,5	-0,6	0,0
Sep.	5,1	3,8	9,4	11,5	3,3	4,7	4,6	0,0	0,7	-0,7	0,0
Oct.	5,1	3,9	9,5	10,1	3,1	4,6	4,6	-0,1	0,6	-0,8	0,0
Nov.	5,6	4,8	9,6	9,9	3,9	5,0	4,8	-0,1	0,4	-0,8	-0,1
Dec.	5,7	4,4	10,7	10,5	3,8	5,1	5,0	0,0	2,9	-1,9	-0,1
2026 Jan.	5,7	3,8	10,0	10,0	4,7	5,3	5,0	-0,1	2,6	-2,0	0,0
Feb.	5,6	4,4	9,7	8,9	4,8	4,9	4,7	0,0	2,3	-2,0	0,1

Source: ECB.

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

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

4 Financial market developments

4.8 Effective exchange rates ¹⁾

(period averages; index: 1999 Q1=100)

	EER-17						EER-40	
	Nominal	Real CPI	Real PPI	Real GDP deflator	Real ULCM	Real ULCT	Nominal	Real CPI
	1	2	3	4	5	6	7	8
2023	97,9	93,9	97,8	88,9	67,1	86,3	122,1	94,4
2024	98,2	94,2	97,9	89,5	67,3	87,3	124,4	94,6
2025	100,4	96,3	101,6	.	.	.	128,3	96,5
2025 Q1	96,8	93,1	96,5	88,4	63,7	85,9	123,2	93,2
Q2	100,4	96,4	101,4	92,0	65,4	89,4	128,4	96,6
Q3	102,1	98,0	103,8	93,6	66,6	91,1	130,8	98,3
Q4	101,9	97,8	104,7	.	.	.	130,7	98,0
2025 Sep.	102,2	98,1	104,2	-	-	-	131,1	98,5
Oct.	101,9	97,7	104,3	-	-	-	130,6	97,9
Nov.	101,8	97,7	104,3	-	-	-	130,4	97,8
Dec.	102,2	98,0	105,4	-	-	-	131,1	98,2
2026 Jan.	101,8	97,7	105,2	-	-	-	130,7	97,8
Feb.	101,8	97,6	105,2	-	-	-	130,7	97,7
<i>Percentage change versus previous month</i>								
2026 Feb.	-0,1	-0,1	0,1	-	-	-	0,0	-0,2
<i>Percentage change versus previous year</i>								
2026 Feb.	5,9	5,7	10,1	-	-	-	7,0	5,7

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
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
2025	8,119	24,688	7,463	397,767	169,043	4,240	0,857	5,0424	11,066	0,937	1,130
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
Q4	8,250	24,272	7,469	386,506	179,223	4,237	0,875	5,0884	10,952	0,930	1,163
2025 Sep.	8,359	24,347	7,464	391,630	173,549	4,259	0,869	5,0740	11,000	0,935	1,173
Oct.	8,281	24,315	7,468	389,912	176,153	4,249	0,872	5,0872	10,970	0,929	1,163
Nov.	8,215	24,234	7,468	384,201	179,316	4,238	0,880	5,0867	10,991	0,929	1,156
Dec.	8,249	24,259	7,470	384,970	182,497	4,224	0,875	5,0913	10,896	0,933	1,171
2026 Jan.	8,181	24,278	7,470	384,178	183,939	4,213	0,868	5,0919	10,681	0,927	1,174
Feb.	8,168	24,260	7,470	378,607	183,452	4,218	0,870	5,0945	10,635	0,914	1,182
<i>Percentage change versus previous month</i>											
2026 Feb.	-0,2	-0,1	0,0	-1,5	-0,3	0,1	0,2	0,1	-0,4	-1,4	0,7
<i>Percentage change versus previous year</i>											
2026 Feb.	7,8	-3,3	0,1	-6,1	16,0	1,1	4,8	2,4	-5,4	-2,9	13,6

Source: ECB.

4 Financial market developments

4.10 Euro area balance of payments, financial account

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

	Total ¹⁾			Direct investment		Portfolio investment		Net financial derivatives	Other investment		Reserve assets	Memo: Gross external debt
	Assets	Liabilities	Net	Assets	Liabilities	Assets	Liabilities		Assets	Liabilities		
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
<i>Outstanding amounts (international investment position)</i>												
2024 Q4	36 029,9	34 162,5	1 867,4	12 737,4	9 943,6	14 741,9	16 499,5	-2,1	7 157,8	7 719,5	1 394,8	16 706,8
2025 Q1	36 224,7	34 529,9	1 694,8	12 663,7	9 910,1	14 440,5	16 517,1	39,6	7 569,8	8 102,7	1 511,0	17 000,4
Q2	35 908,8	34 401,6	1 507,2	12 440,6	9 686,8	14 516,8	16 696,3	14,3	7 475,0	8 018,6	1 462,1	16 874,6
Q3	36 829,6	35 113,8	1 715,8	12 481,0	9 762,2	15 230,7	17 306,6	-0,5	7 496,2	8 045,0	1 622,2	16 957,3
<i>Outstanding amounts as percentage of GDP</i>												
2025 Q3	235,1	224,1	11,0	79,7	62,3	97,2	110,5	0,0	47,9	51,4	10,4	108,2
<i>Transactions</i>												
2025 Q1	829,5	731,2	98,3	138,1	51,1	220,4	210,1	-8,8	480,6	470,0	-0,8	-
Q2	314,2	231,7	82,6	-45,6	-46,6	203,5	186,7	0,5	147,0	91,6	8,8	-
Q3	294,6	259,8	34,8	25,1	30,1	268,4	195,5	-4,2	-0,5	34,2	5,8	-
Q4	201,4	182,3	19,1	60,1	-39,5	74,3	245,4	13,6	43,7	-23,5	9,8	-
2025 July	38,2	32,6	5,5	22,8	9,9	56,3	35,9	0,4	-41,5	-13,2	0,1	-
Aug.	140,0	161,6	-21,6	-5,3	19,2	86,4	65,5	-0,4	58,1	76,9	1,2	-
Sep.	116,5	65,6	50,9	7,6	1,0	125,7	94,1	-4,2	-17,1	-29,5	4,6	-
Oct.	206,0	208,1	-2,1	17,0	-5,8	31,6	83,5	8,7	147,9	130,4	0,8	-
Nov.	134,0	125,7	8,3	13,4	9,0	22,8	80,5	7,5	87,7	36,3	2,7	-
Dec.	-138,5	-151,5	12,9	29,8	-42,7	19,8	81,4	-2,6	-191,9	-190,1	6,3	-
<i>12-month cumulated transactions</i>												
2025 Dec.	1 639,8	1 405,1	234,8	177,7	-4,9	766,6	837,6	1,1	670,9	572,4	23,5	-
<i>12-month cumulated transactions as percentage of GDP</i>												
2025 Dec.	10,4	8,9	1,5	1,1	0,0	4,8	5,3	0,0	4,2	3,6	0,1	-

Source: ECB.

1) Net financial derivatives are included in total assets.

5 Financing conditions and credit developments

5.1 Monetary aggregates ¹⁾

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

	M3											
	M2						M3-M2				Total	
	M1			M2-M1			Total	Repos	Money market fund shares	Debt securities with a maturity of up to 2 years		Total
	Currency in circulation	Overnight deposits	Total	Deposits with an agreed maturity of up to 2 years	Deposits redeemable at notice of up to 3 months	Total					8		9	10	11	12
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
Outstanding amounts												
2023	1 534,0	8 820,5	10 354,5	2 306,0	2 451,9	4 757,9	15 112,4	183,5	740,3	72,8	996,6	16 109,0
2024	1 554,5	9 048,7	10 603,2	2 545,4	2 455,2	5 000,6	15 603,8	253,8	880,6	38,3	1 172,7	16 776,5
2025	1 587,5	9 504,8	11 092,3	2 421,2	2 563,5	4 984,7	16 077,0	259,4	851,1	19,2	1 129,7	17 206,7
2025 Q1	1 558,2	9 124,4	10 682,6	2 488,7	2 487,0	4 975,7	15 658,3	241,9	894,8	43,6	1 180,3	16 838,6
Q2	1 563,9	9 242,9	10 806,8	2 402,9	2 513,4	4 916,3	15 723,1	257,5	920,1	26,6	1 204,2	16 927,3
Q3	1 574,9	9 321,2	10 896,1	2 350,2	2 542,5	4 892,7	15 788,8	258,6	927,6	7,4	1 193,5	16 982,4
Q4 ^(p)	1 587,5	9 504,8	11 092,3	2 421,2	2 563,5	4 984,7	16 077,0	259,4	851,1	19,2	1 129,7	17 206,7
2025 Aug.	1 570,5	9 270,1	10 840,6	2 384,6	2 529,9	4 914,4	15 755,0	240,6	914,8	16,1	1 171,5	16 926,5
Sep.	1 574,9	9 321,2	10 896,1	2 350,2	2 542,5	4 892,7	15 788,8	258,6	927,6	7,4	1 193,5	16 982,4
Oct.	1 579,2	9 415,3	10 994,4	2 355,4	2 551,0	4 906,4	15 900,9	237,1	912,5	23,4	1 173,0	17 073,9
Nov.	1 585,5	9 473,6	11 059,0	2 407,4	2 558,2	4 965,6	16 024,7	251,7	902,0	22,2	1 175,9	17 200,6
Dec.	1 587,5	9 504,8	11 092,3	2 421,2	2 563,5	4 984,7	16 077,0	259,4	851,1	19,2	1 129,7	17 206,7
2026 Jan. ^(p)	1 597,0	9 628,4	11 225,4	2 410,9	2 568,3	4 979,3	16 204,7	237,3	862,0	40,7	1 140,0	17 344,7
Transactions												
2023	-5,3	-967,1	-972,4	927,4	-104,2	823,2	-149,2	39,8	93,6	23,3	156,7	7,6
2024	21,2	181,6	202,8	206,0	5,9	211,9	414,7	75,6	129,8	-34,8	170,7	585,3
2025	33,0	465,2	498,2	-123,0	101,0	-22,0	476,2	10,2	-5,3	-11,6	-6,7	469,5
2025 Q1	3,7	94,5	98,2	-51,4	24,8	-26,6	71,6	-10,5	11,0	8,2	8,8	80,3
Q2	5,7	141,3	147,0	-75,5	26,0	-49,6	97,4	18,3	23,0	-16,9	24,5	121,9
Q3	11,0	80,4	91,4	-52,5	29,2	-23,3	68,1	1,4	4,8	-16,7	-10,5	57,5
Q4 ^(p)	12,6	149,1	161,7	56,5	21,0	77,5	239,2	0,9	-44,3	13,9	-29,5	209,7
2025 Aug.	3,6	29,6	33,1	-14,7	7,5	-7,2	25,9	-1,4	-4,1	-7,8	-13,3	12,6
Sep.	4,4	53,3	57,6	-33,9	12,8	-21,2	36,5	18,3	11,9	-8,1	22,1	58,6
Oct.	4,3	56,0	60,3	-14,8	8,4	-6,3	53,9	-22,1	-16,0	15,5	-22,6	31,3
Nov.	6,3	58,2	64,5	52,0	7,2	59,3	123,7	14,6	-11,3	0,4	3,7	127,4
Dec.	2,1	34,9	36,9	19,2	5,4	24,6	61,5	8,4	-17,0	-2,0	-10,5	51,0
2026 Jan. ^(p)	2,0	49,8	51,8	-25,8	3,2	-22,7	29,1	5,1	10,3	21,8	37,3	66,4
Growth rates												
2023	-0,3	-9,9	-8,6	67,2	-4,1	20,9	-1,0	32,6	14,5	42,7	19,1	0,0
2024	1,4	2,0	2,0	8,9	0,2	4,4	2,7	41,6	17,5	-50,0	17,2	3,6
2025	2,1	5,2	4,7	-4,9	4,1	-0,4	3,1	4,1	-0,6	-34,7	-0,6	2,8
2025 Q1	1,7	4,4	4,0	0,7	2,3	1,5	3,2	25,7	11,7	-41,1	10,7	3,7
Q2	1,9	5,3	4,8	-5,3	3,4	-1,1	2,9	26,2	11,9	-54,7	11,0	3,4
Q3	2,1	5,5	5,0	-8,4	4,5	-2,1	2,7	11,2	7,0	-82,2	4,3	2,8
Q4 ^(p)	2,1	5,2	4,7	-4,9	4,1	-0,4	3,1	4,1	-0,6	-34,7	-0,6	2,8
2025 Aug.	2,0	5,6	5,0	-6,3	3,9	-1,3	2,9	-0,1	7,7	-65,5	2,6	2,9
Sep.	2,1	5,5	5,0	-8,4	4,5	-2,1	2,7	11,2	7,0	-82,2	4,3	2,8
Oct.	2,1	5,7	5,1	-8,0	4,6	-1,8	2,9	-1,4	5,6	-51,3	1,3	2,8
Nov.	2,3	5,5	5,0	-6,0	4,6	-0,9	3,1	5,7	3,2	-37,2	2,1	3,0
Dec.	2,1	5,2	4,7	-4,9	4,1	-0,4	3,1	4,1	-0,6	-34,7	-0,6	2,8
2026 Jan. ^(p)	2,2	5,8	5,3	-5,1	3,9	-0,6	3,4	2,9	1,6	3,9	1,6	3,3

Sources: ECB.

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

5 Financing conditions and credit developments

5.2 Deposits in M3 ¹⁾

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

	Non-financial corporations ²⁾					Households ³⁾					Financial corporations other than MFIs and ICPFs ³⁾	Insurance corporations and pension funds ⁴⁾	Other general government ⁴⁾
	Total	Overnight	With an agreed maturity of up to 2 years	Redeemable at notice of up to 3 months	Repos	Total	Overnight	With an agreed maturity of up to 2 years	Redeemable at notice of up to 3 months	Repos			
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
Outstanding amounts													
2023	3 317,0	2 403,6	770,8	131,0	11,6	8 406,6	5 105,6	1 014,6	2 285,1	1,3	1 269,0	227,0	542,4
2024	3 415,8	2 479,2	792,3	133,3	11,1	8 733,8	5 188,4	1 255,9	2 288,2	1,3	1 373,2	231,9	548,3
2025	3 504,8	2 575,3	772,6	150,3	6,6	8 990,0	5 472,2	1 137,5	2 379,0	1,3	1 476,5	224,6	553,0
2025 Q1	3 415,8	2 479,9	786,3	139,0	10,6	8 795,9	5 256,9	1 225,1	2 312,9	1,1	1 362,1	228,7	539,4
Q2	3 439,3	2 506,4	779,8	143,8	9,3	8 844,8	5 334,0	1 175,6	2 334,1	1,1	1 354,9	233,3	544,3
Q3	3 469,1	2 538,4	779,0	145,7	6,0	8 903,2	5 400,7	1 139,5	2 361,9	1,1	1 333,8	229,2	537,3
Q4 ⁴⁾	3 504,8	2 575,3	772,6	150,3	6,6	8 990,0	5 472,2	1 137,5	2 379,0	1,3	1 476,5	224,6	553,0
2025 Aug.	3 464,4	2 525,2	784,9	145,0	9,3	8 884,1	5 372,3	1 160,9	2 349,9	1,1	1 305,4	226,5	544,8
Sep.	3 469,1	2 538,4	779,0	145,7	6,0	8 903,2	5 400,7	1 139,5	2 361,9	1,1	1 333,8	229,2	537,3
Oct.	3 473,5	2 556,2	763,3	147,8	6,1	8 932,6	5 422,9	1 139,8	2 368,9	1,0	1 383,1	223,7	546,0
Nov.	3 492,5	2 565,0	773,1	148,7	5,7	8 963,9	5 452,1	1 137,1	2 373,9	0,9	1 442,9	221,6	570,1
Dec.	3 504,8	2 575,3	772,6	150,3	6,6	8 990,0	5 472,2	1 137,5	2 379,0	1,3	1 476,5	224,6	553,0
2026 Jan. ⁴⁾	3 533,6	2 600,7	775,7	152,7	4,5	9 079,5	5 553,0	1 144,8	2 380,7	1,0	1 411,2	240,1	580,5
Transactions													
2023	-38,9	-313,8	270,9	-1,6	5,6	13,9	-459,3	571,9	-99,2	0,5	-47,3	-2,1	-29,6
2024	89,5	69,8	16,6	2,9	0,2	289,8	48,7	236,4	4,7	0,1	82,8	3,9	3,2
2025	116,2	111,9	-12,7	16,9	0,0	262,4	294,9	-116,1	83,6	-0,1	76,4	-4,8	3,3
2025 Q1	7,7	6,2	-3,9	5,5	-0,2	63,5	75,9	-30,2	18,0	-0,3	-2,2	-2,3	-9,2
Q2	36,0	34,4	-2,4	4,8	-0,8	53,5	80,3	-47,5	20,7	0,0	9,8	5,9	4,9
Q3	34,4	32,6	-0,5	2,0	0,4	59,1	67,2	-35,8	27,8	0,0	-23,8	-4,0	-7,2
Q4 ⁴⁾	38,0	38,7	-5,9	4,6	0,6	86,4	71,6	-2,6	17,2	0,2	92,6	-4,4	14,9
2025 Aug.	11,3	10,3	0,9	0,5	-0,4	11,7	17,3	-12,5	6,8	0,1	-2,4	3,2	-3,0
Sep.	9,9	14,0	-5,4	0,8	0,5	19,5	28,7	-21,2	12,0	0,0	25,9	2,8	-7,7
Oct.	3,5	17,6	-16,2	2,1	0,0	28,7	21,8	0,0	7,0	-0,1	-7,2	-5,6	8,1
Nov.	19,1	8,9	9,8	0,9	-0,4	31,4	29,2	-2,7	5,0	-0,1	59,6	-2,1	24,1
Dec.	15,4	12,2	0,6	1,6	0,9	26,3	20,6	0,1	5,2	0,4	40,2	3,3	-17,3
2026 Jan. ⁴⁾	3,1	2,5	0,3	2,3	-2,1	35,8	40,5	-4,6	0,1	-0,3	-41,0	8,9	25,4
Growth rates													
2023	-1,2	-11,5	54,2	-1,2	90,8	0,2	-8,3	129,4	-4,2	64,0	-3,5	-0,9	-5,2
2024	2,7	2,9	2,2	2,2	2,0	3,4	0,9	23,2	0,2	3,7	6,4	1,7	0,6
2025	3,4	4,5	-1,6	12,7	3,4	3,0	5,7	-9,3	3,6	-4,3	5,4	-2,1	0,6
2025 Q1	2,4	4,2	-3,9	9,5	-2,8	3,6	3,5	7,5	1,9	6,0	9,8	2,6	-0,5
Q2	1,8	4,3	-6,8	13,1	-9,4	3,3	4,9	-2,6	2,8	-8,6	7,6	7,2	2,1
Q3	3,1	5,5	-5,5	15,3	-9,2	3,2	6,1	-9,4	3,9	-0,5	2,7	0,0	-2,6
Q4 ⁴⁾	3,4	4,5	-1,6	12,7	3,4	3,0	5,7	-9,3	3,6	-4,3	5,4	-2,1	0,6
2025 Aug.	2,8	5,2	-5,8	14,5	-2,3	3,4	5,6	-5,6	3,3	5,7	1,6	4,1	0,3
Sep.	3,1	5,5	-5,5	15,3	-9,2	3,2	6,1	-9,4	3,9	-0,5	2,7	0,0	-2,6
Oct.	3,4	5,7	-5,2	15,5	-19,9	3,1	5,9	-9,8	4,0	3,0	2,4	0,8	-1,0
Nov.	3,5	5,4	-3,6	14,3	-26,7	3,1	5,8	-9,6	4,0	8,1	4,8	-1,6	2,0
Dec.	3,4	4,5	-1,6	12,7	3,4	3,0	5,7	-9,3	3,6	-4,3	5,4	-2,1	0,6
2026 Jan. ⁴⁾	3,4	5,1	-2,9	12,8	-38,4	3,2	6,1	-9,1	3,4	-15,6	4,8	3,2	5,2

Sources: ECB.

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

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

3) Including non-profit institutions serving households.

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

5 Financing conditions and credit developments

5.3 Credit to euro area residents ¹⁾

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

	Credit to general government			Credit to other euro area residents								
	Total	Loans	Debt securities	Total	Loans					Debt securities	Equity and non-money market fund investment fund shares	
					Total	To non-financial corporations ²⁾	To households ²⁾	To financial corporations other than MFIs and ICPFs ³⁾	To insurance corporations and pension funds			
	Total	Adjusted loans ²⁾										
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
Outstanding amounts												
2023	6 297,5	988,8	5 283,4	15 501,0	13 045,4	13 251,0	5 130,8	6 649,1	1 127,6	137,8	1 559,1	896,5
2024	6 251,0	986,9	5 238,3	15 788,1	13 258,1	13 502,0	5 189,1	6 678,6	1 251,3	139,1	1 578,8	951,2
2025	6 295,1	1 020,3	5 248,6	16 248,4	13 630,8	13 904,3	5 294,3	6 853,2	1 336,3	147,1	1 571,9	1 045,6
2025 Q1	6 267,5	996,6	5 245,0	15 868,4	13 333,9	13 589,1	5 203,4	6 722,3	1 271,1	137,2	1 562,0	972,4
Q2	6 274,4	1 007,8	5 240,6	15 955,8	13 410,2	13 679,7	5 214,0	6 767,1	1 284,5	144,6	1 571,0	974,6
Q3	6 287,6	1 017,1	5 244,4	16 021,4	13 447,9	13 720,7	5 243,8	6 808,9	1 259,1	136,1	1 566,9	1 006,6
Q4	6 295,1	1 020,3	5 248,6	16 248,4	13 630,8	13 904,3	5 294,3	6 853,2	1 336,3	147,1	1 571,9	1 045,6
2025 Aug.	6 264,1	1 013,8	5 224,2	15 997,1	13 422,4	13 698,3	5 237,5	6 794,2	1 253,8	136,9	1 575,0	999,7
Sep.	6 287,6	1 017,1	5 244,4	16 021,4	13 447,9	13 720,7	5 243,8	6 808,9	1 259,1	136,1	1 566,9	1 006,6
Oct.	6 309,3	1 025,3	5 257,9	16 115,6	13 520,8	13 791,8	5 257,2	6 817,9	1 311,1	134,6	1 572,6	1 022,2
Nov.	6 310,4	1 026,4	5 258,0	16 209,1	13 578,5	13 847,0	5 266,9	6 836,2	1 338,0	137,4	1 589,9	1 040,7
Dec.	6 295,1	1 020,3	5 248,6	16 248,4	13 630,8	13 904,3	5 294,3	6 853,2	1 336,3	147,1	1 571,9	1 045,6
2026 Jan.	6 373,4	1 039,7	5 307,5	16 360,7	13 711,2	13 983,4	5 309,9	6 898,5	1 351,6	151,2	1 589,9	1 059,5
Transactions												
2023	-161,9	-17,3	-144,9	51,0	23,2	73,3	-6,5	8,5	29,5	-8,3	-17,1	44,9
2024	-63,7	-1,2	-62,9	286,9	228,9	273,7	76,2	45,2	106,5	1,0	10,9	47,1
2025	49,7	33,3	16,2	456,0	406,1	440,3	144,3	187,4	66,1	8,3	-4,4	54,3
2025 Q1	37,6	9,3	28,2	103,0	98,2	109,2	27,6	48,5	24,2	-2,0	-13,7	18,4
Q2	-17,0	11,1	-28,1	105,0	95,5	106,8	26,6	45,8	15,3	7,8	9,9	-0,4
Q3	19,1	8,3	10,7	66,2	45,9	48,2	33,3	44,7	-23,7	-8,4	-6,7	26,9
Q4	10,0	4,5	5,4	181,8	166,4	176,1	56,7	48,4	50,3	10,9	6,0	9,4
2025 Aug.	-15,7	1,3	-17,0	20,9	7,6	15,3	15,9	15,3	-22,9	-0,7	3,1	10,1
Sep.	18,7	2,4	16,3	26,6	31,2	27,9	11,4	16,1	4,5	-0,7	-8,3	3,7
Oct.	8,3	8,1	0,2	67,3	51,1	55,8	13,1	10,0	29,6	-1,6	3,8	12,4
Nov.	5,4	1,3	4,2	72,9	59,9	58,0	11,9	19,2	26,0	2,8	18,1	-5,1
Dec.	-3,7	-4,8	1,0	41,6	55,4	62,4	31,7	19,3	-5,3	9,7	-15,9	2,1
2026 Jan.	51,6	17,6	33,9	69,0	42,2	40,4	-3,2	18,0	27,6	-0,2	16,6	10,2
Growth rates												
2023	-2,5	-1,7	-2,7	0,3	0,2	0,6	-0,1	0,1	2,7	-5,7	-1,1	5,3
2024	-1,0	-0,1	-1,2	1,9	1,8	2,1	1,5	0,7	9,4	0,7	0,7	5,2
2025	0,8	3,4	0,3	2,9	3,1	3,3	2,8	2,8	5,3	6,0	-0,3	5,7
2025 Q1	0,5	1,8	0,2	2,2	2,4	2,6	2,2	1,5	9,0	-0,7	-0,9	4,9
Q2	0,1	2,7	-0,4	2,7	2,8	3,0	2,4	2,1	7,6	11,0	0,8	4,7
Q3	0,6	3,8	0,0	2,7	2,7	2,8	2,8	2,5	3,8	2,0	0,1	7,3
Q4	0,8	3,4	0,3	2,9	3,1	3,3	2,8	2,8	5,3	6,0	-0,3	5,7
2025 Aug.	0,1	3,4	-0,5	2,7	2,5	2,8	2,7	2,3	3,2	1,9	1,0	7,2
Sep.	0,6	3,8	0,0	2,7	2,7	2,8	2,8	2,5	3,8	2,0	0,1	7,3
Oct.	0,6	3,9	0,0	2,9	2,9	3,0	2,9	2,6	5,0	-1,1	-0,3	8,0
Nov.	0,8	3,6	0,3	3,2	3,3	3,4	3,0	2,7	7,4	1,7	0,9	6,7
Dec.	0,8	3,4	0,3	2,9	3,1	3,3	2,8	2,8	5,3	6,0	-0,3	5,7
2026 Jan.	0,9	4,3	0,3	3,0	3,1	3,3	2,6	2,8	6,6	7,0	0,9	5,4

Source: ECB.

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

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

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

4) Including non-profit institutions serving households.

5 Financing conditions and credit developments

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

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

	Non-financial corporations ²⁾					Households ³⁾				
	Total		Up to 1 year	Over 1 and up to 5 years	Over 5 years	Total		Loans for consumption	Loans for house purchase	Other loans
	Total	Adjusted loans ⁴⁾				Total	Adjusted loans ⁴⁾			
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
Outstanding amounts										
2023	5 130,8	5 135,7	915,6	1 089,6	3 125,7	6 649,1	6 867,2	731,1	5 229,1	688,9
2024	5 189,1	5 199,9	930,7	1 097,7	3 160,7	6 678,6	6 929,5	744,8	5 255,6	678,2
2025	5 294,3	5 323,7	949,8	1 121,3	3 223,2	6 853,2	7 111,6	777,1	5 403,5	672,6
2025 Q1	5 203,4	5 224,1	926,5	1 112,4	3 164,5	6 722,3	6 971,8	750,4	5 294,0	677,9
Q2	5 214,0	5 250,1	929,7	1 114,7	3 169,6	6 767,1	7 016,7	757,7	5 333,4	676,1
Q3	5 243,8	5 282,0	926,6	1 126,7	3 190,5	6 808,9	7 061,1	767,3	5 369,2	672,4
Q4	5 294,3	5 323,7	949,8	1 121,3	3 223,2	6 853,2	7 111,6	777,1	5 403,5	672,6
2025 Aug.	5 237,5	5 274,6	929,5	1 123,2	3 184,8	6 794,2	7 045,4	764,1	5 357,1	673,0
Sep.	5 243,8	5 282,0	926,6	1 126,7	3 190,5	6 808,9	7 061,1	767,3	5 369,2	672,4
Oct.	5 257,2	5 290,7	935,3	1 126,0	3 195,9	6 817,9	7 074,0	771,1	5 373,9	673,0
Nov.	5 266,9	5 300,8	938,5	1 123,4	3 204,9	6 836,2	7 093,3	775,3	5 386,8	674,1
Dec.	5 294,3	5 323,7	949,8	1 121,3	3 223,2	6 853,2	7 111,6	777,1	5 403,5	672,6
2026 Jan.	5 309,9	5 340,4	953,6	1 122,7	3 233,6	6 898,5	7 156,3	789,7	5 436,1	672,8
Transactions										
2023	-6,5	23,7	-44,8	10,5	27,8	8,5	26,8	19,1	10,3	-20,9
2024	76,2	87,5	21,8	14,6	39,8	45,2	77,1	26,6	28,3	-9,7
2025	144,3	156,5	31,4	34,8	78,0	187,4	204,9	38,7	148,4	0,3
2025 Q1	27,6	35,7	-2,4	19,6	10,4	48,5	48,9	8,7	39,8	0,0
Q2	26,6	37,6	9,2	8,2	9,2	45,8	47,5	6,9	37,7	1,2
Q3	33,3	34,7	-1,4	12,0	22,7	44,7	46,8	11,2	36,3	-2,8
Q4	56,7	48,6	26,0	-5,0	35,7	48,4	61,7	11,9	34,6	1,9
2025 Aug.	15,9	17,8	2,7	4,1	9,1	15,3	15,8	4,2	11,5	-0,4
Sep.	11,4	12,1	0,6	4,0	6,8	16,1	17,0	3,8	12,3	-0,1
Oct.	13,1	8,4	8,3	-2,1	6,9	10,0	20,0	4,3	4,7	1,0
Nov.	11,9	12,4	4,6	-2,0	9,3	19,2	20,8	5,0	13,1	1,1
Dec.	31,7	27,8	13,1	-0,9	19,4	19,3	20,8	2,6	16,8	-0,2
2026 Jan.	-3,2	-3,0	-5,6	0,5	1,9	18,0	17,1	1,9	16,0	0,1
Growth rates										
2023	-0,1	0,5	-4,6	1,0	0,9	0,1	0,4	2,7	0,2	-2,9
2024	1,5	1,7	2,4	1,3	1,3	0,7	1,1	3,7	0,5	-1,4
2025	2,8	3,0	3,4	3,2	2,5	2,8	3,0	5,2	2,8	0,0
2025 Q1	2,2	2,4	4,7	3,3	1,1	1,5	1,7	3,7	1,4	-0,7
Q2	2,4	2,8	4,0	4,1	1,3	2,1	2,3	4,5	2,1	-0,3
Q3	2,8	2,9	2,9	4,5	2,1	2,5	2,6	5,0	2,5	-0,1
Q4	2,8	3,0	3,4	3,2	2,5	2,8	3,0	5,2	2,8	0,0
2025 Aug.	2,7	3,0	3,6	4,7	1,7	2,3	2,5	4,8	2,3	-0,1
Sep.	2,8	2,9	2,9	4,5	2,1	2,5	2,6	5,0	2,5	-0,1
Oct.	2,9	2,9	2,9	4,4	2,3	2,6	2,8	5,2	2,6	0,1
Nov.	3,0	3,1	4,0	4,2	2,3	2,7	2,9	5,6	2,7	0,0
Dec.	2,8	3,0	3,4	3,2	2,5	2,8	3,0	5,2	2,8	0,0
2026 Jan.	2,6	2,8	3,1	2,8	2,4	2,8	3,0	5,1	2,8	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 ¹⁾

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

	MFI liabilities					MFI assets				
	Central government holdings ²⁾	Longer-term financial liabilities vis-à-vis other euro area residents				Net external assets	Other			
		Total	Deposits with an agreed maturity of over 2 years	Deposits redeemable at notice of over 3 months	Debt securities with a maturity of over 2 years		Capital and reserves	Total	Repos with central counterparties ³⁾	Reverse repos to central counterparties ³⁾
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	
Outstanding amounts										
2023	476,9	7 337,9	1 826,7	90,5	2 415,1	3 005,6	1 853,9	271,3	152,1	152,6
2024	395,9	7 856,0	1 842,3	117,2	2 595,7	3 300,8	2 664,2	325,1	140,4	136,0
2025	398,5	8 368,7	1 872,6	131,7	2 623,2	3 741,2	3 242,2	188,1	326,5	238,4
2025 Q1	388,3	7 934,8	1 834,8	121,7	2 576,4	3 401,9	2 795,3	230,5	182,9	161,3
Q2	410,9	7 908,1	1 833,7	129,6	2 562,0	3 382,8	2 829,8	186,2	177,9	165,9
Q3	430,1	8 092,7	1 842,7	132,5	2 589,9	3 527,6	3 052,8	143,3	168,3	168,6
Q4 ³⁾	398,5	8 368,7	1 872,6	131,7	2 623,2	3 741,2	3 242,2	188,1	326,5	238,4
2025 Aug.	412,7	7 967,6	1 839,6	132,9	2 575,7	3 419,5	2 885,2	160,4	206,3	179,4
Sep.	430,1	8 092,7	1 842,7	132,5	2 589,9	3 527,6	3 052,8	143,3	168,3	168,6
Oct.	441,4	8 220,4	1 852,9	132,4	2 618,3	3 616,8	3 185,9	124,9	366,3	251,8
Nov.	423,0	8 325,1	1 874,9	131,8	2 617,1	3 701,3	3 257,1	172,1	405,3	266,9
Dec.	398,5	8 368,7	1 872,6	131,7	2 623,2	3 741,2	3 242,2	188,1	326,5	238,4
2026 Jan. ³⁾	481,6	8 602,0	1 884,7	132,3	2 615,3	3 969,8	3 536,2	158,1	398,7	250,3
Transactions										
2023	-199,0	325,1	24,9	40,2	227,5	32,5	437,1	-192,5	17,1	9,0
2024	-80,6	284,7	15,6	26,7	169,7	72,8	530,5	35,7	-11,7	-16,7
2025	2,2	191,2	33,2	16,3	101,5	40,1	300,1	-142,9	21,0	32,5
2025 Q1	-7,2	1,7	-4,3	5,6	4,3	-3,9	23,3	-89,2	42,4	25,3
Q2	22,7	39,8	4,3	7,9	33,7	-6,1	126,9	-30,5	-5,0	4,7
Q3	19,2	38,0	9,2	3,6	29,1	-3,8	63,7	-34,2	-9,6	2,7
Q4 ³⁾	-32,5	111,7	24,1	-0,8	34,5	54,0	86,1	10,9	-6,9	-0,2
2025 Aug.	15,7	8,7	4,4	0,3	0,2	3,8	14,2	17,6	32,8	12,4
Sep.	17,4	17,8	3,4	0,3	18,9	-4,9	53,6	-5,2	-38,0	-10,7
Oct.	10,4	20,6	6,1	-0,2	20,6	-5,9	31,3	-44,6	63,1	20,9
Nov.	-18,4	47,2	22,0	-0,6	-0,1	25,8	35,9	42,0	8,8	7,5
Dec.	-24,5	43,9	-4,0	0,0	13,9	34,1	19,0	13,6	-78,8	-28,6
2026 Jan. ³⁾	73,5	5,8	10,5	0,5	2,9	-8,1	66,0	-41,0	71,0	10,3
Growth rates										
2023	-29,6	4,7	1,4	80,3	10,7	1,1	-	-	12,4	6,0
2024	-16,9	3,8	0,9	29,5	7,1	2,2	-	-	-7,7	-10,9
2025	0,6	2,4	1,8	14,0	4,0	1,1	-	-	35,9	28,2
2025 Q1	-6,6	2,5	0,3	17,9	3,4	2,6	-	-	2,7	-7,4
Q2	-0,5	2,4	0,6	19,4	3,6	1,9	-	-	-2,6	-6,0
Q3	6,1	2,1	0,8	17,9	3,3	1,5	-	-	-9,0	-10,5
Q4 ³⁾	0,6	2,4	1,8	14,0	4,0	1,1	-	-	35,9	28,2
2025 Aug.	-3,1	2,3	1,1	19,6	2,9	1,8	-	-	6,8	5,1
Sep.	6,1	2,1	0,8	17,9	3,3	1,5	-	-	-9,0	-10,5
Oct.	2,1	2,1	1,2	16,4	3,7	1,1	-	-	36,4	10,1
Nov.	0,1	2,6	2,1	15,2	3,6	1,8	-	-	34,0	19,0
Dec.	0,6	2,4	1,8	14,0	4,0	1,1	-	-	35,9	28,2
2026 Jan. ³⁾	15,2	2,5	2,5	12,6	4,1	0,8	-	-	42,3	24,1

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 Q4	-3,1	.	.	.	.	-1,2
2025 Q1	-3,0	.	.	.	.	-1,1
Q2	-2,9	.	.	.	.	-1,0
Q3	-3,0	.	.	.	.	-1,1

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

6.2 Revenue and expenditure

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

	Revenue						Expenditure						
	Total	Current revenue				Capital revenue	Total	Current expenditure					Capital expenditure
		Total	Direct taxes	Indirect taxes	Net social contributions			Total	Compensation of employees	Intermediate consumption	Interest	Social benefits	
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	
2021	46,9	46,1	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 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	49,6	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	49,6	44,6	10,0	6,0	1,9	22,9	5,0
Q3	46,7	45,9	13,3	12,4	15,0	0,7	49,7	44,7	10,0	6,0	1,9	23,0	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	7									8	9	10	11	12	13	14
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 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	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
Q3	88,5	2,3	11,8	74,5	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.

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

6 Fiscal developments

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

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

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

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

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

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

6.5 Government debt securities ¹⁾

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

	Debt service due within 1 year ²⁾					Average residual maturity in years ³⁾	Average nominal yields ⁴⁾						
	Total	Principal		Interest			Outstanding amounts					Transactions	
		Total	Maturities of up to 3 months	Total	Maturities of up to 3 months		Total	Floating rate	Zero coupon	Fixed rate		Issuance	Redemption
										Total	Maturities of up to 1 year		
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	
2023	12,7	11,4	4,1	1,3	0,3	8,1	2,0	1,2	1,9	2,0	1,6	3,6	2,0
2024	12,3	10,9	4,0	1,4	0,4	8,2	2,1	1,3	1,9	2,2	1,9	3,5	2,9
2025	13,0	11,5	4,1	1,5	0,4	8,2	2,1	1,1	1,4	2,3	1,7	2,8	2,5
2025 Q1	12,3	10,8	3,7	1,4	0,4	8,3	2,2	1,3	2,0	2,2	1,9	3,4	2,9
Q2	12,8	11,3	3,2	1,5	0,4	8,3	2,2	1,3	1,6	2,2	2,1	3,1	2,8
Q3	13,2	11,7	3,6	1,5	0,4	8,2	2,2	1,3	1,6	2,2	2,0	2,9	2,6
Q4	13,0	11,5	4,1	1,5	0,4	8,2	2,1	1,1	1,4	2,3	1,7	2,8	2,5
2025 Aug.	13,0	11,5	3,7	1,5	0,4	8,2	2,1	1,3	1,4	2,2	2,0	2,9	2,7
Sep.	13,2	11,7	3,6	1,5	0,4	8,2	2,2	1,3	1,6	2,2	2,0	2,9	2,6
Oct.	13,2	11,7	3,4	1,5	0,4	8,2	2,1	1,2	1,5	2,3	1,9	2,8	2,6
Nov.	13,2	11,7	3,8	1,5	0,4	8,2	2,1	1,1	1,6	2,3	1,9	2,8	2,5
Dec.	13,0	11,5	4,1	1,5	0,4	8,2	2,1	1,1	1,4	2,3	1,7	2,8	2,5
2026 Jan.	13,1	11,6	4,6	1,5	0,4	8,2	2,2	1,2	1,5	2,3	1,7	2,8	2,5

Source: ECB.

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

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

3) Residual maturity at the end of the period.

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

6 Fiscal developments

6.6 Fiscal developments in euro area countries

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

	Belgium 1	Germany 2	Estonia 3	Ireland 4	Greece 5	Spain 6	France 7	Croatia 8	Italy 9	Cyprus 10
Government deficit (-)/surplus (+)										
2021	-5,4	-3,2	-2,5	-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 Q4	-4,4	-2,7	-1,7	4,1	1,2	-3,2	-5,8	-1,9	-3,4	4,1
2025 Q1	-4,6	-2,4	-1,2	4,1	2,5	-3,2	-5,8	-2,6	-3,4	4,2
Q2	-4,7	-2,2	-1,1	3,8	2,2	-3,2	-5,7	-3,0	-3,0	4,1
Q3	-5,1	-2,3	-1,1	1,4	2,6	-2,9	-5,6	-3,1	-3,2	3,5
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 Q4	103,9	62,2	23,5	38,3	154,2	101,6	113,2	57,4	134,9	62,8
2025 Q1	106,0	62,0	23,9	34,5	152,9	103,4	114,2	58,3	137,4	62,1
Q2	106,2	62,3	23,2	33,4	151,9	103,5	115,9	57,5	138,3	61,4
Q3	107,1	63,0	22,9	32,8	149,7	103,2	117,7	57,2	137,8	60,6
	Latvia 11	Lithuania 12	Luxembourg 13	Malta 14	Netherlands 15	Austria 16	Portugal 17	Slovenia 18	Slovakia 19	Finland 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 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	-4,1
Q2	-1,7	-1,8	-0,4	-4,3	-1,5	-4,9	0,6	-1,8	-4,8	-3,8
Q3	-2,2	-1,7	-0,9	-3,9	-1,6	-4,6	0,4	-1,7	-4,6	-3,4
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 Q4	46,6	38,0	26,3	46,0	43,7	79,9	93,6	66,6	59,7	82,5
2025 Q1	45,4	40,4	26,2	46,6	43,2	83,0	95,0	69,5	63,2	84,2
Q2	48,0	39,1	25,2	46,8	42,7	82,2	96,7	69,3	62,9	88,5
Q3	45,2	40,7	27,9	46,5	42,4	83,7	97,6	67,6	62,3	86,8

Source: Eurostat.

© **Banque centrale européenne, 2026**

Adresse postale 60640 Frankfurt am Main, Allemagne

Téléphone +49 69 1344 0

Site internet www.ecb.europa.eu

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

Les traductions sont effectuées et publiées par les banques centrales nationales (la version française de ce *Bulletin* a été réalisée par la Banque de France et la Banque nationale de Belgique).

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

La date d'arrêté des statistiques figurant dans cette publication est le 18 mars 2026.

ISSN 2363-3425 (PDF)

Numéro de catalogue UE QB-01-26-053-FR-N (PDF)

Directeur de la publication : Claude Piot

Secrétaire général