BANQUE CENTRALE EUROPÉENNE

EUROSYSTÈME

Bulletin économique

Numéro 7 / 2026

Sommaire

Évolutions économiques, financières et monétaires **3**

Synthèse 3

1 Environnement extérieur 8

2 Activité économique 13

3 Prix et coûts 23

4 Évolutions sur les marchés financiers 31

5 Conditions de financement et évolutions du crédit 35

Encadrés **44**

1 Narratifs et risques : une panoplie d'outils quantitatifs pour évaluer les scénarios appliqués au conflit au Moyen-Orient 44

2 Conditions météorologiques estivales extrêmes : quelles conséquences pour la production dans la construction de la zone euro ? 50

3 Quelle est la part de l'emploi dans les services publics assurée par le secteur privé ? 55

4 Principales conclusions tirées des contacts récents de la BCE avec les sociétés non financières 61

5 Le rôle des coûts et marges de raffinage dans la hausse des prix de l'énergie mesurée par l'IPCH 67

6 Intelligence artificielle et entreprises européennes : le coût du financement par endettement de marché 76

7 La compétitivité des banques et son rôle dans la politique monétaire 84

8 Qui sont les détenteurs des *stablecoins* ? Nouvelles données sur les avoirs des consommateurs de la zone euro 92

Articles **99**

1 La politique industrielle dans l'UE : nouvelles possibilités, anciens risques ? 99

Encadré 1 Financement de l'innovation par les institutions publiques 104

Encadré 2 Mesurer les implications budgétaires de la politique industrielle 112

2 De la prise de conscience à l'intégration : l'avancée de la BCE en matière de risques liés au climat et à la nature et le rôle de son centre sur le changement climatique 122

Statistiques **135**

Évolutions économiques, financières et monétaires

Synthèse

Lors de sa réunion du 29 octobre 2026, le Conseil des gouverneurs a décidé de laisser inchangés les trois taux directeurs de la BCE. Les prix de l'énergie ont continué d'augmenter, faisant peser des risques à la hausse sur les perspectives d'inflation et des risques à la baisse sur les perspectives de croissance. Alors que les effets du choc énergétique ne se sont pas encore totalement matérialisés, l'inflation sous-jacente est restée globalement stable jusqu'à présent et les salaires n'ont pas encore réagi de manière significative à ce stade. L'intensification et la persistance du choc énergétique, ainsi que ses répercussions sous forme d'effets indirects et de second tour, risquent d'alimenter l'inflation et d'affaiblir la croissance. Les conditions de financement se sont durcies depuis la réunion du Conseil des gouverneurs du 10 septembre 2026, ce qui devrait peser sur l'inflation et la croissance. Le Conseil des gouverneurs entend mener sa politique monétaire de façon à assurer la stabilisation de l'inflation au niveau de sa cible de 2 % à moyen terme.

Le Conseil des gouverneurs reste en bonne position pour faire face au niveau élevé d'incertitude que nous connaissons actuellement. Il suivra une approche s'appuyant sur les données pour définir, réunion par réunion, l'orientation appropriée de la politique monétaire. Plus particulièrement, les décisions du Conseil des gouverneurs relatives aux taux d'intérêt seront fondées sur son évaluation des perspectives d'inflation et des risques entourant ces perspectives, compte tenu des données économiques et financières disponibles, de la dynamique de l'inflation sous-jacente et de la force de la transmission de la politique monétaire. Le Conseil des gouverneurs ne s'engage pas à l'avance sur une trajectoire de taux particulière.

Activité économique

Les données disponibles suggèrent que l'économie de la zone euro a continué de croître au troisième trimestre 2026. Les services se sont redressés, après un ralentissement au début du conflit au Moyen-Orient. L'industrie manufacturière, les services numériques et les exportations bénéficient des investissements des entreprises dans l'intelligence artificielle (IA). Les dépenses publiques dans les infrastructures et la défense soutiennent également l'activité. Tous ces facteurs devraient continuer d'alimenter la croissance à court terme. Dans le même temps, les nouvelles hausses des prix de l'énergie pèsent sur la confiance des consommateurs et l'augmentation des coûts de financement risque d'avoir une incidence négative sur la croissance.

Le taux de chômage s'est maintenu à 6,4 % en août. La croissance de l'emploi et de la population active demeure modérée, tandis que la productivité s'est progressivement renforcée.

À moyen terme, l'amélioration de la confiance et des revenus réels, due au recul progressif des prix de l'énergie et à la solidité du marché de l'emploi, devrait stimuler la demande intérieure. Les investissements dans les activités liées à l'IA ainsi que les dépenses publiques dans les infrastructures et la défense devraient également continuer de soutenir la croissance. La croissance des exportations devrait bénéficier de l'accroissement de la demande extérieure.

Des réformes structurelles et des finances publiques saines seront nécessaires pour renforcer la croissance potentielle. La soutenabilité budgétaire constitue un point d'ancrage essentiel pour la stabilité économique plus large. Les mesures budgétaires prises face au choc énergétique devraient rester temporaires, ciblées et adaptées. Il est essentiel de simplifier et d'harmoniser les règles dans l'ensemble du marché unique de l'UE, d'accélérer la transition énergétique et d'achever l'union pour l'épargne et l'investissement afin de rendre l'économie de la zone euro plus dynamique et plus résiliente. Alors que le processus de concertation sur le cadre juridique de l'euro numérique entre dans sa phase finale, le Conseil des gouverneurs a souligné une nouvelle fois à quel point il sera important de parvenir rapidement à un accord sur le paquet « monnaie unique ».

Inflation

L'inflation est passée de 3,2 % en août à 3,8 % en septembre 2026. La hausse des prix de l'énergie s'est nettement accélérée, passant de 14,3 % en août à 18,9 %. Les prix du diesel et de l'essence ont atteint de nouveaux sommets en septembre, en partie à cause des marges de raffinage élevées. L'inflation hors énergie s'est élevée à 2,3 % en septembre, après 2,1 % en août. La hausse des prix des produits alimentaires a atteint 1,3 %, après 1,1 %. Le renchérissement des services s'est élevé à 3,2 % en septembre, contre 3,0 % en août, alors que les prix des biens ont reculé de 1,1 %, après 1,2 %.

Les indicateurs de l'inflation sous-jacente sont restés globalement stables, même si des pressions haussières sont observées en amont de la chaîne des prix. Les tensions sur les salaires demeurent modérées. La rémunération par tête a augmenté de 3,3 % au deuxième trimestre 2026, contre 3,6 % au premier trimestre, alors que le renforcement de la productivité a contribué à contenir la progression des coûts unitaires de main-d'œuvre. L'outil de suivi des salaires de la BCE suggère que la croissance des salaires négociés fluctuera entre 2,5 % et 2,8 % au cours des derniers mois de 2026 avant de s'élever en moyenne à 2,6 % au cours des trois premiers trimestres de 2027. Les anticipations d'inflation à des horizons plus courts restent élevées, mais la plupart des mesures à plus long terme s'établissent autour de 2 %, ce qui soutient l'hypothèse d'une stabilisation de l'inflation autour de la cible à moyen terme.

Les prix de l'énergie ont augmenté à un rythme plus élevé que celui prévu dans la trajectoire de référence des projections macroéconomiques de septembre 2026 pour la zone euro établies par les services de la BCE. En conséquence, l'inflation pourrait encore s'intensifier à court terme et l'inflation totale pourrait rester largement supérieure à l'objectif au cours des prochains trimestres. Ensuite, le ralentissement de l'augmentation des prix de l'énergie, combiné aux effets de la hausse des taux d'intérêt, devrait permettre un retour de l'inflation à l'objectif.

Évaluation des risques

Les risques pesant sur les perspectives de croissance sont orientés à la baisse, principalement à cause du conflit au Moyen-Orient et de l'évolution récente de la guerre injustifiée de la Russie contre l'Ukraine. Une perturbation continue des approvisionnements en énergie pourrait entraîner une augmentation des prix dans ce secteur plus forte et plus durable qu'anticipé actuellement, ce qui pèserait sur les revenus réels, les dépenses et l'investissement. Une dégradation de la confiance sur les marchés financiers internationaux ou des répercussions de plus en plus marquées sur les marchés obligataires mondiaux pourraient se traduire par un durcissement des conditions de financement, freinant ainsi la demande. L'incertitude budgétaire pourrait aussi entraîner un nouveau durcissement des conditions de financement et éroder la confiance, et peser ainsi sur la consommation et l'investissement. Une résurgence des tensions commerciales entre les principales économies pourrait perturber davantage les chaînes d'approvisionnement, réduire les exportations et affaiblir la consommation et l'investissement. Cela étant, la croissance pourrait être plus forte si l'économie et les marchés de l'énergie s'adaptaient plus rapidement que prévu aux perturbations causées par les conflits en cours ou si ceux-ci trouvaient une fin durable. De plus, l'adoption des nouvelles technologies par les entreprises de la zone euro et les dépenses publiques consacrées aux infrastructures et à la défense, ainsi que les réformes visant à accroître la productivité et achever le marché unique de l'UE, pourraient renforcer la croissance davantage qu'attendu.

Les risques pesant sur les perspectives d'inflation sont orientés à la hausse, principalement à cause du conflit au Moyen-Orient et de l'évolution récente de la guerre injustifiée de la Russie contre l'Ukraine. Le choc énergétique pourrait encore s'intensifier et ses effets sur les autres prix et les salaires être plus forts qu'anticipé actuellement. Les prix du gaz, notamment, pourraient augmenter en cas de nouvelles perturbations de l'approvisionnement ou d'un hiver inhabituellement froid coïncidant avec de faibles niveaux des stocks. Plus longtemps les prix de l'énergie resteront à des niveaux élevés, plus ils pourraient alimenter l'inflation au sens large à travers des effets indirects et de second tour. Un regain des tensions commerciales pourrait entraîner une plus grande fragmentation des chaînes d'approvisionnement mondiales, réduire l'offre de matières premières critiques et aggraver les contraintes de capacité dans l'économie de la zone euro. Des phénomènes météorologiques extrêmes, potentiellement exacerbés par une intensification des conditions *El Niño*, et l'évolution plus générale des crises liées au climat et à la nature, pourraient conduire à une hausse des prix des produits

alimentaires plus importante que prévu. À l'inverse, l'inflation pourrait être plus faible si les conflits géopolitiques en cours étaient durablement résolus ou si les effets indirects et de second tour liés à la hausse des prix de l'énergie se révélaient moins prononcés qu'anticipé. Des marchés financiers plus volatils et plus réticents à prendre des risques, combinés à des taux d'intérêt à long terme plus élevés, pourraient peser sur la demande et ainsi faire également reculer l'inflation.

Conditions financières et monétaires

Les conditions financières se sont durcies depuis la réunion du conseil des Gouverneurs le 10 septembre 2026. Les taux d'intérêt ont globalement augmenté, tandis que les cours des actions ont chuté.

Le coût du financement de marché pour les entreprises s'est élevé à 4,1 % en août, après 4,0 % en juillet, et les taux débiteurs bancaires leur étant appliqués se sont maintenus à 3,8 %. Le taux de croissance annuel des prêts bancaires aux entreprises s'est ralenti à 4,2 % en août et septembre, contre 4,4 % en juillet, alors que celui des émissions d'obligations d'entreprises a augmenté, à 4,2 % en septembre, après 3,8 % en août et 3,5 % en juillet. Selon l'enquête de la BCE sur la distribution du crédit bancaire dans la zone euro menée en octobre 2026, les critères d'octroi des prêts aux entreprises se sont durcis au troisième trimestre, les banques faisant état de préoccupations quant aux risques économiques auxquels leurs clients sont confrontés. Malgré des besoins de financement plus élevés pour les stocks et les fonds de roulement, la demande de prêts des entreprises a reculé, principalement à cause de la hausse des taux d'intérêt.

Les taux hypothécaires ont augmenté en août, à 3,6 %, après 3,5 % en juillet, et la croissance des prêts hypothécaires a légèrement reculé, pour revenir à 3,0 % en septembre. Les critères d'octroi des prêts hypothécaires sont restés inchangés au troisième trimestre, alors que la demande de prêts hypothécaires a fortement diminué en raison des taux d'intérêt plus élevés.

Décisions de politique monétaire

Lors de sa réunion du 29 octobre 2026, le Conseil des gouverneurs a décidé de laisser inchangés les trois taux directeurs de la BCE. Par conséquent, les taux d'intérêt de la facilité de dépôt, des opérations principales de refinancement et de la facilité de prêt marginal restent à respectivement 2,50 %, 2,65 % et 2,90 %.

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

Le Conseil des gouverneurs entend mener sa politique monétaire de façon à assurer la stabilisation de l'inflation au niveau de sa cible de 2 % à moyen terme. Le Conseil des gouverneurs suivra une approche s'appuyant sur les données pour définir, réunion par réunion, l'orientation appropriée de la politique monétaire. Ses décisions relatives aux taux directeurs seront fondées sur son évaluation des perspectives d'inflation et des risques qui les entourent, 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

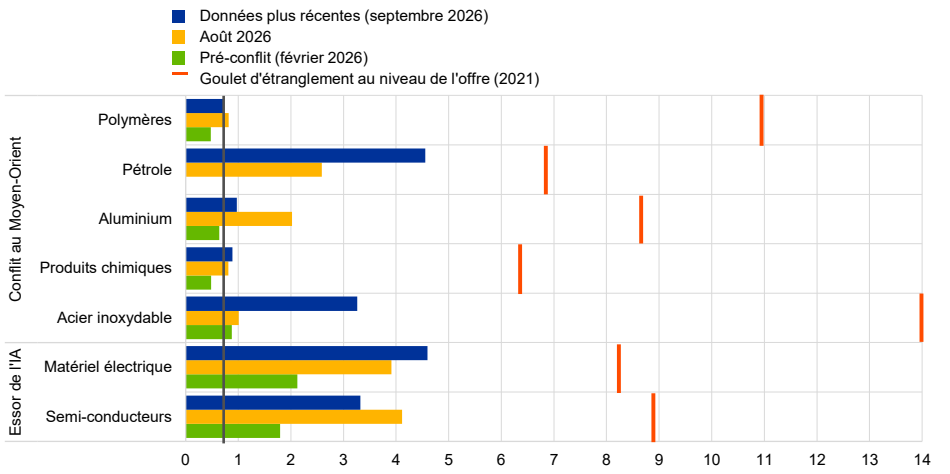
La croissance mondiale est restée stable au deuxième trimestre 2026, les données d'enquêtes signalant une dynamique favorable à court terme. L'expansion des échanges commerciaux s'est déplacée vers les services, tandis que les équipements d'intelligence artificielle (IA) sont devenus le principal déterminant de la croissance des échanges de biens. L'augmentation des stocks de produits finis peut refléter une constitution de stocks de précaution dans un contexte d'incertitude du côté de l'offre, et les enquêtes suggèrent que la demande en matière d'IA contribue aux pénuries dans certains secteurs. Un regain des tensions au Moyen-Orient a entraîné une hausse des prix du pétrole et du gaz malgré la reprise des flux de transport maritime, tandis que les prix des produits alimentaires ont diminué. La hausse des coûts de l'énergie a entrainé une hausse de l'inflation totale, même si l'inflation core est restée globalement stable et que les anticipations d'inflation n'ont augmenté que modérément.

La croissance économique mondiale s'est maintenue au deuxième trimestre, avec une évolution vers une accumulation de stocks à titre de précaution dans un contexte de résurgence de l'incertitude entourant l'offre. Le PIB mondial en volume hors zone euro a augmenté de 0,8 % en rythme trimestriel au deuxième trimestre 2026, rythme inchangé par rapport au premier trimestre. Les données de l'indice des directeurs d'achat (PMI) signalent une dynamique économique favorable à court terme, l'indice composite des directeurs d'achat pour la production ressortant à 55 en septembre, sous l'effet de l'activité dans le secteur manufacturier et des services. Toutefois, les données de l'indice PMI suggèrent également que les stocks de produits finis ont atteint des niveaux bien supérieurs à leurs moyennes de long terme, les entreprises déclarantes pouvant accroître activement la production et conserver des stocks de produits finis afin de protéger leurs activités des incertitudes persistantes telles que les pénuries d'offre. Les données de l'indice PMI relatives aux pénuries d'offre sectorielle indiquent que l'essor de la demande d'IA contribue de plus en plus aux pénuries d'offre dans certains secteurs, tels que le matériel électrique (graphique 1). Dans le même temps, les contraintes d'offre dans les secteurs les plus affectés par les tensions sur les marchés de l'énergie liées au conflit au Moyen-Orient semblent s'être partiellement stabilisées.

Graphique 1

Indices PMI relatifs aux pénuries d'offre

(indice de diffusion)



Sources : S&P et calculs des services de la BCE.
Notes : Monde, y compris zone euro. La ligne grise indique une valeur de 1, au-dessus (au-dessous) de laquelle les pénuries d'offre peuvent être évaluées comme étant plus élevés (faibles) qu'en temps normal. Les dernières observations se rapportent à septembre 2026.

L'expansion soutenue du commerce mondial s'est déplacée des biens vers les services, soutenus dans les deux cas par l'essor de l'IA. Les importations mondiales hors zone euro ont augmenté de 2,0 % en rythme trimestriel au deuxième trimestre 2026, après 1,4 % au premier trimestre, soit un niveau proche du pic de croissance de début 2025, sous l'effet de l'anticipation de l'entrée en vigueur des nouveaux droits de douane américains. Les échanges commerciaux ont depuis lors systématiquement surpris à la hausse, bénéficiant largement AI de la demande d'IA. En 2025, la croissance des échanges de biens a été forte tout au long de l'année, soutenue à la fois par les marchandises traditionnelles et le matériel d'IA. Cette dynamique a changé au premier semestre 2026 : les importations de biens non liés à l'IA se sont contractées début 2026, les équipements d'IA demeurant le principal déterminant de la croissance des échanges de biens. D'autre part, la croissance des échanges de services s'est accélérée, tirée par les contributions régulières des services d'IA numériques ainsi que par un net rebond des activités commerciales plus larges, notamment les services de transport et les services financiers et d'assurance.

Le regain des tensions au Moyen-Orient a entraîné une hausse des prix du pétrole et du gaz. Les prix du pétrole ont augmenté de 13 % au cours de la période sous revue, du 10 septembre au 28 octobre, reflétant des forces opposées liées au conflit au Moyen-Orient. D'une part, les expéditions de pétrole via le détroit d'Ormuz se sont redressées significativement, soutenues par des traversées « clandestines » (*dark crossings*) et des transferts de navire à navire. Les estimations disponibles suggèrent que les volumes ont doublé à fin septembre par rapport à août, portant les exportations du golfe Persique à un niveau proche de leur moyenne de 2025. D'autre part, les attaques contre l'oléoduc Est-Ouest saoudien (une route clé contournant le détroit), ainsi que l'intensification récente des frappes par les rebelles houthis dans la région, ont suscité de nouvelles inquiétudes quant à la normalisation

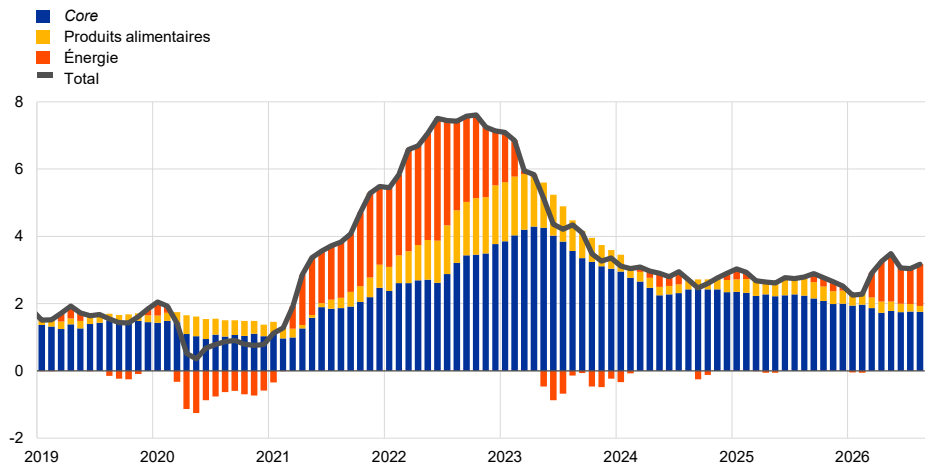
des flux pétroliers. Par conséquent, à la fin de la période sous revue, les prix du pétrole étaient plus élevés qu'en début de période. Les marchés mondiaux des produits raffinés, en particulier le marché du diesel, ont également été tendus, les perturbations de l'approvisionnement au Moyen-Orient et les frappes ukrainiennes sur les raffineries russes ayant réduit la production mondiale de produits raffinés. Les prix du gaz ont augmenté de 27 % en raison de la reprise des frappes au Moyen-Orient, malgré une certaine amélioration des flux de gaz naturel liquéfié (GNL) dans le détroit d'Ormuz. Le redressement des flux de gaz est plus limité que celui observé pour le pétrole : ils restent inférieurs de 25 % aux niveaux d'avant-guerre, reflétant la plus grande vulnérabilité des transporteurs de GNL compte tenu de l'inflammabilité de leurs cargaisons. Les prix des matières premières alimentaires ont baissé de 4 %, les prix du blé s'inscrivant en baisse sous l'effet des anticipations d'atténuation des perturbations relatives aux exportations de céréales de la mer Noire. Les prix du cacao ont diminué dans un contexte d'anticipations d'une offre abondante à court terme, malgré les inquiétudes relatives à un futur resserrement de l'offre dû aux effets d'El Niño. Les prix des métaux ont également diminué, de 5 %, reflétant l'amélioration des perspectives d'offre mondiale d'aluminium.

L'inflation mondiale a augmenté, la hausse des prix de l'énergie demeurant le principal déterminant. L'inflation totale mondiale dans les pays membres de l'Organisation de coopération et de développement économiques (OCDE) hors Turquie a atteint 3,2 % en août 2026, après 3,0 % le mois précédent (graphique 2). La hausse des prix de l'inflation totale est presque entièrement due à une augmentation des prix de l'énergie (14,1 % en août, contre 11,9 % en juillet). Dans le même temps, l'inflation *core* (hors produits alimentaires et énergie) est restée globalement stable, et la variation des prix des produits alimentaires a diminué de 0,2 point de pourcentage. Le risque d'effets de second tour inflationnistes semble contenu jusqu'à présent, les anticipations d'inflation à un an tirées d'enquêtes dans les principales économies n'ayant que modérément augmenté, entre 0,1 et 0,5 point de pourcentage, depuis le début du conflit au Moyen-Orient.

Graphique 2

Hausse de l'IPC dans la zone OCDE

(variations annuelles en pourcentages, 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'indice des prix à la consommation (IPC) pour l'OCDE. Les dernières observations se rapportent à août 2026.

L'activité économique aux États-Unis devrait rester résiliente au second semestre de l'année. Après un léger ralentissement du PIB en volume au deuxième trimestre, à 0,6 % en rythme trimestriel, en raison de la volatilité des stocks et des exportations nettes, les indicateurs disponibles signalent une stabilisation de la croissance du PIB en volume à des niveaux similaires au second semestre de l'année. Même si l'investissement lié à l'IA reste une source essentielle de robustesse, des signes indiquent que l'investissement pourrait s'étendre au-delà de l'IA, la croissance de l'investissement non lié à l'IA étant devenue positive au deuxième trimestre. La consommation privée, autre contributeur essentiel de l'activité au deuxième trimestre, devrait rester forte, soutenue par les ménages à revenus élevés en raison des gains de richesse accumulés. La hausse des rendements des emprunts publics à long terme pourrait exercer un frein limité sur la consommation des ménages à court terme, une part importante de la dette hypothécaire des ménages ayant un taux fixe. Dans le même temps, le durcissement des conditions financières accroît les difficultés d'accessibilité pour les consommateurs qui souscrivent de nouveaux prêts. En septembre, l'inflation totale et la hausse de l'indice des prix à la consommation (IPC) total aux États-Unis s'est accentuée, ressortant à 3,7 % en glissement annuel et 2,6 % en glissement annuel, respectivement, principalement en raison de la hausse des prix de l'énergie. La hausse des prix du diesel devrait affecter l'inflation principalement de manière indirecte, le poids du diesel dans l'IPC étant très faible, mais certains secteurs tels que les transports sont fortement affectés. Lors de sa réunion de septembre, dans une décision unanime, le Comité fédéral de l'Open market (FOMC) a relevé la fourchette cible du taux des fonds fédéraux de 25 points de base, entre 3,75 % et 4,00 %, soit sa première hausse depuis 2023. Le FOMC a également révisé à la hausse ses projections d'inflation, reportant son retour à la cible à 2029.

En Chine, les exportations restent un déterminant essentiel de la croissance, alors que les déséquilibres intérieurs persistent. La croissance trimestrielle du PIB est passée de 0,9 % au deuxième trimestre 2026 à 1,2 % au troisième trimestre, ce qui a permis à la Chine d'atteindre son objectif de croissance annuel. Les données d'activité font état de déséquilibres intérieurs persistants, l'offre continuant de dépasser la demande et la croissance restant dépendante de la demande étrangère. Les mesures récentes visent à soutenir la demande intérieure, mais leur impact à court terme devrait être limité. La croissance des exportations chinoises reste robuste, avec une vigueur généralisée à l'ensemble des produits et destinations. Les risques à court terme liés à la politique commerciale se sont légèrement atténués à la suite de la prolongation de la trêve commerciale entre les États-Unis et la Chine jusqu'en janvier 2027, après la réunion entre le président Trump et le président Xi Jinping les 23 et 25 septembre. L'inflation totale mesurée par l'indice des prix à la consommation s'est accentuée pour ressortir à 0,9 % en septembre, après 0,8 % en août, reflétant principalement la hausse des prix de l'énergie. La hausse des prix à la production s'est accélérée pour s'établir à 5,0 %, après 3,8 % en août, mais les hausses des prix se sont concentrées dans les secteurs à forte intensité énergétique et liés à l'IA ; elles ont continué de diminuer ailleurs dans un contexte de faiblesse de la demande intérieure et de surcapacités. Avec la dissipation des facteurs temporaires, la hausse des prix à l'exportation devrait se ralentir, mais rester positive sur l'horizon de projection.

L'activité économique au Royaume-Uni est soutenue dans un contexte de hausse de l'inflation. La croissance du PIB en volume pour le deuxième trimestre 2026 a été révisée à la hausse, à 0,5 % en rythme trimestriel, principalement soutenue par un renforcement de l'investissement des entreprises et des exportations. Si le PIB mensuel jusqu'en août suggère une dynamique en cours, les indicateurs à haute fréquence récents signalent une certaine modération vers la fin du troisième trimestre. À plus long terme, la croissance de l'activité devrait se ralentir au second semestre de cette année, les coûts de l'énergie toujours élevés et l'incertitude étant susceptibles de peser sur la consommation et l'investissement. L'inflation totale s'est encore redressée en septembre, ressortant à 3,5 % (après 3,1 % en août), principalement sous l'effet d'une accélération de la hausse des prix de l'énergie. Lors de sa réunion de septembre, la Banque d'Angleterre a annoncé un plan pluriannuel de resserrement quantitatif (*multi-year quantitative tightening plan*) qui réduira à zéro le stock de bons du Trésor anglais (gilts) détenus à des fins de politique monétaire d'ici fin 2034, ce qui implique une réduction annuelle du bilan de 46 milliards de livres sterling. Le taux directeur est resté inchangé, à 3,75 %.

2 Activité économique

Les données disponibles suggèrent que l'économie de la zone euro a continué de croître au troisième trimestre de cette année. Les services se sont redressés, après un ralentissement au début du conflit au Moyen-Orient. L'industrie manufacturière, les services numériques et les exportations bénéficient des investissements des entreprises dans l'intelligence artificielle (IA). Les dépenses publiques dans les infrastructures et la défense soutiennent également l'activité. Tous ces facteurs devraient continuer d'alimenter la croissance à court terme. Dans le même temps, les nouvelles hausses des prix de l'énergie pèsent sur la confiance des consommateurs et l'augmentation des coûts de financement risque d'avoir une incidence négative sur la croissance. Le taux de chômage est resté inchangé à 6,4 % en août. La croissance de l'emploi et de la population active demeure modérée, tandis que la productivité s'est progressivement renforcée. À moyen terme, l'amélioration de la confiance et des revenus réels, due au recul progressif des prix de l'énergie et à la solidité du marché de l'emploi, devrait stimuler la demande intérieure. Les investissements dans les activités liées à l'IA ainsi que les dépenses publiques dans les infrastructures et la défense devraient également continuer de soutenir la croissance. La croissance des exportations devrait bénéficier de l'accroissement de la demande extérieure. Les perspectives sont très incertaines et restent conditionnées à la situation géopolitique ainsi qu'au fonctionnement des marchés de l'énergie.

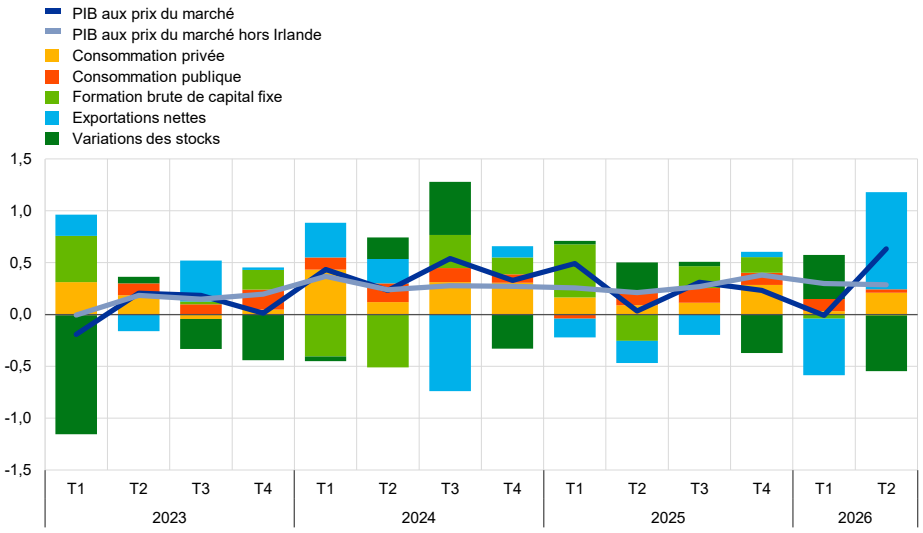
Selon la dernière publication des comptes nationaux par Eurostat, le PIB en volume de la zone euro a augmenté de 0,6 % au deuxième trimestre 2026, et de 0,3 % lorsque l'on exclut les données irlandaises volatiles. La décomposition de la demande montre que la croissance de la consommation privée et des exportations s'est renforcée au deuxième trimestre, tandis que l'investissement a peu évolué. Dans le même temps, les variations des stocks ont apporté une contribution fortement négative à la croissance du PIB (graphique 3). La croissance a concerné l'ensemble des secteurs industriels. Les contacts récents de la BCE avec les sociétés non financières font état de surprises négatives quant à la durée du conflit au Moyen-Orient, mais de surprises positives quant à la manière dont les entreprises s'y sont adaptées (cf. encadré 4) [1].

[1] Cf. également l'encadré 1 du présent Bulletin économique.

Graphique 3

PIB en volume de la zone euro et ses composantes

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



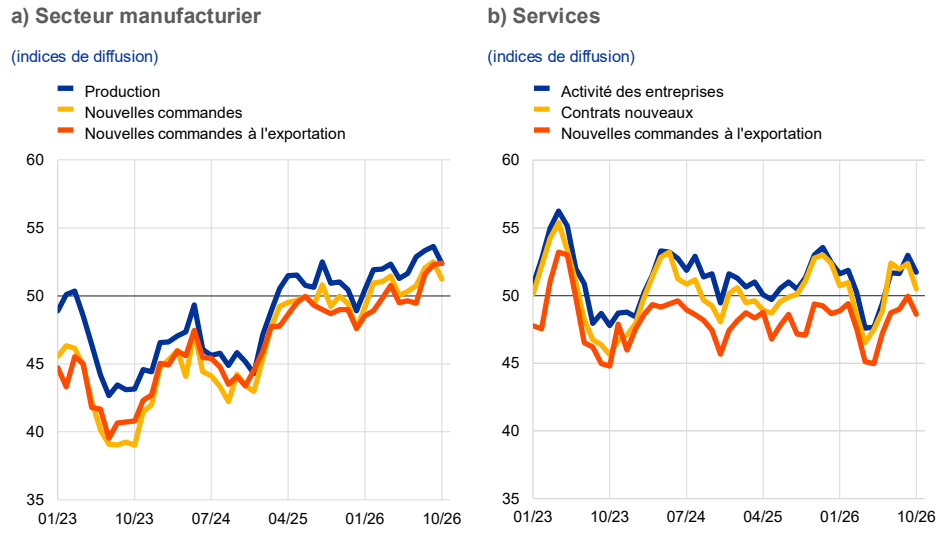
Sources : Eurostat et calculs de la BCE.
Notes : Le graphique présente également le PIB hors Irlande, les données irlandaises étant particulièrement volatiles. Toutefois, les sous-composantes présentent la ventilation du PIB incluant l'Irlande. Les dernières observations se rapportent au deuxième trimestre 2026.

Les informations disponibles suggèrent que l'activité est restée positive, mais qu'elle s'est ralentie au troisième trimestre [2]**.** La production industrielle hors construction s'est établie 0,6 % au-dessous de son niveau du deuxième trimestre en moyenne en juillet et en août. La production liée à l'IA a soutenu la production industrielle, la production de produits informatiques, électroniques et optiques ayant augmenté d'environ 3 % en juillet et en août par rapport au deuxième trimestre, compensant en partie les baisses observées ailleurs dans le secteur manufacturier. Dans le même temps, en juillet la production de services s'est établie 0,4 % au-dessus de son niveau moyen du deuxième trimestre, une amélioration qui reflète largement les évolutions des activités de services d'information et des autres activités professionnelles, scientifiques et techniques. L'indice composite des directeurs d'achat (PMI) pour la production s'est redressé au troisième trimestre, après avoir fortement diminué au début du conflit au Moyen-Orient. L'industrie manufacturière continue de s'améliorer et d'afficher de solides performances (graphique 4, partie a), tandis que le secteur des services s'est fortement redressé par rapport à son point bas après le choc initial sur les prix de l'énergie (graphique 4, partie b), soutenu par l'augmentation de l'activité liée à l'IA.

2 Selon l'estimation rapide préliminaire publiée par Eurostat le 30 octobre, le PIB en volume de la zone euro a augmenté de 0,4 % en rythme trimestriel au troisième trimestre de l'année et de 0,2 % lorsque l'on exclut les données irlandaises volatiles. Cette estimation n'était pas disponible au moment de la réunion du Conseil des gouverneurs d'octobre.

Graphique 4

Indices PMI dans les différents secteurs de l'économie



Source : S&P Global Market Intelligence.
Note : Les dernières observations se rapportent à octobre 2026.

Les quelques indicateurs portant sur le quatrième trimestre signalent une croissance continue, quoique modérée ; mais l'incertitude est très élevée. L'indice composite PMI pour la production s'est ralenti entre septembre et octobre 2026, continuant d'indiquer une croissance modérée au début du quatrième trimestre. L'indice PMI pour le secteur manufacturier a diminué par rapport au troisième trimestre 2026, s'établissant à 52,4 en octobre, l'indice PMI relatif à l'activité dans le secteur des services ayant également fléchi, revenant d'une moyenne de 52,1 au troisième trimestre à 51,7 en octobre. Les contacts récents de la BCE avec les sociétés non financières confirment ces perspectives d'une croissance modérée au quatrième trimestre (cf. encadré 4). Globalement, les contacts ont fait état d'une dynamique et d'une confiance toujours modérées au cours des derniers mois, avec toutefois des variations notables entre secteurs. Dans le secteur manufacturier, l'activité s'est répartie sur deux profils d'évolution, avec une très forte croissance de la demande d'électronique à haute valeur ajoutée, d'équipements électriques et de machines connexes, tandis que de nombreux autres secteurs ont continué de faire face à des volumes faibles, stables et/ou en baisse dans un contexte d'intensification de la concurrence des importations. Le choc énergétique prolongé, le durcissement des conditions de financement et l'augmentation de l'incertitude entourant la politique monétaire devraient freiner les décisions en matière de dépenses et d'investissement à court terme.

L'emploi continue de croître à un rythme modéré dans un contexte de baisse de la demande de main-d'œuvre. L'emploi et le nombre total d'heures travaillées ont augmenté de 0,1 %, en rythme trimestriel, au deuxième trimestre 2026 [3]. Le rythme de la croissance de l'emploi s'est ralenti, à 0,5 % en rythme annuel, au premier semestre, contre une moyenne de 0,7 % en 2025 (graphique 5). Cette modération reflète en partie l'affaiblissement de la demande de main-d'œuvre. Le

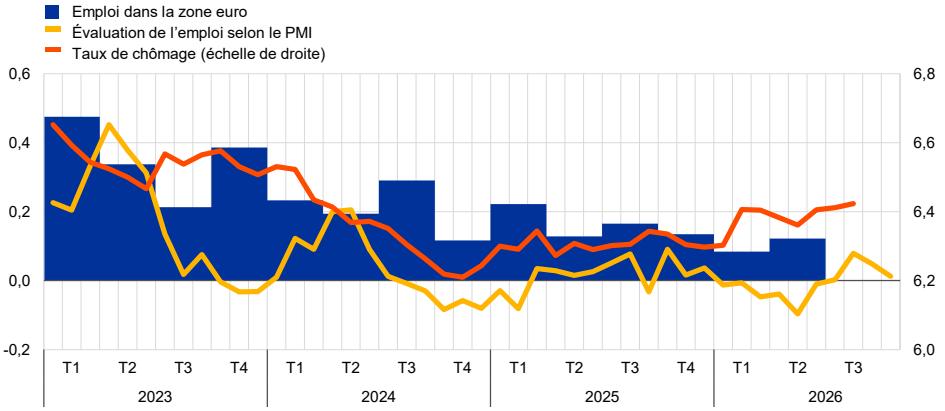
[3] Cf. l'encadré 3 du présent Bulletin économique.

taux de vacance d'emploi est revenu à 2,1 % au deuxième trimestre 2026, en baisse de 0,1 point de pourcentage par rapport au premier trimestre et de 1,2 point de pourcentage par rapport à son pic du deuxième trimestre 2022. Les taux de vacance dans la construction et les services de santé restent supérieurs aux niveaux atteints au deuxième trimestre 2025, tandis que les taux de vacance dans les technologies de l'information et de la communication et les services professionnels ont encore diminué. Les tensions sur le marché du travail, mesurées par le nombre d'emplois vacants par chômeur, sont revenues de 0,36 au deuxième trimestre 2022 à 0,25 au deuxième trimestre 2026. La croissance de la population active s'est également modérée. En glissement annuel, elle a augmenté de 0,5 % au premier et au deuxième trimestre 2026, contre une croissance moyenne de 0,9 % en 2025.

Graphique 5

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

(échelle de gauche : variations trimestrielles en pourcentage, indice de diffusion ; échelle de droite : pourcentage 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 rythme trimestriel. Les dernières observations se rapportent au deuxième trimestre 2026 pour l'emploi dans la zone euro, à octobre 2026 pour l'évaluation de l'emploi ressortant du PMI et à août 2026 pour le taux de chômage.

L'indice PMI relatif à l'emploi suggère que celui-ci a continué de croître à un rythme modéré au troisième trimestre 2026. L'indice s'est établi en moyenne à 50,4 au cours du trimestre, 0,9 point au-dessus de sa moyenne du deuxième trimestre et légèrement au-dessus du seuil de 50, signalant une croissance positive, quoique modérée, de l'emploi. Les données préliminaires d'octobre montrent que l'indice PMI relatif à l'emploi est revenu à 50,1 après 50,5 en septembre, ce qui indique une poursuite de cette croissance de l'emploi très modérée en octobre.

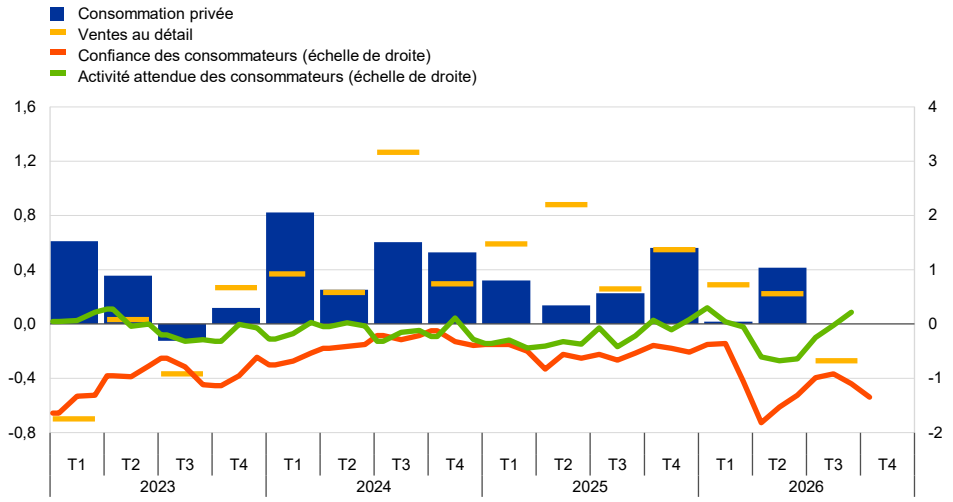
La croissance de la consommation privée devrait s'être ralentie au troisième trimestre 2026. La consommation privée a augmenté de 0,4 % en rythme trimestriel au deuxième trimestre, sous l'effet des dépenses en services et en biens durables (graphique 6). Les dépenses en biens durables ont été soutenues principalement par les achats de véhicules électriques et hybrides, qui représentent désormais environ 70 % des nouvelles immatriculations de voitures, reflétant probablement une tendance à éviter les véhicules sensibles aux prix élevés des carburants. En revanche, la consommation en biens non durables a diminué. Le revenu disponible

réel n'ayant que légèrement augmenté au deuxième trimestre, les ménages ont puisé dans leur épargne pour amortir l'impact de la hausse de l'inflation sur la consommation. Cela s'est traduit par une baisse du taux d'épargne des ménages, qui est revenu à 14,2 % au deuxième trimestre, après 14,4 % au premier trimestre. S'agissant du troisième trimestre, les volumes du commerce de détail ont diminué de 0,3 % en rythme trimestriel (en moyenne pour juillet et août), indiquant une baisse des dépenses en biens, principalement en produits alimentaires, carburants et équipements. Néanmoins, les dépenses liées au tourisme semblent avoir bien résisté malgré le conflit au Moyen-Orient. Les indicateurs tirés d'enquêtes font également état d'une modération de la dynamique des dépenses des ménages. L'indicateur de la Commission européenne relatif à la confiance des consommateurs a diminué en septembre et en octobre, dans un contexte de nouvelles hausses des prix de l'énergie. La baisse enregistrée en septembre s'explique principalement par des anticipations plus faibles des ménages concernant leur propre situation financière et leurs achats importants. L'incertitude des consommateurs s'est également accrue en septembre. Néanmoins, l'indicateur de l'activité anticipée pondérée par les consommateurs de la Commission européenne a augmenté, principalement sous l'effet du commerce de détail et de la restauration, tandis que les anticipations relatives à l'hébergement et aux voyages ont diminué. Pour l'avenir, des prix de l'énergie élevés et l'incertitude déclenchée par le conflit au Moyen-Orient continueront probablement de peser sur la consommation privée, la hausse des prix de l'énergie érodant les revenus réels des ménages. Dans le même temps, la persistance d'une forte incertitude et de conditions d'offre de crédit restrictives pourraient inciter les ménages à épargner davantage. Toutefois, ces effets négatifs pourraient être amortis par la résilience des bilans des ménages, qui soutient la consommation privée depuis fin 2022, dans un contexte de niveau historiquement bas de l'endettement des ménages et des niveaux de dette.

Graphique 6

Consommation privée et indicateurs à haute fréquence

(consommation privée et ventes au détail : variations trimestrielles en pourcentage ; confiance des consommateurs et activité attendue : soldes en pourcentages normalisés)



Sources : Eurostat, Commission européenne et calculs de la BCE.
Notes : L'« activité attendue des consommateurs » se rapporte à une moyenne pondérée des anticipations des entreprises pour les trois prochains mois s'agissant de la production manufacturière, de l'emploi dans la construction, de l'activité commerciale et de la demande de services, tirées de l'enquête de la Commission européenne auprès des entreprises, pondérée en fonction des parts des secteurs dans la consommation privée de la zone euro tirées des tableaux entrées-sorties FIGARO pour 2023. Toutes les séries sont normalisées pour l'ensemble de l'échantillon à partir de janvier 1999. Les dernières observations se rapportent au deuxième trimestre 2026 pour la consommation privée, au troisième trimestre 2026 (sur la base de juillet-août 2026) pour les ventes au détail, octobre 2026 pour la confiance des consommateurs et à septembre 2026 pour l'activité attendue des consommateurs.

L'investissement des entreprises devrait s'être redressé au troisième trimestre et croître modérément par la suite. L'investissement des entreprises (hors actifs incorporels irlandais volatils) s'est contracté de 0,1 % en rythme trimestriel au deuxième trimestre, dans un contexte de prix élevés de l'énergie et de forte incertitude. Une ventilation par actifs montre que l'investissement en biens corporels – qui inclut également les équipements militaires – a diminué au deuxième trimestre, en partie en raison d'un important effet de base résultant des investissements élevés dans la défense au premier trimestre. Dans le même temps, l'investissement en actifs incorporels a enregistré une croissance modérée. Les indicateurs à court terme pour le troisième trimestre 2026 restent légèrement contrastés. La production de biens d'équipement a diminué en juillet et en août, tandis que la production d'actifs incorporels a augmenté en juillet, par rapport à leurs moyennes respectives au deuxième trimestre. Toutefois, la confiance des producteurs de biens d'équipement (y compris les producteurs de produits informatiques, électroniques et optiques) et des fournisseurs de services numériques a été plus élevée au troisième trimestre qu'au deuxième trimestre (graphique 7, partie a). L'investissement fin 2026 et au-delà devrait continuer de croître, tiré par les technologies liées à l'IA, la numérisation et la défense. Les sociétés contactées ont indiqué que l'incertitude géopolitique liée aux droits de douane et au conflit au Moyen-Orient est de plus en plus considérée comme une « nouvelle normalité » plutôt que comme une perturbation de courte durée. Cela les incite à diversifier leurs fournisseurs et leurs marchés, à investir dans leur niveau de préparation et à se tourner vers des stratégies d'adaptation à plus long terme. Elles constatent également un investissement important dans les secteurs de la défense, de

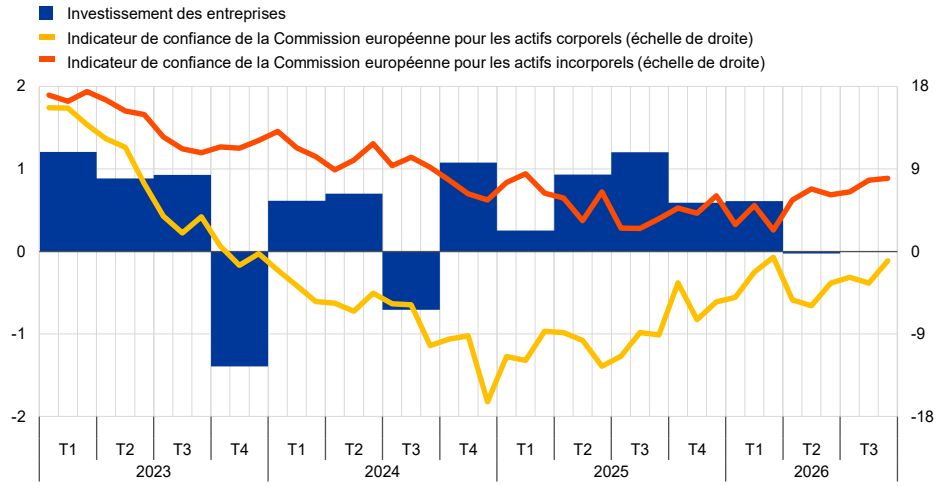
l'électronique et de la production de semi-conducteurs, tandis que l'activité dans les industries de transformation traditionnelles, telles que les produits chimiques, reste plus modérée (cf. encadré 4). Les données d'enquêtes de la Commission européenne montrent une expansion à court terme de la production informatique, qui sert d'approximation pour les équipements permettant le développement de l'IA, en particulier en Allemagne et aux Pays-Bas. La confiance dans les fournisseurs de services numériques a également augmenté au troisième trimestre par rapport au trimestre précédent. Néanmoins, le durcissement des conditions de financement pourrait peser sur l'investissement, comme l'indique également l'enquête de la BCE sur la distribution du crédit bancaire dans la zone euro.

Graphique 7

Dynamique de l'investissement réel et données d'enquêtes

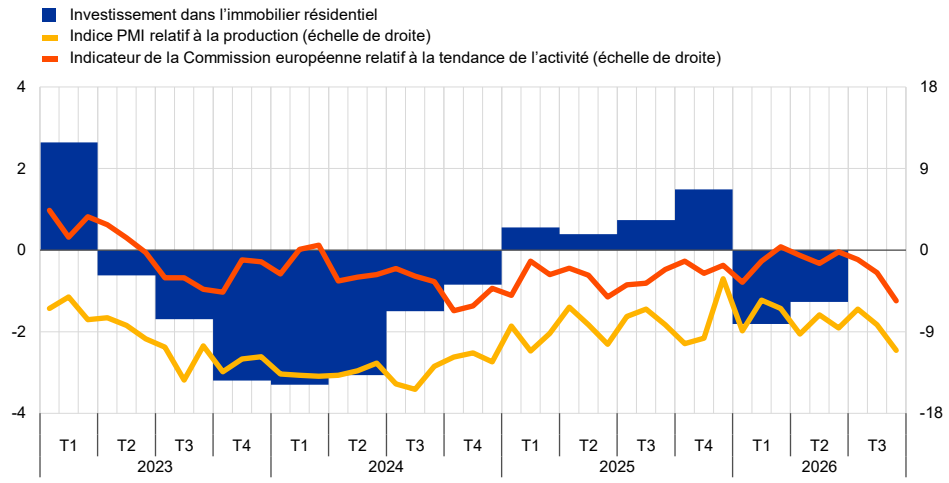
a) Investissement des entreprises

(variations trimestrielles en pourcentage ; soldes en pourcentage)



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. Pour les indicateurs de confiance, les « actifs corporels » se rapportent au secteur des biens d'équipement (les producteurs de machines et d'équipements corporels) et les « actifs incorporels » correspondent à la moyenne pondérée des sous-secteurs fournissant des investissements liés aux droits de propriété intellectuelle, c'est-à-dire les activités d'édition (NACE J58) ; la programmation, conseil et autres activités informatiques (NACE J62) ; et les services d'information (NACE J63). Dans la partie b), la courbe correspondant à l'indicateur de la Commission européenne relatif à la tendance de l'activité se rapporte à l'évaluation moyenne pondérée de la tendance de l'activité pour les secteurs de la construction de bâtiments et de la construction spécialisée par rapport aux trois mois précédents, recalculée pour avoir le même écart type que le PMI. La courbe correspondant au PMI relatif à la production se rapporte à l'activité dans l'immobilier résidentiel. Les dernières observations se rapportent au deuxième trimestre 2026 pour l'investissement et à septembre 2026 pour l'indice PMI relatif à la production et les indicateurs de la Commission européenne.

L'investissement dans l'immobilier résidentiel ne pourrait se stabiliser que progressivement à court terme, sa reprise étant freinée par des facteurs temporaires et le durcissement des conditions de financement. Après la baisse de l'investissement dans l'immobilier résidentiel de 1,3 % au deuxième trimestre 2026, le sentiment dans la construction s'est davantage détérioré au troisième trimestre. Les indicateurs tirés d'enquêtes, tels que l'indice PMI pour la

production de logements et l'indicateur de la Commission européenne relatif aux tendances récentes de l'activité dans la construction de bâtiments et la construction spécialisée, ont diminué ces derniers mois, indiquant un ralentissement de l'activité sur le marché de l'immobilier résidentiel (graphique 7, partie b). Ces indicateurs d'activité ont également été affectés par des conditions météorologiques défavorables au cours des mois d'été – notamment des vagues de chaleur, qui ont temporairement pesé sur l'investissement dans l'immobilier résidentiel – et pourraient donc en partie s'inverser plus tard en 2026 [4]. La part des entreprises déclarant une demande insuffisante dans l'enquête de la Commission européenne a augmenté en septembre ; une situation confirmée par les contacts du secteur des entreprises, qui indiquent que la demande est de plus en plus freinée par la hausse des taux d'intérêt. Malgré le durcissement des conditions de financement, la croissance des prêts au logement consentis par les institutions financières monétaires est restée à 3,1 % en août, après 2,5 % en août 2025. De même, le nombre de permis de construire pour des logements a continué d'augmenter, indiquant une demande sous-jacente robuste, même s'il a également résulté de certains enregistrements anticipés en réponse à une modification législative aux Pays-Bas. En outre, la production actuelle dans les activités de construction de bâtiments et de construction spécialisée en juillet et en août s'est établie 0,1 % au-dessus de son niveau du deuxième trimestre, indiquant un certain redressement de l'investissement dans l'immobilier résidentiel. Dans l'ensemble, ces indicateurs suggèrent que l'investissement dans l'immobilier résidentiel pourrait se stabiliser progressivement au cours des prochains trimestres avec la dissipation des facteurs spécifiques à chaque pays et aux conditions météorologiques, même si le durcissement des conditions de financement continue de peser sur les perspectives.

Les exportations de biens hors zone euro ont continué de croître en août, tandis que les tensions sur les prix à l'importation sont restées élevées. Les volumes d'exportations de biens hors zone euro ont augmenté de 1,0 % au cours de la période de trois mois s'achevant en août par rapport à la précédente période de trois mois, tandis que les volumes d'importations ont baissé de 0,9 %. Toutefois, la dynamique s'est ralentie, les volumes d'exportation globaux restent inférieurs à leurs niveaux de 2021 et la croissance est inégale selon les catégories de produits et les pays. Les exportations de biens liés à l'IA ont augmenté de 14 % au cours des six premiers mois de l'année, même si cette hausse a été nettement plus faible que dans le reste du monde. Au niveau des produits, les gains se sont concentrés sur les machines et les équipements de transport, qui incluent les biens liés à l'IA, et les produits chimiques. Au niveau des pays, ils proviennent principalement des Pays-Bas, avec d'autres contributions positives de l'Irlande et de l'Allemagne. Ces gains reflètent la demande mondiale liée à l'IA, qui profite à chaque pays en fonction de ses différentes spécialisations. Pour l'avenir, les indicateurs à court terme vont dans le sens d'une dynamique plus forte dans le secteur manufacturier, mais de perspectives plus faibles pour les services. L'indice PMI relatif aux nouvelles commandes à l'exportation dans le secteur manufacturier a encore augmenté en septembre et octobre, tandis que les commandes à l'exportation dans les services ont continué de se contracter. Les indices PMI sectoriels font état d'une forte

[4] Cf. l'encadré 2 du présent Bulletin économique.

augmentation des délais de livraison des fournisseurs dans le secteur de la technologie, ce qui indique des risques à la baisse liés à l'ampleur et à la durabilité du soutien apporté par l'IA aux exportations de la zone euro.

Les perspectives de croissance de la zone euro demeurent très incertaines ; en particulier en raison de la situation géopolitique, du choc énergétique prolongé et de la volatilité sur les marchés obligataires mondiaux. De nouvelles perturbations des approvisionnements en énergie pourrait entraîner une augmentation des prix dans ce secteur plus forte et plus durable, ce qui pèserait sur les revenus réels, les dépenses et l'investissement. Une résurgence des tensions commerciales entre les principales économies pourrait également perturber davantage les chaînes d'approvisionnement, réduire les exportations et affaiblir la consommation et l'investissement. Cela étant, la croissance pourrait être plus forte si l'économie et les marchés de l'énergie s'adaptaient plus rapidement que prévu aux perturbations causées par les conflits en cours ou si ceux-ci trouvaient une fin durable. De plus, l'adoption des nouvelles technologies par les entreprises de la zone euro et les dépenses consacrées à la défense et aux infrastructures, ainsi que les réformes visant à accroître la productivité et achever le marché unique de l'UE, pourraient renforcer la croissance davantage qu'attendu.

3 Prix et coûts

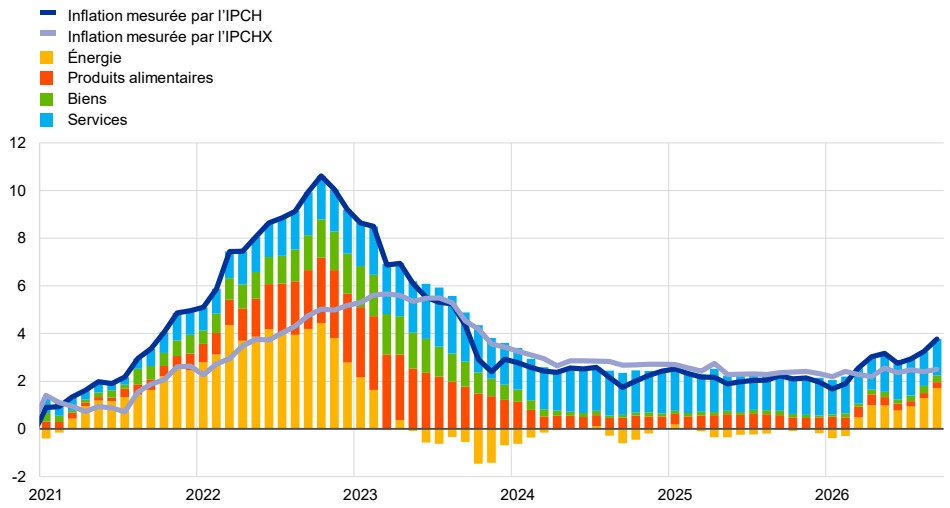
L'inflation totale annuelle dans la zone euro s'est établie en hausse à 3,8 % en septembre 2026, après 3,2 % en août, principalement en raison d'une accélération de l'inflation énergétique. Les prix de l'énergie ont continué d'augmenter, faisant peser des risques à la hausse sur les perspectives d'inflation. Plus les prix de l'énergie restent élevés longtemps, plus il est probable qu'ils exercent une pression haussière sur l'inflation totale par le biais d'effets indirects et de second tour. Bien que les effets du choc énergétique continuent de se faire pleinement sentir, l'inflation sous-jacente est jusqu'à présent demeurée globalement stable, et, à ce stade, ce choc n'a pas encore eu d'incidence significative sur les salaires. La croissance annuelle de la rémunération par tête a diminué pour s'établir à 3,3 % au deuxième trimestre 2026, contre 3,6 % au trimestre précédent. La progression des salaires négociés et les indicateurs prospectifs, comme l'outil de suivi des salaires de la BCE et les résultats des enquêtes sur les anticipations relatives aux salaires, font état d'une hausse de la croissance des salaires au cours des prochains trimestres, avant un ralentissement vers la fin de 2027. Les anticipations d'inflation à des horizons plus courts restent à des niveaux élevés, tandis que la plupart des mesures à plus long terme s'établissent autour de 2 %, ce qui soutient l'hypothèse d'une stabilisation de l'inflation autour de la cible à moyen terme.

L'inflation totale annuelle dans la zone euro, mesurée par l'indice des prix à la consommation harmonisé (IPCH), est ressortie à 3,8 % en septembre 2026, après 3,2 % en août (graphique 8). Cette hausse est principalement attribuable à l'envolée des prix de l'énergie, ainsi qu'à de moindres hausses des prix des produits alimentaires et de l'IPCH hors énergie et produits alimentaires (IPCHX). Au troisième trimestre 2026, l'inflation totale dans la zone euro s'est établie à 3,3 %, en ligne avec les projections macroéconomiques de septembre 2026 établies par les services de la BCE pour la zone euro.

Graphique 8

Inflation totale et ses composantes principales

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



Sources : Eurostat et calculs de la BCE.
Notes : La rubrique « Biens » se rapporte aux biens industriels non énergétiques. IPCHX : IPCH hors énergie et produits alimentaires. Les dernières observations se rapportent à septembre 2026.

En septembre 2026, le taux de croissance annuel des prix de l'énergie a fortement augmenté, pour s'établir à 18,9 % après 14,3 % en août, dans un contexte de ré-escalade du conflit au Moyen-Orient. Cette envolée des prix de l'énergie résulte principalement d'une hausse de 33,8 %, en rythme annuel, des prix des carburants destinés au transport, les prix de l'essence et du diesel ayant augmenté sous l'effet des prix du pétrole brut et des marges de raffinage élevées. Les prix du gaz et de l'électricité se sont également inscrits en hausse, ce qui a accentué l'accélération de l'inflation énergétique, alors que la transmission des prix de gros aux prix à la consommation se poursuit.

La hausse des prix des produits alimentaires s'est accélérée, s'établissant à 1,3 % en septembre après 1,1 % en août. Cette augmentation s'explique par un fort renchérissement de l'inflation dans le secteur des produits alimentaires non transformés, qui a atteint 4 % en septembre après 2,7 % en août. Toutefois, cette évolution a été en partie compensée par un léger ralentissement de la hausse des prix des produits alimentaires transformés, qui a reculé pour s'établir à 0,4 % après 0,5 % sur la même période. Ce léger ralentissement de la hausse des prix des produits alimentaires transformés reflète très probablement les effets retardés de baisses antérieures des prix des matières premières et de la modération des tensions en amont, le choc actuel sur les prix de l'énergie pouvant encore se répercuter sur les prix en aval de la chaîne de production. L'envolée des prix des produits alimentaires non transformés résulte pour l'essentiel des prix des légumes sensibles aux conditions météorologiques, qui ont été affectés par les vagues de chaleur intervenues au cours de l'été. Ces phénomènes météorologiques — vagues de chaleur, épisodes de sécheresse et conditions d'El Niño qui se forment —,

conjugués aux effets indirects du choc énergétique, pourraient faire peser des risques à la hausse sur les perspectives d'inflation des produits alimentaires [5].

L'inflation mesurée par l'IPCHX s'est légèrement renforcée, à 2,5 % en septembre, après 2,4 % en août. Cela reflète une accélération de la hausse des prix des services, qui s'est établie à 3,2 % en septembre après 3,0 % en août, et a largement compensé le léger ralentissement de la hausse des prix des biens industriels non énergétiques, qui a reculé pour s'établir à 1,1 % après 1,2 % sur la même période. L'accélération de l'inflation dans le secteur des services résulte principalement d'une croissance plus forte des prix des services de loisirs, et plus particulièrement des voyages organisés et des services d'hébergement, une évolution partiellement compensée par un ralentissement de la croissance des services de communication et de logement ainsi que par la stabilité de l'inflation dans les services de transport. Le ralentissement de la hausse des prix des biens industriels non énergétiques en septembre reflète celui des taux d'inflation dans le secteur des biens semi-durables, et, dans une moindre mesure, dans le secteur des biens non-durables, tandis que le taux d'inflation pour les biens durables est demeuré inchangé.

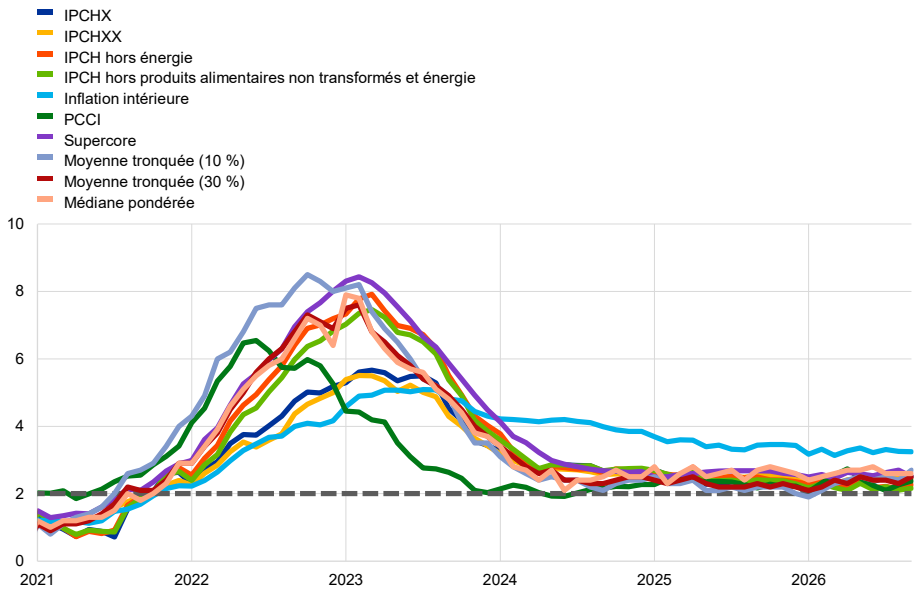
Les évolutions des indicateurs de l'inflation sous-jacente sont restées relativement contrastées en septembre (graphique 9). La plupart des mesures de l'inflation reposant sur des exclusions ont affiché une légère augmentation (comprise entre 0,1 et 0,3 point de pourcentage), à l'exception de la médiane pondérée, qui est demeurée inchangée, et de l'IPCHX hors composantes liées aux voyages, à l'habillement et à la chaussure (IPCHXX), qui a légèrement fléchi pour s'établir à 2,5 % après 2,6 % en août. S'agissant des indicateurs fondés sur des modèles, la composante persistante et commune de l'inflation a augmenté pour atteindre 2,4 % en septembre, après 2,3 % en août, tandis que l'indicateur *Supercore*, qui inclut les rubriques de l'IPCH sensibles au cycle d'activité, a légèrement baissé, passant de 2,7 % à 2,5 % sur la même période. L'inflation intérieure, qui recouvre les composantes à faible contenu en importations, s'est également ralentie en septembre, revenant à 3,2 % après 3,3 % en août. Dans l'ensemble, la fourchette au sein de laquelle se situent les valeurs des indicateurs de l'inflation sous-jacente s'est légèrement rétrécie en septembre, s'établissant entre 2,2 % et 2,7 %, après 2,1 % – 2,7 % en août, et ne fait état d'aucune généralisation des tensions sous-jacentes sur les prix.

[5] Pour plus de détails, cf. « *Has food inflation lost its bite?* », *Le blog de la BCE*, BCE, 20 octobre 2026.

Graphique 9

Indicateurs de l'inflation sous-jacente

(variations annuelles en pourcentage)



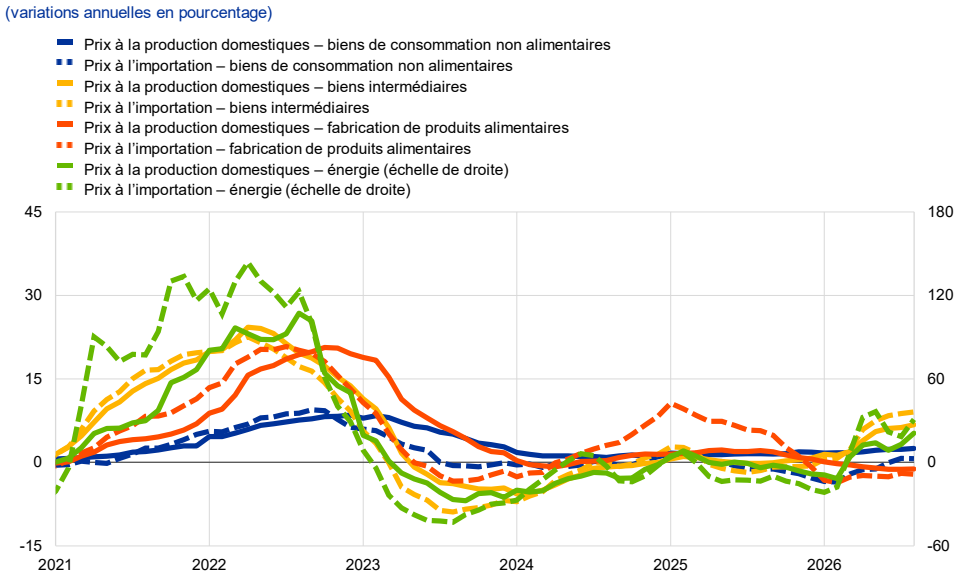
Sources : Eurostat et calculs de la BCE.
Notes : IPCHX : IPCH hors énergie et produits alimentaires ; IPCHXX : IPCHX hors composantes liées au voyage, à l'habillement et à la chaussure ; PCCI : composante persistante et commune de l'inflation (*Persistent and Common Component of Inflation*). La ligne grise en pointillés représente la cible d'inflation de 2 % à moyen terme du Conseil des gouverneurs. Les dernières observations se rapportent à septembre 2026.

Les tensions se sont de nouveau accentuées en amont de la chaîne des prix, tandis que l'on observe des signaux contrastés en aval (graphique 10). En amont de la chaîne des prix, la hausse des prix à la production de l'énergie s'est fortement accentuée, ressortant à 21 % en août, après 13,0 % en juillet. Sur la même période, la hausse des prix à l'importation de l'énergie s'est fortement accélérée, passant de 18,5 % à 30,9 %. Ces deux mesures s'étaient modérées au début de l'été, mais elles se sont établies à des niveaux élevés en août en raison d'une ré-escalade du conflit au Moyen-Orient. S'agissant des biens intermédiaires, la hausse des prix à la production domestiques et celle des prix à l'importation se sont accentuées en août, ressortant à 6,8 % après 6,3 % en juillet, et à 9,1 % après 8,8 % en juillet, respectivement. Au cours du même mois, en aval de la chaîne des prix, les tensions en amont sur les biens de consommation non alimentaires sont restées pratiquement inchangées, tandis que la variation des prix à la production domestiques s'est inscrite en légère hausse (de 0,2 point de pourcentage) à 2,5 %, celle des prix à l'importation demeurant inchangée à 0,7 %. S'agissant des produits alimentaires manufacturés, le taux de croissance annuel des prix à la production domestiques et celui des prix à l'importation sont restés en territoire négatif en août, le premier s'étant maintenu à – 1,2 %, tandis que le second s'établissait 0,1 point de pourcentage au-dessous de son niveau de juillet, à – 2,1 %. Du fait du conflit en cours au Moyen-Orient, les évolutions des prix à la production et des prix à l'importation restent entourées d'une forte incertitude, attribuable non seulement à la transmission différée aux prix des biens sensibles à l'énergie, mais également au fait qu'un choc énergétique prolongé pourrait encore pousser à la hausse les coûts à la

production au sein de pays étrangers, et donc entraîner de nouvelles hausses des prix à l'importation dans la zone euro.

Graphique 10

Indicateurs des tensions en amont de la chaîne des prix



Sources : Eurostat et calculs de la BCE.
Note : Les dernières observations se rapportent à août 2026.

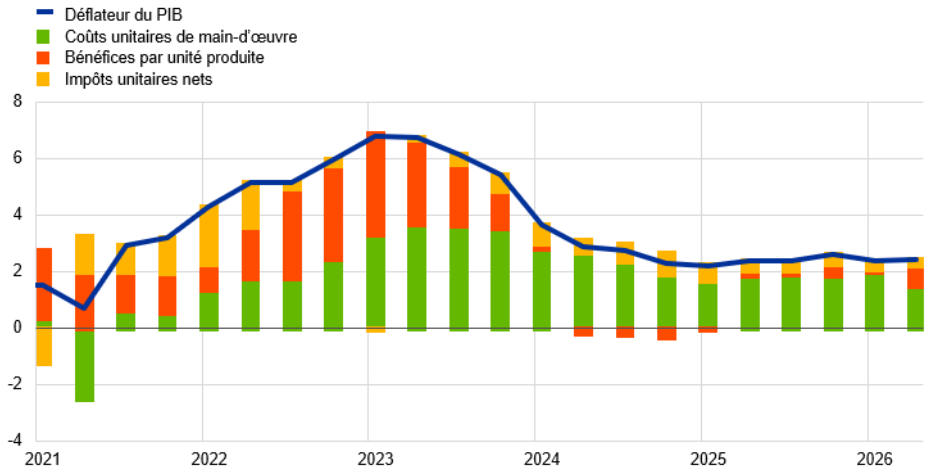
Les tensions d'origine interne sur les coûts, mesurées par la croissance du déflateur du PIB, sont restées inchangées, à 2,4 % au deuxième trimestre 2026 (graphique 11). Cela s'explique par une contribution plus faible des profits unitaires, en partie compensée par une contribution plus importante des coûts unitaires de main-d'œuvre, tandis que la contribution des impôts unitaires a légèrement diminué. Entre le premier et le deuxième trimestre 2026, la croissance des coûts unitaires de main-d'œuvre a nettement fléchi, passant de 3,6 % à 2,6 %. Cette baisse reflète une accélération de la croissance annuelle de la productivité du travail (de 0,1 % à 0,7 %), ainsi qu'un ralentissement du taux de croissance annuel de la rémunération par tête (de 3,6 % à 3,3 %). Ce ralentissement reflète celui de la croissance des salaires négociés, à 2,4 % après 2,6 %, et une baisse de la contribution de la composante glissement des salaires, à 0,9 point de pourcentage après 1 point de pourcentage. Pour l'avenir, l'outil de suivi des salaires de la BCE, qui a été mis à jour à l'aide des données relatives aux accords salariaux négociés jusqu'à mi-octobre 2026, suggère que les tensions sur les salaires négociés atteindront 2,8 % au premier semestre 2027, avant de revenir à 2,4 % au cours du troisième trimestre de la même année[6]. En outre, les participants à l'enquête téléphonique de la BCE auprès des entreprises s'attendent à un léger ralentissement de la croissance des salaires, de 3,0 % en 2026 à 2,9 % en 2027 (cf. encadré 4).

6 Pour plus de détails, voir « L'outil de suivi des salaires de la BCE suggère une croissance des salaires légèrement plus élevée au cours des trois premiers trimestres de 2027 par rapport à l'ensemble de l'année 2026 », *communiqué de presse*, BCE, 4 novembre 2026.

Graphique 11

Décomposition du déflateur du PIB

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



Sources : Eurostat et calculs de la BCE.
Notes : La rémunération par tête apporte une contribution positive aux variations des coûts unitaires de main-d'œuvre. La productivité du travail apporte une contribution négative. Les dernières observations se rapportent au deuxième trimestre 2026.

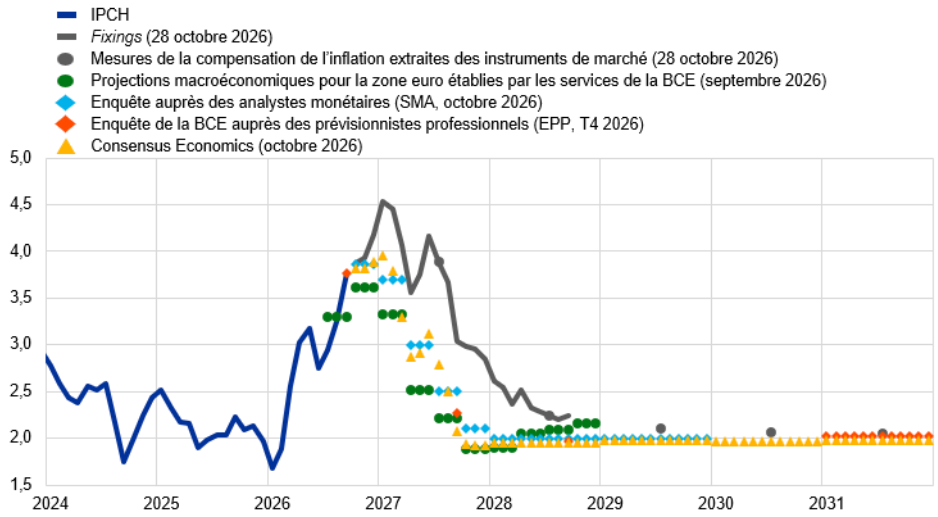
Les enquêtes menées auprès des prévisionnistes professionnels, des analystes monétaires et des consommateurs font état d'une légère hausse temporaire des anticipations d'inflation à court terme, les anticipations d'inflation à long terme demeurant quant à elles inchangées. Les anticipations d'inflation à court terme pour 2026 ont augmenté aussi bien selon l'enquête réalisée en octobre 2026 par la BCE auprès des analystes monétaires (*Survey of Monetary Analysts*, SMA) que selon l'enquête de la BCE auprès des prévisionnistes professionnels (*Survey of Professional Forecasters*, EPP) pour le quatrième trimestre 2026, s'établissant à 3,1 % et à 3,0%, respectivement, contre 2,9 % et 2,7 %. L'enquête SMA et l'enquête EPP signalent toutes deux une baisse de l'inflation en 2027, qui s'établirait respectivement à 2,8 % et 2,6 % (graphique 12, partie a). S'agissant des perceptions et des anticipations d'inflation à court terme des consommateurs, le taux médian de l'inflation perçue au cours des 12 mois précédents a légèrement augmenté, pour s'établir à 3,6 % dans l'enquête de la BCE sur les anticipations des consommateurs de septembre 2026 (graphique 12, partie b), après 3,5 % en août. Au cours de la même période, les anticipations médianes d'inflation au cours des 12 prochains mois ont également légèrement augmenté, passant de 3,0 % à 3,1 % et celles à trois ans et cinq ans sont restées inchangées, à 2,9 % et 2,5 % respectivement. De même, les taux médians des anticipations d'inflation à plus long terme tirés de l'enquête SMA et de l'enquête EPP sont restés inchangés, à 2 % (graphique 12, partie a).

Graphique 12

Inflation totale, projections d'inflation et anticipations

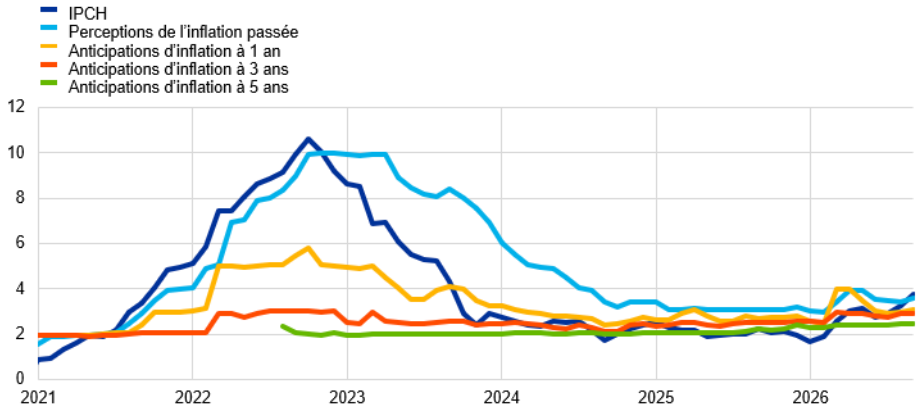
a) Inflation totale, mesures de la compensation de l'inflation extraites des instruments de marché, projections d'inflation et indicateurs des anticipations d'inflation tirés d'enquêtes

(variations annuelles en pourcentage)



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

(variations annuelles en pourcentage)



Sources : Eurostat, LSEG, Consensus Economics, BCE (enquête SMA, enquête EPP, enquête CES), Projections macroéconomiques pour la zone euro établies par les services de la BCE, septembre 2026 et calculs de la BCE.
Notes : Dans la partie a), la série relative aux mesures de la compensation de l'inflation extraites des instruments de marché se fonde sur le taux des *swaps* indexés sur l'inflation au comptant à un an, sur les taux anticipés à un an dans un an, à un an dans deux ans, à un an dans trois ans et à un an dans quatre ans. Pour les séries sur les mesures de compensation de l'inflation extraites des instruments de marché et pour les *fixings*, les dernières observations se rapportent au 28 octobre 2026. Les *fixings* d'inflation correspondent à des contrats de *swaps* liés à des publications mensuelles spécifiques de la variation annuelle de l'IPCH hors tabac dans la zone euro. Pour octobre 2026, l'enquête SMA a été réalisée entre le 12 et le 14 octobre 2026. Pour le quatrième trimestre 2026, l'EPP a été réalisée entre le 2 et le 7 octobre 2026. La date d'arrêté pour les prévisions de Consensus Economics est le 12 octobre 2026. Les projections macroéconomiques de septembre 2026 établies par les services de la BCE pour la zone euro ont été finalisées le 28 août 2026, et la date d'arrêté des hypothèses techniques est le 19 août 2026. Dans la partie b), les lignes pour l'enquête sur les anticipations des consommateurs représentent les taux médians. Les dernières observations se rapportent à septembre 2026.

Au cours de la période sous revue allant du 10 septembre au 28 octobre 2026, les mesures à court terme de la compensation de l'inflation extraites des instruments de marché ont augmenté, tandis que les anticipations à plus long terme extraites des instruments de marché sont restées bien ancrées (graphique 12, partie a). L'évaluation actuelle des anticipations d'inflation par le marché a augmenté à court terme, reflétant le renchérissement des prix de l'énergie.

Les *fixings* d'inflation, qui sont des contrats de *swaps* liés à l'IPCH hors tabac de la zone euro, ont augmenté à court terme avec un pic à 4,5 % en janvier 2027, soit un niveau supérieur d'environ 31 points de base à celui du début de la période sous revue. Sur des horizons plus longs, ces mesures suggèrent que les investisseurs s'attendent à ce que l'inflation reste élevée au premier semestre 2026, avant de reculer fortement au second semestre pour atteindre des niveaux proches de la cible d'inflation de 2 % du Conseil des gouverneurs d'ici à 2028. Au-delà du court terme, le taux des *swaps* indexés sur l'inflation à un an dans un an a diminué de 10 points de base, pour s'établir à 2,2 % environ à la fin de la période sous revue. Toutefois, corrigée des primes de risque sur l'inflation, la même mesure a reculé de 1 point de base, pour s'établir à 2,1 % à la fin de la période sous revue. Les anticipations d'inflation à long terme extraites des instruments de marché, telles que reflétées dans le taux des *swaps* indexés sur l'inflation à cinq ans dans cinq ans, sont restées fermement ancrées autour de 2,0 % une fois corrigées des primes de risque sur l'inflation.

4 Évolutions sur les marchés financiers

*Au cours de la période sous revue allant du 10 septembre au 28 octobre 2026, les marchés financiers de la zone euro ont été principalement influencés par les évolutions du conflit au Moyen-Orient et par une réévaluation des prix sur les marchés des obligations souveraines. Le relèvement des taux d'intérêt annoncé par le Conseil des gouverneurs le 10 septembre était largement anticipé et s'est pleinement transmis aux marchés monétaires. À la fin de la période sous revue, la courbe à terme du taux à court terme de l'euro (€STR) intégrait environ 43 points de base de relèvements cumulés des taux directeurs d'ici la fin du premier trimestre 2027, un niveau inférieur à celui intégré au début de la période sous revue. Les taux sans risque à court et à long terme ont légèrement diminué dans la zone euro au cours de la période sous revue. Les rendements des obligations souveraines de la zone euro ont augmenté, reflétant une augmentation des écarts de rendement par rapport aux taux sans risque. Les indices boursiers larges de la zone euro ont diminué au cours de la période sous revue en raison d'une modération généralisée de l'appétence pour le risque. Les écarts de rendement des obligations d'entreprises se sont élargis à la fois au sein du compartiment bien noté (*investment-grade*) et du compartiment à rendement élevé (*high-yield*). Sur les marchés des changes, l'euro s'est déprécié vis-à-vis du dollar américain (– 4,2 %) ainsi qu'en termes pondérés des échanges commerciaux (– 2,5 %).*

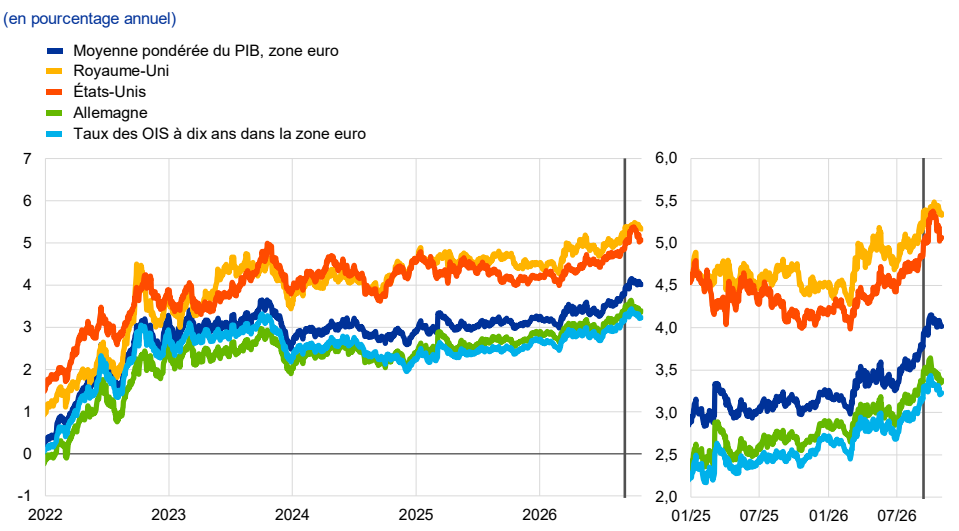
Les taux sans risque à court et à long terme de la zone euro ont diminué au cours de la période sous revue. Le taux de référence €STR s'est établi à 2,44 % à la fin de la période sous revue, reflétant la décision prise par le Conseil des gouverneurs, lors de sa réunion du 10 septembre 2026, de relever les trois taux d'intérêt directeurs de la BCE de 25 points de base. L'excédent de liquidité a diminué d'environ 22 milliards d'euros, revenant à 2 095 milliards, ce qui reflète principalement la baisse continue des portefeuilles de titres de l'Eurosystème détenus à des fins de politique monétaire. Les taux anticipés à court terme ont diminué au cours de la période sous revue : au 28 octobre 2026, la courbe à terme de l'€STR intégrait des hausses cumulées des taux directeurs d'environ 43 points de base d'ici à la *fin* du premier trimestre 2027, contre 71 points de base intégrés le 10 septembre. Au-delà de mi-2028, la courbe est restée globalement inchangée jusqu'à l'échéance à cinq ans, mais a diminué à plus long terme. La baisse de la courbe à terme, qui a partiellement inversé les précédents mouvements à la hausse observés autour de la réunion du Conseil des gouverneurs de septembre, reflète la communication de la banque centrale entre les réunions de politique monétaire, ainsi que l'évolution des perspectives économiques et du sentiment à l'égard du risque, dans un contexte d'élargissement des écarts de rendement des obligations souveraines et d'entreprises de la zone euro.

Les rendements des obligations souveraines à long terme de la zone euro ont augmenté au cours de la période sous revue et sont demeurés proches de leurs points hauts observés sur plusieurs années (graphique 13). Si le taux nominal des *swaps* au jour le jour (OIS) à dix ans a diminué pour revenir à 3,2 % à la fin de la période sous revue, après 3,4 %, le rendement pondéré du PIB des obligations souveraines à dix ans de la zone euro a augmenté de 8 points de base,

pour terminer la période sous revue à 4,0 % environ. Cette hausse reflète un élargissement de 17 points de base des écarts de rendement des obligations souveraines, la tendance à la hausse constante des rendements mondiaux à long terme depuis 2024 ayant accentué les inquiétudes budgétaires, incitant les investisseurs à exiger une compensation plus importante pour la détention d'obligations souveraines. La dispersion entre les pays des écarts de rendement des obligations souveraines par rapport aux taux sans risque est restée modérée comparée aux niveaux historiques, à l'exception de l'écart entre le rendement des obligations souveraines françaises à dix ans par rapport au taux OIS, qui s'est élargi de 59 points de base. Le rendement des titres du Trésor américain à dix ans a augmenté de 4 points de base environ pour s'établir à 5,1 %, tandis que le rendement des obligations d'État (*gilt*) britanniques à dix ans s'est accru d'environ 5 points de base pour atteindre 5,3 %. La hausse des rendements à long terme au cours de la période sous revue a prolongé une tendance haussière observée dans les principales zones monétaires depuis fin 2024.

Graphique 13

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



Sources : Enquête LSEG et calculs de la BCE.
Notes : La ligne verticale grise indique le début de la période sous revue (10 septembre 2026). Les dernières observations se rapportent au 28 octobre 2026.

Les indices boursiers larges de la zone euro ont diminué au cours de la période sous revue en raison d'une modération généralisée de l'appétence pour le risque. Dans l'ensemble, les marchés d'actions de la zone euro ont enregistré un recul de 1,5 % au cours de la période sous revue, sous l'effet d'une baisse de 7,4 % des prix des actions bancaires. Le sous-indice relatif aux sociétés non financières a augmenté de 0,7 %. Les écarts entre les indices au niveau des pays ont été généralement faibles, indiquant une modération généralisée de l'appétence pour le risque. Aux États-Unis, l'indice boursier large a augmenté de 2,0 %. Les sociétés non financières des États-Unis ont enregistré une hausse de 2,5 %, reflétant principalement la performance des actions liées à l'intelligence

artificielle, tandis que les prix des actions des banques américaines ont diminué de 1,2 %.

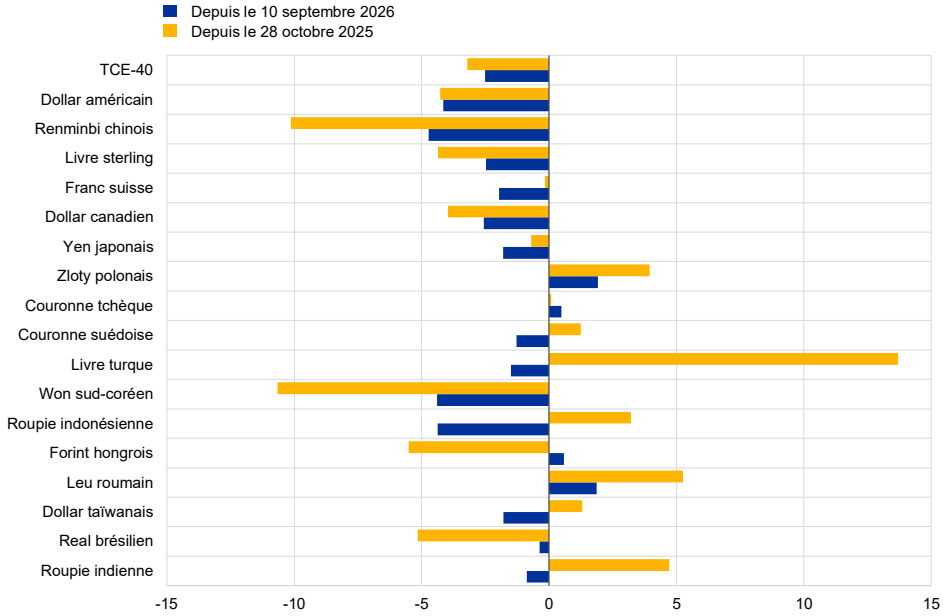
Les écarts de rendement des obligations d'entreprises dans la zone euro se sont élargis à la fois au sein du compartiment bien noté (*investment-grade*) et du compartiment à rendement élevé (*high-yield*) au cours de la période sous revue. L'élargissement a été le plus prononcé sur le compartiment à haut rendement, au sein duquel les écarts de rendement se sont élargis d'environ 69 points de base. Les écarts de rendement des obligations bien notées ont augmenté d'environ 26 points de base pour les sociétés financières et de 20 points de base pour les sociétés non financières. Les écarts de rendement sont toutefois restés contenus au regard des tendances historiques.

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 14). La dépréciation a principalement reflété l'évolution des anticipations du marché, qui tablent désormais sur un nouveau resserrement de la politique monétaire aux États-Unis, ainsi que les préoccupations croissantes concernant les finances publiques et l'incertitude politique entourant l'assainissement budgétaire dans plusieurs pays de la zone euro. Ces préoccupations se sont accompagnées d'une hausse des rendements des obligations d'État et d'un élargissement des écarts de rendement par rapport aux taux sans risque. Le taux de change effectif nominal de l'euro, mesuré par rapport aux monnaies des 40 principaux partenaires commerciaux de la zone euro, a baissé de 2,5 % au cours de la période sous revue. Ce recul a été généralisé, l'euro s'étant déprécié vis-à-vis du dollar américain (– 4,2 %), des devises des marchés émergents, y compris le renminbi chinois (– 4,7 %), et des autres grandes devises, telles que la livre sterling (– 2,5 %) et le franc suisse (– 2,0 %). Le choc énergétique résultant du conflit prolongé au Moyen-Orient continue de peser sur l'euro.

Graphique 14

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

(variations en pourcentage)



Source : Calculs de la BCE.
Notes : Le « TCE-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 28 octobre 2026.

5 Conditions de financement et évolutions du crédit

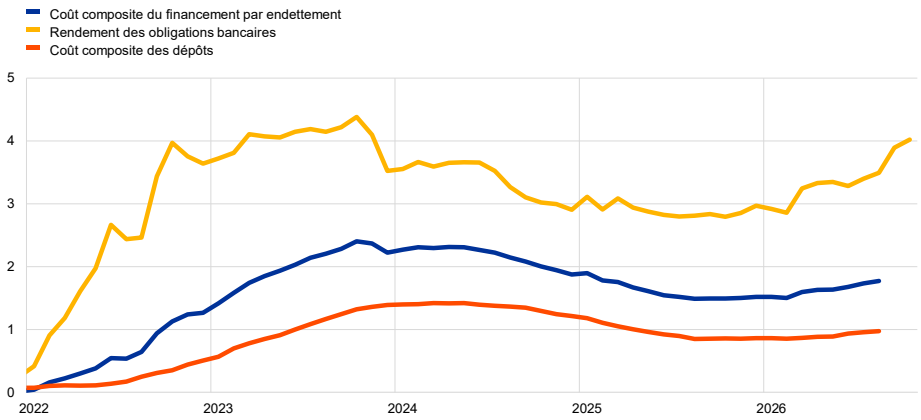
*Les conditions de financement pour les entreprises et les ménages se sont durcies depuis la réunion du Conseil des gouverneurs du 10 septembre 2026. En août, les taux débiteurs bancaires ont augmenté pour s'établir à 3,6 % pour les ménages, mais sont restés globalement inchangés pour les entreprises, à 3,8 %. Au cours de la période sous revue allant du 10 septembre au 28 octobre 2026, le coût du financement par émission d'actions a augmenté et le coût de l'endettement de marché a légèrement progressé, reflétant une prime de risque sur actions plus élevée et une hausse des écarts de rendement des obligations d'entreprises, respectivement. En août et en septembre, la croissance annuelle des prêts aux entreprises s'est ralentie, revenant à 4,2 % après 4,4 % en juillet, et la croissance annuelle des prêts aux ménages est restée inchangée pour les ménages, à 3,1 %. La croissance annuelle de l'agrégat monétaire large (M3) est restée stable, à 3,5 %. Selon l'enquête d'octobre 2026 sur la distribution du crédit bancaire dans la zone euro, les banques ont indiqué une diminution de la demande de nouveaux prêts aux entreprises et un nouveau durcissement des critères d'octroi de crédit au troisième trimestre 2026. La demande de prêts au logement a fortement diminué et la demande de crédits à la consommation a légèrement baissé, tandis que les critères d'octroi sont restés globalement inchangés pour les prêts aux ménages et se sont durcis pour les crédits à la consommation. Dans l'enquête sur l'accès des entreprises au financement (*survey on the access to finance of enterprises*, SAFE) pour le troisième trimestre 2026, les entreprises ont fait état d'une hausse des taux d'intérêt bancaires et d'un durcissement continu des autres conditions d'octroi de prêts.*

Les coûts de financement des banques ont augmenté en août, poursuivant leur tendance à la hausse progressive observée depuis mars (graphique 15). Le coût composite du financement par endettement des banques de la zone euro est passé de 1,7 % en juillet à 1,8 % en août, après 1,5 % en mars. Cette évolution s'explique principalement par l'augmentation continue des rendements des obligations bancaires, reflétant une tension à la hausse généralisée sur les rendements obligataires au niveau mondial, ainsi que par un élargissement des écarts de rendement sur les *swaps* de défaut de crédit des banques de la zone euro, dans un contexte de préoccupations budgétaires concernant plusieurs pays de la zone euro. Ces préoccupations ont entraîné une réévaluation du risque souverain (cf. section 4). Les taux interbancaires ont également augmenté à la suite de la décision du Conseil des gouverneurs de relever les trois taux d'intérêt directeurs de la BCE en juin et septembre. Le taux de dépôt composite, qui mesure le coût marginal du financement par dépôts bancaires, s'est établi à 1,0 % en août, globalement inchangé par rapport au mois précédent. Les taux d'intérêt sur les dépôts à terme et les comptes d'épargne ont augmenté, les banques ayant répercuté la hausse antérieure des taux directeurs, tandis que les taux sur les dépôts à vue des entreprises et des ménages sont restés globalement inchangés.

Graphique 15

Coûts composites de financement des banques dans la zone euro

(pourcentages annuels)



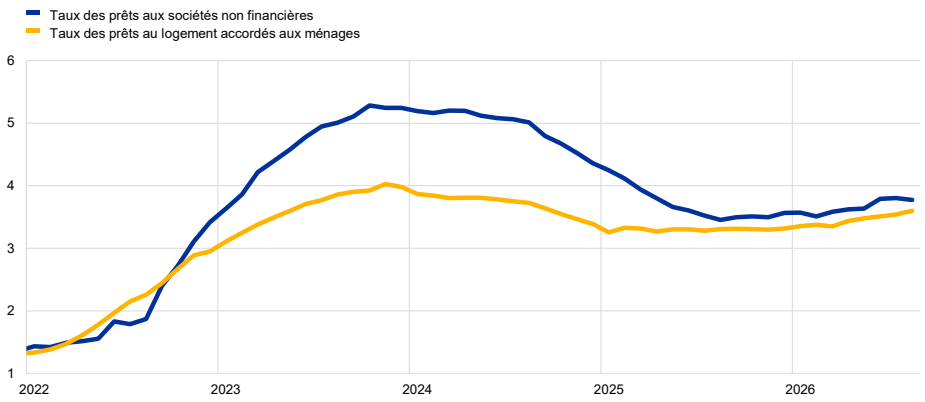
Sources : BCE, S&P Dow Jones Indices LLC et/ou ses filiales et calculs de la BCE.
Notes : Le coût composite du financement par endettement correspond à une moyenne des coûts des nouveaux contrats pour les banques pour les dépôts à vue, les dépôts remboursables avec un préavis, les dépôts à terme, les 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 août 2026 pour le coût composite du financement par endettement et le coût composite des dépôts, et au 28 octobre 2026 pour les rendements des obligations bancaires.

Les taux débiteurs bancaires appliqués aux ménages ont de nouveau augmenté, tandis que ceux appliqués aux entreprises sont restés globalement inchangés (graphique 16). Le coût d'emprunt pour les prêts au logement consentis aux ménages a légèrement augmenté, passant de 3,5 % en juillet à 3,6 % en août, reflétant la transmission en cours de la hausse des taux de marché. Des taux sans risque et des rendements des obligations souveraines plus élevés exercent des tensions à la hausse sur les taux des prêts hypothécaires et des emprunts à plus long terme des entreprises. La hausse des taux hypothécaires a été généralisée sur l'ensemble des périodes de fixation des taux, mais a été particulièrement marquée pour les prêts hypothécaires avec des périodes de fixation plus courtes (jusqu'à un an). En août, le coût de l'emprunt bancaire pour les sociétés non financières est resté globalement inchangé à 3,8 %, masquant des évolutions qui se sont compensées dans les différents segments de prêts. Les taux appliqués aux prêts de faible montant ont continué d'augmenter, tandis que ceux appliqués aux prêts de montant élevé (supérieurs à 1 million d'euros) ont diminué. Par conséquent, l'écart entre les taux d'intérêt appliqués aux prêts aux entreprises de petite et de grande taille s'est creusé pour s'établir à 68 points de base.

Graphique 16

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

(pourcentages annuels)

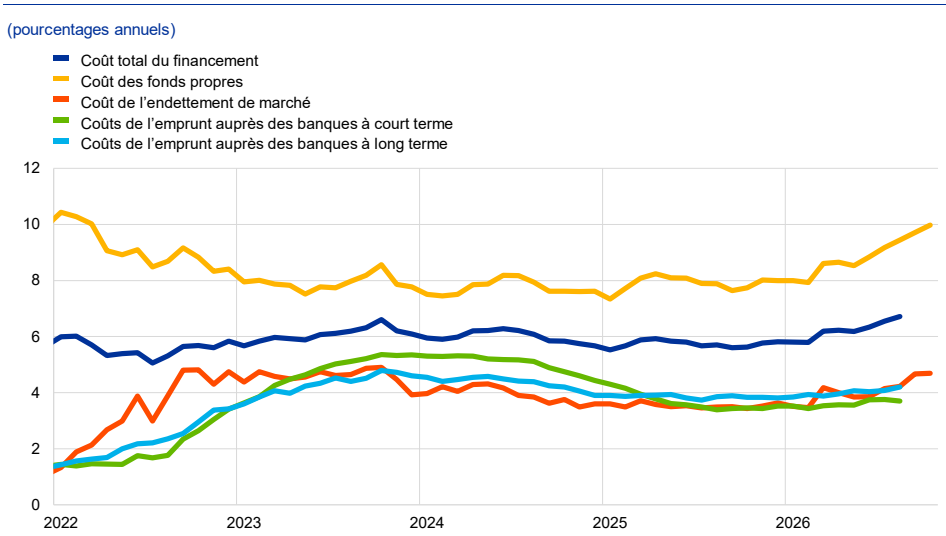


Sources : BCE et calculs de la BCE.
Notes : Les taux débiteurs bancaires composites sont calculés en agrégeant les taux à court et à long terme à l'aide d'une moyenne mobile sur 24 mois des volumes de contrats nouveaux. Les dernières observations se rapportent à août 2026.

Au cours de la période sous revue allant du 10 septembre au 28 octobre 2026, le coût du financement par émission d'actions a encore augmenté, tandis que le coût de l'endettement de marché n'a affiché qu'une légère hausse. 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, a augmenté pour le troisième mois consécutif, atteignant 6,7 % en août (graphique 17). Cette hausse s'explique principalement par le coût des fonds propres, tandis que le coût du financement par endettement de marché et le coût d'emprunt auprès des banques sont restés globalement inchangés. Les données quotidiennes couvrant la période sous revue montrent également une nouvelle hausse du coût du financement par émission d'actions en raison d'une prime de risque sur actions plus élevée. Le coût de l'endettement de marché reflète une légère augmentation résultant d'une hausse des écarts de rendement des obligations d'entreprises, en particulier sur le compartiment à haut rendement (cf. section 4).

Graphique 17

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



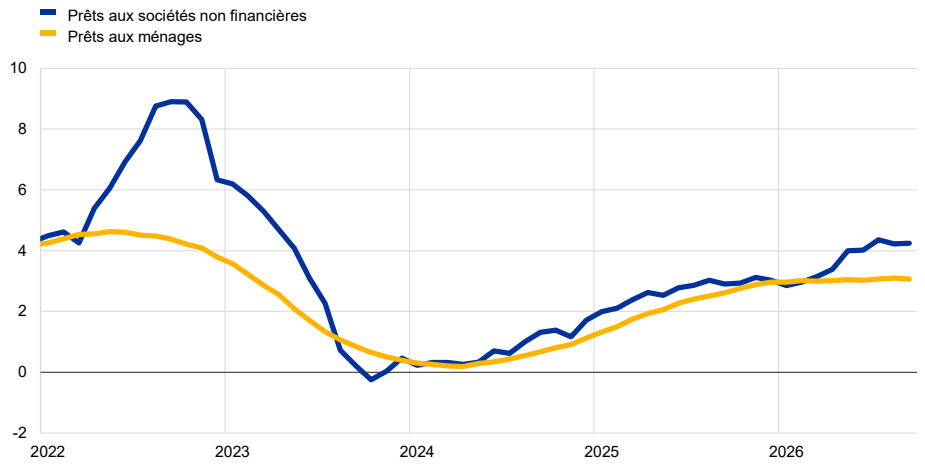
Sources : BCE, Eurostat, Dealogic, Merrill Lynch, Bloomberg Finance L.P., LSEG et calculs de la BCE.
Notes : Le coût total du financement des sociétés non financières est fondé sur des données mensuelles et calculé comme une moyenne des coûts à court et à long terme de l'emprunt auprès des banques (données 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 28 octobre 2026 pour le coût de l'endettement de marché et le coût des fonds propres (données quotidiennes) et à août 2026 pour le coût total du financement et le coût de l'emprunt auprès des banques à court et à long terme (données mensuelles).

La croissance des prêts aux entreprises et aux ménages est restée inchangée entre août et septembre (graphique 18). Le taux de croissance annuel des prêts bancaires aux sociétés non financières est demeuré à 4,2 % en août et en septembre, au-dessous de son taux annuel de 4,4 % enregistré en juillet, et proche de sa moyenne historique de 4,3 % depuis début 1999. Le taux de croissance annuel du financement par endettement externe des entreprises est ressorti en hausse à 4,2 %, après 4,1 % en juillet et août, reflétant une croissance plus forte des émissions nettes d'obligations d'entreprises Les prêts à court terme ont fortement augmenté, poursuivant leur tendance à la hausse amorcée en février 2026 et reflétant probablement des besoins accrus en fonds de roulement face au choc énergétique. Le taux de croissance annuel des prêts aux ménages est également resté inchangé, s'établissant à 3,1 %, un niveau inférieur à sa moyenne historique de 4,1 % depuis début 1999. Si les taux de croissance des prêts hypothécaires et du crédit à la consommation ont légèrement reculé, cette baisse a été contrebalancée par une accélération marquée de la croissance des autres formes de prêts aux ménages, y compris les prêts consentis aux entrepreneurs individuels.

Graphique 18

Prêts des IFM dans la zone euro

(variations annuelles en pourcentage)



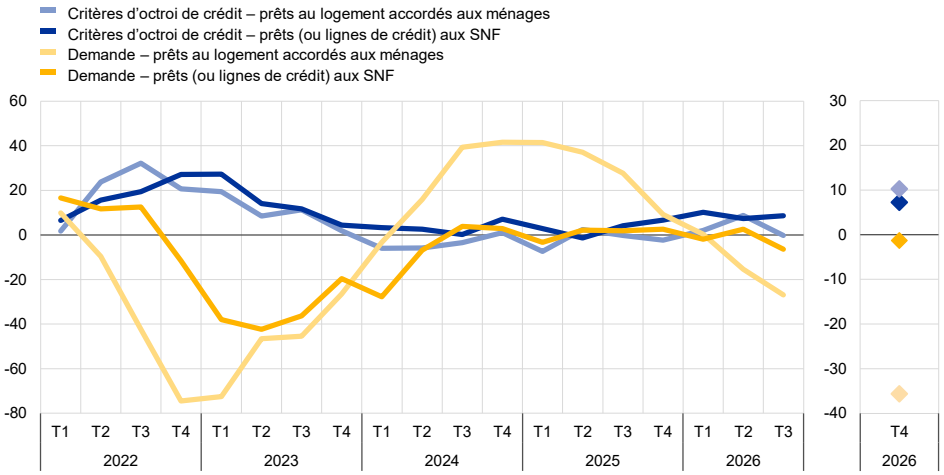
Sources : BCE et calculs de la BCE.
Notes : Les prêts des institutions financières monétaires (IFM) sont corrigés des cessions de prêts et de la titrisation ; dans le cas des sociétés non financières, les prêts sont également corrigés de la centralisation de trésorerie (*cash-pooling*) notionnelle. Les dernières observations se rapportent à septembre 2026.

L'enquête d'octobre 2026 sur la distribution du crédit bancaire **dans la zone euro réalisée entre le 21 septembre et le 6 octobre 2026 montre un nouveau durcissement des critères d'octroi de prêts aux entreprises et des critères d'octroi de prêts au logement globalement inchangés au troisième trimestre 2026 (graphique 19).** Le durcissement des critères d'octroi des prêts ou des lignes de crédit aux entreprises de la zone euro a été plus important que ne l'avaient anticipé les banques lors de la campagne d'enquête précédente. La perception de risques plus élevés pour les perspectives économiques et la moindre tolérance au risque des banques sont restées les principaux facteurs contributifs. Certaines banques ont indiqué un effet de durcissement lié à l'incertitude géopolitique et aux évolutions sur les marchés de l'énergie. Les banques ont fait état de critères d'octroi de crédit globalement inchangés pour les prêts au logement et d'un nouveau durcissement net pour les crédits à la consommation, avec une moindre tolérance au risque et une perception plus élevée du risque comme principaux déterminants. Pour le quatrième trimestre 2026, les banques de la zone euro s'attendent à un nouveau durcissement des conditions d'octroi de crédit pour les prêts aux entreprises et à un durcissement significatif pour les prêts au logement et les crédits à la consommation.

Graphique 19

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

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



Source : BCE (enquête sur la distribution du crédit bancaire)
Notes : « SNF » signifie sociétés non financières. Pour les questions de l'enquête relatives aux critères d'octroi, les « pourcentages nets » sont définis comme la différence entre la somme du pourcentage de banques ayant répondu « sensiblement durcis » et « légèrement durcis » et la somme du pourcentage de banques ayant répondu « légèrement assouplis » et « sensiblement assouplis ». Pour les questions portant sur la demande de prêts, les « pourcentages nets » sont définis comme la différence entre la somme du pourcentage de banques ayant répondu « augmentation importante » et « légère augmentation » et la somme du pourcentage de banques ayant répondu « légère diminution » et « diminution importante ». Les losanges représentent les anticipations déclarées par les banques dans la campagne d'enquête actuelle. Les dernières observations se rapportent au troisième trimestre 2026.

Au troisième trimestre 2026, les banques ont fait état d'une baisse de la demande de prêts aux entreprises, d'une forte baisse de la demande de prêts au logement et d'une légère diminution de la demande de crédits à la consommation [7]**.** Le recul de la demande de prêts aux entreprises était inattendu, dans la mesure où les banques avaient anticipé une hausse lors de la précédente campagne d'enquête. La demande de prêts a été principalement freinée par la hausse des taux d'intérêt. Cette baisse s'explique également, entre autres, par une demande plus faible d'investissements fixes parmi les petites et moyennes entreprises (PME) et par le recours à des sources de financement alternatives. La demande de stocks et de fonds de roulement, ainsi que, dans une moindre mesure, le financement lié au refinancement par endettement et à la restructuration, ont continué d'exercer des pressions à la hausse sur la demande de prêts. La demande de prêts au logement s'est nettement ralentie, tandis que la demande de crédits à la consommation n'a que légèrement diminué. S'agissant des prêts au logement, la baisse nette déclarée a été la plus prononcée depuis le troisième trimestre 2023 et s'est avérée plus importante qu'anticipé par les banques. Les évolutions des taux d'intérêt ont été le principal moteur de la baisse, suivies d'une détérioration de la confiance des consommateurs et d'une détérioration des perspectives sur le marché

[7] Dans une question spécifique sur l'importance des nouveaux prêts pour financer l'adoption ou le développement de l'IA par les entreprises, les banques ont indiqué qu'elles continuaient d'adapter leurs pratiques de prêt à l'utilisation croissante de l'IA. Plusieurs banques ont indiqué qu'elles s'attendaient à une augmentation progressive mais durable de la demande de prêts pour financer les infrastructures numériques, en particulier les centres de données. Les banques ont également indiqué que leurs prêts actuels et futurs liés à l'IA sont plus susceptibles de cibler les fournisseurs d'infrastructures que les développeurs de logiciels ou les entreprises adoptant l'IA, et que cette tendance devrait s'accentuer au cours des prochains mois.

de l'immobilier résidentiel. Le niveau plus élevé des taux d'intérêt et la détérioration de la confiance des consommateurs, ainsi qu'une baisse des dépenses en biens durables, ont affaibli la demande de crédits à la consommation. Pour le quatrième trimestre 2026, les banques s'attendent à une demande de prêts aux entreprises globalement inchangée et à une baisse plus marquée de la demande de prêts au logement et de crédits à la consommation.

La situation de financement des banques s'est de nouveau détériorée, tandis que la diminution de l'excédent de liquidité et l'accentuation des risques pesant sur la qualité de crédit ont eu un effet de durcissement sur les critères d'octroi de crédit. Selon les réponses des banques aux questions ad hoc de l'enquête, les conditions d'accès des banques aux titres de créance, aux marchés monétaires et au financement de détail se sont encore détériorées au troisième trimestre 2026, tandis qu'elles sont restées globalement inchangées pour les titrisations. Au cours des trois prochains mois, les banques s'attendent à ce que l'accès au financement dans ces quatre catégories continue de se détériorer La réduction du portefeuille d'actifs de la BCE relevant de la politique monétaire a eu un impact légèrement négatif sur les positions de liquidité des banques de la zone euro et sur les conditions de financement de marché au cours de l'année écoulée. Son impact sur la rentabilité des banques a toutefois été considéré comme légèrement positif, la hausse globale de leurs produits nets étant partiellement compensée par de faibles pertes en capital. Les banques s'attendent à une poursuite de ces effets au cours de l'année à venir. Elles ont également déclaré un effet durcisseur net des ratios de prêts non performants et d'autres indicateurs de la qualité du crédit sur leurs critères d'octroi pour toutes les catégories de prêts. Cela reflète principalement une perception plus élevée des risques. En réponse à une nouvelle question, les banques de la zone euro ont indiqué que la contribution à leur stratégie opérationnelle a été légèrement positive au cours de l'année écoulée et neutre s'agissant de leur situation financière globale et des critères d'octroi de crédit. Pour l'année à venir, les banques s'attendent à ce que les actifs numériques aient un impact de plus en plus positif sur leur stratégie opérationnelle, parallèlement à un effet négatif sur leur activité de financement de détail.

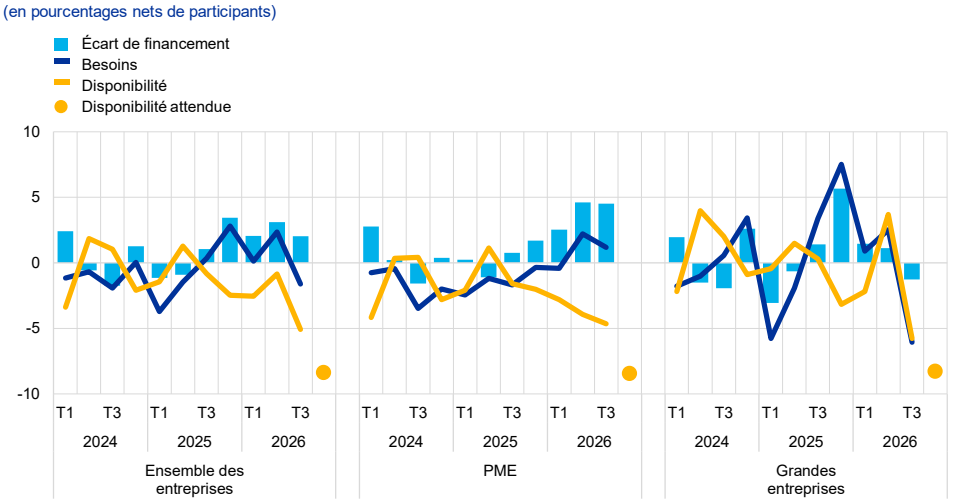
Dans la dernière enquête sur l'accès des entreprises au financement (SAFE)**, réalisée entre le 26 août et le 2 octobre 2026, les entreprises ont fait état d'un durcissement des conditions d'octroi des prêts bancaires dans un contexte de hausses des taux d'intérêt des banques.** Au troisième trimestre 2026, un pourcentage net de 46 % des entreprises a fait état d'une hausse des taux d'intérêt des banques, après un pourcentage net de 42 % au trimestre précédent. Les grandes entreprises ont plus souvent fait état d'une hausse des taux d'intérêt que les PME. Au-delà des taux d'intérêt, les entreprises ont également été confrontées à des coûts d'emprunt hors intérêts plus élevés, même si le rythme du durcissement s'est légèrement ralenti.

La disponibilité des prêts bancaires a davantage diminué que les besoins, entraînant un élargissement de l'écart de financement perçu (graphique 20). Au troisième trimestre 2026, un pourcentage net de 2 % des entreprises a indiqué une diminution des besoins en prêts bancaires (contre 2 % net indiquant une

augmentation au trimestre précédent), tandis qu'un pourcentage net de 5 % des entreprises a fait état d'une baisse de la disponibilité des prêts bancaires (contre – 1 % au trimestre précédent). L'évolution de la disponibilité des prêts bancaires a été comparable dans l'ensemble des catégories de taille, les PME comme les grandes entreprises faisant état d'une diminution. Les PME ont indiqué des besoins de prêts bancaires globalement inchangés (un pourcentage net de 1 %, après 2 %), tandis que les grandes entreprises ont fait état d'une baisse (un pourcentage net de – 6 %, après 3 % au trimestre précédent). En conséquence, l'indicateur relatif à l'écart de financement pour les prêts bancaires – un indice rendant compte de la différence entre la variation des besoins et celle de la disponibilité – est resté positif pour un pourcentage net de 2 % des entreprises, après un pourcentage net de 3 % au trimestre précédent. Pour les trois prochains mois, un pourcentage net de 8 % de l'ensemble des entreprises anticipent une détérioration de la disponibilité des prêts bancaires.

Graphique 20

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



Sources : BCE (enquête SAFE) et calculs de la BCE.
Notes : « PME » signifie « petites et moyennes entreprises ». Les pourcentages nets correspondent à la différence entre le pourcentage d'entreprises déclarant une hausse de la disponibilité des prêts bancaires (besoins et disponibilité attendue, respectivement) et le pourcentage déclarant une baisse de la disponibilité au cours des trois derniers mois. L'indicateur de l'évolution perçue de l'écart de financement prend une valeur égale à 1 (– 1) si le besoin augmente (diminue) tandis que la disponibilité diminue (augmente). Si les entreprises ne perçoivent qu'une hausse (baisse) unilatérale de l'écart de financement, on assigne à la variable une valeur de 0,5 (– 0,5). Une valeur positive de l'indicateur signale un élargissement de l'écart de financement. Les valeurs sont multipliées par 100 pour obtenir des soldes nets pondérés en pourcentages. La disponibilité attendue a été avancée d'une période afin de permettre une comparaison directe avec les réalisations. Les chiffres se rapportent aux campagnes 30 à 40 de l'enquête SAFE (janvier-mars 2024 à juillet-septembre 2026).

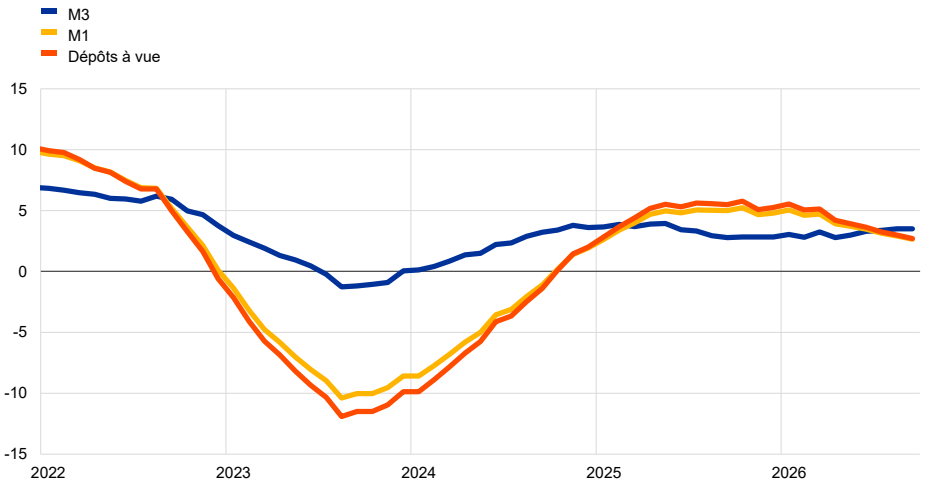
La croissance annuelle de l'agrégat monétaire large (M3) est restée stable en septembre, dans un contexte de dynamiques à court terme plus faibles (graphique 21). La croissance annuelle de M3 est restée inchangée à 3,5 % en septembre, bien inférieure à sa moyenne historique de 5,2 % observée depuis début 1999. La croissance annuelle de l'agrégat monétaire étroit (M1), qui inclut les billets et pièces en circulation ainsi que les dépôts à vue, a diminué pour revenir à 2,7 %, après 2,9 % en août. Cela reflète un déplacement des dépôts à vue vers les dépôts à terme ainsi qu'une contribution plus importante des instruments négociables, offrant tous deux aux investisseurs des rendements plus élevés. Du

point de vue des contreparties, la croissance annuelle de M3 a été soutenue par des flux nets entrants extérieurs vers la zone euro et par la croissance du crédit domestique, tandis que la réduction en cours du bilan de l'Eurosystème a continué de peser sur la croissance de M3.

Graphique 21

M3, M1 et dépôts à vue

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



Source : BCE.
Note : Les dernières observations se rapportent à septembre 2026.

Encadrés

1 Narratifs et risques : une panoplie d'outils quantitatifs pour évaluer les scénarios appliqués au conflit au Moyen-Orient

Niccolò Battistini, Mohammed Chahad et Luís Fonseca

Le présent encadré introduit un cadre quantitatif pour évaluer les scénarios alternatifs entourant les projections de base établies par les services de l'Eurosystème/de la BCE, en mettant l'accent sur l'évaluation de la plausibilité de leur impact économique. Comme habituellement dans un contexte de politique monétaire, les projections de base devraient représenter le résultat le plus probable au sein de l'ensemble des résultats futurs possibles, sous réserve de l'état actuel de l'économie et d'un ensemble d'hypothèses techniques. Afin de mettre en évidence l'incertitude entourant le scénario de base, ces projections sont souvent accompagnées de scénarios alternatifs qui explorent les implications macroéconomiques des narratifs économiques pertinents pour la politique monétaire (Banque centrale européenne, 2025). Toutefois, comme souligné dans Cordova-Pozo et Rouwette (2023), la littérature évaluant la pertinence des scénarios reste limitée [8]. Le présent encadré propose une méthodologie visant à combler partiellement cette lacune en évaluant les scénarios, et un accent particulier sera mis sur la plausibilité de leurs résultats macroéconomiques par rapport aux profils empiriques [9].

La première étape de l'évaluation de la plausibilité des scénarios consiste à construire des distributions prévisionnelles conjointes rendant compte des profils temporels et des relations entre variables L'objectif est d'obtenir une densité conjointe pour un ensemble de variables macroéconomiques – dans cette application, la croissance du PIB en volume et l'inflation mesurée par l'IPCH sont centrées autour du scénario de base et tiennent compte des corrélations temporelles et des corrélations entre variables. Pour ce faire, on estime les relations dynamiques entre les variables, avec deux approches complémentaires s'appuyant sur des distributions univariées [10]. Premièrement, une approche basée sur un modèle estime les distributions conditionnelles univariées au moyen de régressions quantiles bayésiennes et les combine en une densité de probabilité jointe en appliquant la règle des probabilités composées. Deuxièmement, une approche fondée sur les copules construit des densités conjointes en combinant des

8 Le cadre de synthèse des scénarios proposé par Adrian *et al.* (2025) constitue une contribution récente à cette littérature. Il attribue des coefficients de pondération aux scénarios afin d'obtenir la meilleure approximation possible d'une distribution de référence cible.

9 La méthodologie proposée dans le présent encadré peut également être appliquée à deux autres critères couramment utilisés pour l'évaluation quantitative des scénarios – la cohérence entre les chocs sous-jacents et la couverture des scénarios –, comme évoqué dans un document de travail de la BCE à paraître en lien avec le présent encadré.

10 Les approches alternatives peuvent fournir directement des distributions conjointes, mais reposent souvent sur des hypothèses simplificatrices (par exemple, structure similaire entre les variables, dépendance linéaire), ce qui conduit à des distributions de risques moins riches.

distributions marginales univariées avec des profils historiques. Dans cette application, ces densités marginales sont calculées à partir de deux sources – a) des données historiques et b) une distribution tirée d'enquêtes (l'enquête de la BCE auprès des prévisionnistes professionnels) – intégrant les croyances prospectives des prévisionnistes professionnels concernant les évolutions économiques futures [11]. Les densités conjointes qui en résultent sont centrées de sorte que leur mode corresponde aux projections de référence. Ces distributions conjointes centrées sont calculées sur des fenêtres glissantes de 20 ans à partir du début des années 1980 afin de juger les scénarios par rapport à la période historique qui leur est la plus favorable. En calculant la densité sur des fenêtres glissantes, le cadre capture les relations qui évoluent dans le temps entre les variables. Cela est essentiel, car les scénarios simulés peuvent refléter diverses dynamiques temporelles et entre les variables susceptibles de différer de tout profil historique spécifique.

La deuxième étape évalue la plausibilité empirique des résultats des scénarios en calculant la probabilité de chaque scénario par rapport au scénario de référence. Conformément à Doan *et al.* (1984), la plausibilité peut être évaluée en déterminant à quel point une trajectoire de scénario est inhabituelle par rapport à la trajectoire la plus probable [12]. L'indice de plausibilité empirique est obtenu en calculant d'abord, pour chaque sous-échantillon historique, la probabilité des trajectoires conjointes de croissance et d'inflation dans un scénario donné par rapport à la probabilité des trajectoires de référence [13]. L'indice final correspond à la valeur la plus élevée parmi les sous-échantillons pour un scénario donné. Il va de 0 – lorsque les résultats économiques du scénario n'ont pratiquement aucun précédent historique – à 100 – lorsque les trajectoires du scénario sont aussi plausibles que le scénario de base. Il est important de noter que ce score permet d'évaluer si les co-mouvements conjoints des variables de résultat d'un scénario spécifique – plutôt que les événements sous-jacents à son narratif (par exemple, des perturbations spécifiques sur les marchés de l'énergie ou une modification d'un régime tarifaire donné) – se sont matérialisés dans le passé. Par conséquent, il peut être appliqué à un large éventail de scénarios narratifs, y compris ceux qui ne se sont peut-être jamais produits.

L'application du cadre aux scénarios relatifs au conflit au Moyen-Orient dans les projections de septembre 2026 établies par les services de la BCE montre que le scénario sévère a une plausibilité empirique plus faible que le scénario plus modéré ou le scénario défavorable. Le graphique A, partie a) présente les trajectoires de la croissance du PIB en volume et de la hausse de l'IPCH comme décrit dans les scénarios relatifs au conflit au Moyen-Orient publiés dans l'encadré 4 des projections macroéconomiques de septembre 2026 établies par les services de

11 Pour plus de détails, cf. l'« enquête menée par la BCE auprès des prévisionnistes professionnels pour le troisième trimestre 2026 ».

12 En tenant compte de l'asymétrie et des queues de distribution épaisses, cette métrique pourrait être mieux adaptée à nos objectifs que, par exemple, l'indice d'invraisemblance (*implausibility index*) de Doan *et al.* (1984).

13 En adoptant une perspective plus large qui ne se concentre pas sur une variable ou un horizon spécifique, cette approche offre une alternative au cadre de synthèse de scénarios proposé par Adrian *et al.* (2025).

la BCE pour la zone euro. Ces scénarios diffèrent dans leurs hypothèses relatives aux prix des matières premières énergétiques et à l'incertitude financière, ainsi qu'à l'ampleur des effets indirects et de second tour sur l'inflation. Ils couvrent un large éventail de résultats économiques, les écarts absolus cumulés par rapport aux projections de base allant de 0,2 à 1,2 point de pourcentage pour la croissance du PIB en volume et de 1,0 à 4,3 points de pourcentage pour la hausse de l'IPCH. La partie b) présente l'indice de plausibilité pour chaque scénario, révélant que le scénario plus modéré présente une plausibilité élevée, avec un indice compris entre 82 et 96 pour les différentes approches. Pour le scénario défavorable, la fourchette est comprise entre 56 et 85, tandis que le scénario sévère est jugé nettement moins plausible. En dépit de sa plausibilité moindre, il demeure important d'analyser ce scénario afin de couvrir un large éventail de résultats du conflit pertinents pour les décisions de politique monétaire. L'évaluation de la plausibilité est robuste pour les différents cadres utilisés pour calculer les densités conjointes, même si cela n'est pas nécessairement le cas par construction compte tenu des différences méthodologiques importantes entre ces cadres.

Graphique A

Plausibilité empirique des scénarios de base et scénarios alternatifs



Sources : Projections macroéconomiques pour la zone euro établies par les services de l'Eurosystème, septembre 2026 et calculs des services de la BCE.
Notes : Partie a) : IPCH : indice des prix à la consommation harmonisé. Partie b) : la plausibilité empirique est mesurée comme la probabilité maximale par rapport au scénario de base pour différents sous-échantillons historiques. Pour chaque sous-échantillon, la probabilité relative est obtenue à partir de la densité conjointe des profils de croissance du PIB en volume et d'inflation mesurée par l'IPCH sur l'ensemble de l'horizon de projection, centrée de sorte que les projections de base se situent au mode de la distribution. EPP : enquête menée par la BCE auprès des prévisionnistes professionnels.

La plausibilité empirique des scénarios va au-delà d'une simple évaluation de leur sévérité, car elle reflète également des corrélations temporelles et entre variables. Le lien entre plausibilité et sévérité peut être illustré en comparant les évaluations de différents scénarios de sévérité similaire. Par exemple, le scénario défavorable relatif au Moyen-Orient présente un niveau de sévérité – mesuré comme l'écart absolu cumulé par rapport aux valeurs du scénario de base – comparable à un scénario hypothétique *ad hoc* reposant sur une trajectoire horizontale dans lequel la croissance du PIB et la hausse de l'inflation mesurée par l'IPCH restent constantes à leur niveau moyen respectif dans le scénario de base sur un horizon de trois ans. Comme le montre le tableau A, toutefois, la prise en compte des corrélations temporelles et des corrélations entre variables révèle que

les résultats du scénario défavorable sont beaucoup plus plausibles que ceux du scénario à trajectoire plate, avec des scores de plausibilité empirique de 56 et près de 0, respectivement. La comparaison montre également que l'omission de l'une ou des deux dimensions de la dépendance conduit à une évaluation partielle, souvent trompeuse, de la plausibilité des résultats des scénarios. C'est clairement le cas, par exemple, pour le scénario hypothétique à trajectoire plate : ignorer les dépendances temporelles ou les dépendances entre variables entraîne des estimations de plausibilité empirique élevée qui ne peuvent guère être corrigées par une simple agrégation de ces évaluations partielles, comme une moyenne.

Tableau A

Plausibilité empirique tenant compte de l'absence de corrélation, de la corrélation partielle ou totale au fil du temps et entre les variables

a) Scénario défavorable au Moyen-Orient

(indice, scénario de base = 100)

Plausibilité empirique	2026 uniquement	2027 uniquement	2028 uniquement	Toutes les années (dépendance temporelle)
PIB en volume uniquement	96,0	97,2	99,8	93,9
IPCH uniquement	71,9	83,3	98,8	70,7
Les deux variables (interdépendance)	69,0	80,6	98,6	55,7

b) Scénario ad hoc à trajectoire plate

(indice, scénario de base = 100)

Plausibilité empirique	2026 uniquement	2027 uniquement	2028 uniquement	Toutes les années (dépendance temporelle)
PIB en volume uniquement	29,1	99,4	98,6	18,7
IPCH uniquement	8,4	100,0	96,5	0,2
Les deux variables (interdépendance)	0,2	99,4	96,6	0,1

Sources : BCE et calculs des services de la BCE.
Notes : La densité conjointe est construite en utilisant la régression quantile bayésienne.

En conclusion, le cadre quantitatif proposé pour évaluer les scénarios fournit une mesure de la plausibilité empirique des résultats des scénarios. Il n'évalue toutefois pas la plausibilité économique des événements narratifs ni leur probabilité de matérialisation, ces évaluations relevant de l'appréciation des responsables de la politique économique. Les scénarios bien fondés peuvent recevoir de faibles scores de plausibilité empirique s'ils génèrent des combinaisons de résultats en matière de croissance et d'inflation avec un précédent historique limité (par exemple, les mesures de confinement pendant la pandémie de COVID-19). À l'inverse, un scénario nouveau qui présente des co-mouvements macroéconomiques standard peut légitimement recevoir un score de plausibilité empirique élevé. Dans tous les cas, la métrique doit être interprétée avec prudence parallèlement au narratif du scénario qualitatif et au jugement pertinent des experts et des responsables de la politique économique. Enfin, il convient également de noter que la méthodologie proposée n'est pas en mesure de distinguer les contributions des déterminants-clés

au score de plausibilité empirique, tels que les chocs sous-jacents au scénario, les canaux de transmission et les mauvaises spécifications de modèles.

Bibliographie :

Adrian (T.), Giannone (D.), Luciani (M.) et West (M.) (2025), « *Scenario Synthesis and Macroeconomic Risk* », *IMF Working Papers*, n° 2025/105, Fonds monétaire international.

Cordova-Pozo (K.) et Rouwette (E.) (2023), « *Types of scenario planning and their effectiveness: A review of reviews* », *Futures*, vol. 149, 103153.

Doan (Y.), Litterman (R.) et Sims (C.) (1984), « *Forecasting and conditional projection using realistic prior distributions* », *Econometric Reviews*, vol. 3, n° 1, p. 1-100.

Banque centrale européenne (2025), « *A strategic view on the economic and inflation environment in the euro area* », *Occasional Paper Series*, n° 371, BCE.

2 Conditions météorologiques estivales extrêmes : quelles conséquences pour la production dans la construction de la zone euro ?

Johannes Gareis

L'été 2026 a été marqué par des épisodes caniculaires prolongés et répétés dans une grande partie de la zone euro, avec des conséquences potentiellement significatives sur l'activité dans la construction. La construction fait partie des secteurs les plus exposés aux conditions météorologiques, car une grande partie de son activité se déroule à l'extérieur et implique un travail physiquement exigeant. Des températures élevées rendent le travail en toute sécurité plus difficile, et il a été montré que les travailleurs des secteurs exposés au climat, comme la construction, réduisent leur nombre d'heures travaillées les jours de très forte chaleur, en partie en déplaçant l'activité vers des périodes plus fraîches le même jour ou d'autres jours [14]. L'impact sur le nombre d'heures travaillées peut être exacerbé par la réglementation, car plusieurs pays de la zone euro exigent désormais que le travail en extérieur soit adapté ou suspendu lors des périodes de canicule [15]. De récentes données économétriques montrent également que les phénomènes météorologiques extrêmes peuvent avoir des effets à court terme considérables sur l'activité économique et sectorielle des principales économies de la zone euro [16]. Cet encadré évalue les conséquences des conditions météorologiques de cet été sur la production dans la construction de la zone euro, en s'appuyant sur l'enquête de la Commission européenne auprès des entreprises comme indicateur rapide des perturbations liées aux conditions météorologiques, ainsi que sur les données historiques de l'impact de ces perturbations sur la production.

La part des entreprises de construction qui mentionnent les conditions météorologiques comme un facteur limitant leur activité a atteint des niveaux exceptionnellement élevés cet été. Les contraintes liées aux conditions météorologiques sont principalement un phénomène hivernal : dans la zone euro, la part des entreprises qui déclarent de telles contraintes dépasse en moyenne 20 % en janvier et février, contre moins de 3 % en juillet et août (graphique A). Cette année, toutefois, cette configuration n'a pas été observée. Si les contraintes météorologiques sont restées dans leur fourchette habituelle au cours des premiers mois de l'année, elles ont fortement augmenté pendant l'été. Au mois d'août, 7,8 %

14 Cf. Organisation internationale du travail (2019) et Graff Zivin et Neidell (2014).

15 En France, des règles applicables depuis juillet 2005 imposent aux employeurs, y compris ceux des chantiers de construction, d'adapter les dispositifs de travail et le nombre d'heures travaillées lors des périodes de chaleur intense. En Italie, plusieurs régions ont adopté des ordonnances saisonnières interdisant le travail en extérieur dans les secteurs de la construction et de l'agriculture, généralement entre 12 h 30 et 16 h 00 les jours pour lesquels un risque élevé de chaleur est prévu. En Espagne, une loi présentée en 2023 exige une adaptation des conditions et des heures de travail en cas d'alertes à la canicule et lorsque les mesures préventives existantes sont insuffisantes, tandis que la Grèce a imposé la suspension temporaire du travail en extérieur lorsque les températures sont particulièrement élevées.

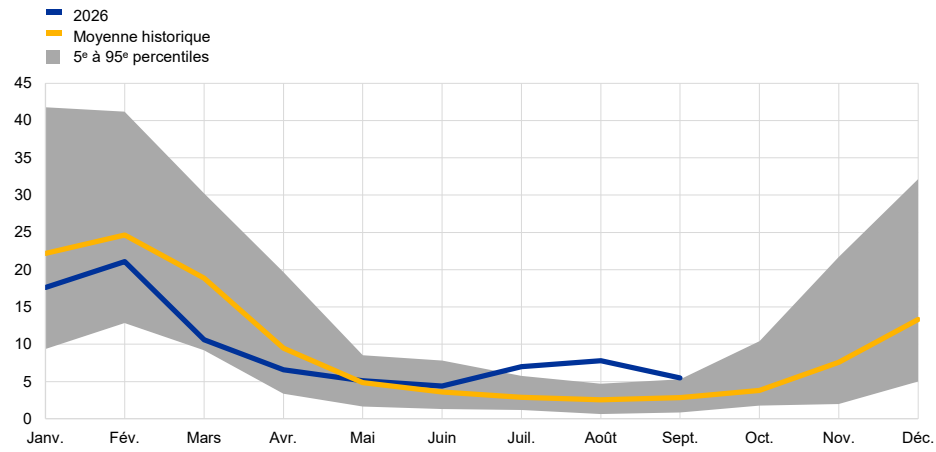
16 Cf. Andersson *et al.* (2026).

des entreprises ont mentionné les conditions météorologiques comme facteur limitant, soit le résultat le plus élevé pour ce mois depuis le début de la série en 1991, et bien supérieur au pic précédent de 5,8 %. Le résultat de juillet, à 7,0 %, a représenté le deuxième plus élevé jamais enregistré pour ce mois. Les contraintes se sont atténuées pour s'établir à 5,5 % en septembre, mais sont restées supérieures à leurs niveaux habituels pour cette période de l'année, marquant le troisième résultat le plus élevé enregistré en septembre depuis 1991. Cette hausse a concerné l'ensemble des pays, bien que de façon inégale. Elle a été particulièrement prononcée en France, où les résultats ont atteint des niveaux record au cours de chacun des trois mois considérés, reflétant peut-être également les nouvelles règles relatives au travail pendant les alertes de canicule. Les contraintes météorologiques ont aussi fortement augmenté en Allemagne au mois d'août et ont été élevées en Italie, ainsi que dans plusieurs petits pays tels que la Lituanie, la Croatie et la Slovénie, tandis qu'elles sont restées proches ou inférieures à leurs niveaux habituels en Autriche, en Belgique et en Finlande. En septembre, les chiffres ont également atteint un niveau record en Grèce.

Graphique A

Les conditions météorologiques comme facteur limitant l'activité dans la construction dans la zone euro

(pourcentages de participants)



Sources : Commission européenne et calculs de la BCE.
Notes : Part des entreprises de construction qui mentionnent les conditions météorologiques comme un facteur limitant leur activité (données brutes). La moyenne historique et l'intervalle du 5e au 95e percentile sont calculés pour chaque mois calendaire sur la période 1991–2025. Les dernières observations se rapportent à septembre 2026.

Les données historiques suggèrent que l'impact des contraintes liées aux contraintes météorologiques inhabituellement élevées de cet été sur la production dans la construction devrait être faible et temporaire. Pour quantifier cet impact, la relation entre les contraintes liées aux conditions météorologiques et la production dans la construction est estimée à partir de données mensuelles pour trois sous-secteurs de la construction dans les 11 pays de la zone euro pour lesquels des données sur la production par sous-secteur sont disponibles, sur la période 1995-2026 [17]. Les perturbations météorologiques sont mesurées comme l'écart de la part de l'enquête par rapport à sa moyenne pour le même mois calendaire, éliminant ainsi les profils saisonniers normaux. Les estimations suggèrent qu'une augmentation de 1 point de pourcentage dans la part des entreprises qui déclarent des contraintes météorologiques par rapport aux niveaux historiques à cette période de l'année est associée à une baisse de la production dans la construction de 0,05 % environ le même mois. L'effet estimé est de courte durée, avec un redressement de la production le mois suivant, ce qui est cohérent avec un travail reporté en cours de rattrapage plutôt que définitivement perdu. L'application de ces estimations aux chiffres de cet été suggère que les perturbations météorologiques ont réduit la production dans la construction de 0,2 % environ en juillet, 0,3 % en août et 0,1 % en septembre, avec une dissipation de l'effet estimé par la suite (graphique B) [18]. Ces chiffres se rapportent à l'impact estimé des seules conditions météorologiques, avec des résultats mensuels effectifs qui reflètent également d'autres facteurs. Dans l'ensemble, ils n'impliquent qu'un frein limité à la production dans la construction pour l'ensemble du troisième trimestre, suivi d'un rebond correspondant au quatrième trimestre, et donc d'un effet négligeable sur l'activité économique générale.

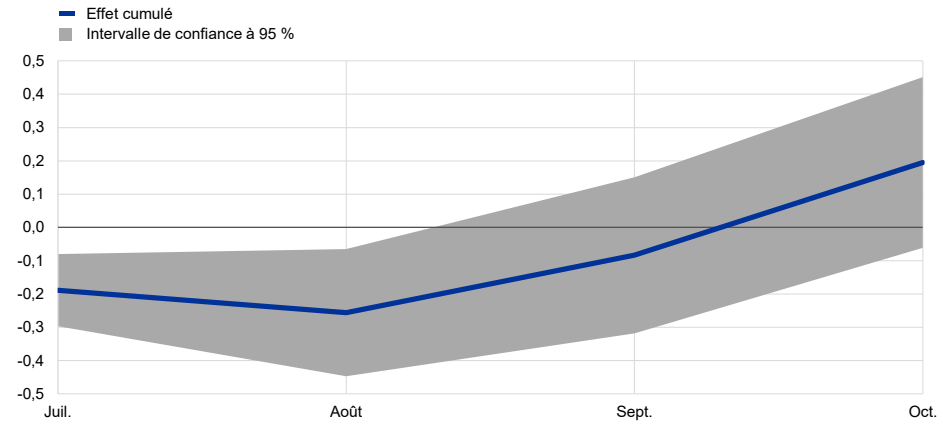
17 L'estimation utilise des projections locales (Jordà, 2005) du logarithme de la production dans la construction pour la contrainte liée aux conditions météorologiques, mesurée comme son écart par rapport à la moyenne du mois calendaire, en regroupant les activités de construction, de génie civil et de construction spécialisée en Autriche, en Belgique, en Croatie, en Finlande, en France, en Allemagne, aux Pays-Bas, au Portugal, en Slovaquie, en Slovénie et en Espagne. L'Italie et la Grèce ne sont pas incluses, car les données mensuelles relatives à la production ventilées par sous-secteur de la construction ne sont pas disponibles pour ces pays. La spécification comprend trois décalages de la variable météorologique, deux décalages de la croissance de la production et des effets fixes pays-secteur et temps (année-mois), avec des erreurs types regroupées par mois. Les données d'enquêtes pour l'Espagne sont corrigées pour une rupture de niveau début 2025. Les coefficients des sous-secteurs, qui diffèrent peu les uns des autres, sont agrégés en utilisant des pondérations de production d'Eurostat 2021.

18 La production dans la construction de la zone euro a augmenté de 1,8 % en août, après être restée globalement inchangée en juillet et avoir diminué de 1,6 % en juin. L'augmentation d'août reflète une forte hausse de la production allemande dans la construction liée à l'achèvement d'un grand projet d'infrastructure énergétique. Dans l'ensemble, les effets estimés liés aux conditions météorologiques en juillet et en août sont faibles par rapport à la volatilité habituelle en glissement mensuel de la production dans la construction.

Graphique B

Effet estimé des perturbations météorologiques de l'été 2026 sur la production dans la construction de la zone euro.

(écart en pourcentage du niveau de production)



Sources : Commission européenne, Eurostat et calculs de la BCE.
Notes : Réponse cumulative combinée de la production dans la construction aux anomalies météorologiques observées en juillet, août et septembre 2026, fondée sur les projections locales estimées sur un panel de 31 paires pays-secteur dans 11 pays de la zone euro sur la période 1995-2026, avec des effets fixes pays-secteur et temps (année-mois). La zone ombrée représente l'intervalle de confiance à 95 %.

L'impact estimé des canicules estivales demeure toutefois entouré d'une incertitude considérable. Les estimations sont principalement fondées sur des épisodes de perturbations météorologiques au cours des mois les plus froids de l'année, qui représentent environ 70 % des perturbations importantes dans l'échantillon, et la réponse aux épisodes caniculaires peut différer des perturbations dues au froid [19]. En outre, les règles de santé et de sécurité plus strictes en matière de chaleur mises en place dans plusieurs pays ces dernières années sont postérieures à la date de la majeure partie de l'échantillon de l'estimation et pourraient rendre l'activité dans la construction plus sensible aux températures élevées que par le passé. À l'inverse, les entreprises peuvent en partie attribuer l'affaiblissement de l'activité aux conditions météorologiques, même lorsque d'autres facteurs sont également à l'œuvre, auquel cas les estimations pourraient en surestimer les effets. Indépendamment de cela, les estimations ne rendent compte que des perturbations à court terme. Néanmoins, si les épisodes caniculaires deviennent plus fréquents ou plus prolongés, le travail reporté peut devenir plus difficile à rattraper, tandis que des restrictions récurrentes sur le nombre d'heures travaillées et les coûts d'adaptation à celles-ci pourraient peser de manière plus persistante sur l'activité dans la construction. Les épisodes caniculaires sont

[19] Les perturbations importantes sont définies comme les mois au cours desquels la part des entreprises qui déclarent des contraintes météorologiques dépasse de plus de 5 points de pourcentage la moyenne du mois calendaire ; environ 70 % se produisent entre octobre et avril et moins d'un cinquième entre juin et août. L'effet estimé pour les mois d'été est similaire à celui du reste de l'année, mais son estimation est moins précise.

également susceptibles d'affecter l'activité économique plus largement à plus long terme [20].

Dans l'ensemble, les données suggèrent que les conditions météorologiques extrêmes de cet été ont provoqué des perturbations inhabituellement généralisées de l'activité dans la construction, mais que leur effet sur la production a probablement été faible et largement temporaire. La faiblesse des données relatives à la construction liée aux conditions météorologiques pour le troisième trimestre ne doit donc pas nécessairement être interprétée comme le signe d'une dynamique sous-jacente plus faible. Les canicules estivales devant devenir plus fréquentes et plus durables, les informations tirées d'enquêtes sur les contraintes liées aux conditions météorologiques peuvent fournir une indication rapide des effets météorologiques temporaires et aider à les distinguer des évolutions sous-jacentes de l'activité dans la construction.

Bibliographie :

Andersson (M.), Battistini (N.) et Bobasu (A.) (2026), « *Heatwaves, coldwaves, floods, and droughts: the short-term impact of extreme weather events on economic activity* », *Working Paper Series*, n° 3203, BCE, Francfort-sur-le-Main, mars.

Graff Zivin (J.) et Neidell (M.) (2014), « *Temperature and the Allocation of Time: Implications for Climate Change* », *Journal of Labor Economics*, vol. 32, n° 1, p. 1-26.

Organisation internationale du travail (2019), *Working on a warmer planet: the impact of heat stress on labour productivity and decent work*, Bureau international du travail, Genève.

Jordà (Ò.) (2005), « *Estimation and Inference of Impulse Responses by Local Projections* », *American Economic Review*, vol. 95, n° 1, p. 161-182.

Usman (S.), González-Torres Fernández (G.) et Parker (M.) (2025), « *Going NUTS: the regional impact of extreme climate events over the medium term* », *European Economic Review*, vol. 178.

[20] Pour plus de détails sur les effets persistants sur la production résultant plus généralement des vagues de chaleur estivales, cf. Usman *et al.* (2025). Leur analyse utilise des données régionales annuelles couvrant l'ensemble de l'économie et examine les effets à moyen terme par des canaux macroéconomiques plus larges, y compris les effets potentiels par le biais de la population et de la productivité régionales, plutôt que les pertes de production temporaires étudiées ici.

3 Quelle est la part de l’emploi dans les services publics assurée par le secteur privé ?

Alfonso S. Moura

Les services publics ont apporté une contribution notable à la croissance agrégée de l’emploi dans la zone euro ces dernières années. Depuis la pandémie de COVID-19, l’emploi dans les services publics a augmenté plus rapidement que dans la plupart des autres secteurs, accroissant la part du service public dans l’emploi total de la zone euro. Fin 2025, sa part était supérieure d’environ 0,8 point de pourcentage à celle de 2019 et presque aussi élevée que lors du pic de 2021 [21,,22]. Au cours des trois dernières années, les services publics ont contribué de manière disproportionnée à la croissance de l’emploi dans la zone euro, de plus d’un tiers, alors qu’ils représentent moins d’un quart du total des travailleurs (graphique A, partie a). Le présent encadré analyse cette contribution sous deux angles. Premièrement, il identifie la santé comme le principal moteur au sein des services publics et soutient que cela reflète une tendance structurelle. Deuxièmement, il montre qu’une part importante de l’emploi dans les services publics, en particulier dans les activités liées à la santé et l’action sociale, est en fait fournie par le secteur privé, le vieillissement de la population alimentant la demande de soins résidentiels et d’action sociale. L’importance du secteur privé dans la fourniture de services publics met en perspective la contribution croissante de ces services à la croissance de l’emploi – et la perception associée d’un secteur public en expansion. Dans le même temps, de nombreux emplois de service public dans le secteur privé peuvent être partiellement financés par l’État, par exemple au moyen de transferts sociaux en nature ou d’une assurance soins de longue durée. Par conséquent, les conclusions portent sur qui emploie ces travailleurs, plutôt que sur l’empreinte budgétaire globale des services publics.

21 Cf. Consolo et Dias da Silva (2022) pour une caractérisation détaillée de l’emploi dans les services publics durant la pandémie et d’autres précédentes récessions.

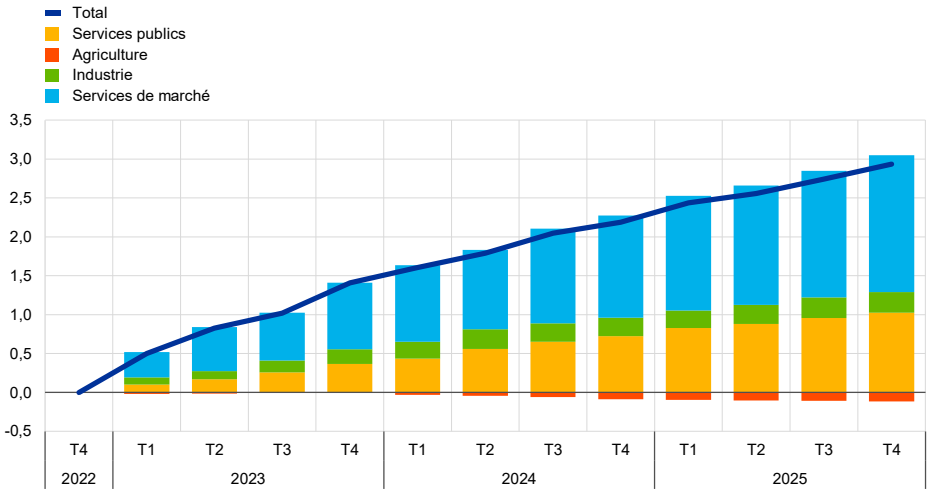
22 Le pic de 2021 fut essentiellement mécanique. Si d’autres secteurs ont enregistré des baisses significatives début 2020, l’emploi dans les services publics est resté relativement stable, avant de renouer avec une forte croissance à la suite de la pandémie.

Graphique A

Ventilation sectorielle de la croissance de l'emploi

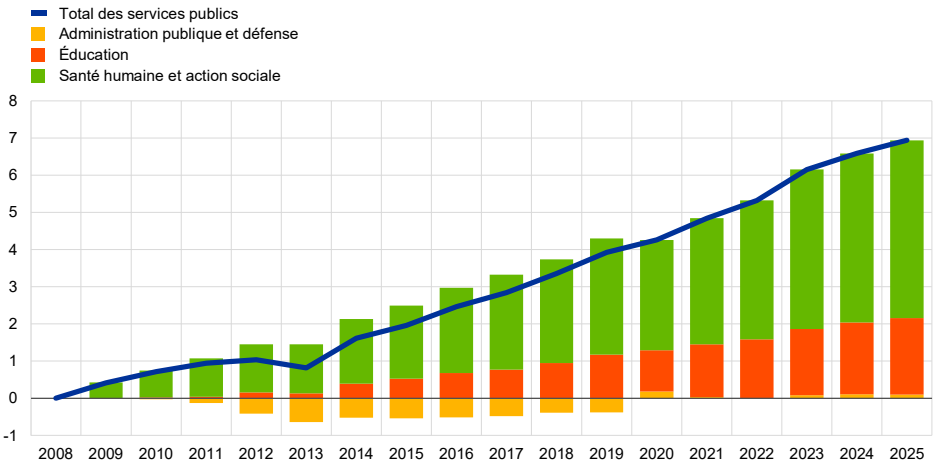
a) Croissance totale de l'emploi et contributions sectorielles

(variations en pourcentage du total, contributions en points de pourcentage par secteur)



b) Croissance totale des effectifs des services publics et contributions sectorielles

(en millions de travailleurs)



Sources : Enquête de l'UE sur les forces de travail réalisée par Eurostat et calculs des services de la BCE.
Notes : La partie a) présente la croissance cumulée de l'emploi total par rapport au quatrième trimestre 2022. Les services publics incluent la nomenclature statistique à un chiffre de la NACE pour les secteurs « santé humaine et action sociale », « éducation » et « administration publique et défense ». Les « services marchands » sont définis comme tous les autres secteurs non inclus dans les « services publics », l'« agriculture » ou l'« industrie ». La partie b) montre la croissance cumulée de l'emploi total dans les services publics par rapport à 2008. Les contributions sectorielles suivent la classification NACE à un chiffre.

Le secteur de la santé a été le principal moteur de la croissance de l'emploi dans les services publics, reflétant une tendance structurelle plutôt qu'un facteur conjoncturel. Au sein des services publics, la catégorie « santé humaine et action sociale » a été la principale contribution à la croissance de l'emploi ces dernières années. Sa croissance annuelle moyenne d'environ 2 % sur les trois dernières années est nettement supérieure à celle de 0,8 % enregistrée pour l'« administration publique et défense » et de 1,2 % pour l'« éducation ». Il ne s'agit pas d'un phénomène récent. De 2008 à 2025, le nombre de travailleurs employés dans les services publics a augmenté d'environ 6,9 millions, dont 4,8 millions – près

de 70 % – travaillaient dans la « santé humaine et l'action sociale » [23]. La contribution de l'« éducation » est plus modeste, tandis que celle de l'« administration publique et défense » est restée pratiquement stable (graphique A, partie b). Cette tendance s'est confirmée dans l'ensemble des pays de l'OCDE, où l'emploi dans le secteur de la santé et de l'action sociale a augmenté à un rythme environ deux fois supérieur à celui du reste de l'économie sur une période similaire et a représenté quelque 11 % de l'emploi total en 2023 [24].

Comparativement aux services d'administration publique ou d'éducation, les services de santé sont beaucoup plus fréquemment fournis par le secteur privé. Les services publics ne sont pas nécessairement fournis publiquement – une distinction qui importe pour la façon dont nous interprétons les tendances de l'emploi dans le secteur. Sur la base de l'enquête de la BCE sur les anticipations des consommateurs, environ 85 % des participants travaillant dans l'« éducation » ou l'« administration publique et défense » déclarent avoir le secteur public comme employeur institutionnel (graphique B, partie a). Cela contraste fortement avec la « santé humaine et action sociale », pour laquelle moins de 40 % déclarent travailler pour un employeur public (graphique B, partie b). Ces parts étant relativement stables dans le temps, elles peuvent être utilisées pour estimer la contribution du secteur public à la croissance globale de l'emploi dans les services publics [25]. Si l'on applique les parts respectives à chaque sous-secteur, seule la moitié environ des 6,9 millions d'emplois dans les services publics créés depuis 2008 peut être attribuée au secteur public, le reste étant attribuable à d'autres types de prestataires (privés et sans but lucratif). Rien qu'en matière de santé et d'action sociale, cela suggère que seulement 1,9 million environ des 4,8 millions d'emplois créés sont probablement payés par le secteur public. De nombreux nouveaux emplois relevant du secteur privé et d'entités à but non lucratif, le nombre de travailleurs du secteur public par rapport à l'emploi total s'est globalement stabilisé après avoir diminué par rapport à son pic de 2021. Il existe toutefois des variations significatives entre les pays : la part du secteur public parmi les personnes travaillant dans les activités de santé humaine et d'action sociale est comprise dans une fourchette de l'ordre de 64 % en Finlande à environ 30 % en Allemagne et en Belgique. Cela suggère que la part du secteur public dans la croissance de l'emploi lié à la santé varie considérablement dans la zone euro [26,27].

---

23 Sur la période 2008-2019, les taux de croissance annuels moyens de l'emploi dans les secteurs de la santé, de l'éducation et de l'administration publique se sont établis à environ 1,8 %, 1,0 % et – 0,3 %, respectivement, confirmant que la plus forte croissance de l'emploi dans le secteur de la santé était antérieure à la pandémie.

24 Cf. OCDE (2025b) pour les dernières tendances des économies de l'OCDE.

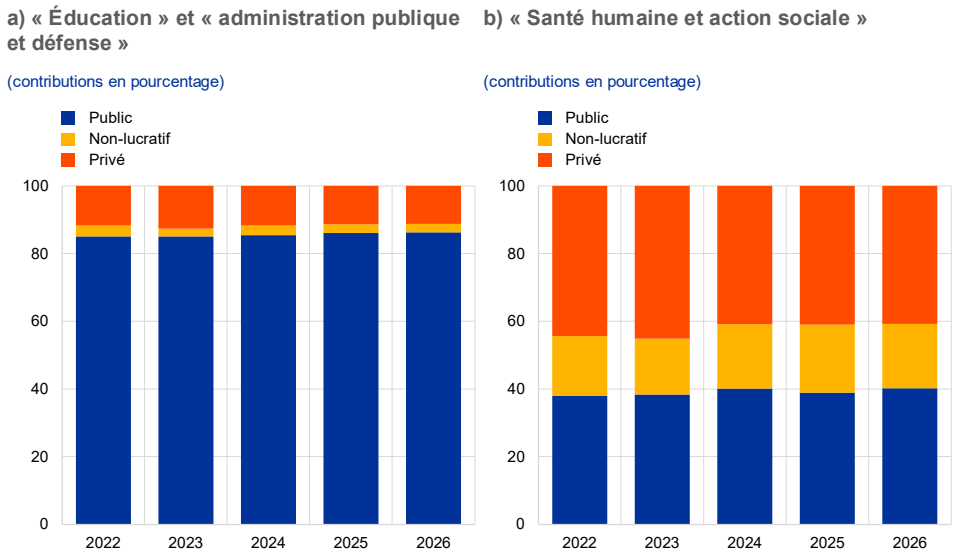
25 Les questions relatives au type d'employeur ont été incluses dans l'enquête de la BCE sur les anticipations des consommateurs à partir de 2022.

26 Les données pour la Finlande sont cohérentes avec la part élevée de l'emploi dans les administrations publiques des pays nordiques, cf. OCDE (2025a).

27 Les différences entre pays sont également corroborées par les données relatives aux dépenses ventilées selon la classification des fonctions des administrations publiques (CFAP). En Allemagne, par exemple, les dépenses de santé – comparables d'un pays à l'autre en part du PIB – reposent principalement sur les transferts sociaux en nature plutôt que sur la rémunération des salariés, ce qui est cohérent avec le fait que les hôpitaux sont principalement des prestataires de services de marché.

Graphique B

Types d'employeurs – participants à l'enquête de la BCE sur les anticipations des consommateurs



Sources : Enquête de la BCE sur les anticipations des consommateurs et calculs des services de la BCE.
Notes : Les résultats sont pondérés pour représenter l'ensemble de la population plutôt que l'échantillon seul de l'enquête. La question pertinente de l'enquête demande aux participants : « Dans quel secteur travaillez-vous actuellement ? Si vous avez plus d'un emploi, veuillez prendre en considération l'emploi pour lequel vous travaillez le plus d'heures par semaine. » Cette question d'enquête est posée chaque année dans le module thématique de mai sur le marché du travail.

Les soins résidentiels et l'action sociale en faveur des personnes âgées et des personnes handicapées physiques se sont considérablement accrus, reflétant le vieillissement de la société. Depuis 2008, la croissance de la catégorie « santé humaine et action sociale » a été inégalement répartie. Elle a été davantage marquée dans les soins résidentiels et l'action sociale, qui ont enregistré une hausse de plus de 2,6 millions de travailleurs, que dans la santé humaine, qui couvre des domaines plus traditionnels de l'activité médicale et qui a enregistré une hausse d'environ 2,1 millions de travailleurs. Si l'on examine les données plus en détail – plus précisément au niveau à trois chiffres de la NACE –, on constate que l'essentiel de la croissance dans les soins résidentiels et l'action sociale est imputable aux activités directement liées au vieillissement, c'est-à-dire aux activités liées aux soins aux personnes âgées et aux personnes handicapées (graphique C, partie a) [28]. Les données relatives aux différents pays sont globalement cohérentes avec la conclusion selon laquelle les économies enregistrant des hausses plus importantes de la part de la population âgée de 65 ans et plus ont tendance à enregistrer une croissance plus forte de l'emploi dans ces activités (graphique C, partie b) [29]. Les sociétés vieillissantes non seulement modifient la composition de la demande de services de santé, mais également constatent que cette hausse se produit, dans une

[28] Les secteurs des soins aux personnes âgées et aux personnes handicapées sont définis par la somme des sous-secteurs Q873 (« hébergement social pour personnes âgées ou handicapées physiques ») et Q881 (« action sociale sans hébergement pour personnes âgées et pour personnes handicapées »).

[29] Il convient de noter qu'il s'agit d'une approche prudente, car le vieillissement de la société peut également être en partie à l'origine de la croissance de l'emploi dans d'autres activités de santé non incluses ici.

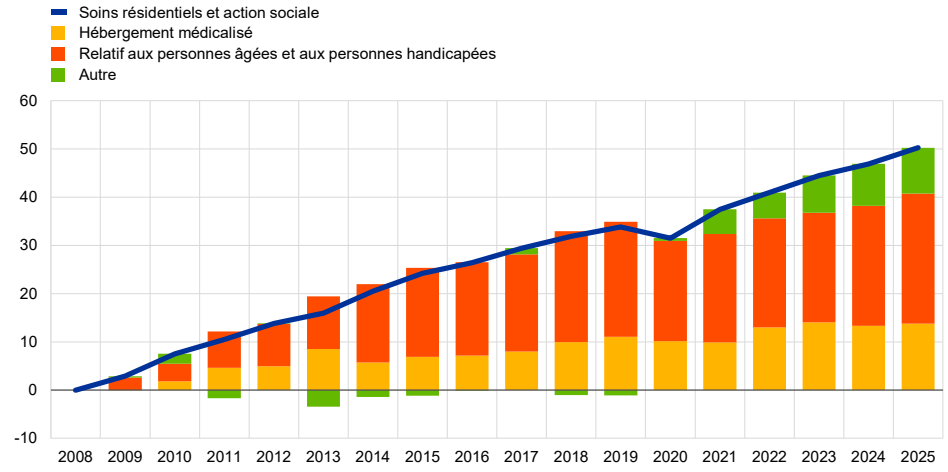
large mesure, en dehors du secteur public. Les prestataires privés absorbent une part importante de la demande liée à la démographie pour ces travailleurs.

Graphique C

Emploi lié aux soins aux personnes âgées et aux personnes handicapées

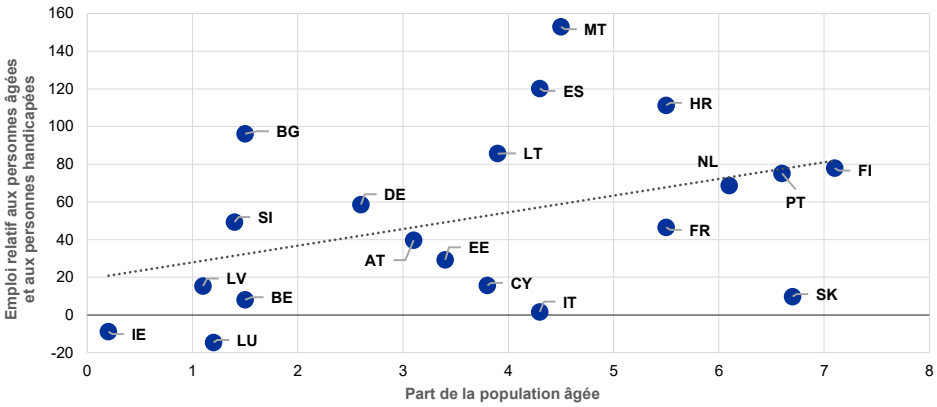
a) Croissance de l'emploi dans les soins résidentiels et l'action sociale et contributions

(variations en pourcentage du total, contributions en points de pourcentage par secteur)



b) Évolution de l'emploi dans le secteur des soins aux personnes âgées et handicapées et part de la population âgée

(axe des abscisses : points de pourcentage ; axe des ordonnées : variations en pourcentage)



Sources : Eurostat, enquête de l'UE sur les forces de travail réalisée par Eurostat et calculs de la BCE.
Notes : La partie a) présente une croissance cumulée depuis 2008. Comme les données de la nomenclature statistique à trois chiffres NACE ne sont pas disponibles pour certains pays à partir de 2008, leur contribution est affectée à « Autres » lorsqu'elles ne sont pas disponibles, les barres orange et jaune correspondant donc à des estimations prudentes. Dans la partie b), les variations sont calculées à partir de la première année pour laquelle des informations sur l'emploi dans le secteur des soins aux personnes âgées et handicapées sont disponibles et jusqu'en 2025. Cette tendance se vérifie en incluant uniquement les pays pour lesquels des données sont disponibles à partir de 2008. La « part de la population âgée » est définie comme le pourcentage de la population âgée de 65 ans ou plus.

Le vieillissement de la société favorise une croissance durable de l'emploi dans les services publics, en grande partie en dehors du secteur public. Tous les emplois dans les services publics ne devraient pas être attribués au secteur public : une part considérable des emplois créés dans les secteurs de la santé et de l'action sociale – le principal moteur de la croissance observée de l'emploi dans les services publics – sont, en fait, dans le secteur privé. Au total, seule la moitié environ des 6,9 millions d'emplois dans les services publics créés depuis 2008 peut être

directement attribuée au secteur public. En outre, la hausse de ce type d'emploi apparaît comme une tendance structurelle de long terme, étroitement liée au vieillissement de la société, et qui devrait se poursuivre.

Bibliographie :

Consolo (A.) et Dias da Silva (A.) (2022), « Le rôle de l'emploi public pendant la crise de COVID-19 », *Bulletin économique*, n° 6, BCE.

OCDE (2025a), *Panorama des administrations publiques 2025*, Éditions OCDE, Paris.

OCDE (2025b), *Panorama de la santé 2025*, Éditions OCDE, Paris.

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

Davide Fantino, Alex Melemenidis, Richard Morris, Zsuzsanna Riedel et Moreno Roma

Cet encadré présente une synthèse des principales conclusions tirées des contacts récents entre les services de la BCE et les représentants de 64 grandes sociétés non financières opérant dans la zone euro [1]. La plupart de ces échanges se sont déroulés entre le 28 septembre et le 7 octobre 2026.

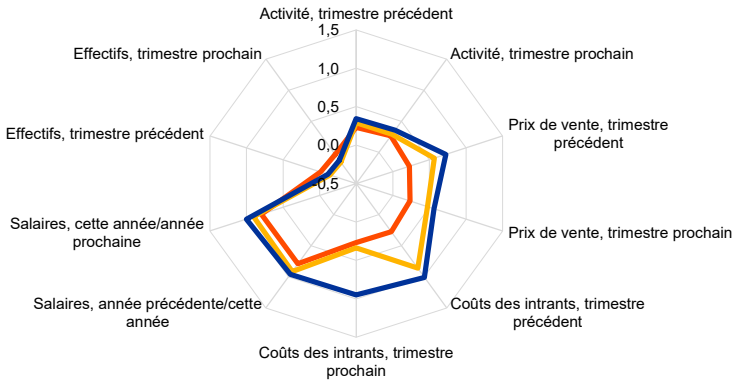
Les déclarations des sociétés contactées font état d'une croissance modérée et continue de l'activité au troisième trimestre et s'orientent vers une dynamique inchangée au quatrième trimestre (graphique A et graphique B). L'activité dans le secteur manufacturier a été inégale, avec une très forte hausse de la demande dans l'électronique, les équipements électriques et les machines connexes à forte valeur ajoutée. Dans le même temps, de nombreux autres secteurs sont restés confrontés à des volumes faibles, stables ou en baisse, dans un contexte d'intensification de la concurrence à l'importation. L'activité dans les secteurs de la construction et de l'immobilier s'est également essoufflée. L'été chaud et sec a pesé sur la production agricole et alimentaire, mais a fait augmenter la demande de climatisation, entraînant ainsi une hausse de la production d'énergie. Le commerce de détail et les services de transport associés sont restés relativement atones, mais la plupart des autres services aux entreprises et aux particuliers ont enregistré une croissance satisfaisante.

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

Graphique A

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

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

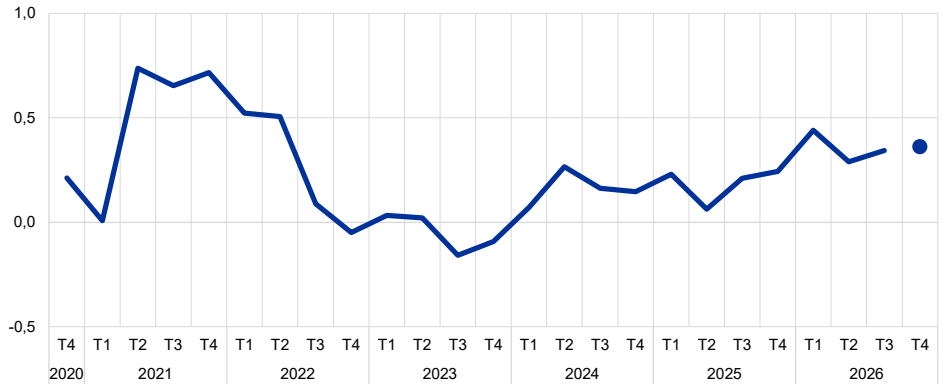


Source : BCE.
Notes : Les scores reflètent la moyenne des scores attribués par les services de la BCE dans leur évaluation des déclarations des contacts à propos des évolutions trimestrielles de l'activité (ventes, production et commandes), des coûts des intrants (matériaux, énergie, transport, etc.) et des prix de vente, ainsi qu'à propos des évolutions annuelles des salaires. Les scores vont de - 2 (baisse significative) à + 2 (hausse significative). Un score de 0 indique qu'aucun changement ne s'est produit. Pour la campagne actuelle, le trimestre précédent se rapporte au troisième trimestre 2026 et le trimestre suivant au quatrième trimestre 2026, tandis que pour la campagne précédente, il s'agissait du deuxième et du troisième trimestres 2026. En janvier et en mars/avril, les discussions avec les personnes contactées au sujet des évolutions des salaires se concentrent généralement sur les perspectives pour l'année en cours par rapport à l'année précédente, tandis que celles qui se déroulent en juin/juillet et septembre/octobre portent sur les perspectives pour l'année suivante par rapport à l'année en cours. La moyenne historique est une moyenne des scores calculée en utilisant des synthèses des contacts passés en remontant jusqu'en 2008.

Graphique B

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

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



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

Les sociétés contactées ont dressé un tableau contrasté, mais globalement modéré, des dépenses de consommation. Les détaillants ont continué de percevoir la sensibilité des consommateurs aux prix et le recours à des produits moins onéreux qui en résulte comme un déterminant majeur de la dynamique de la consommation, en particulier en Allemagne et en France où la confiance des consommateurs se situe à un niveau particulièrement bas. Les sociétés contactées

dans le secteur des biens de consommation durables – ou qui approvisionnent ce secteur – ont indiqué une demande faible ou en baisse pour les meubles et les appareils ménagers, en partie en raison de la faiblesse de l'investissement dans l'immobilier résidentiel. Elles ont toutefois noté une hausse de la demande pour l'électronique grand public (en anticipation de hausses des prix) et les voitures particulières. Dans le cas des voitures particulières, cela s'est traduit par une forte augmentation de la demande de véhicules électriques à batterie, en raison des prix élevés du carburant, et par une croissance rapide des achats de véhicules hybrides importés de Chine. La croissance des dépenses en services aux consommateurs a été considérée comme relativement solide, en particulier pour les services numériques (données mobiles, etc.). Bien qu'affectées négativement par le conflit au Moyen-Orient, les dépenses liées au tourisme ont bien résisté, les destinations de la zone euro ayant bénéficié du détournement des flux touristiques au détriment de destinations plus proches des zones de conflit.

La croissance de l'investissement et des dépenses des entreprises a été de plus en plus portée par l'IA, l'électrification, la défense et l'aérospatial, même si l'activité et l'investissement sont restés modérés dans de nombreux secteurs. Les sociétés contactées dans les secteurs des logiciels et du conseil en informatique ont fait état d'une croissance exceptionnelle et continue, les clients ayant accéléré leur transformation numérique, modernisé leurs infrastructures existantes, adopté des solutions de *cloud* et intégré de plus en plus l'IA dans leurs processus. Cette demande a été particulièrement forte dans les secteurs publics, de la défense, de la santé, des sciences de la vie, des technologies et des services aux collectivités. L'indépendance géopolitique constitue une considération importante, les entreprises cherchant de plus en plus à conserver leurs données au sein de cadres souverains. Les exportations de produits d'ingénierie de la zone euro bénéficient déjà de l'essor mondial de la construction de centres de données, qui s'accélère également au sein de la zone euro. Les préoccupations géopolitiques ont soutenu la forte hausse de la demande en équipements de défense et d'aérospatiale, tandis que les prix élevés du pétrole et du gaz, ainsi que la construction de centres de données, ont généré une demande croissante en infrastructures d'énergies renouvelables. L'activité et l'investissement dans l'industrie sidérurgique ont commencé à bénéficier des récents changements de politique économique, notamment l'application de quotas d'importation et de droits de douane plus stricts depuis le 1er juillet 2026. Toutefois, d'autres secteurs de l'industrie de transformation, tels que l'agroalimentaire, la chimie, le textile, la pâte à papier et le papier, ont continué à faire face à une demande faible, dans un contexte de coûts élevés liés à l'énergie, à la main-d'œuvre et à la réglementation, ainsi que d'une concurrence internationale intense, entraînant une réduction de leurs investissements. Les préoccupations liées à la hausse des rendements des emprunts publics et aux élections à venir dans certains pays ont également pesé sur les perspectives d'activité.

La dynamique de l'emploi est restée modérée. Dans l'ensemble, les sociétés contactées ont fait état d'une baisse des effectifs dans le secteur manufacturier et, dans une moindre mesure toutefois, dans le secteur des services. Les réductions de l'emploi sont restées importantes dans les secteurs manufacturiers engagés dans

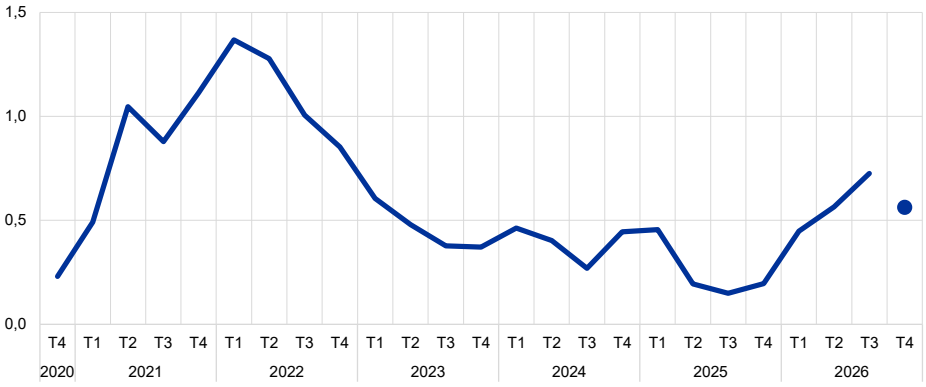
des mesures structurelles visant à réduire les coûts afin de regagner leur compétitivité internationale. Toutefois, cette évolution a été en partie contrebalancée par la croissance enregistrée dans des secteurs tels que les technologies de l'information, l'aérospatial, la défense et l'énergie, ainsi que dans les entreprises fournissant ces secteurs. Dans les services, de nombreuses sociétés contactées ont fait état de perspectives d'emploi stables, car les gains de productivité ont permis de répondre à la hausse de la demande, l'intelligence artificielle étant de plus en plus citée comme un facteur favorable. Dans le même temps, les agences de recrutement ont indiqué des baisses moins marquées ou de légères hausses des effectifs, même si cela résulte principalement de postes temporaires plutôt que d'embauches permanentes.

Les sociétés contactées ont fait état de hausses plus marquées des prix de vente au troisième trimestre, dans un contexte de tensions sur les coûts plus élevées que prévu, avec une certaine modération attendue au quatrième trimestre (graphique C). De fortes hausses des prix ont été observées dans les secteurs de l'énergie, des transports et de la logistique, en raison du niveau élevé des prix des produits pétroliers et gaziers résultant du conflit en cours au Moyen-Orient. Des hausses de prix importantes ont également été observées dans une grande partie du secteur des biens d'équipement, reflétant d'une part une forte demande et, d'autre part, la flambée des prix des puces mémoire provoquée par l'essor de l'IA et la construction associée de centres de données. Malgré une dynamique des prix agrégés plus forte qu'anticipé il y a quelques mois, la répercussion des hausses de coûts liées au conflit au Moyen-Orient s'est avérée de plus en plus difficile, avec des coûts qui continuent d'augmenter ou restent élevés à mesure que les couvertures arrivent à échéance et que les contrats sont renouvelés. Cette répercussion a été particulièrement difficile – et plus limitée – dans les secteurs en contact avec les consommateurs. Environ 90 % des sociétés contactées dans les secteurs en relation avec les consommateurs ont indiqué que la répercussion sur les prix de vente n'était que partielle ou limitée, contre moins de la moitié de celles des secteurs en relation avec les entreprises (graphique D). La faiblesse de la demande et les tensions sur la compétitivité ont été citées comme principales raisons. En conséquence, la croissance des prix de vente devrait se ralentir légèrement au cours des prochains mois. Toutefois, les sociétés contactées s'attendent à ce que les tensions sur les coûts continuent de se faire sentir pour beaucoup jusqu'en 2027, à mesure que les contrats de couverture arriveront à échéance, que les prix des matières premières agricoles augmenteront et que les hausses des prix des fournisseurs continueront de se répercuter.

Graphique C

Opinions sur les évolutions et les perspectives en matière de prix

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

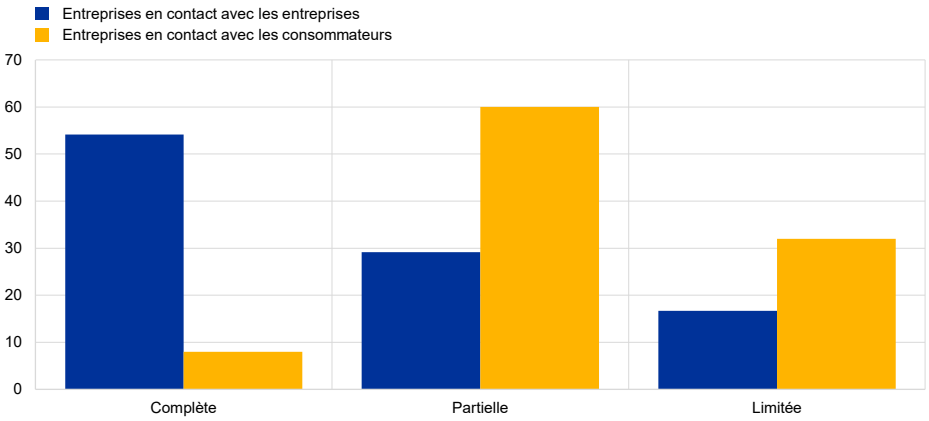


Source : BCE.
Notes : Les scores reflètent la moyenne des scores attribués par les services de la BCE dans leur évaluation des déclarations des contacts à propos des évolutions trimestrielles des prix de vente. Les scores vont de – 2 (baisse significative) à + 2 (hausse significative). Un score de 0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

Graphique D

Évaluation de la répercussion sur les prix de vente de la hausse des coûts résultant du conflit au Moyen-Orient

(pourcentage de réponses)



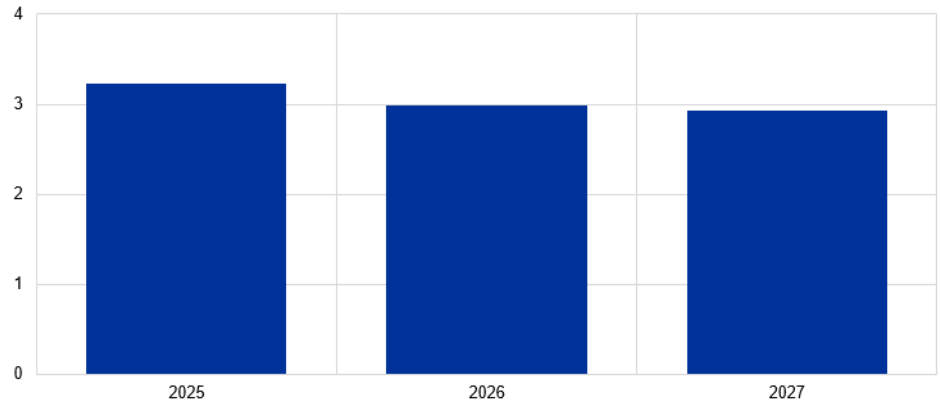
Source : BCE.

Les anticipations relatives au ralentissement de la croissance des salaires se sont légèrement modérées (graphique E). En moyenne, les indications quantitatives fournies par les sociétés contactées impliquent un ralentissement de la croissance des salaires, de 3,2 % en 2025 à 3,0 % en 2026 puis à 2,9 % en 2027. Il s'agit d'un ralentissement plus modéré que lors des campagnes d'enquête précédentes. En ce sens, environ 40 % des sociétés contactées pensent que l'accélération de l'inflation suscitée par le conflit au Moyen-Orient pourrait entraîner – ou risque d'entraîner – une hausse des demandes salariales (contre 20 % lors de la campagne d'enquête précédente). La plupart des contacts n'anticipe néanmoins toujours pas d'impact notable sur la croissance des salaires, évoquant l'atonie des conditions économiques et des perspectives pour l'emploi.

Graphique E

Évaluation quantitative de la croissance des salaires

(pourcentages)



Source : BCE.
Notes : Moyennes des perceptions des sociétés contactées concernant la croissance des salaires dans leur secteur en 2025 et leurs anticipations pour 2026 et 2027. Les moyennes pour 2025, 2026 et 2027 se fondent sur les indications fournies par 50, 55 et 51 participants, respectivement.

Les sociétés contactées ont été surprises négativement par la durée du conflit au Moyen-Orient, mais surprises positivement par la manière dont les entreprises s'y sont adaptées. Lors de cette campagne d'enquête, nous avons demandé aux participants comment ils évaluaient l'impact du conflit au Moyen-Orient sur la situation économique dans leur secteur et d'établir une comparaison par rapport à leurs anticipations au début du conflit. Environ 40 % ont déclaré que l'activité dans leur secteur avait diminué en conséquence, tandis que 20 % ont indiqué qu'elle avait augmenté. La plupart ont toutefois souligné l'impact sur les coûts, près de 80 % d'entre eux indiquant que les coûts ont augmenté. Les avis ont été assez également partagés entre ceux qui déclarent que l'impact sur leur activité avait été « plus défavorable » ou « plus favorable » que prévu. Ceux qui estiment que l'impact avait été plus défavorable que prévu ont eu tendance à mettre en avant la durée du conflit, ce qui contraste avec les anticipations antérieures d'une résolution plus rapide. Ceux qui pensent que l'impact a été plus favorable que prévu ont plutôt souligné la résilience et la capacité d'adaptation surprenantes des entreprises et de leurs chaînes d'approvisionnement. Certains ont attribué cela aux enseignements tirés par les entreprises et à la manière dont elles se sont adaptées, ainsi qu'aux systèmes d'information qu'elles ont mis en place, à la suite d'une série de chocs (droits de douane, pandémie et guerre) au cours de la dernière décennie.

Bibliographie :

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

5 Le rôle des coûts et marges de raffinage dans la hausse des prix de l'énergie mesurée par l'IPCH

Filippo Durero, Umberto Maglione, Ana-Simona Manu, Aidan Meyler, Mario Porqueddu, Tito Quadri et Ieva Rubene

Le conflit au Moyen-Orient continue à peser sur les prix de l'énergie dans un contexte d'incertitude élevée. Les prix du Brent à première échéance (*front-month*) ont augmenté pour s'établir à plus de 110 dollars le baril fin octobre, soit près de 60 % au-dessus de leurs niveaux d'avant le conflit. Les tensions sur les prix du brut et leur volatilité demeurant élevées, les pénuries en provenance du Moyen-Orient, conjuguées à des interruptions en Russie, ont également pesé sur les opérations de raffinage au niveau mondial et sur l'offre de produits raffinés, entraînant une hausse des prix à la consommation.

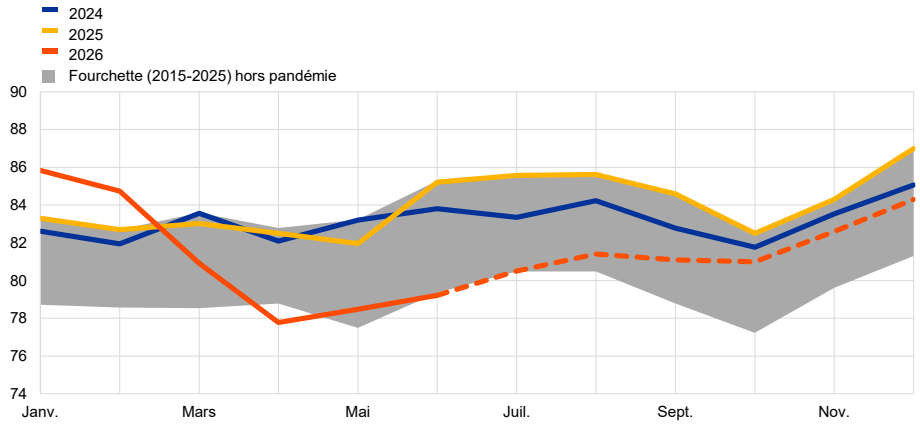
La charge des raffineries (*refinery runs*) au niveau mondial a fortement baissé par rapport aux années précédentes, sous l'effet d'une réduction de l'activité des raffineries au Moyen-Orient, en Russie et en Asie (graphique A, parties a et b). Les raffineries du Moyen-Orient ont été affectées par la réduction des capacités d'exportation résultant de la fermeture du détroit d'Ormuz, tandis que les raffineries asiatiques qui dépendent du pétrole brut en provenance du Golfe ont dû composer avec des substituts coûteux. La Chine a également limité ses exportations de carburants à partir de mars afin de préserver l'approvisionnement intérieur, des réductions significatives se poursuivant jusqu'à fin juin. Les restrictions ont toutefois été temporairement assouplies en juillet et en août. Les capacités de raffinage russes ont également diminué récemment après une vague d'attaques ukrainiennes sur les infrastructures énergétiques. En réaction, la Russie a prolongé ses interdictions d'exporter du diesel et de l'essence jusqu'à fin janvier 2027. S'agissant des producteurs de combustible, l'interdiction sur les exportations de diesel est restée en vigueur jusqu'au 31 octobre 2026, mais a été en partie assouplie à partir du 10 octobre à la suite d'un accord d'approvisionnement avec les États-Unis. En conséquence, les importations de diesel par voie maritime à destination de l'UE ont chuté de 56 % et les importations d'essence de 52 % à fin septembre par rapport aux niveaux d'avant le conflit, dans un contexte de disponibilité limitée de produits de substitution en provenance d'autres pays (graphique A, partie c).

Graphique A

Évolution des charges des raffineries au niveau mondial et importations de produits de type diesel par voie maritime à destination de l'UE

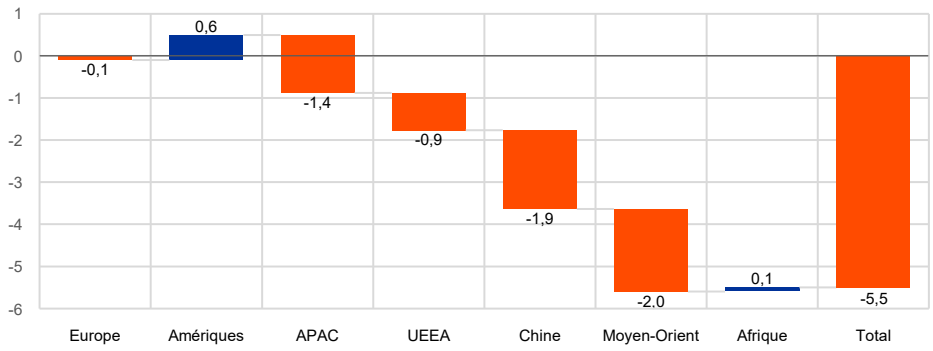
a) Charges des raffineries au niveau mondial

(en millions de barils par jour)



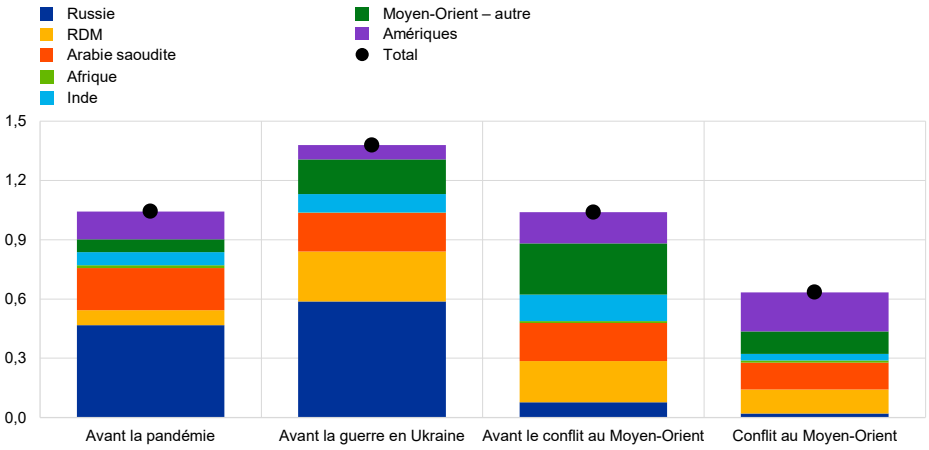
b) Baisse totale de la charge des raffineries depuis fin 2025

(variation entre 2025 et mai 2026, en millions de baril par jour)



c) Importations de diesel par voie maritime par pays d'origine

(en millions de barils par jour)



Sources : Bloomberg, Agence internationale de l'énergie (AIE), LSEG, BCE et calculs des services de la BCE.
Notes : Dans la partie a), la ligne en pointillés représente les prévisions de l'AIE ; « Fourchette (2015-2025) hors pandémie » exclut la période allant de mars 2020 à décembre 2021. Dans la partie b), « APAC » correspond à la région Asie-Pacifique, à l'exclusion de la Chine, du Moyen-Orient et de l'UEEA ; « UEEA » correspond à l'Union économique eurasienne (Russie et autres pays d'Asie centrale, selon les classifications de l'AIE). Dans la partie c), « RDM » correspond au reste du monde ; « Moyen-Orient – autre » correspond au Moyen-Orient hors Arabie saoudite ; « Avant la pandémie » correspond à la période allant du 1er janvier 2018 au 21 février 2020 ; « Avant la guerre en Ukraine » correspond à la période allant du 21 février 2020 au 24 février 2022 ; « Avant le conflit au Moyen-Orient » correspond à la période allant du 5 février 2023 (début de l'embargo de l'UE) au 28 février 2026 ; « Conflit au Moyen-Orient » correspond à la période depuis le 28 février 2026. Les dernières observations se rapportent à juillet 2026 (données mensuelles) pour les parties a) et b), et au 30 septembre 2026 (données quotidiennes) pour la partie c).

L'offre contrainte de pétrole brut et de produits raffinés a entraîné une hausse persistante des marges et coûts de raffinage à l'échelle mondiale, en particulier pour le diesel (graphique B, partie a). Ce phénomène souligne la nature interconnectée des marchés de combustibles liquides, pour lesquels des perturbations dans une région, comme le Moyen-Orient ou la Russie, ont des retombées dans le monde entier. Les marges de raffinage (également marges de craquage ou *crack spreads*) élevées sur le diesel, qui ont atteint, en Europe, des niveaux trois fois supérieurs à ceux d'avant le conflit au Moyen-Orient, reflètent les tensions mondiales sur l'offre et l'incapacité des marchés régionaux à se préserver pleinement des chocs externes (graphique B, partie b) [1]. Les marges de raffinage de l'essence ont aussi augmenté jusqu'en septembre, mais elles ont nettement baissé en octobre (graphique B, partie c).

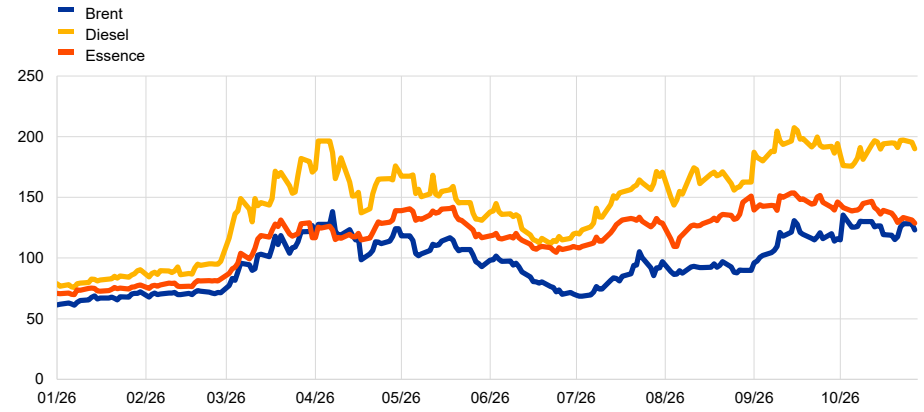
[1] Dans le présent encadré, les termes « marges de raffinage », « coûts et marges de raffinage » et « marges de craquage » sont utilisés de manière interchangeable. Les marges de raffinage sont calculées comme la différence entre le prix du produit raffiné et celui du pétrole brut. Cela inclut les coûts qui apparaissent au cours de la production du produit raffiné, comme les coûts d'assurance, de transport et de main-d'œuvre, ainsi qu'une marge commerciale qui s'ajoute au coût de production.

Graphique B

Évolutions récentes au niveau international des prix du pétrole brut et des produits raffinés, et des coûts et marges de raffinage

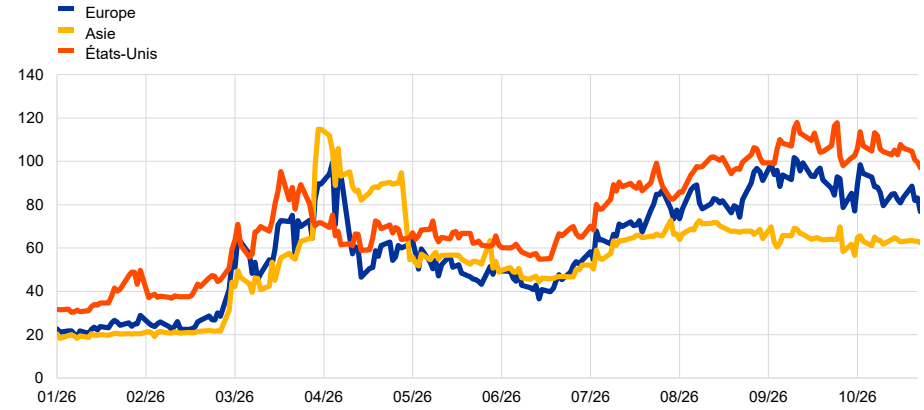
a) Prix du Brent brut et de l'essence et du diesel raffinés en Europe

(en dollars par baril)



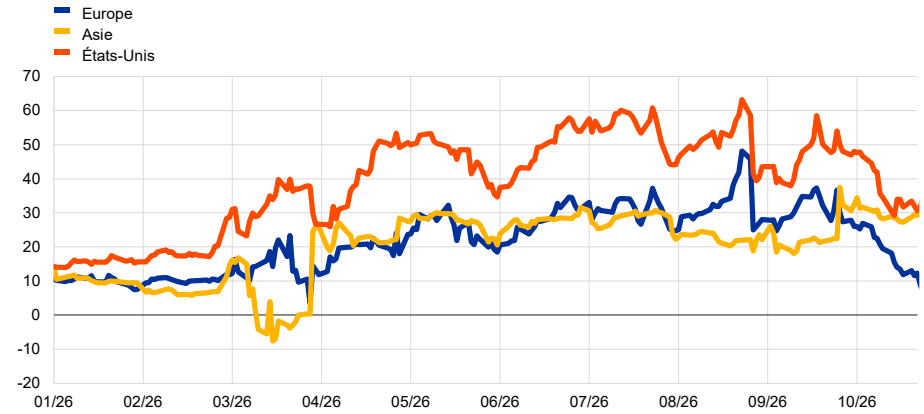
b) Coûts et marges de raffinage (marges de craquage) du diesel

(en dollars par baril)



c) Coûts et marges de raffinage (marges de craquage) de l'essence

(en dollars par baril)



Sources : Bloomberg, LSEG, BCE et calculs des services de la BCE.
Notes : Dans la partie a), toutes les séries représentent des prix physiques/au comptant. Les parties b) et c) présentent les marges de raffinage du diesel et de l'essence, calculées comme les prix des produits moins le brut de référence régional. Toutes les séries utilisent les contrats à termes disponibles les plus proches. Les écarts de prix européens utilisent le gazole de référence ARA à très faible teneur en soufre et l'essence Eurobob par rapport au Brent. Les écarts de prix asiatiques utilisent le gazole 10 ppm de Singapour et l'essence 92 RON par rapport au brut de Dubai. Les écarts de prix américains utilisent le gazole à très faible teneur en soufre New York Harbor ULSD et l'essence RBOB par rapport au brut West Texas Intermediate (WTI). Les dernières observations se rapportent au 28 octobre 2026.

Outre des modifications structurelles, les marges de raffinage dans la zone euro, mesurées en termes réels, sont élevées et volatiles depuis 2020 (graphique C, partie a). Les marges ont chuté en 2020 pendant la pandémie de COVID-19, ont fortement rebondi après l'invasion à grande échelle de l'Ukraine par la Russie, atteint un pic début 2023 et sont revenues à leur niveau d'avant la pandémie au second semestre 2024. Elles s'inscrivent de nouveau en forte hausse depuis le début du conflit au Moyen-Orient. Cette volatilité accrue suit une hausse progressive des marges de raffinage sur les deux dernières décennies, sous l'effet de changements structurels dans le secteur [2]. Historiquement, les pics de marge sont de courte durée, car ils créent des incitations à ajuster l'équilibre entre l'offre et la demande ainsi que la gamme de produits des raffineries. Les perturbations actuelles seront peut-être plus difficiles et plus longues à corriger.

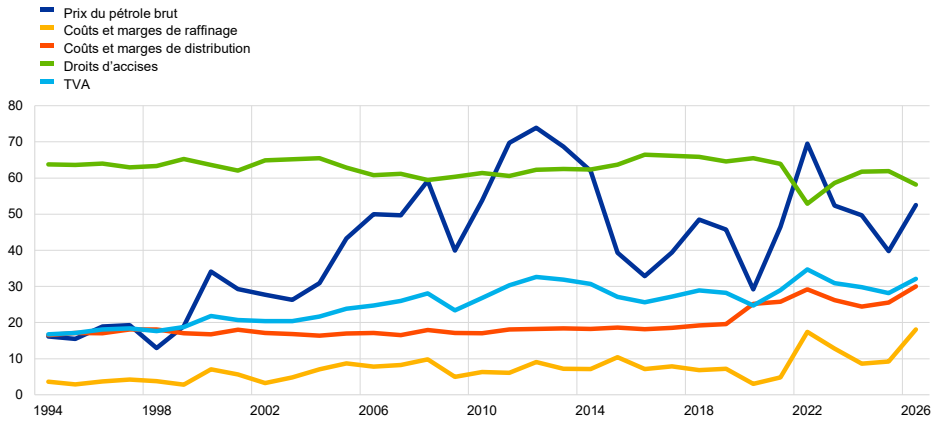
2 Les marges de raffinage ont augmenté en termes nominaux au fil du temps. Après un niveau très faible d'environ 4 dollars le baril tant pour l'essence que pour le diesel jusqu'en 2003, les marges se sont inscrites en hausse, avec les tensions sur les marchés mondiaux du raffinage liées à l'émergence de la demande en provenance de Chine, pour s'établir en moyenne autour de 10 dollars le baril de 2004 à 2021 (avec des niveaux généralement un peu plus élevés pour le diesel que pour l'essence). Depuis l'invasion de l'Ukraine par la Russie, les marges se sont établies en moyenne à près de 14 dollars le baril pour l'essence et 28 dollars le baril pour le diesel.

Graphique C

Évolutions des prix des combustibles liquides destinés aux transports et au chauffage

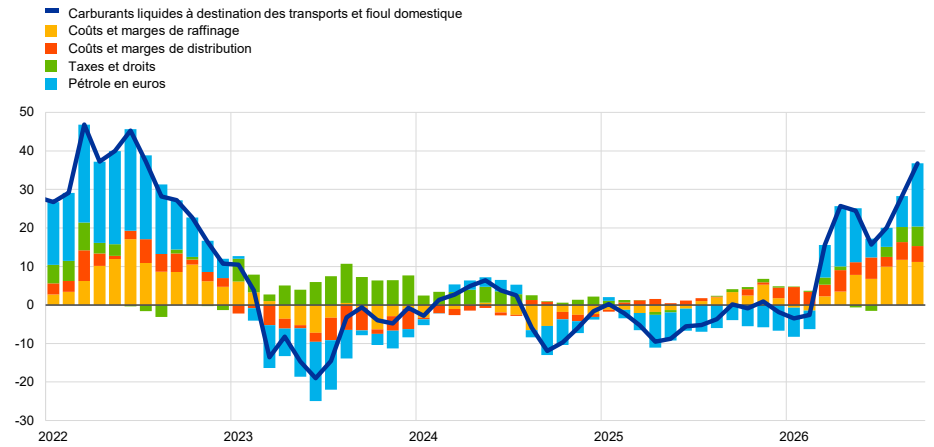
a) Composantes des prix des carburants liquides en termes réels

(en centimes d'euro 2026 le litre)



b) Décomposition du renchérissement des carburants liquides

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



Sources : Eurostat, LSEG, Commission européenne (Bulletin pétrolier hebdomadaire) et calculs des services de la BCE.
Notes : Les prix des combustibles liquides sont calculés comme une moyenne pondérée des carburants destinés aux transports (diesel et essence) et du fioul domestique à l'aide des pondérations de l'IPCH. Partie a) : Les composantes individuelles sont présentées en centimes d'euro de 2026 par litre déflatés de l'inflation mesurée par l'IPCH. Les données relatives à 2026 portent sur l'année jusqu'à la date d'arrêté du 28 octobre 2026. Partie b) : Les dernières observations se rapportent à septembre 2026.

On a également observé des évolutions de la dynamique des coûts et marges de distribution et de la composante fiscalité des prix des combustibles liquides depuis la pandémie et depuis l'invasion de l'Ukraine par la Russie. Les coûts et marges de distribution ont augmenté en 2020 en termes réels (peut-être parce que les compagnies pétrolières intégrées ont cherché à compenser la baisse des volumes de vente et des marges de raffinage), mais ont évolué en corrélation avec les marges de raffinage depuis 2022 et restent supérieurs à leur niveau d'avant la pandémie. Depuis 2022, les évolutions des droits d'accises compensent en partie ces mouvements. Après être demeurés globalement stables en termes réels jusqu'en 2022, les droits d'accises ont été réduits en 2022 et en 2023. En 2026, la réduction des droits d'accises, qui reflète les mesures fiscales prises pour limiter le

renchérissement de l'énergie, est faible comparée aux hausses des prix du pétrole brut et des marges de raffinage et de distribution enregistrées [3].

Pour les prix à la consommation, et particulièrement en période de crise énergétique, les variations des marges de raffinage se sont occasionnellement révélées presque aussi importantes que les évolutions des prix du brut (graphique C, partie b). Depuis fin février 2026, les marges de raffinage ont nettement augmenté, poussant à la hausse le taux d'inflation pour les carburants liquides destinés aux transports et le fioul domestique [4]. Étant donné leur importance pour l'inflation mesurée par l'IPCH, il est utile de capturer ces dynamiques dans les modèles de prévision. Une évaluation prévisionnelle en temps réel réalisée à l'aide du modèle énergétique de projection d'inflation à court terme (*short-term inflation projection*, STIP) de la BCE suggère que l'utilisation des contrats à terme sur instrument financier pour prévoir les prix des carburants liquides destinés aux transports et du fioul domestique dans la zone euro se traduit par de légères améliorations, en particulier sur des horizons de 3 à 11 mois pour l'ensemble de l'échantillon et à un mois pour la période d'avant la pandémie (jusqu'en 2019) [5]. Les bénéfices sont moins évidents pendant la période d'inflation élevée, lorsque les prix des contrats à terme ont généralement sous-estimé les évolutions de prix ultérieures.

Le modèle énergétique STIP montre que les marges de raffinage peuvent fortement affecter la hausse des prix de l'énergie. Le modèle a été estimé à partir de deux ensembles de données et d'hypothèses : premièrement, les hypothèses relatives au pétrole brut, au gaz ainsi qu'au diesel et à l'essence raffinés sur la base de la date d'arrêté des projections macroéconomiques de juin 2026 établies par les services de l'Eurosystème (21 mai) ; et deuxièmement, les nouvelles données et le même ensemble d'hypothèses fondées sur la date d'arrêté des projections macroéconomiques de septembre 2026 établies par les services de la BCE (19 août). Dans les deux cas, les contrats à terme sur les prix des produits raffinés tirés des marchés financiers ont été utilisés pour élaborer les perspectives. En dépit d'hypothèses de prix du pétrole moins élevés, les prévisions fondées sur septembre font état d'une hausse de l'inflation pour la composante énergie, résultant en grande partie d'une augmentation des coûts et marges de raffinage (graphique D, parties a et b).

---

3 La taxe sur la valeur ajoutée (TVA) étant prélevée sous forme de pourcentage, la composante TVA en centime d'euro par litre variera avec la somme des autres composantes (prix du pétrole brut, marges de raffinage et de distribution et droits d'accises), même si le taux de TVA est constant.

4 Cf. Kuik *et al.* (2026). Pour une décomposition comparable en 2022, cf. Kuik *et al*. (2022).

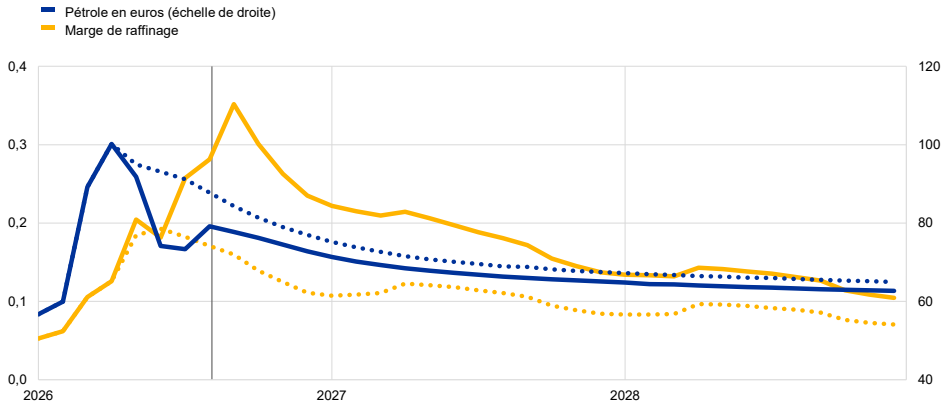
5 Le modèle énergétique STIP utilisé pour l'évaluation est décrit dans Bańbura *et al.* (2025).

Graphique D

Rôle potentiel des marges de raffinage dans les perspectives de la composante énergie de l'IPCH

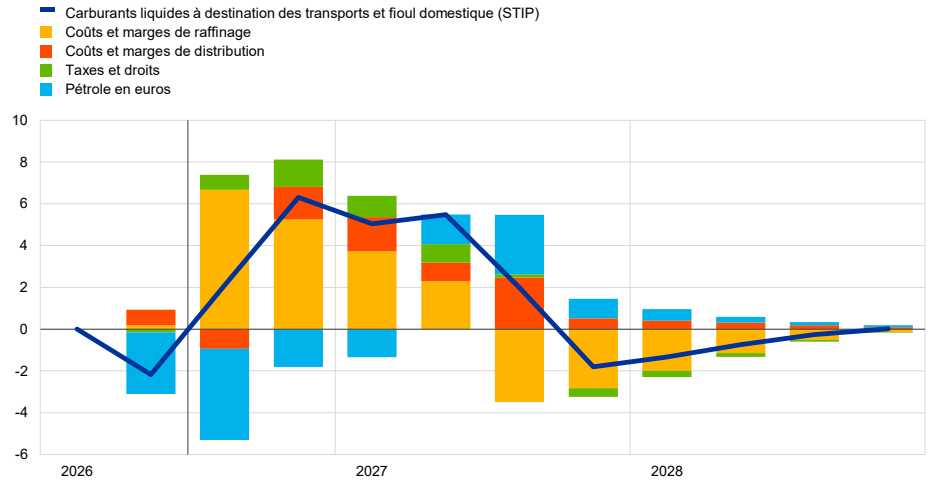
a) Hypothèses pour le modèle énergétique STIP

(échelle de gauche : en euros par litre ; échelle de droite : en euros par baril)



b) Révision des prévisions d'inflation tirées du modèle énergétique STIP dans le secteur des carburants liquides destinés aux transports et du fioul domestique : impact des données et des changements dans les hypothèses entre les projections de juin et celles de septembre 2026

(points de pourcentage)



Sources : Eurostat, LSEG, Commission européenne (Bulletin pétrolier hebdomadaire) et calculs des services de la BCE.
Notes : La partie a) compare les hypothèses fondées sur la date d'arrêté des projections de septembre 2026 (19 août, lignes continues) et de celle des projections de juin 2026 (21 mai, lignes en pointillés). La partie b) présente la révision des prévisions relatives au taux de variation annuel entre les deux dates d'arrêté. La ligne verticale pleine dans les deux parties indique la dernière observation disponible dans les projections de septembre 2026.

Ces résultats expliquent pourquoi les services de la BCE et de l'Eurosystème suivent attentivement la trajectoire des prix du diesel et de l'essence raffinés dans leurs projections. Plus précisément, les contrats à terme sur instrument financier pour les prix de l'essence et du diesel raffinés sont utilisés dans l'élaboration des projections depuis le début du conflit au Moyen-Orient afin de garantir qu'elles sont fondées sur l'ensemble des informations pertinentes nécessaires à une évaluation correcte des perspectives d'inflation et des risques à venir.

Bibliographie

Bańbura (M.), Bobeica (E.), Giammaria (A.), Porqueddu (M.) et van Spronsen (J.) (2025), « *A new model to forecast energy inflation in the euro area* », *Working Paper Series*, n° 3062, BCE.

Banque centrale européenne (2026a), Projections macroéconomiques pour la zone euro établies par les services de l'Eurosystème, juin 2026.

Banque centrale européenne (2026b), Projections macroéconomiques pour la zone euro établies par les services de la BCE, septembre 2026.

Kuik (F.), Adolfsen (J.F.), Lis (E.M.) et Meyler (A.) (2022), « Évolutions des prix de l'énergie pendant et après la pandémie de COVID-19 : des prix des matières premières aux prix à la consommation », Bulletin économique, n° 4, BCE, 2022.

Kuik (F.), Lis (E.), Nickel (C.) et Porqueddu (M.) (2026), « *From well to pump: how fuel prices are formed* », *Le blog de la BCE,* BCE, 31 juillet.

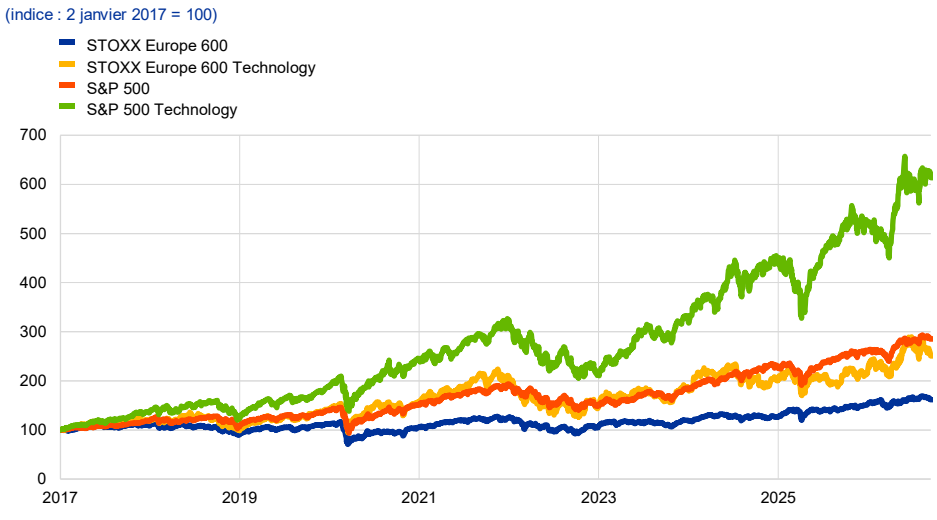
6 Intelligence artificielle et entreprises européennes : le coût du financement par endettement de marché

Irene Ferrari, Sofia Gori, Johannes Groß, Fabian Schupp et Sigurd Steffensen

L'intelligence artificielle (IA) est le thème dominant sur les marchés financiers mondiaux depuis fin 2022, les actions du secteur technologique affichant de nettes surperformances (graphique A). Ces surperformances sont particulièrement impressionnantes aux États-Unis, sous l'impulsion d'un petit groupe de fournisseurs de services de gestion de données à très grande échelle (*hyperscalers*), et sont manifestes parmi les entreprises européennes qui occupent des positions en amont dans le développement mondial des infrastructures d'IA. Toutefois, l'influence de l'IA sur les marchés va au-delà d'un ensemble limité de fournisseurs d'infrastructure, et remonte plus loin dans le temps. De nombreuses entreprises intègrent l'IA à leurs activités, en développant des produits améliorés par l'IA ou en adoptant des processus basés sur l'IA qui renforcent la productivité [1]. Cet encadré introduit donc une nouvelle mesure de l'exposition à l'IA au niveau des entreprises, dérivée de discussions liées à l'IA dans les transcriptions des téléconférences sur les résultats. Il utilise cette mesure pour examiner la manière dont l'exposition à l'IA des entreprises européennes se traduit dans le rendement de leurs actions et dans les écarts de rendement des obligations d'entreprises [2].

Graphique A

Performance des indices STOXX Europe 600 et S&P 500 et de leurs sous-secteurs technologiques



Sources : LSEG et calculs de la BCE.
Notes : Le graphique présente l'évolution des indices boursiers européens et américains de référence ainsi que de leurs sous-secteurs technologiques. Les dernières observations se rapportent au 15 septembre 2026.

1 Cf., par exemple, Acemoglu et Restrepo (2020) et Babina *et al.* (2024).

2 Les téléconférences sur les résultats ont été utilisées précédemment pour mesurer l'exposition à l'IA des entreprises américaines (cf. Ca' Zorzi *et al.*, 2025).

Les entreprises sont considérées comme exposées à l'IA lorsque leurs téléconférences sur les résultats associent l'IA à la fourniture d'infrastructures, au développement de produits ou à des améliorations des procédures de travail et de la productivité [3]**.** Ces critères sont appliqués aux composantes de l'indice STOXX Europe 600, identifiant non seulement les entreprises fournisseuses de technologies d'IA mais aussi celles qui, dans l'ensemble des secteurs, intègrent l'IA à leurs produits et activités. L'approche intègre également la nature évolutive de l'IA : à mesure que la technologie gagne en maturité et se généralise à l'ensemble des secteurs, les déclarations des entreprises sont modifiées en conséquence, de sorte qu'une mesure fondée sur des déclarations concomitantes permet de suivre cette évolution. C'est très utile car l'analyse dépend de l'identification rapide des informations liées à l'IA. Par conséquent, l'exposition à l'IA est mesurée de manière trimestrielle depuis 2017 et traitée comme variant dans le temps, ce qui permet à l'analyse de contrôler par l'hétérogénéité des entreprises et les variations temporelles spécifiques aux secteurs [4].

La part des entreprises exposées à l'IA a fortement augmenté depuis 2022, l'IA étant avant tout mentionnée dans les téléconférences sur les résultats comme source d'innovation et de croissance des produits (graphique B). 75 % des téléconférences sur les résultats mentionnant l'IA se rapportent à des opportunités de croissance ou d'innovation des produits à partir d'une offre de produits améliorée par l'IA, tandis que 50 % évoquent les gains de productivité liés à l'IA, les deux sujets étant parfois évoqués simultanément. Une hétérogénéité apparaît clairement entre les secteurs et dans le temps : les entreprises du secteur des technologies de l'information évoquent l'innovation en matière de produits liés à l'IA depuis 2017, tandis que les entreprises d'autres secteurs ont principalement commencé à rapporter des gains de productivité résultant de l'IA après le lancement de ChatGPT fin 2022. Cela correspond aux résultats de l'enquête de la BCE sur l'accès des entreprises au financement (*Survey on the Access to Finance of Enterprises*, SAFE) dans la zone euro en juin et décembre 2025, qui révèlent un usage de l'IA davantage orienté vers l'innovation dans le secteur des technologies de l'information, et une priorité accordée à la réduction des coûts dans l'industrie manufacturière, la construction, le commerce et d'autres services [5].

---

3 Cette approche s'appuie sur Ferrari *et al*. (2026). Leur prompt permet une classification multi-étiquettes, associe les définitions de l'IA à la date de chaque téléconférence et donne une justification pour chaque signalement, facilitant l'interprétation et améliorant la qualité des décisions. Les entreprises pouvant être incitées à influencer les perceptions des analystes lorsqu'elles évoquent leur usage de l'IA à l'occasion des téléconférences sur les résultats, le modèle assure une protection contre l'« *IA washing* » en excluant les déclarations vagues qui ne sont pas liées explicitement aux résultats.

4 La mesure est fortement corrélée à une classification bien établie au niveau des secteurs fournie par Calvino *et al.* (2024), qui associe des indicateurs du capital humain de l'IA, de l'innovation IA, de l'exposition ajustée des obstacles et de l'utilisation de l'IA.

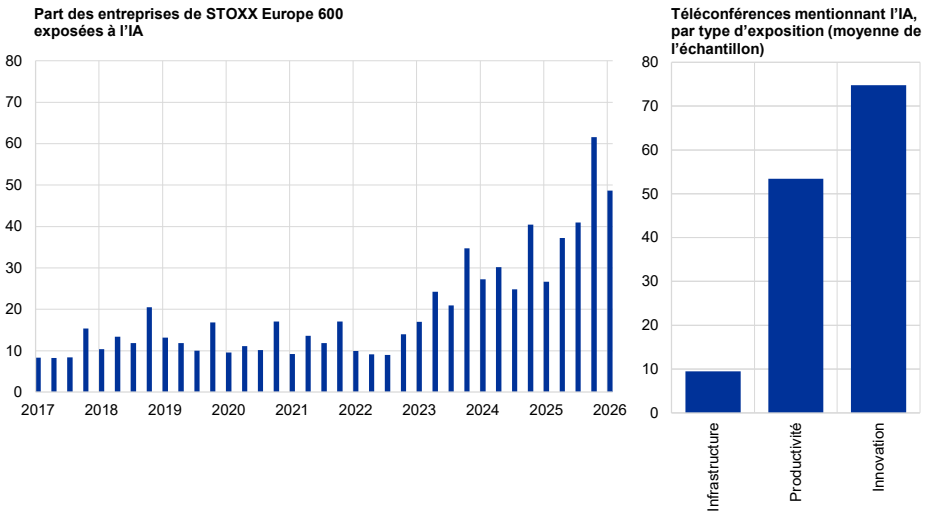
5 Cf. Ferrando *et al*. (2026). Des données connexes tirées d'enquêtes de la BCE indiquent également une diffusion rapide mais inégale de l'IA, près des trois quarts des grandes entreprises de la zone euro interrogées en 2024 ayant déclaré utiliser l'IA dans leurs activités opérationnelles (Bergeaud *et al*., 2025). Des données complémentaires issues de l'enquête sur les anticipations des consommateurs (*Consumer Expectations Survey*, CES) montrent que la part des travailleurs faisant état d'un usage de l'IA dans leurs activités a globalement doublé entre 2024 et 2026, avec une hétérogénéité importante entre les postes et les caractéristiques des travailleurs (Dias da Silva *et al*., 2026).

Graphique B

Part des entreprises du STOXX Europe 600 exposées à l'IA et ventilation par type d'exposition à l'IA

a) Part globale

(en pourcentages)



b) Part selon l'exposition à l'innovation et à la productivité

(en pourcentages)



Sources : LSEG et calculs de la BCE.
Notes : L'échantillon inclut toutes les entreprises de l'indice STOXX Europe 600, et s'étend du premier trimestre 2017 au deuxième trimestre 2026. Partie a) : part trimestrielle des téléconférences sur les résultats évoquant l'IA (partie de gauche) et ventilation des téléconférences sur les résultats évoquant l'IA par type d'exposition au cours de la période d'échantillonnage (partie de droite). Partie b) : part annuelle des entreprises dans chaque secteur de la classification Global Industry Classification Standard mentionnant une exposition à l'innovation (partie de gauche) et une exposition à la productivité (partie de droite). La part annuelle pour 2026 est approximée à partir des parts obtenues aux premier et deuxième trimestres. Les dernières observations se rapportent au deuxième trimestre 2026.

La question de savoir si l'exposition à l'IA augmente ou diminue les coûts de financement des entreprises est théoriquement ambigüe. L'adoption de l'IA pourrait stimuler les flux de trésorerie attendus, relevant la valorisation des actions et

réduisant le risque de crédit perçu, mais seulement si les investisseurs estiment que les entreprises réalisent de réels progrès et ne se contentent pas de déclarations infondées. Du côté de la dette, l'adoption de l'IA nécessite souvent d'importants investissements initiaux en capital, concentrés dans des actifs incorporels dont la valeur de garantie est limitée, ce qui pourrait tirer à la hausse les coûts de financement. Ces mécanismes opérant de manière simultanée, l'analyse examine si l'exposition à l'IA est systématiquement associée à des rendements d'actions et à des coûts de financement obligataires différents de ceux auxquels font face les entreprises qui ne sont pas exposées à l'IA.

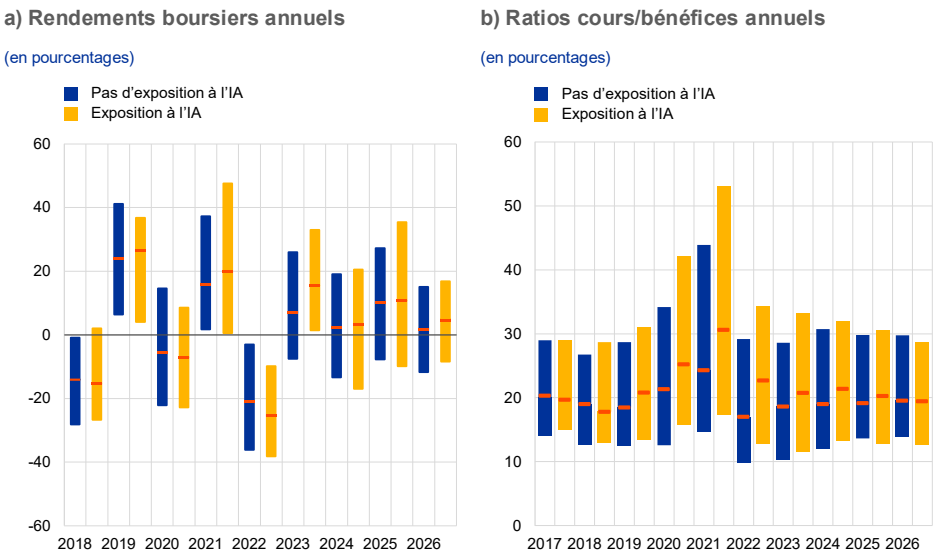
Les données de régression de panel indiquent une prime de rendement des actions d'environ 1,3 point de pourcentage par trimestre pour les entreprises exposées à l'IA (graphique C) [6]**.** Les rendements trimestriels des actions sont régressés sur les indicateurs d'exposition à l'IA, en contrôlant par les caractéristiques au niveau de l'entreprise, les surprises en matière de bénéfices, les effets fixes trimestriels pour les entreprises et les secteurs, et les tendances temporelles propres aux secteurs. Cela garantit que les entreprises exposées à l'IA sont comparées aux entreprises non exposées à l'IA dans le même secteur et au cours du même trimestre, en éliminant les mouvements à l'échelle du secteur [7]. Les résultats de la régression reflètent les schémas descriptifs observés dans les données : pour la plupart des années, les entreprises exposées à l'IA ont enregistré des rendements annuels médians plus élevés de leurs actions que les entreprises non exposées à l'IA (graphique C, partie a), et elles ont également eu tendance à négocier à des ratios cours/bénéfices plus élevés (graphique C, partie b). Cela est cohérent avec un profil d'investissement à plus long terme, dans lequel une grande partie de la valeur des entreprises du secteur de l'IA est liée à des bénéfices qui ne devraient être enregistrés que dans un avenir lointain.

6 De nombreuses entreprises déclarant plus d'un type d'exposition à l'IA, les catégories ne s'excluent pas mutuellement et l'analyse se concentre donc sur l'exposition globale des entreprises.

7 Il est important de noter que la prime ne reflète pas seulement la hausse plus globale des valeurs technologiques. Si l'on exclut le secteur des technologies de l'information de l'échantillon, la prime estimée est d'ampleur et d'importance similaires, ce qui confirme que le différentiel de rendement est présent dans l'ensemble du paysage des entreprises. La prime est déterminée à partir de la variation intra-entreprise, en comparant la même entreprise sur plusieurs trimestres avec et sans publication d'informations concrètes sur l'IA, déduction faite des surprises sur les bénéfices publiées lors des téléconférences sur les résultats et des décalages dans les fondamentaux et la dynamique des entreprises.

Graphique C

Rendements des actions et ratios cours/bénéfices pour les entreprises du STOXX Europe 600 exposées et non exposées à l'IA



Sources : LSEG et calculs de la BCE.
Notes : Partie a) : distribution des rendements annuels des actions, pondérés par la valeur de marché en fin d'année. Partie b) : distribution des ratios cours/bénéfices annuels, pondérés par la valeur de marché en fin d'année. Les dernières observations se rapportent au deuxième trimestre 2026.

Les marchés des obligations des sociétés non financières affichent une tendance globalement similaire à celle des marchés boursiers (graphique D). Les régressions de panel utilisant des écarts de rendement trimestriels corrigés des options sur la période 2019-2026, avec des variables de contrôle spécifiques aux obligations et aux émetteurs, montrent que l'exposition à l'IA correspond à un resserrement des écarts de rendement d'environ 5 points de base – un lien modeste mais robuste entre l'exposition à l'IA et un coût de l'endettement de marché moins élevé [8]. Là encore, cela concorde avec les schémas descriptifs observés dans les données. Les émetteurs exposés à l'IA affichent systématiquement des écarts de rendement inférieurs à ceux des émetteurs non exposés, la médiane et l'intervalle interquartile s'étant déplacés vers le bas sur la plupart des années (graphique D, partie a). Les entreprises exposées à l'IA ont également émis une part plus importante d'obligations assorties d'échéances supérieures à dix ans (graphique D, partie b), tandis que les émissions des entreprises non exposées sont plus concentrées sur les échéances intermédiaires. Cette combinaison indique des conditions de financement plus favorables, car des échéances plus longues

[8] Contrairement à ce qui peut être constaté pour les actions, aucun des trois types d'expositions n'est individuellement associé à un resserrement des écarts de rendement lorsqu'il est introduit séparément. Cela semble indiquer que les marchés obligataires évaluent l'engagement global en matière d'IA plutôt que de faire la distinction entre ses différentes formes, ce qui concorde avec le fait que de nombreuses entreprises déclarent plus d'un type d'exposition.

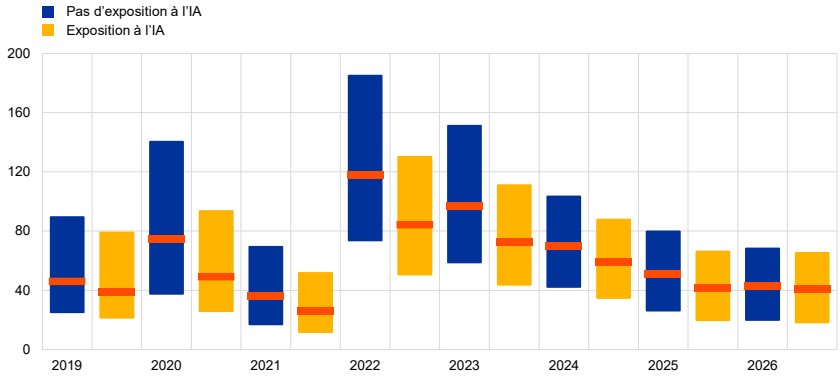
entraîneraient généralement des écarts de rendement plus élevés, et non plus faibles [9].

Graphique D

Écarts de rendement des obligations d'entreprises et structure des échéances obligataires pour les sociétés non financières du STOXX Europe 600 exposées et non exposées à l'IA

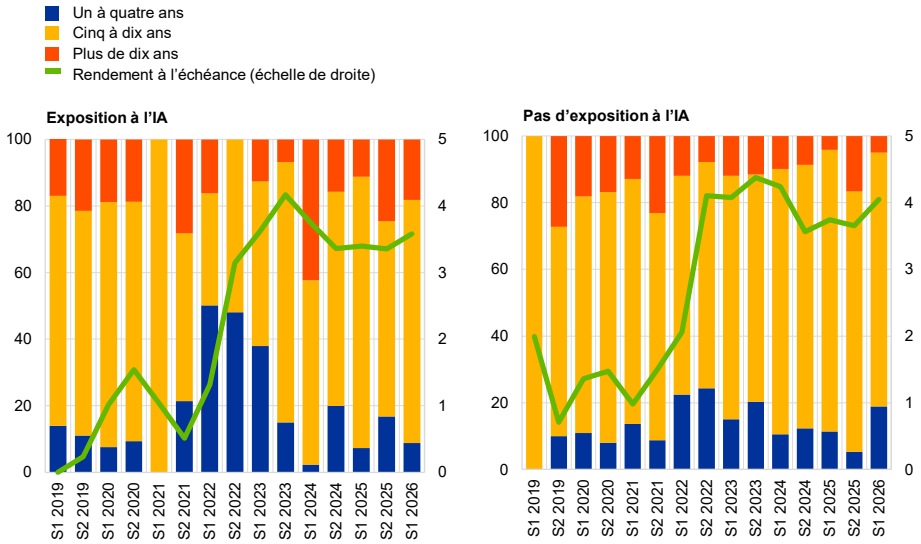
a) Écarts de rendement ajustés des options

(en points de base)



b) Structure des échéances des nouvelles émissions d'obligations

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



Sources : LSEG, BCE (CSDB, CSEC), ICE, Moody's Analytics et calculs de la BCE.
Notes : Partie a) : distribution annuelle des écarts de rendement corrigés des options sur la courbe des taux des *swaps*. Les écarts de rendement sont winsorisés et pondérés de l'encours en euros. L'échantillon couvre les obligations libellées en euros ayant une échéance résiduelle comprise entre 1 et 30 ans, un montant émis supérieur à 1 million d'euros et des écarts de rendement allant de – 100 points de base à 3 500 points de base. Partie b) : nouvelle émission d'obligations par tranche d'échéance en pourcentage de l'encours en euros, le rendement à l'échéance étant calculé comme la moyenne pondérée par l'encours en euros. L'échantillon couvre les obligations libellées en euros dont l'échéance résiduelle est comprise entre 1 et 30 ans et d'un montant émis supérieur à 1 million d'euros. Les dernières observations se rapportent au deuxième trimestre 2026.

[9] De même, on constate que les *hyperscalers* américains qui financent la construction d'infrastructures d'IA via les marchés européens de la dette d'entreprise émettent également des obligations assorties d'échéances plus longues. Pour ces entreprises, toutefois, l'émission de dette liée à l'IA est associée à des écarts de rendement plus élevés, et non plus faibles, par rapport aux autres entreprises, les investisseurs semblant exiger une prime de risque pour l'incertitude entourant les investissements des entreprises dans l'IA. Cf. Duquerroy *et al*. (2026).

Les résultats présentés dans cet encadré suggèrent que l'exposition à l'IA se reflète positivement dans la tarification des actions et des obligations d'entreprises dans l'ensemble de l'économie européenne. Le fait que le recours à l'IA soit associé à une baisse des coûts de financement de marché est plus généralisé que ne le suggère la hausse concentrée des actions dans le secteur des technologies de l'information. Toutefois, cette relation repose sur les anticipations relatives aux rendements de la technologie. Si ces attentes étaient déçues, les valorisations et les écarts de rendement pourraient faire l'objet d'une réévaluation brutale et globale, allant bien au-delà des entreprises qui jouent un rôle moteur pour le cycle d'investissement dans l'IA. Une analyse plus approfondie est nécessaire pour déterminer l'ampleur potentielle de cette réévaluation et son effet sur les conditions de financement agrégées dans la zone euro [10].

Bibliographie :

Andersson (M.), Breckenfelder (J.), Corradin (S.), Nikolov (K.) et Viola (M.A.) (2026), « *The AI boom: rational enthusiasm or the next dot-com bubble?* », *Le blog de la BCE*, BCE, 17 août.

Acemoglu (D.) et Restrepo (P.) (2020), « *Robots and Jobs: Evidence from US Labor Markets* », *Journal of Political Economy*, vol. 128, n° 6, avril.

Babina (T.), Fedyk (A.), He (A.) et Hodson (J.) (2024), « *Artificial intelligence, firm growth, and product innovation* », *Journal of Financial Economics*, vol. 151, janvier.

Bergeaud (A.), González-Torres Fernández (G.), Labhard (V.) et Sellner (R.) (2025), « *AI can boost productivity – if firms use it* », *Le blog de la BCE*, BCE, 28 mars.

Calvino (F.), Dernis (H.), Samek (L.) et Ughi (A.) (2024), « *A sectoral taxonomy of AI intensity* », *OECD Artificial Intelligence Papers,* n° 30, OCDE, décembre.

Ca' Zorzi (M.), Lopardo (G.) et Manu (A.-S.) (2025), « *Verba volant, transcripta manent: what corporate earnings calls reveal about the AI stock rally* », *Working Paper Series*, n° 3093, BCE, août.

Dias da Silva (A.), Lebastard (L.) et Sondermann (D.) (2026), « *AI adoption and the productivity promise: what workers report* », *Le blog de la BCE*, BCE, 26 août.

Duquerroy (A.), Furtuna (O.), Rahmouni-Rousseau (I.) et Vaz Cruz (L.) (2026), « *Big tech, big debt: when US tech giants tap the euro area bond market* », *Le blog de la BCE*, BCE, 31 août.

Ferrando (A.), Lamboglia (S.), Rariga (J.) et Schmidt (M.) (2026), « *Adoption and investment in AI across the euro area: insights from harmonised firm-level data* », *Occasional Paper Series*, n° 395, BCE, juillet.

[10] Pour plus d'informations sur le risque de valorisation associé à l'IA et l'impact potentiel d'une correction des actions américaines sur les conditions financières de la zone euro, cf. Andersson *et al*. (2026).

Ferrari (I.), Groß (J.), Schupp (F.) et Steffensen (S.) (2026), « *AI Exposure and the Costs of Market-based Financing in Europe: Evidence from Earnings Call Transcripts* », mimeo.

7 La compétitivité des banques et son rôle dans la politique monétaire

Lorenzo Ferrante, Franziska Maruhn et Carla Valero Escribá

Cet encadré fournit des données sur la compétitivité des banques dans la zone euro et sa relation avec la transmission de la politique monétaire. Récemment, des institutions européennes ont étudié des mesures visant à améliorer la compétitivité des banques en réduisant la fragmentation transfrontière et en simplifiant la réglementation et les obligations de déclaration (Commission européenne, 2026). Il est difficile de définir la compétitivité des banques. Les banques sont compétitives si elles génèrent des bénéfices grâce à un modèle d'activité durable (plutôt qu'en exploitant leur pouvoir de marché) et si elles disposent d'une capitalisation suffisante, avec un accès abordable au financement de marché et à la liquidité, ce qui leur permet de maintenir leur activité de prêt pendant les épisodes de perturbations économiques ou financières et tout au long des cycles de politique monétaire. La compétitivité des banques favorise ensuite la transmission efficace de la politique monétaire [1].

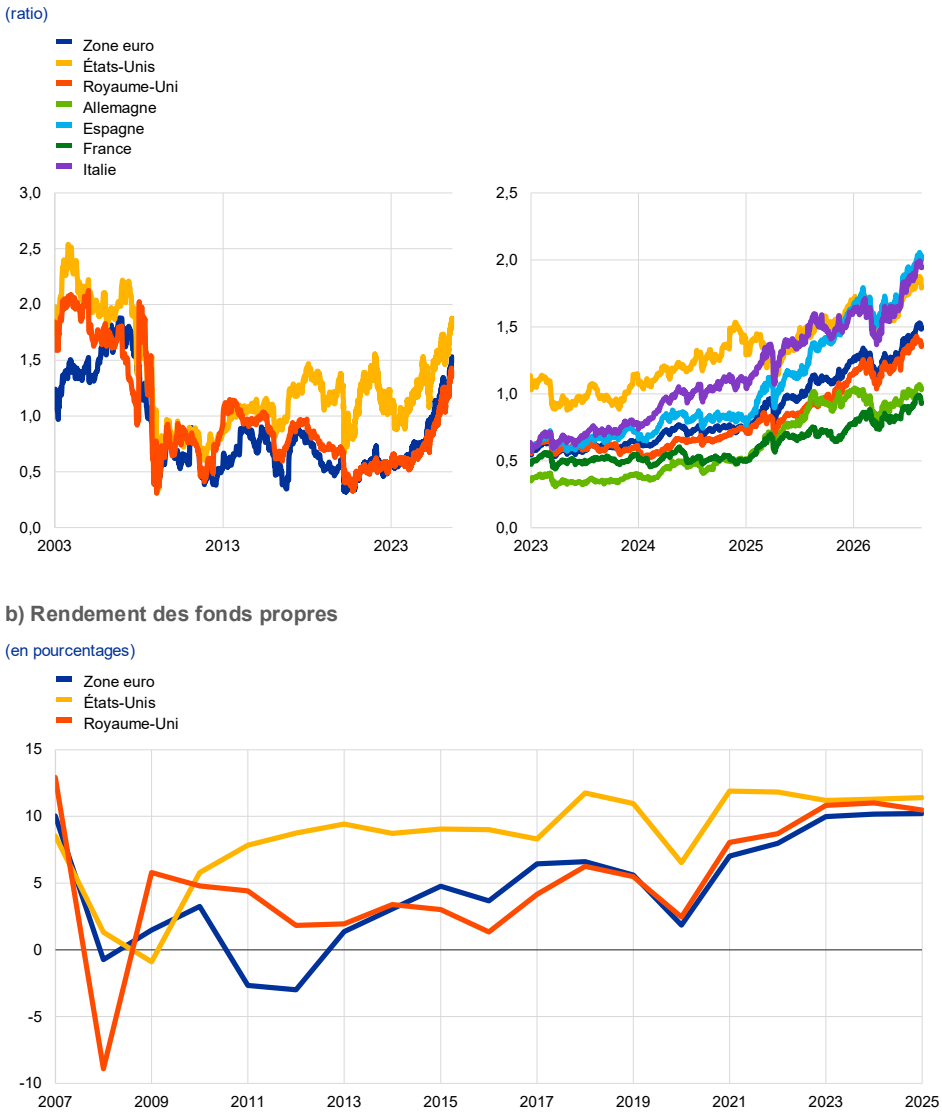
Les banques de la zone euro sont aujourd'hui plus compétitives qu'elles ne l'ont été pendant la majeure partie de la période qui a suivi la crise financière mondiale, en raison de l'élargissement des marges d'intermédiation et du redressement de leurs bilans (graphique A). L'une des façons d'évaluer la compétitivité des banques consiste à utiliser des indicateurs de performance fondés sur leur valorisation. Ils reflètent la perception par les investisseurs des bénéfices futurs attendus et fournissent donc une indication de la manière dont le marché évalue la rentabilité et les performances attendues des banques. Les ratios cours/valeur comptable des banques de la zone euro se sont considérablement améliorés ces dernières années, reflétant des bilans plus solides et des marges d'intermédiation plus élevées grâce au redressement des revenus nets d'intérêts, ce qui a permis de réduire l'écart par rapport à leurs homologues américaines depuis 2023, même si des différences significatives persistent entre les pays de la zone euro (graphique A, partie a). Une autre façon d'analyser la compétitivité des banques consiste à examiner leur rentabilité, qui s'est également améliorée par rapport à celle des banques hors zone euro (graphique A, partie b). Si les indicateurs fondés sur les valorisations se concentrent uniquement sur les établissements cotés et si la rentabilité des banques est rétrospective, un indicateur

[1] Pour une analyse plus approfondie des sujets abordés dans cet encadré, en particulier concernant la définition de la compétitivité dans le secteur bancaire et le rôle des exigences de fonds propres et de la fragmentation dans la zone euro, cf. par exemple Vujčić (2026), Machado (2026), Elderson (2026) et Buch (2025).

plus large, basé sur des portefeuilles répliquant, montre également une amélioration considérable ces dernières années (cf. Altavilla *et al.*, 2024) [2].

Graphique A

Ratio cours/valeur comptable et rendement des fonds propres pour les banques de la zone euro et les autres banques



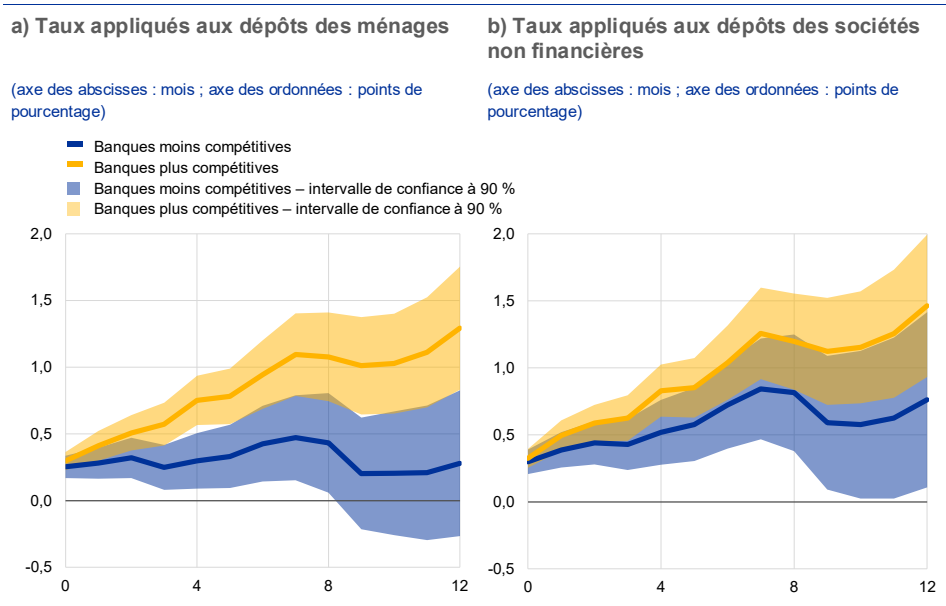
Sources : LSEG, BCE (déclarations prudentielles, données bancaires consolidées), Federal Deposit Insurance Corporation, Moody's Analytics BankFocus (anciennement BvD BankFocus) et calculs de la BCE.
Notes : Partie a) : Le ratio cours/valeur comptable est le ratio entre le cours de l'action d'une banque et sa valeur comptable par action. Partie b) : Le rendement des fonds propres (RoE) est calculé sur une base d'une fenêtre glissante sur quatre trimestres. Pour la période avant 2015, le RoE de la zone euro est fondé sur des données bancaires consolidées. Les dernières observations se rapportent au 21 août 2026 pour le ratio cours/valeur comptable et à 2025 pour le RoE.

[2] La mesure élaborée par Altavilla *et al.* (2024) rend compte de la performance des banques en comparant les rendements de leur bilan à celui qu'aurait généré un portefeuille de marché présentant des caractéristiques de maturité et de risque similaires. Le « différentiel » dont bénéficient les banques de la zone euro par rapport aux marchés financiers est désormais positif, après avoir été négatif pour la plupart des banques entre 2015 et mi-2022. Il a commencé à se redresser lors du relèvement rapide des taux d'intérêt par la Banque centrale européenne (BCE) et est finalement redevenu positif avec la stabilisation de la courbe des taux.

Les banques plus compétitives ont fait preuve d'une plus grande résilience face aux chocs et ont assuré une transmission plus efficace de la politique monétaire (graphique B). Du point de vue de la transmission de la politique monétaire, la compétitivité des banques revêt une importance, en particulier si elle soutient leur capacité d'intermédiation tout au long du cycle. Au cours du choc lié à la pandémie en 2020 et 2021, les banques plus compétitives ont moins eu recours aux prêts adossés à des garanties publiques et aux opérations de refinancement à plus long terme ciblées (TLTRO) de l'Eurosystème, et ont été mieux à même de répercuter les mesures de relance monétaire (Altavilla *et al*., 2024). Les banques plus compétitives affichent également une transmission plus forte aux taux appliqués aux dépôt, en particulier pour les dépôts des ménages (graphique B, partie a). Pour les dépôts des entreprises, les différences sont moins prononcées, avec une divergence des estimations ponctuelles mais un chevauchement partiel des intervalles de confiance (graphique B, partie b). Cela reflète probablement le fait que les banques plus compétitives sont plus à même de conserver leurs dépôts en augmentant les taux appliqués aux dépôts en période de hausse des taux, et de baisser ces taux à la suite d'un assouplissement de la politique monétaire sans risquer de perdre leurs financements. S'agissant des taux débiteurs, la transmission ne dépend pas de la compétitivité des banques, ce qui indique que les banques plus compétitives n'obtiennent pas une rémunération plus élevée des dépôts en prélevant des rentes plus élevées auprès des emprunteurs.

Graphique B

La transmission de la politique monétaire aux taux appliqués aux dépôts par degré de compétitivité des banques



Sources : BCE (iBSI, iMIR, AnaCredit, SHSG, CSDB, déclarations prudentielles) et calculs de la BCE.
Notes : À chaque trimestre, les banques sont classées comme plus ou moins compétitives sur la base du 50e percentile du « différentiel », selon la méthodologie d'Altavilla *et al.* (2024). Les graphiques montrent la variation cumulée des taux appliqués aux dépôts des contrats nouveaux à la suite d'une hausse de 1 point de pourcentage du taux directeur. Les impacts sont estimés à l'aide de régressions des projections locales de la variation des taux d'intérêt appliqués aux contrats nouveaux entre t–1 et t+h sur la variation du taux directeur entre t–1 et t (expliquée par des chocs de politique monétaire à haute fréquence), où h se rapporte aux mois. Le modèle inclut la variable dépendante du décalage, les contrôles bancaires et les effets fixes par pays. Les dernières observations se rapportent à mars 2026.

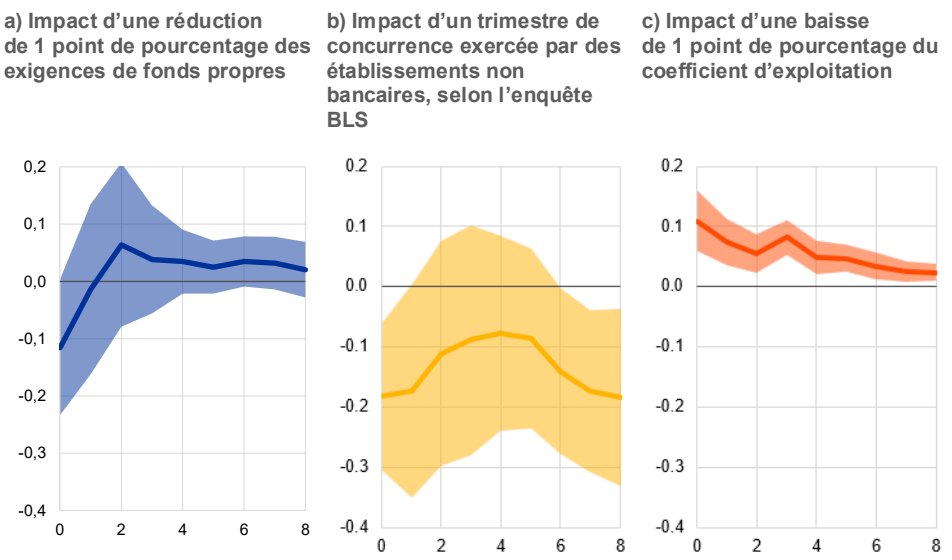
Les gains dans le rapport coût-efficacité apparaissent comme un déterminant des évolutions récentes (graphique C). Les évolutions de la compétitivité peuvent refléter différents facteurs. Premièrement, l'effet estimé sur la compétitivité d'une baisse des exigences de fonds propres n'est pas statistiquement significatif, reflétant probablement des facteurs agissant en sens opposé (graphique C, partie a). D'une part, des exigences de fonds propres plus élevées peuvent accroître les coûts de transition pour les banques individuelles présentant des vulnérabilités spécifiques, ce qui a une incidence négative sur la rentabilité. D'autre part, ces exigences renforcent la résilience du système bancaire face aux chocs défavorables et contribuent à prévenir une prise de risque excessive. En outre, dans un environnement de bilans généralement solides des banques, des augmentations ciblées des exigences de fonds propres pour les banques individuelles peuvent être absorbées et ne constituent pas un obstacle à la compétitivité du système bancaire [3]. Deuxièmement, une banque moins compétitive risque de perdre des parts de marché au profit d'autres banques, d'établissements non bancaires ou d'actifs financiers proposant des services similaires à la clientèle. En effet, il existe une relation entre un assouplissement des critères d'octroi de crédit résultant de la perception d'une concurrence accrue, comme l'indique l'enquête sur la distribution du crédit bancaire (*Bank Lending Survey*, BLS), et une baisse de la compétitivité des banques, même après prise en compte des caractéristiques observables et non observables au niveau des banques ainsi que des facteurs spécifiques à chaque pays (graphique C, partie b). Dans le même temps, la concurrence globale exercée par les établissements non bancaires s'est stabilisée ces dernières années, reflétant une spécialisation dans différents segments de clientèle et une interaction mutuellement bénéfique entre banques et établissements non bancaires, par exemple via des titrisations ou des expositions mutuelles. Troisièmement, les améliorations du rapport coût-efficacité des banques ont des effets positifs significatifs et persistants sur leur compétitivité (graphique C, partie c). Il est donc probable que les banques de la zone euro puissent améliorer durablement leur compétitivité grâce à un meilleur rapport coût-efficacité.

[3] Cf. par exemple Behn et Reghezza (2025).

Graphique C

Impact des variations des déterminants potentiels sur la compétitivité des banques

(axe des abscisses : trimestres à venir ; axe des ordonnées : points de pourcentage)



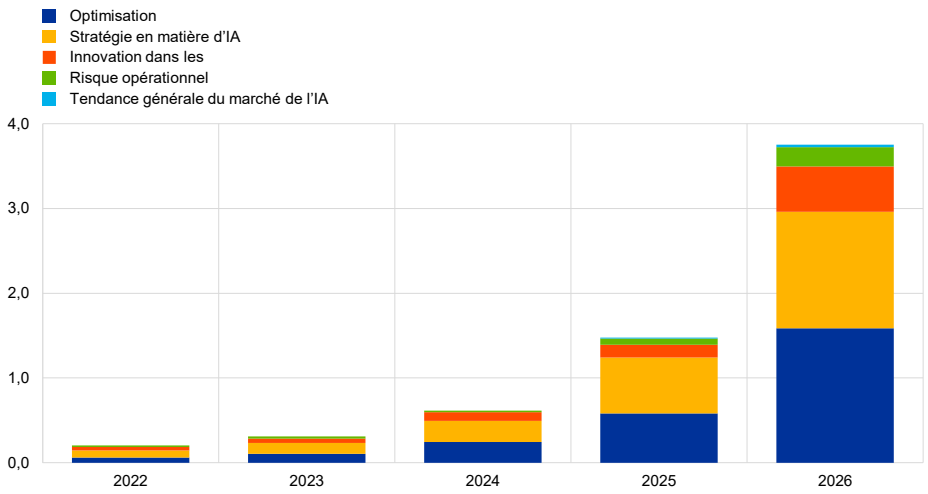
Sources : Altavilla *et al.* (2024), BCE (iBSI, iMIR, AnaCredit, SHSG, CSDB, déclarations prudentielles, enquête BLS) et calculs de la BCE.
Notes : Résultats des estimations des projections locales en données de panel prenant en compte la liquidité, la composition du financement et les effets fixes par banque et pays-temps. La variable dépendante est la différence entre le rendement réalisé et le rendement du portefeuille répliquant, mesuré en points de pourcentage. Pour plus de détails, cf. Altavilla *et al.* (2024). La partie b) montre l'impact d'un trimestre au cours duquel la banque fait état, dans l'enquête BLS, d'une incidence liée à la concurrence exercée par des établissements non bancaire. Les zones ombrées indiquent les intervalles de confiance à 90 %. L'échantillon va du quatrième trimestre 2015 au premier trimestre 2026.

L'investissement dans la numérisation et les technologies d'intelligence artificielle (IA) devrait permettre de réaliser des gains d'efficacité, qui peuvent également être obtenus en rationalisant les opérations et en adoptant une approche ciblée en matière de fermeture des agences locales (graphique D). La taille moyenne des groupes bancaires de la zone euro a augmenté de manière régulière, tandis que les charges d'exploitation (en pourcentage des fonds propres) ont globalement diminué. Les banques ont réduit leurs charges d'exploitation en rationalisant la structure de leurs groupes, en fermant un nombre important d'agences locales et en réduisant leurs effectifs, une évolution favorisée par l'essor des services de banque en ligne et de la numérisation. Pour l'avenir, les banques cherchent de plus en plus à tirer parti des technologies d'intelligence artificielle afin d'améliorer leur rapport coût-efficacité. Près de la moitié des mentions de l'adoption de l'IA formulées par les dirigeants de banques portent spécifiquement sur les bénéfices potentiels qu'elle pourrait apporter à l'avenir en matière d'optimisation des coûts (graphique D).

Graphique D

Mentions de l'IA dans les téléconférences sur les résultats bancaires, par thème

(nombre de mentions par téléconférences)



Sources : Capital IQ et calculs de la BCE.
Notes : Le graphique s'appuie sur les transcriptions de 761 téléconférences sur les résultats de 51 banques de la zone euro, analysées à l'aide d'un grand modèle de langage (*large language model*, LLM) et d'un prompt détaillé. Le LLM identifie les mentions de l'IA et les classe en cinq grands thèmes. Chaque téléconférence sur les résultats peut couvrir plusieurs thèmes. Les données pour 2026 se rapportent aux téléconférences sur les résultats jusqu'au deuxième trimestre 2026.

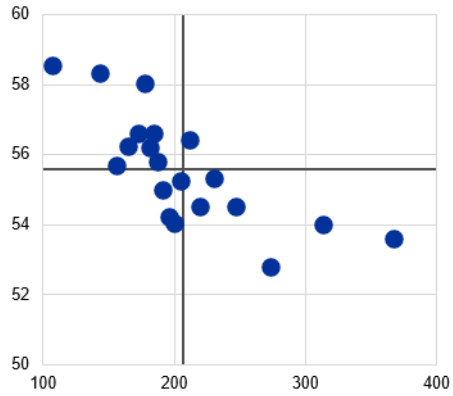
Les banques de la zone euro pourraient devenir plus compétitives si des progrès étaient réalisés dans l'achèvement de l'union pour l'épargne et l'investissement, ou grâce à une poursuite de la consolidation (graphique E). La fragmentation du marché empêche les banques de la zone euro d'atteindre le rapport coût-efficacité qui leur permettrait d'offrir des modalités et conditions de prêt compétitives aux emprunteurs. Les groupes bancaires plus compétitifs se caractérisent généralement par une plus grande portée géographique, ce qui se traduit par des coefficients nets d'exploitation plus faibles (graphique E, partie a). La consolidation bancaire, y compris transfrontière, qui a été particulièrement limitée au sein de la zone euro, pourrait constituer un autre moyen d'améliorer encore l'efficacité des banques. Les fusions passées montrent qu'une telle consolidation peut améliorer l'efficacité opérationnelle, la solidité des bilans et la diversification sectorielle des banques, contribuant ainsi à renforcer leur capacité d'intermédiation, tout en augmentant mécaniquement leurs parts de marché (graphique E, partie b). Cela réduirait, en soi, la concurrence sur les marchés bancaires locaux et pourrait affaiblir la transmission de la politique monétaire. Toutefois, dans le cas d'une consolidation transfrontière au sein d'un marché des emprunts de la zone euro plus intégré, des groupes bancaires plus grands, plus diversifiés et plus compétitifs pourraient profiter aux emprunteurs en renforçant la stabilité et l'accès au crédit tout au long du cycle de politique monétaire et en garantissant que les impulsions de politique monétaire les atteignent.

Graphique E

Portée géographique, consolidation et compétitivité des banques

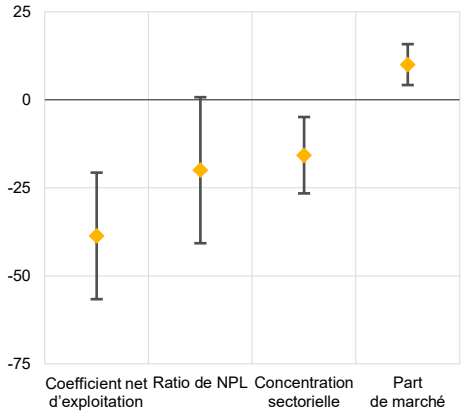
a) Relation entre portée géographique et rapport coût-efficacité

(axe des abscisses : portée géographique, kilomètres, axe des ordonnées : coefficient d'exploitation, pourcentages)



b) Impact des fusions sur l'efficacité des banques et autres caractéristiques

(en pourcentage de l'écart type)



Sources : BCE (AnaCredit, déclarations prudentielles), OpenStreetMap et calculs de la BCE.
Notes : Partie a) : diagramme de dispersion dans lequel les points sont regroupés par classes (*binned scatter plot*), basé sur 1 034 banques de la zone euro. Les deux lignes grises indiquent les moyennes pondérées agrégées. La portée géographique est mesurée par la distance moyenne pondérée par rapport aux entreprises ayant contracté un emprunt auprès de la banque au cours des 12 derniers mois (pondérée en fonction du montant du prêt). La partie b) montre les résultats des régressions en double différences évaluant les changements intervenus chez les banques après une fusion, en incluant des effets par banque et dans le temps. Le « coefficient net d'exploitation » se rapporte au ratio coûts/revenus et le « ratio de NPL » au ratio des prêts non performants. Les variables dépendantes sont normalisées. Les effets sont cumulés sur les années qui suivent la fusion. Les moustaches indiquent les intervalles de confiance à 95 %. La concentration sectorielle des prêts est mesurée par un indice Herfindahl-Hirschman au niveau des banques. La partie a) couvre la période allant du premier trimestre 2019 au deuxième trimestre 2026. La partie b) couvre la période de 2011 à 2025.

Bibliographie :

Altavilla (C.), Begenau (J.), Burlon (L.) et Maruhn (F.) (2024), « *Determinants of bank performance: evidence from replicating portfolios* », *Working Paper Series*, n° 2937, BCE, janvier 2025 (révisé).

Behn (M.) et Reghezza (A.) (2025), « *Capital requirements: a pillar or a burden for bank competitiveness?* », *Occasional Paper Series*, n° 376, BCE, octobre.

Buch (C.) (2025), « *The evidence is in: resilient banks build Europe's growth on solid ground* », discours liminaire prononcé lors du *Policy Research Workshop* 2025 de l'Autorité bancaire européenne intitulé « *Bridging capital and growth – the role of financial structures and intermediaries* », Paris, 19 novembre.

Elderson (F.) (2026), « *Boosting prosperity through deeper integration* », discours liminaire prononcé lors de la conférence *Financing Europe: a new era of strategic investment*, Bruxelles, 12 mai.

Commission européenne (2026), « Compétitivité du secteur bancaire et marché unique bancaire », Communication de la Commission au Parlement européen, au Conseil, à la Banque centrale européenne, au Comité économique et social européen et au Comité des régions, COM/2026/615 final, 17 juillet.

Machado (P.) (2026), « *Competitiveness and simplification – a common agenda for European banks* », discours prononcé à l'occasion du Forum Financier Expansión XVII, Madrid, 28 septembre.

Vujčić (B.) (2026), « *Resilience, integration and competitiveness: building the future of European banking* », discours liminaire prononcé lors de la dixième conférence annuelle du Comité européen du risque systémique, Francfort-sur-le-Main, 2 octobre.

8 Qui sont les détenteurs des *stablecoins* ? Nouvelles données sur les avoirs des consommateurs de la zone euro

Alexandra Born, Johanne Evrard, Dimitris Georgarakos, Geoff Kenny, Claudia Lambert, Justus Meyer, Trixi Pairan et Luca Zannier

L'expansion du marché des jetons stables (*stablecoins*), ses interconnexions croissantes avec le secteur financier et l'augmentation des avoirs détenus par les consommateurs pourraient avoir un impact sur la stabilité financière dans la zone euro. Le marché mondial des *stablecoins* a enregistré une croissance rapide depuis 2020, mais il a récemment atteint un plateau (graphique A, partie a). Dans le même temps, les interconnexions entre les *stablecoins* et le secteur financier traditionnel se sont progressivement renforcées, en particulier par le biais des détentions d'actifs de réserve [1]. Si le marché des *stablecoins* libellés en euros s'est développé, il reste relativement limité (graphique A, partie b). Les *stablecoins* sont principalement utilisés pour des opérations en crypto-actifs, bien qu'ils puissent également servir d'instruments de paiement transfrontières. Cet encadré s'appuie sur des données uniques au niveau des ménages tirées d'un module thématique de l'enquête sur les anticipations des consommateurs (*Consumer Expectations Survey*, CES) menée en août et en novembre 2025, afin d'évaluer l'étendue et la composition des avoirs en *stablecoins* des consommateurs de la zone euro [2]. Les expositions actuelles dans la zone euro semblent limitées, mais la concentration des avoirs parmi les investisseurs en crypto-actifs et la prédominance des *tokens* adossés au dollar américain pourraient jouer un rôle d'amplificateur en cas de choc. Une utilisation plus large des *stablecoins* dans la zone euro, en particulier hors de l'écosystème des crypto-actifs, pourrait, au fil du temps, accroître les risques pesant sur la finance traditionnelle [3].

1 Cf. Ferrari Minesso et Habib (2022).

2 L'enquête CES couvre les 11 pays les plus importants de la zone euro. Pour de plus amples informations, cf. Bańkowska *et al*. (2021), Georgarakos et Kenny (2022) et la page du site internet de la BCE relative à l'enquête CES.

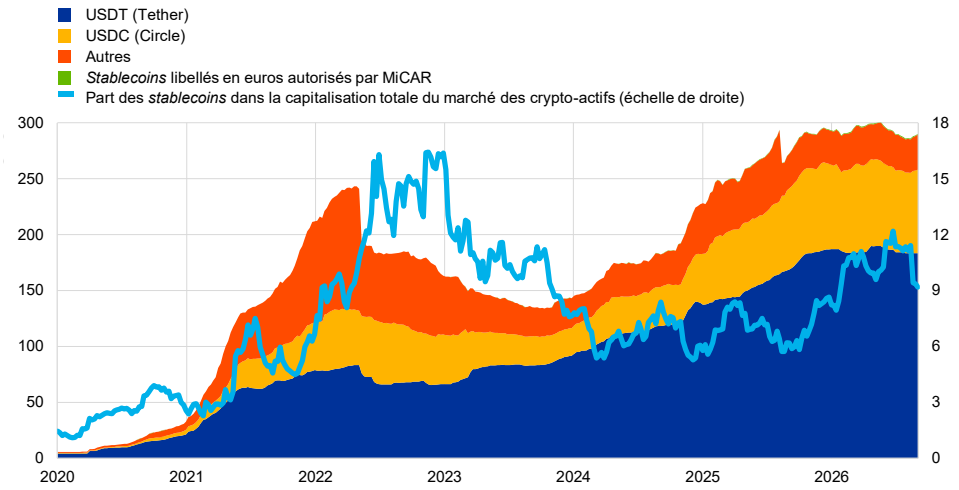
3 La principale vulnérabilité des *stablecoins* tient au fait que leurs détenteurs pourraient ne plus avoir confiance dans la possibilité de leur rachat au pair, ce qui déclencherait des retraits massifs (*run*). De tels retraits de *stablecoins* pourraient déclencher des liquidations massives de leurs actifs de réserve, ce qui aurait un impact sur les marchés financiers traditionnels. Cf. Aerts *et al*. (2025a) et Aerts *et al*. (2025b) pour plus de précisions quant aux liens et aux canaux de transmission entre *stablecoins* et marchés financiers traditionnels.

Graphique A

Évolution du marché mondial des *stablecoins*

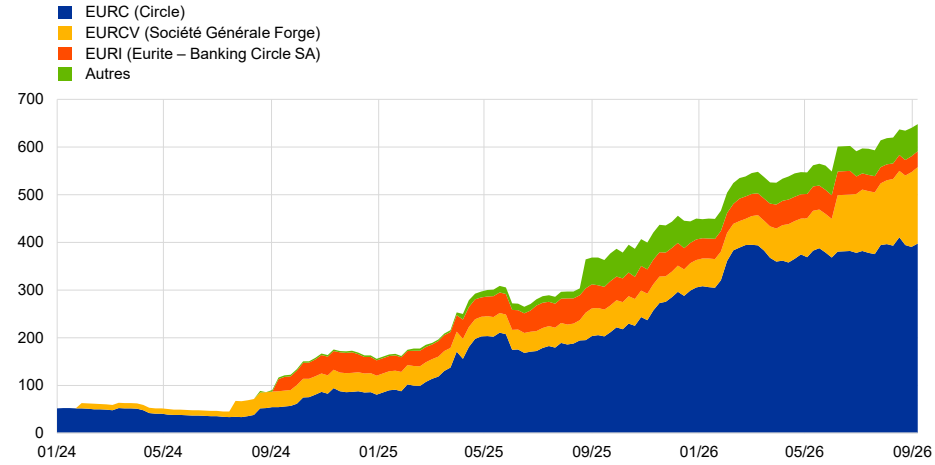
a) Volume de *stablecoins* libellés en dollars dans l'écosystème des crypto-actifs

(en milliards de dollars ; en pourcentages)



b) Capitalisation boursière des *stablecoins* libellés en euros autorisés au titre du règlement MiCAR

(en millions d'euros)



Sources : CoinDesk, CoinMarketCap et calculs de la BCE.
Notes : La capitalisation boursière repose sur l'offre de *stablecoins* en circulation. Sont inclus EURC, EURCV, EURAU, EURØP, EURR, EURI, EURe et EURQ. Les variations de la part des *stablecoins* dans la capitalisation totale du marché des crypto-actifs résultent principalement des évolutions de la valorisation d'autres crypto-actifs. Les dernières observations se rapportent à septembre 2026.

Le recours à des *stablecoins* pour faciliter les opérations dans l'écosystème des crypto-actifs peut présenter un risque pour les consommateurs, car cela pourrait avoir un impact sur le système financier traditionnel [4]. Les *stablecoins* permettent la négociation et l'échange de devises légales contre des crypto-actifs

[4] Cf. Bertsch (2023). Si l'UE a instauré un cadre réglementaire pour les émetteurs de *stablecoins* avec le règlement sur les marchés de crypto-actifs (*Markets in Crypto-Assets Regulation*, MiCAR), qui encadre les risques posés par les *stablecoins* pour les consommateurs et pour la stabilité financière, les *stablecoins* non autorisés au titre du règlement peuvent toujours comporter de tels risques ; cf. Comité européen du risque systémique (2025).

autres que des *stablecoins*, et vice versa [5]. Les actifs de réserves auxquels sont adossés les *stablecoins* les relient au système financier traditionnel, ce qui peut potentiellement mener à des effets de contagion [6]. Les *stablecoins* peuvent également permettre des paiements transfrontières à moindre coût, ce qui apporterait une nouvelle solution aux consommateurs envoyant des fonds en dehors de la zone euro, bien que les données sur ce cas d'usage soient contrastées [7].

Les consommateurs de la zone euro augmentent progressivement leur exposition directe aux crypto-actifs, à partir de niveaux faibles [8]. La part de consommateurs détenant des crypto-actifs a augmenté, de 9,8 % en novembre 2024 à 13 % en août 2025 (graphique B, partie a), une période pendant laquelle les marchés des crypto-actifs et les *stablecoins* ont enregistré une croissance rapide (graphique A). Les résultats de l'enquête CES en 2025 identifient les avoirs en *stablecoins* dans le cadre de la détention de crypto-actifs par les consommateurs : en août, 5 % des consommateurs ont affirmé détenir des *stablecoins*, ce qui représentait plus d'un tiers de tous les consommateurs détenant des crypto-actifs. La répartition estimée des avoirs en *stablecoins*, en montant investi, présente un biais en faveur des montants plus faibles (graphique B, partie b). Toutefois, il est estimé que près de 10 % des détenteurs de *stablecoins* disposaient en novembre d'avoirs égaux ou supérieurs à 10 000 euros, ce qui indique une fourchette très large.

5 Cf. graphique A.6 *in* Aerts *et al.* (2025a).

6 Les retraits massifs de *stablecoins* pourraient forcer les émetteurs à liquider des actifs pour satisfaire aux demandes de remboursement. Cf. Comité européen du risque systémique (2025) et Aerts *et al.* (2025a).

7 Cf., par exemple, Di Iorio *et al.* (2026) ou Vlaicu (2026).

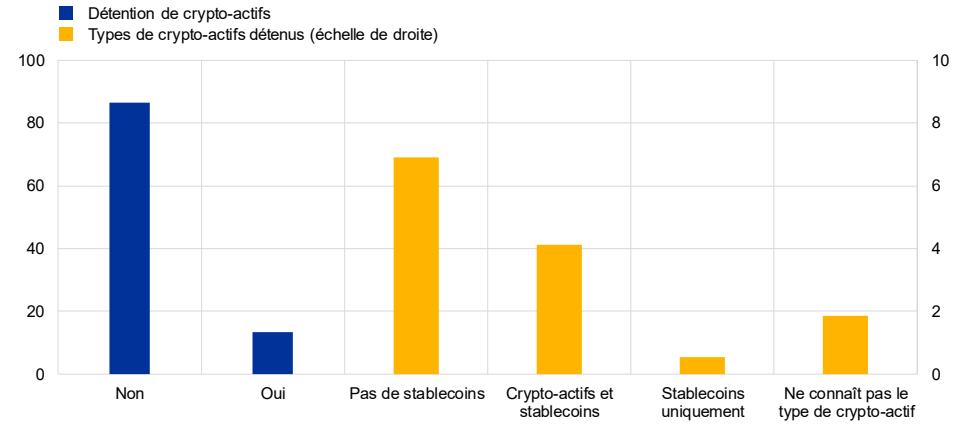
8 Nous nous appuyons sur des données expérimentales tirées des vagues d'août et de novembre 2025 de l'enquête CES. Les données portent à la fois sur les avoirs en *stablecoins* des consommateurs et sur la valeur approximative de ces avoirs. Les réponses sont sujettes à une incertitude liée à la méthode de mesure qui reflète la nature expérimentale des données, notamment en raison de la sensibilité à la conception du questionnaire et de la taille réduite des échantillons qui résulte du faible pourcentage de consommateurs détenant des crypto-actifs. Des erreurs de déclaration relatives aux types d'actifs et à leur détention pourraient également être commises par les participants, en raison de la sensibilité perçue de ces informations.

Graphique B

Détention de crypto-actifs par les consommateurs

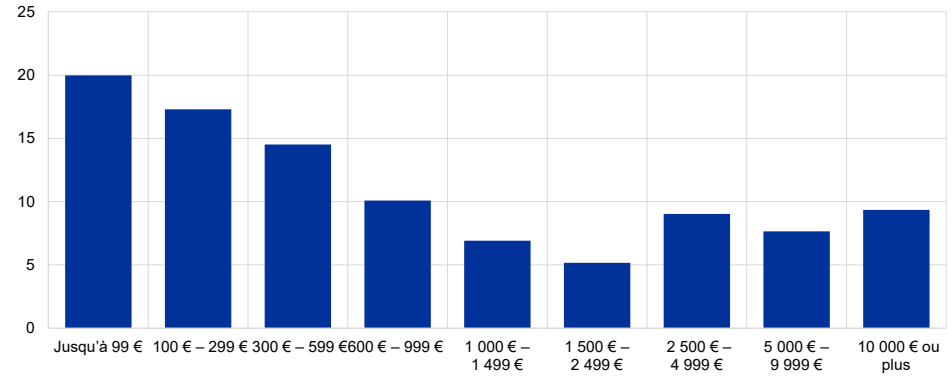
a) Détention de *stablecoins* et de crypto-actifs

(en pourcentages de consommateurs)



b) Estimation des avoirs en *stablecoins*

(en pourcentages de consommateurs détenant des *stablecoins*)



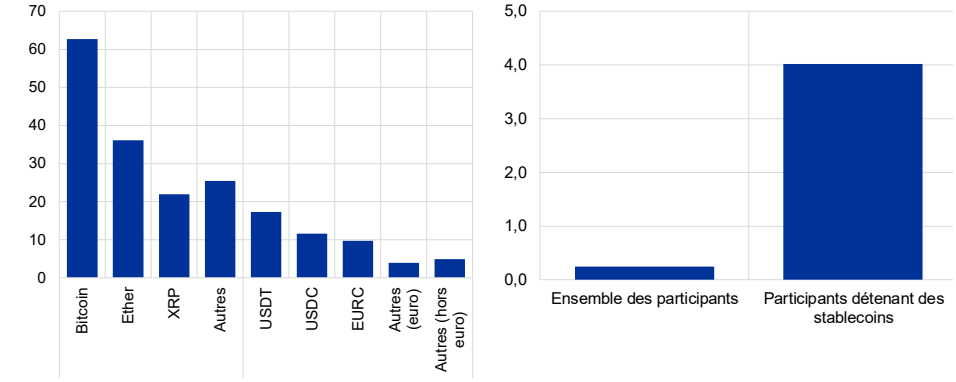
Sources : Enquête sur les anticipations des consommateurs de la BCE et calculs de la BCE.
Notes : Données pondérées de la population dans 11 pays de la zone euro. Partie a) : données expérimentales issues du module thématique de l'enquête CES d'août 2025. La question suivante a été posée aux consommateurs : « Est-ce que vous, ou l'un des membres de votre ménage, détenez actuellement des crypto-actifs ? », suivie d'une question complémentaire : « Parmi les produits suivants, quels sont ceux que vous ou votre ménage détenez actuellement ? » Partie b) : données expérimentales issues du module thématique de l'enquête CES de novembre 2025. Les consommateurs qui ont déclaré avoir investi dans des crypto-actifs (y compris dans des *stablecoins*) ont répondu à la question suivante : « À votre connaissance, quel est le principal type de crypto-actif que vous et votre ménage détenez actuellement ? », et ils pouvaient sélectionner une réponse sur une échelle de 1 à 5 allant de « investissement total dans des crypto-actifs autres que des *stablecoins* » à « investissement total dans des *stablecoins* ». Nous assignons des pondérations par paliers de 0,25, allant de 0 (uniquement des crypto-actifs autres que des *stablecoins*) à 1 (uniquement des *stablecoins*), et calculons l'investissement en *stablecoins* sur la base des investissements en crypto-actifs déclarés par les participants.

Les *stablecoins* libellés en dollars dominent l'exposition des consommateurs de la zone euro, ceux-ci ayant tendance à se tourner vers les crypto-actifs dont la capitalisation boursière est la plus importante. Près de 63 % des consommateurs exposés aux crypto-actifs détiennent des bitcoins, suivis par ether (36 %) et XRP (22 %) (graphique C, partie a). Parmi les *stablecoins*, USDT est le plus communément détenu (17 % des consommateurs déclarant détenir des crypto-actifs), devant USDC (12 %) et le *stablecoin* libellé en euros EURC (10 %). Le reste des *stablecoins*, libellés en euros ou non, représentent conjointement moins de 9 % des avoirs déclarés. Bien que l'enquête n'indique pas directement la manière dont les actifs sont utilisés, des données préliminaires montrent un usage plus élevé

des participants nés soit dans un autre pays de l'UE, soit en dehors de l'UE. Les participants nés à l'étranger étaient plus susceptibles, de 2,1 points de pourcentage, de détenir des *stablecoins* que les consommateurs originaires du pays, après avoir tenu compte d'autres caractéristiques. Cette configuration correspond à la possibilité d'utiliser des *stablecoins* pour les paiements ou les remboursements transfrontières.

Graphique C

Composition des investissements en crypto-actifs des consommateurs



Sources : Enquête sur les anticipations des consommateurs de la BCE et calculs de la BCE.
Notes : Les données couvrent 11 pays de la zone euro. Partie a) : données expérimentales issues du module thématique de l'enquête CES d'août 2025. Cette partie présente les types de crypto-actifs et de *stablecoins* détenus par les participants qui ont déclaré détenir des crypto-actifs. Compte tenu du faible pourcentage de participants remplissant ce critère, les observations sont également limitées (1 286 participants). Les participants pouvant sélectionner plusieurs actifs, les parts ne sont pas égales à 100 %. La catégorie « Autres » inclut les avoirs qui ne sont pas mentionnés distinctement dans le questionnaire. Partie b) : données expérimentales issues du module thématique de l'enquête CES de novembre 2025. Cette partie présente les parts moyennes de *stablecoins* dans le portefeuille, sur la base des montants estimés représentés dans le graphique B, partie b), et la valeur totale des actifs financiers des consommateurs (par exemple, comptes bancaires, actions et fonds communs de placement). Les estimations sont pondérées à l'aide de pondérations de la population.

L'utilisation de *stablecoins* comme actifs de transaction pourrait avoir des implications plus larges pour la stabilité financière, si cet usage continue d'augmenter. Les *stablecoins* représentent une part limitée des actifs financiers des consommateurs, et sont principalement détenus aux côtés d'autres crypto-actifs. Cela confirme leur utilisation principale en tant qu'actifs de transaction au sein de l'écosystème des crypto-actifs (graphique C). Si l'utilisation relativement faible des *stablecoins* dans la zone euro limite les risques immédiats pour le financement bancaire, trois vulnérabilités pourraient apparaître à l'avenir si cet usage devait se renforcer : a) une exposition à des retraits massifs de *stablecoins* et à des situations de désancrage (*de-pegging*), lorsque les *stablecoins* dévient fortement de leur valeur au pair ; b) des répercussions potentielles d'une liquidation des réserves de *stablecoins* adossés au dollar ; et c) un possible canal de substitution de devises. Si l'utilisation des *stablecoins* libellés en dollars par les consommateurs de la zone euro commence à dépasser le cadre des transactions en crypto-actifs, le nombre d'avoirs en *stablecoins* non libellés en euros pourrait augmenter. En fonction de l'ampleur de ce phénomène, cela pourrait peser sur le financement par dépôts bancaires, la transmission monétaire et le rôle des instruments de paiement libellés en euros [9]. Compte tenu de l'importance des *stablecoins* dans l'écosystème des crypto-actifs,

[9] Cf. Altavilla *et al*. (2026).

un choc important sur un *stablecoin* (par exemple, un cas de désancrage) pourrait avoir des effets négatifs [10]. La plupart des détenteurs de *stablecoins* étant également détenteurs d'autres crypto-actifs, leur portefeuille au sens large serait affecté. À l'inverse, un choc défavorable sur les prix des crypto-actifs pourrait déclencher une vente massive de *stablecoins*, causant potentiellement un désancrage et des effets supplémentaires sur le patrimoine. La nature double des avoirs suggère que l'utilisation des *stablecoins* agit comme un canal à double sens entre les crypto-actifs et le patrimoine de l'investisseur. Les chocs pourraient également compromettre la confiance des investisseurs dans les *stablecoins*, contribuant encore davantage à une instabilité sur les marchés des crypto-actifs [11]. Les valorisations volatiles des crypto-actifs peuvent peser sur la confiance des investisseurs par le biais des *stablecoins*.

Les données de l'enquête CES suggèrent que si les avoirs actuels font peser des risques limités sur la stabilité financière de la zone euro, cela pourrait évoluer si l'utilisation des *stablecoins* venait à s'accroître significativement. Avec le développement du marché, les consommateurs de la zone euro pourraient détenir de plus en plus de *stablecoins* privés, non bancaires et non libellés en euros – en particulier si des cohortes plus jeunes et plus orientées vers les crypto-actifs entrent sur ces marchés. Tandis que des risques de contagion issus d'arbitrages réglementaires transfrontières pourraient persister, l'UE a mis en place un cadre réglementaire robuste au moyen du règlement MiCAR, qui réduit un grand nombre des risques évoqués. Le suivi des expositions des consommateurs et des canaux de contagion reste essentiel pour soutenir la confiance des consommateurs et limiter les risques qui pèsent sur le patrimoine des consommateurs.

Bibliographie

Aerts (S.), Born (A.), Gati (Z.), Kochanska (U.), Lambert (C.), Reinhold (E.) et van der Kraaij (A.) (2025a), « *Just another crypto boom? Mind the blind spots* », *Financial Stability Review*, BCE, mai.

Aerts (S.), Lambert (C.) et Reinhold (E.) (2025b), « *Stablecoins on the rise: still small in the euro area, but spillover risks loom* », *Financial Stability Review*, BCE, novembre.

Altavilla (C.), Boucinha (M.), Burlon (L.), Adalid (R.), Fortes (R.) et Maruhn (F.) (2026), « *Stablecoins and monetary policy transmission* », *Working Paper Series*, n° 3199, BCE, mars.

Bańkowska (K.), Borlescu (A.M.), Charalambakis (E.), Dias Da Silva (A.), Di Laurea (D.), Dossche (M.), Georgarakos (D.), Honkkila (J.), Kennedy (N.), Kenny (G.), Kolndrekaj (A.), Meyer (J.), Rusinova (D.), Teppa (F.) et Törmälehto (V.M.) (2021),

[10] Cf. Du *et al*. (2025).

[11] Cf. Vidal-Tomás (2025).

« *ECB Consumer Expectations Survey: an overview and first evaluation* », *Occasional Paper Series*, n° 287, BCE, décembre.

Bertsch (C.) (2023), « *Stablecoins: adoption and fragility* », *Sveriges Riksbank Working Paper Series*, n° 423, 16 mai.

Di Iorio (A.), Di Stefano (E.), Mascioli (M.) et Trebeschi (G.) (2026), « *Are stablecoins efficient for remittances? Evidence from a mystery shopping exercise by Banca d'Italia* », *Markets, infrastructures, payment systems*, n° 86, Banca d'Italia, juillet.

Du (C.), Sonawane (R.) et Watsky (C.) (2025), « *In the shadow of bank runs: lessons from the Silicon Valley Bank failure and its impact on stablecoins* », *FEDS Notes*, Conseil des gouverneurs du Système fédéral de réserve, Washington, 17 décembre.

Comité européen du risque systémique (2025), « *Crypto-assets and decentralised finance: report on stablecoins, crypto-investment products and multifunction groups* », octobre.

Ferrari Minesso (M.) et Habib (M.M.) (2022), « *Euro-based stablecoins* », *The international role of the euro*, BCE, juin.

Georgarakos (D.) et Kenny (G.) (2022), « *Household spending and fiscal support during the COVID-19 pandemic: insights from a new consumer survey* », *Journal of Monetary Economics*, vol. 129(S), p. 1-14, juillet.

Vidal-Tomás (D.) (2025), « *Centralized exchanges & proof-of-solvency: the guardians of trust* », *Journal of International Financial Markets, Institutions & Money*, vol. 103, article 102183, septembre.

Vlaicu (R.C.) (2026), « *What's the impact of stablecoins on remittances and regulatory risks?* », *Inter-American Development Bank (IDB) Blog*, Banque interaméricaine de développement, 26 mars.

Articles

1 La politique industrielle dans l’UE : nouvelles possibilités, anciens risques ?

Sam Langfield, Daphne Momferatou et Ralph Setzer

1 Définition et pertinence pour les banques centrales

La politique industrielle peut être définie comme l’intervention des pouvoirs publics qui cible la transformation structurelle de l’activité économique dans la poursuite d’un objectif public. La politique industrielle oriente délibérément les facteurs de production vers des secteurs spécifiques. Sur le plan conceptuel, cela établit une distinction entre, d’une part, la politique industrielle et, d’autre part, les mesures de stabilisation macroéconomique et les politiques structurelles qui visent à améliorer l’environnement général des entreprises (Juhász *et al.*, 2024). Si les politiques structurelles peuvent aussi avoir des effets inégaux, par exemple, un crédit d’impôt pour la recherche et le développement (R&D) favoriserait les secteurs à forte intensité en R&D, la distinction conceptuelle est utile pour identifier les politiques explicitement conçues pour la réallocation sectorielle.

Si les défaillances du marché peuvent justifier une politique industrielle, sa sélectivité crée des risques en matière d’efficacité et de gouvernance. La politique industrielle peut contribuer à remédier aux défauts de coordination, aux externalités de connaissance et aux vulnérabilités (Fonds monétaire international, 2025). Toutefois, dans la mesure où les interventions promeuvent de manière sélective certains secteurs ou certaines activités, l’existence de coûts d’opportunité est implicite. Réorienter les ressources au détriment d’utilisations potentiellement plus productives risque d’entraîner une allocation inefficace des ressources en raison des connaissances limitées des décideurs et de la possibilité d’un comportement de recherche de rentes, en particulier dans des environnements de faible qualité institutionnelle. Historiquement, cela a souvent conduit les gouvernements à soutenir des acteurs politiquement influents déjà en place plutôt qu’à remédier aux véritables défaillances du marché (Grossman et Helpman, 1994). La question qui reste en suspens est de savoir si la politique industrielle moderne peut surmonter les frictions informationnelles, résister à l’influence indue d’intérêts particuliers et éviter les inefficacités institutionnelles dans le contexte actuel de l’Union européenne (UE).

Les gouvernements mettent en œuvre des politiques industrielles, dont les effets macroéconomiques peuvent affecter la transmission de la politique monétaire. Les interventions sectorielles modifient les prix relatifs, par exemple avec des subventions relatives aux coûts des facteurs de production. D’autres effets d’équilibre général résultent des retombées transfrontières, des mesures prises en réaction par d’autres gouvernements et des conséquences budgétaires. Des

interventions efficaces peuvent élever la croissance potentielle ou atténuer l'impact inflationniste des chocs sur les prix. Des mesures mal conçues sont toutefois susceptibles de subventionner des secteurs soumis à des contraintes de capacité et de fausser les décisions économiques. Des politiques industrielles différenciées à l'échelle nationale peuvent également affecter la compétitivité et la fragmentation financière des différents pays, avec des conséquences sur la transmission de la politique monétaire. Pour ces raisons, il est important que les banques centrales évaluent la conception et les effets macroéconomiques de la politique industrielle.

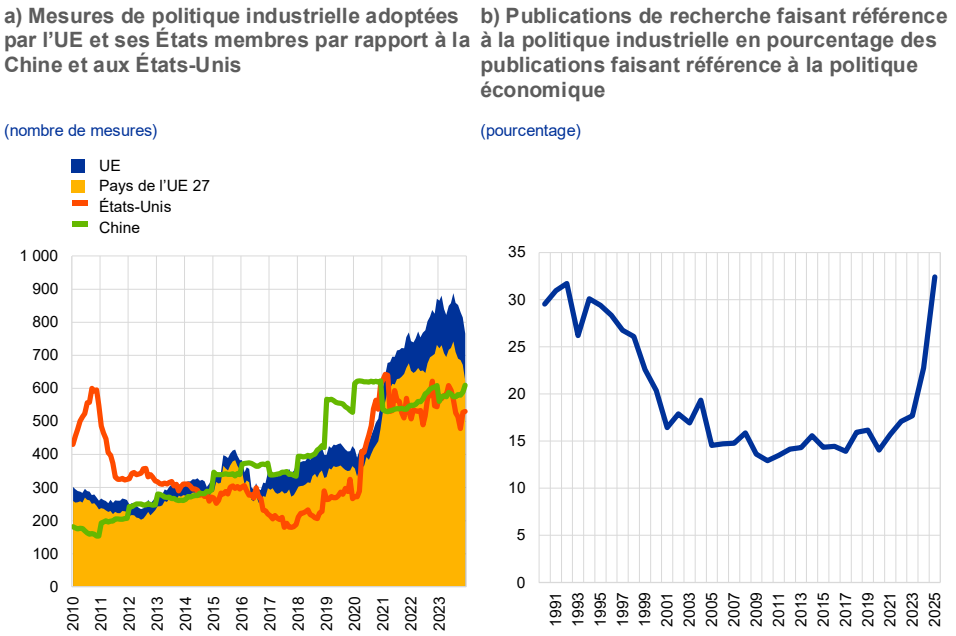
La politique industrielle a refait surface dans le monde entier en réponse à la fragmentation géoéconomique, à l'évolution technologique rapide et à la transition climatique. Le reste de cet article décrit la résurgence de la politique industrielle, passe en revue les preuves de son efficacité et examine les possibilités et les risques spécifiques qu'elle présente dans le contexte de l'UE. Il identifie ensuite les principes clefs de la conception de la politique industrielle en Europe.

2 Résurgence de la politique industrielle

Le recours à la politique industrielle s'est accru dans les principales économies. Les pouvoirs publics déploient des subventions ciblées, un soutien en fonds propres et au crédit, des mesures commerciales et des exigences de localisation en vue de promouvoir certains secteurs. On a observé une hausse du nombre de ces mesures dans l'UE et ses États membres, et des évolutions comparables aux États-Unis et en Chine (graphique 1, partie a). Les chercheurs ont également montré un regain d'intérêt pour la politique industrielle, la part des publications faisant référence à celle-ci ayant plus que doublé depuis 2020 (graphique 1, partie b).

Graphique 1

Résurgence de la politique industrielle en pratique et dans la recherche



Sources : New Industrial Policy Observatory, Evenett *et al.* (2024, 2025) et Google Scholar.
Notes : La partie a) présente le décompte glissant sur 12 mois des mesures de politique industrielle. Les dernières observations se rapportent à décembre 2023. La partie b) présente les séries chronologiques annuelles de toutes les publications de recherche faisant référence à la « politique industrielle », en pourcentage de celles faisant référence à la « politique économique ».

Trois tendances structurelles, à savoir la fragmentation géoéconomique, le progrès technologique et le changement climatique, sous-tendent ce regain d'attention pour la politique industrielle.

Premièrement, la fragmentation géoéconomique révèle les vulnérabilités des chaînes d'approvisionnement et suscite des inquiétudes quant à la capacité de résistance. La pandémie et les récents conflits ont mis en évidence les risques macroéconomiques associés aux dépendances extérieures. L'orientation plus interventionniste de la politique commerciale des États-Unis et la modernisation technologique en Chine, en partie soutenue par la politique industrielle nationale, continuent de remodeler les réseaux de production mondiaux. Si la baisse des prix à l'importation améliore les termes de l'échange, le recours aux capacités de production étrangères accroît l'exposition aux perturbations de l'offre et à la coercition géoéconomique, ce qui incite les pouvoirs publics à jouer le rôle d'assurance contre les chocs de prix et de quantité.

Deuxièmement, l'évolution technologique rapide génère de discrets déplacements vers l'extérieur de la production potentielle. Les percées dans les technologies généralistes, notamment l'intelligence artificielle et la robotique, augmentent le coût d'opportunité du fait d'opérer en deçà de la frontière mondiale de la productivité. Le dynamisme technologique peut inciter à intervenir dans des secteurs spécifiques afin de stimuler l'innovation nationale (en remédiant aux externalités de connaissance et aux contraintes de financement) ou d'accélérer l'adoption des nouvelles technologies (en ciblant les défauts de coordination et les externalités de réseau). La mise en œuvre efficace d'une politique industrielle axée

sur l'innovation implique de surmonter les contraintes informationnelles afin de pouvoir cibler précisément les défaillances du marché.

Troisièmement, la transition climatique nécessite des investissements à grande échelle en capital physique. La tarification du carbone est la principale politique utilisée pour encourager la formation de capital nécessaire, en corrigeant les externalités environnementales sous-jacentes. Toutefois, les signaux de prix peuvent être affaiblis par des barrières à l'investissement, notamment des défauts de coordination dans le déploiement des infrastructures, des effets de réseau dans les technologies vertes et des frictions financières. Cela pourrait justifier que la politique industrielle motivée par le climat complète la tarification du carbone par des interventions sectorielles.

Les raisons avancées pour justifier une intervention s'alignent globalement sur ces tendances structurelles, mais les priorités diffèrent selon les économies. Les mesures de l'UE sont plus souvent liées au climat, celles des États-Unis accordent davantage de poids à la capacité de résistance et celles de la Chine s'articulent plus souvent autour de la compétitivité [1].

3 Instruments disponibles et efficacité empirique

Évaluer l'éventail et les cibles des instruments disponibles

La politique industrielle moderne s'appuie sur une boîte à outils bien établie. S'appuyant sur Evenett *et al*. (2024, 2025), cet article s'intéresse aux instruments propres à chaque secteur, qui peuvent être classés selon qu'ils apportent un soutien financier ou qu'ils restreignent l'accès au marché [2]. Cette classification est nécessaire, car les résultats peuvent diverger des intentions affichées.

Subventions : les subventions non remboursables, allègements fiscaux et d'assurance sociale, subventions à la production, transferts en nature et mesures de stabilisation des prix modifient la structure des coûts des entreprises. Des effets similaires peuvent également survenir indirectement, par exemple lorsque des marchés publics ou des contrats de défense soutiennent des technologies ou des entreprises civiles associées. Ces outils apportent un soutien immédiat, mais comportent des coûts budgétaires. Si elles sont octroyées sans critères stricts de conditionnalité et de sortie, les subventions sont vulnérables aux pressions exercées par des intérêts particuliers, ce qui entraîne une mauvaise allocation des ressources, les entreprises bénéficiaires étant soustraites à la discipline de marché.

---

1 Selon les données de l'observatoire des nouvelles politiques industrielles (*New Industrial Policy Observatory*), 40 % des mesures étaient motivées par le climat, 39 % par la compétitivité et 21 % par la capacité de résistance. Le climat représente 49 % des interventions de l'UE et des États membres, contre 12 % pour la capacité de résistance ; la capacité de résistance représente 39 % des interventions américaines, tandis que la compétitivité représente 73 % des interventions chinoises.

2 Cette classification plus étroite exclut des outils macrofinanciers plus larges parfois associés à la politique industrielle, tels que la répression financière, l'accumulation de réserves de change et les contrôles de capitaux (Gourinchas *et al*., 2026).

Capital et crédit : les prêts, garanties, bonifications sur paiements d'intérêts et injections de capitaux octroyés par l'État entraînent un transfert des risques des bilans privés vers le secteur public. Ces interventions peuvent soutenir des secteurs ciblés en réduisant le coût du capital pour les entreprises bénéficiaires, en particulier les entreprises spécialisées dans le développement de nouvelles technologies (cf. encadré 1). Toutefois, leur efficacité dépend du soin apporté à leur conception : des mesures mal définies peuvent avoir des répercussions budgétaires défavorables, évincer l'investissement privé et maintenir à flot des entreprises peu productives.

Politique commerciale : les administrations publiques instaurent des droits de douane à l'importation, des mesures anti-dumping et des contrôles des exportations afin d'influencer les prix et les quantités de produits étrangers par rapport aux produits intérieurs dans des secteurs spécifiques. De telles mesures peuvent protéger les capacités de production intérieures de la concurrence étrangère et sécuriser l'approvisionnement. Elles sont néanmoins susceptibles d'accroître les coûts en aval et d'interférer avec les avantages comparatifs, perturbant les chaînes d'approvisionnement mondiales et augmentant le risque de mesures de rétorsion. D'un point de vue budgétaire, l'impact net de mesures commerciales est incertain ; si les droits de douane peuvent générer des recettes, les résultats dépendent de l'élasticité des importations.

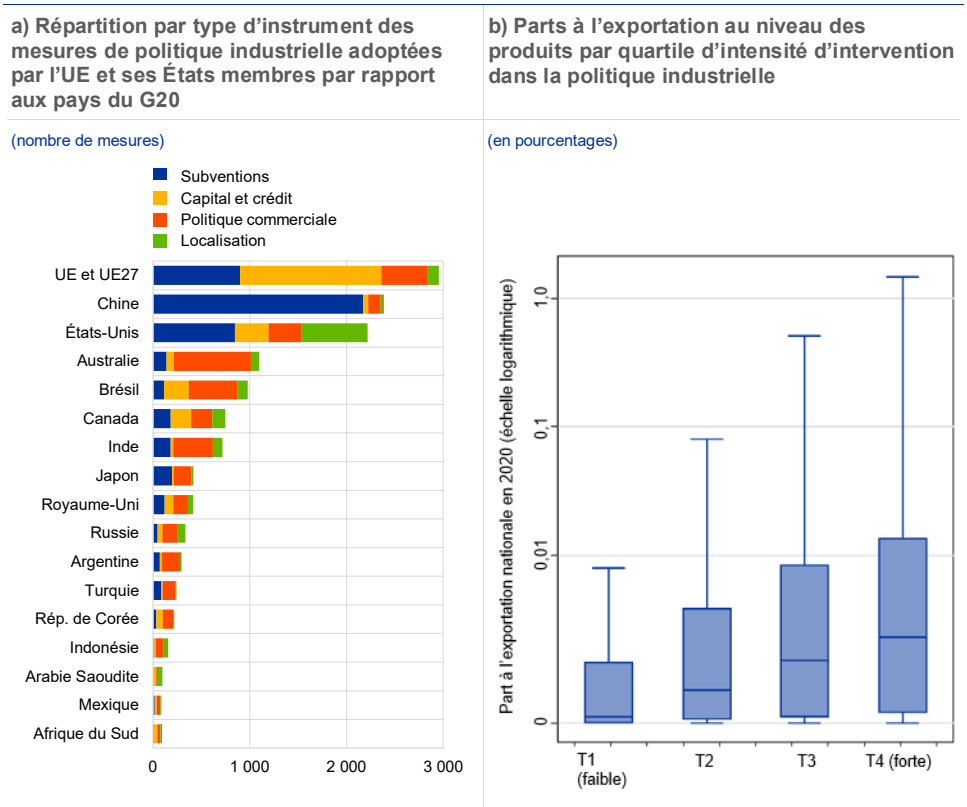
Localisation : les exigences de contenu local, les préférences accordées en cas de marchés publics, les restrictions concernant les investissements directs étrangers et les réglementations sectorielles limitent l'accès au marché. Si ces interventions peuvent permettre de coordonner les normes technologiques et de créer des capacités intérieures sans incidence budgétaire notable, elles constituent néanmoins une forme de protectionnisme implicite. Les coûts de conformité faussent les décisions prises au niveau des entreprises, et les obstacles aux investissements transfrontières et à la concurrence risquent de fragmenter les marchés, l'ampleur de ces effets dépendant de la couverture des mesures.

Le dosage de politique industrielle varie d'une grande économie à l'autre. En nombre d'interventions effectuées entre 2020 et 2024, ce sont l'UE et ses États membres qui arrivent en tête des pays du G20 ; les mesures de soutien du capital et du crédit ont constitué l'instrument le plus fréquemment utilisé, reflétant en partie le déploiement de mesures liées à la pandémie et à la crise énergétique (graphique 2, partie a). Les décomptes des interventions ne permettent cependant pas d'en appréhender l'ampleur budgétaire et ils sont affectés par des différences en termes de transparence : ainsi, le cadre des aides d'État de l'UE rend ses mesures particulièrement visibles. La Chine comptabilise moins d'interventions, mais s'appuie sur des mesures de soutien budgétaires et quasi-budgétaires de plus grande ampleur, notamment des subventions, des aides aux entreprises publiques et des financements dirigés par l'État (Garcia-Macia *et al*., 2025 et Attinasi *et al*., 2026). Les États-Unis affichent un dosage des politiques plus uniforme, avec un recours notable aux exigences de localisation. Les autres pays du G20 déploient leur politique industrielle à une plus petite échelle, et ont tendance à recourir davantage à des mesures de politique commerciale.

Les effets macroéconomiques dépendent également des secteurs spécifiques ciblés par les interventions. Les secteurs responsables de goulets d'étranglement au niveau des chaînes d'approvisionnement et les secteurs émergents à forte intensité de R&D sont des cibles naturelles d'intervention. Jakubik et Langfield (2026) font état de mesures ciblant les goulets d'étranglement, mais peu d'éléments indiquent le ciblage de la R&D. En revanche, les interventions de politique industrielle sont plus communes pour des produits qui constituent déjà une large part des exportations (graphique 2, partie b). Si ces interventions peuvent avoir pour but de défendre les secteurs exportateurs face à la concurrence étrangère subventionnée par l'État, leur conséquence involontaire pourrait être de soustraire les acteurs historiques à la discipline de marché.

Graphique 2

Mesures de politique industrielle par type d'instrument et part à l'exportation des produits ciblés



Sources : New Industrial Policy Observatory, Evenett *et al.* (2024, 2025) et Jakubik et Langfield (2026).
Notes : La partie a) illustre le nombre cumulé de mesures de politique industrielle introduites au cours de la période 2020-2024 dans les économies du G20, par type d'instrument. Contrairement aux données sur les aides d'État dans l'encadré 2, elle inclut des mesures liées aux crises, le but étant de comparer la composition des mesures nouvellement adoptées. La partie b) est un diagramme en boîte représentant les parts à l'exportation nationales au niveau des produits en 2020 (échelle logarithmique) pour l'UE et ses États membres, catégorisées par quartiles d'intensité de l'intervention au cours de la période 2020-2024.

Encadré 1

Financement de l'innovation par les institutions publiques

Sam Langfield et Nikolaos Papadatos

Le capital garanti par l'État représente approximativement un tiers des engagements sur les marchés européens du capital-risque. Si de tels financements peuvent remédier aux lacunes des

marchés spécifiques à la frontière technologique, notamment les frictions financières et les externalités de connaissance, l'obtention de résultats favorables dépend de la conception institutionnelle. Cet encadré documente les différences de conception institutionnelle et analyse leurs implications macroéconomiques.

En Europe, les institutions publiques financent l'innovation au travers de mandats divers. Certaines poursuivent des objectifs de développement généraux, combinant le soutien à l'innovation à la promotion des exportations et le financement des petites et moyennes entreprises (PME), tandis que d'autres agissent comme des agences de proximité, avec des mandats précis et qui ciblent des frictions technologiques spécifiques. Le graphique A (partie a) illustre deux dimensions de cette hétérogénéité dans l'appétence pour le risque : la part de transactions portant sur des entreprises en phase précoce, et l'ancienneté médiane des entreprises du portefeuille. Des institutions publiques créées récemment, telles que SPRIN-D (Allemagne) et Saminvest (Suède), font preuve d'une grande tolérance à l'échec, en investissant principalement dans de jeunes entreprises âgées d'environ deux ans. Au contraire, des institutions bien établies telles que Tesi (Finlande) ciblent des entreprises âgées en moyenne de six à huit ans, répondant ainsi à des besoins de mise à l'échelle plutôt que de développement en phase précoce. Au niveau de l'UE, le Fonds européen d'investissement (FEI) et le Conseil européen de l'innovation (CEI) adoptent une approche intermédiaire, consacrant environ la moitié de leurs investissements à des entreprises en phase précoce.

L'orientation vers les phases précoces et la taille sont négativement corrélées : les institutions de petite taille ont tendance à cibler les entreprises en phase précoce, tandis que les institutions de plus grande taille opèrent dans le segment des phases intermédiaires à avancées. Par conséquent, les institutions soutenant la recherche fondamentale restent de petite taille par rapport aux réserves de capital-risque public. La taille impacte également les modalités d'investissement. De plus grandes institutions telles que le FEI s'appuient sur des structures de fonds de fonds, confiant la sélection des projets à des gestionnaires d'actifs privés, ce qui facilite le déploiement de capitaux à grande échelle, tandis que les entités plus modestes interviennent en général directement au niveau des entreprises.

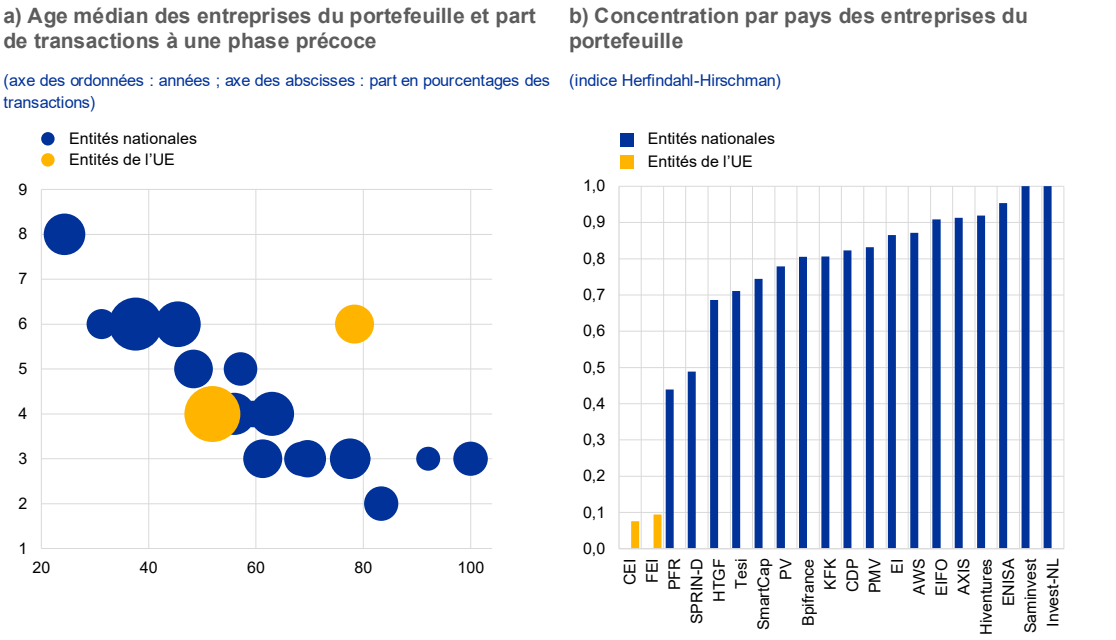
Ces approches d'investissement ont des implications distinctes. Le recours à des fonds de fonds atténue le risque de captation et favorise le développement des marchés de capital-risque, alors qu'une intervention directe permet un réglage fin de l'allocation des portefeuilles vers les priorités stratégiques (Moretti, 2025). De plus, le choix d'une institution de s'orienter vers une phase de développement donnée détermine si les fonds publics complètent ou évincent les capitaux privés, l'intervention à un stade avancé en particulier étant confrontée à trois contraintes. Premièrement, la marge budgétaire est insuffisante par rapport aux besoins de financement agrégés des *scale-ups*. Deuxièmement, une intervention à un stade avancé risque d'évincer l'investissement privé : si une participation publique modérée peut être complémentaire, un engagement plus fort déplace le capital privé (Brander *et al*., 2015). Troisièmement, le financement à un stade avancé pourrait être moins efficace dans la mesure où les interventions subventionnent l'innovation incrémentale dans des entreprises déjà établies plutôt que la recherche fondamentale des *start-ups* (Aragoneses et Saxena, 2025).

La dispersion géographique révèle une autre dimension de l'hétérogénéité. La plupart des institutions publiques nationales présentent des portefeuilles dont les valeurs, mesurées à l'aide de l'indice de Herfindahl-Hirschman, sont proches de un, ce qui reflète un investissement presque exclusif dans des entreprises nationales (graphique A, partie b). Le FEI et le CEI, en revanche,

répartissent leurs capitaux plus largement parmi les entreprises de l'UE. Deux agences nationales affichent également un indice relativement bas : SPRIN-D (Allemagne), qui lance des appels à projets ouverts à la concurrence attirant des candidats étrangers, et PFR Ventures (Pologne), qui privilégie un modèle de fonds de fonds facilitant la diversification. Si le choix de s'orienter vers des entreprises nationales s'explique par l'avantage informationnel local, il risque de provoquer une fragmentation du marché unique si les institutions s'engagent dans une course à la subvention. Le soutien à l'innovation apporté par le FEI et le CEI s'inscrit davantage dans une logique d'approfondissement du marché, mais l'existence d'agences nationales opérant au niveau transfrontière suggère que l'ancrage local et l'expérimentation au niveau national n'impliquent pas nécessairement un biais excessif en faveur des entreprises nationales.

Graphique A

Choix de la phase et concentration du capital-risque public



Sources : Pitchbook et calculs de la BCE.
Notes : La partie a) présente l'âge médian (en années) des entreprises du portefeuille ciblées par des institutions publiques d'innovation au cours de la période 2015-2025 (axe des ordonnées) par rapport à la part d'entreprises du portefeuille qui se trouvent en « phase précoce », définies comme les entreprises bénéficiant de subventions, d'un financement d'amorçage, d'un capital-risque de démarrage, d'un accélérateur ou d'un incubateur (axe des abscisses). La taille des marqueurs est proportionnelle au logarithme des actifs sous gestion de l'institution publique. La partie b) présente l'indice de concentration de Herfindahl-Hirschman pour le pays dans lequel les entreprises du portefeuille ont leur siège social. Dans les deux parties, la couleur jaune se rapporte aux deux agences au niveau de l'UE (CEI et FEI), tandis que la couleur bleue se rapporte aux institutions nationales.

Le capital-risque public peut contribuer à l'innovation technologique et à l'adoption de nouvelles technologies, en fonction de la conception institutionnelle. Le capital-risque stimule l'activité de brevetage lorsqu'il est dirigé vers des entreprises en phase précoce (Popov et Roosenboom, 2012). Pour permettre des sorties de marché réussies, le capital doit être géré par des institutions autonomes disposant d'une expertise en matière de sélection et de gestion de projets (Bottazzi *et al.*, 2008). Des campagnes d'investissement mixtes public-privé permettent aux institutions publiques d'absorber les risques liés à la phase précoce tout en maintenant la discipline du secteur privé (Çamoğlu, 2026). À des phases plus avancées, les acteurs publics sont confrontés à un arbitrage entre le soutien aux entreprises en expansion et l'évincement d'investisseurs privés. Pour résoudre cette tension, de vastes gisements de capital privé à très long terme doivent être mobilisés, issus en particulier de fonds de pension et de sociétés d'assurance (Kukies et

Noyer, 2026). Cela souligne la nécessité d'approfondir les marchés de capitaux afin de compléter les politiques industrielles orientées vers l'innovation.

Évaluations empiriques de l'efficacité

Pour évaluer l'efficacité de la politique industrielle, il est nécessaire d'adopter une approche à l'échelle de l'économie. Les évaluations du bien-être doivent déterminer si les effets de substitution des facteurs sont justifiés par des gains de productivité ou de résilience. Si toute évaluation nécessite un scénario contrefactuel, la résilience est plus difficile à observer et à quantifier, en particulier si un choc défavorable ne se produit pas. Par conséquent, la littérature empirique se concentre principalement sur des résultats observables tels que l'investissement, l'emploi et la productivité. Pourtant, les mêmes arbitrages à l'échelle de l'économie s'appliquent aux objectifs de résilience : bien que des interventions ciblées renforcent la résilience au niveau sectoriel, elles peuvent la réduire au niveau agrégé, en détournant par exemple des ressources d'autres activités essentielles ou en consolidant la position d'acteurs historiques protégés.

Les premières évaluations empiriques ont montré que les interventions sectorielles ont tendance à orienter les ressources vers des industries en déclin, contribuant au ralentissement de la croissance de la productivité. Des données de panel transfrontières ont suggéré que les mesures de soutien étaient souvent mal orientées (Pack, 2000), un résultat appuyé par des études sur l'Asie de l'Est et notamment le Japon (Beason et Weinstein, 1996) et la Corée du Sud (Lee, 1996), ainsi que par des données européennes précoces sur l'octroi d'aides d'État (Neven et Röller, 2000). Les contraintes informationnelles ainsi que les intérêts particuliers ont incité les décideurs à soutenir des acteurs historiques plutôt que des secteurs à fort potentiel faisant face à des défaillances de marché (Pack et Saggi, 2006). Cette littérature est à l'origine d'une présomption de longue date selon laquelle les politiques industrielles seraient peu susceptibles d'améliorer la productivité globale des facteurs.

La littérature plus récente identifie des contextes spécifiques dans lesquels la politique industrielle peut résoudre des défaillances de marché propres à certains secteurs dans des économies émergentes. En s'appuyant sur des données au niveau des entreprises et des stratégies d'identification améliorées, ces études établissent une distinction entre les effets des politiques et les tendances sectorielles sous-jacentes. Des interventions réussies reposent moins sur une protection ouverte que sur un soutien conditionnel et une concurrence continue, permettant la sortie des entreprises improductives (Aghion *et al.*, 2015 et Lane, 2020). Toutefois, lorsque les institutions sont faibles, les mêmes outils peuvent soutenir des acteurs historiques inefficaces et entraîner une surcapacité (Barwick *et al.*, 2025 et Fang *et al.*, 2025). Confirmant ces préoccupations, de récentes données associent la politique industrielle en Chine à une productivité agrégée plus faible, en raison d'une mauvaise répartition des facteurs (Garcia-Macia *et al.*, 2025).

Dans les économies matures, la justification des politiques suivies ne se limite pas aux défauts de coordination ; il s'agit également de remédier au sous-investissement dans les connaissances et d'atteindre des objectifs de résilience et de sécurité. Il a été observé que la recherche et les centrales d'achat publiques aux États-Unis accélèrent le développement technologique en ciblant l'innovation à un stade précoce et en permettant des retombées en matière de connaissances (Gross et Sampat, 2023 et Gazzani *et al*., 2025). Les résultats relatifs aux subventions à la production sont plus mitigés : l'augmentation des capacités dans des secteurs ciblés détourne des ressources au détriment de concurrents non subventionnés, tout en créant des coûts budgétaires (Goldberg *et al*., 2024). La littérature suggère donc que les bénéfices des politiques industrielles dans les économies développées sont plus concrets pour la recherche fondamentale que pour la production en aval.

Les évaluations des interventions en Europe montrent la difficulté de convertir un soutien ciblé en croissance agrégée de la productivité. Brandão-Marques et Toprak (2024) montrent que les aides d'État dans l'UE ont des effets positifs sur l'emploi et les revenus des entreprises bénéficiaires, mais n'agissent pas sur l'investissement ou la productivité. Ils constatent également des retombées négatives sur les entreprises concurrentes non concernées, ce qui peut contrebalancer les bénéfices directs du soutien au sein du marché unique. Les résultats d'interventions régionales au Royaume-Uni confirment cette tendance, ce qui montre que les mesures de soutien augmentent l'emploi des entreprises bénéficiaires sans améliorer la productivité globale des facteurs (Criscuolo *et al*., 2019).

Les contraintes qui pèsent sur la politique industrielle sont plus fortes dans les économies ouvertes. Dans les marchés intégrés, des subventions nationales non coordonnées peuvent influer sur les prix relatifs et fausser les avantages comparatifs (Hodge *et al*., 2024). De la même manière, les droits de douane à l'importation visant à protéger les capacités intérieures accroissent les coûts des intrants pour le secteur manufacturier en aval, pesant sur l'emploi sectoriel (Flaaen et Pierce, 2026). Pour faire face à ces défis, la politique industrielle doit maintenir des conditions de concurrence équitables, afin de limiter l'influence des intérêts particuliers.

4 Une nouvelle stratégie de politique industrielle pour l'Europe

Caractéristiques spécifiques au contexte de l'UE

Au sein de l'UE, les gouvernements mènent une politique industrielle dans le cadre d'un marché unique partiellement intégré. Une politique industrielle décentralisée comporte un risque de concurrence déloyale en répartissant les ressources selon les capacités d'intervention respectives des pays et leurs préférences quant aux domaines d'intervention, ce qui peut entraîner une course aux subventions. Limiter cet effet de distorsion est un principe sous-jacent essentiel

des règles en matière d'aides d'État : si ces règles restreignent l'octroi d'avantages économiques sélectifs à des entreprises ou à des secteurs, les États membres continuent d'apporter un soutien budgétaire substantiel par le biais de la politique industrielle, dont l'ampleur globale est difficile à évaluer (cf. encadré 2). Un recours plus intensif à des politiques industrielles coûteuses sur le plan budgétaire pourrait nécessiter une coordination renforcée au niveau de l'UE et, le cas échéant, un processus décisionnel commun ou une centralisation des instruments politiques. Cela pourrait contribuer à atténuer les risques de captation locale, à préserver la concurrence au sein du marché unique et à réduire les possibilités de mauvaise gestion au niveau local.

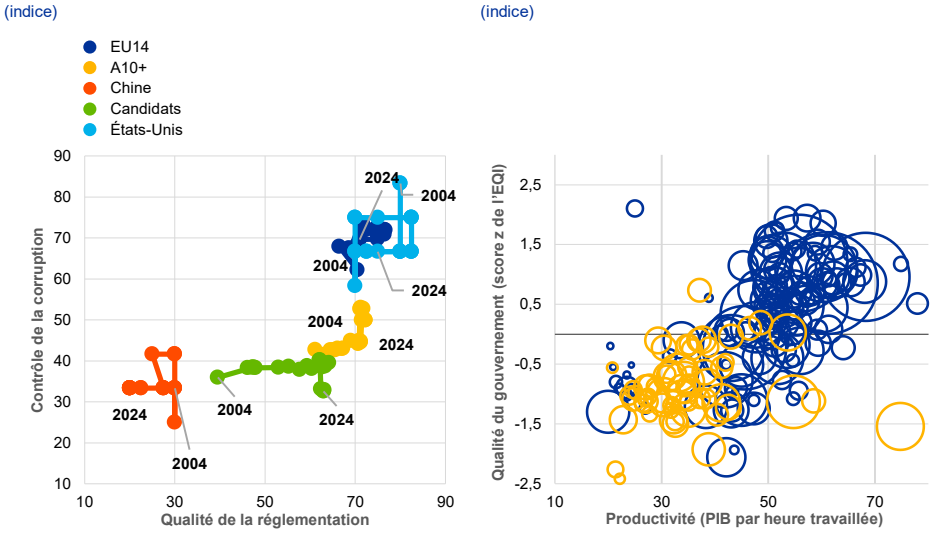
Le risque de fragmentation est aggravé par une qualité institutionnelle inégale entre les États membres. Une intervention discrétionnaire nécessite une « autonomie intégrée » : l'État doit être informé des sources de friction tout en résistant à la recherche de rentes et en retirant son soutien selon des critères de sortie prédéfinis (Rodrik, 2004). Pourtant, les institutions varient d'un pays à l'autre en Europe. Au niveau national, la qualité de la réglementation et la lutte contre la corruption varient considérablement d'un groupe de pays à l'autre (graphique 3, partie a). Au niveau régional, une qualité du gouvernement plus faible est associée à une moindre productivité du travail (graphique 3, partie b). Les régions qui ont besoin d'investissements visant à renforcer la productivité peuvent manquer des capacités administratives nécessaires pour élaborer et suivre ces interventions, aggravant la mauvaise allocation des ressources et la captation politique.

Graphique 3

Qualité institutionnelle selon les pays et les régions

a) Séries chronologiques du contrôle de la corruption et de la qualité de la réglementation par groupes de pays de l'UE, comparées aux États-Unis et à la Chine

b) Relation entre la qualité du gouvernement et la productivité du travail dans les régions de l'UE



Sources : Indicateurs de gouvernance de la Banque mondiale, Indice européen de la qualité du gouvernement (Université de Göteborg) et Eurostat.
Notes : La partie a) présente les séries chronologiques pondérées du PIB du contrôle de la corruption et de la qualité de la réglementation au niveau national sur la période 2004-2024, par groupe de pays. Des valeurs plus élevées indiquent des niveaux de corruption plus faibles et une meilleure qualité de la réglementation. « UE14 » désigne les 14 États membres de l'UE avant l'élargissement de 2004 (hors Royaume-Uni) ; « A10+ » désigne les dix pays qui ont adhéré à l'UE en 2004, plus la Bulgarie, la Roumanie et la Croatie ; « Candidats » désigne les neuf pays candidats en 2026. La partie b) présente la qualité du gouvernement au niveau régional (NUTS-2) par rapport à la productivité du travail (PIB par heure travaillée) en 2024. La taille du marqueur est proportionnelle au PIB régional mesuré en standards de pouvoir d'achat (SPA), c'est-à-dire corrigé des différences de niveaux de prix.

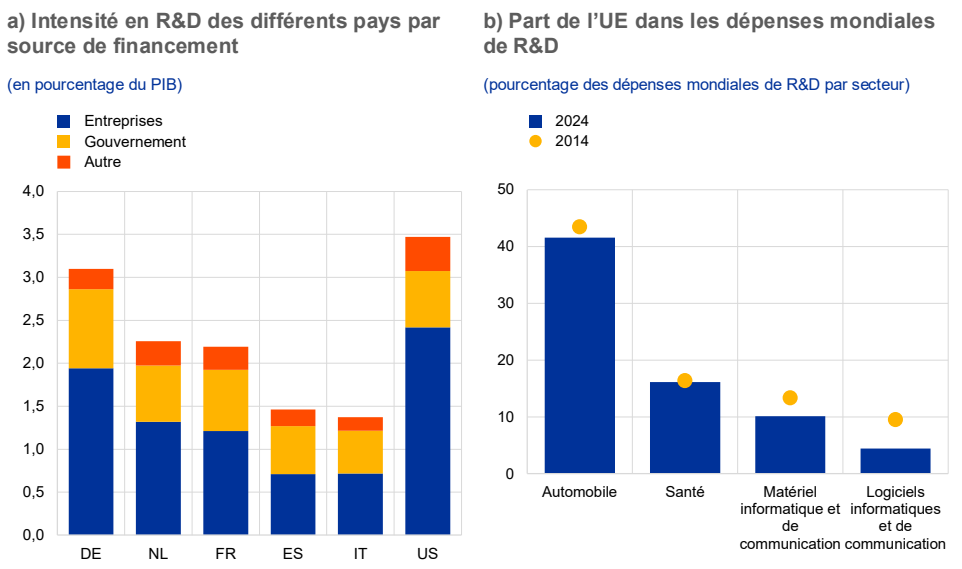
L'impact de la politique industrielle dépend également de la structure financière et des obstacles réglementaires aux activités transfrontières. Au sein de l'UE, le soutien est principalement apporté sous forme de crédits et de garanties accordés par l'intermédiaire des secteurs bancaires nationaux, ce qui favorise les entreprises nationales à forte intensité en capital qui ont des relations bancaires bien établies. Ce soutien peut donc renforcer l'avantage dont bénéficient les acteurs déjà établis. La fragmentation des marchés d'actions limite l'offre de financement à risque, en particulier pour les entreprises qui dépendent des actifs incorporels. Cette structure financière basée sur les banques pèse sur la croissance économique (Langfield et Pagano, 2016), tandis que la disparité des cadres réglementaires et d'insolvabilité nationaux freine l'expansion transfrontière au niveau des entreprises (Baumann *et al*., 2026). Les interventions sectorielles ne peuvent donc se substituer à une intégration plus poussée des marchés. Faire progresser l'union pour l'épargne et l'investissement, y compris au moyen de cadres communs en matière de droit des sociétés et de réforme des retraites, contribuerait à mobiliser le capital-risque et à améliorer l'efficacité de la politique industrielle dans les secteurs à forte intensité en innovation (Arampatzi *et al*., 2025).

L'architecture institutionnelle et financière de l'Europe définit sa position par rapport à la frontière technologique mondiale. Les dépenses de R&D par rapport au PIB sont plus faibles dans l'UE qu'aux États-Unis, ce qui reflète un niveau

d'investissement plus bas du secteur des entreprises (graphique 4, partie a). La composition sectorielle de la R&D dans l'UE est concentrée dans les secteurs industriels bien établis (Fuest *et al.*, 2024), les secteurs de haute technologie bénéficiant d'allocations plus faibles (graphique 4, partie b). Cette composition a une incidence sur la productivité, car les secteurs de haute technologie génèrent des retombées plus importantes et expliquent une part significative de l'écart de productivité entre l'UE et les États-Unis (Bothner *et al.*, 2026 et Coatanlem et Coste, 2025).

Graphique 4

Structure des dépenses de R&D par secteur et par pays



Sources : Tableau de bord de l'innovation de la Commission européenne, Eurostat et OCDE.
Notes : La partie a) montre les dépenses de R&D en pourcentage du PIB dans certains États membres de l'UE et aux États-Unis, ventilées par source de financement (la catégorie « Autres » inclut les dépenses de R&D financées par des investissements étrangers). La partie b) montre les quatre secteurs affichant les niveaux les plus élevés de dépenses mondiales de R&D (représentant ensemble 80 % des dépenses totales de R&D au niveau mondial en 2024). Il compare les 800 plus gros investisseurs en R&D de l'UE avec les 2 000 plus grandes entreprises mondiales, qui représentent plus de 90 % de la R&D mondiale financée par le secteur des entreprises.

Parallèlement à ces frictions institutionnelles et financières, le caractère relativement ouvert de l'économie de l'UE détermine quelles politiques industrielles sont les plus appropriées. L'économie de l'UE affiche une plus grande ouverture au commerce extérieur que les États-Unis ou la Chine. Le déploiement de mesures de restriction des échanges, telles que les droits de douane ou les exigences en matière de contenu local, peut susciter des représailles et une fragmentation géoéconomique (Baba *et al.*, 2023 et Rotunno *et al.*, 2026). Ces contraintes sont particulièrement importantes pour la politique industrielle liée au climat, pour laquelle l'UE doit trouver un équilibre entre ses ambitions climatiques, l'ouverture commerciale et la préservation du marché unique (Wunsch et Langenus, 2026). La fragmentation peut peser sur la croissance économique et réduire la résilience en affaiblissant les réseaux diversifiés du commerce qui aident les économies à absorber les chocs externes. Pour le secteur manufacturier de l'UE, orienté vers l'exportation, ces coûts pourraient l'emporter sur les avantages à court terme liés à la protection des industries nationales. Il reste donc important de préserver la neutralité concurrentielle et les cadres commerciaux multilatéraux.

Les caractéristiques institutionnelles, financières et macroéconomiques distinctes de l'Europe limitent les possibilités de reproduction directe des politiques industrielles étrangères. Le rapport Draghi préconise de recentrer l'action de l'UE sur les priorités politiques, soutenue par une coordination renforcée, des règles simplifiées et un financement mieux ciblé (Draghi, 2024). L'UE a introduit plusieurs initiatives législatives, notamment le Net-Zero Industry Act, le Critical Raw Materials Act, le European Chips Act et le Tech Sovereignty Package. En outre, la proposition de loi sur l'accélérateur industriel vise à introduire des règles ciblées en matière de marchés publics et d'investissements directs étrangers. La proposition de la Commission relative au prochain Cadre financier pluriannuel réorienterait les dépenses vers les priorités à l'échelle de l'UE, parallèlement à une transition d'un budget fondé sur des programmes vers un cadre fondé sur les politiques, destiné à mieux cibler les fonds de l'UE, et à un passage de paiements basés sur les coûts à des décaissements basés sur la performance. Les résultats macroéconomiques de ces initiatives dépendront de leur conception concrète et de leur alignement sur des principes de conception fondés sur des données, y compris une coordination efficace entre les niveaux européen et national.

Encadré 2
Mesurer les implications budgétaires de la politique industrielle

Steffen Osterloh

La politique industrielle peut affecter les finances publiques par le biais de canaux directs et indirects. Ces effets sont difficiles à quantifier et à distinguer de ceux des politiques structurelles, ce qui complique les comparaisons entre pays en matière de politique industrielle.

S'agissant des dépenses, la quantification des instruments entraînant des coûts budgétaires directs, tels que les subventions, est généralement facile. Toutefois, l'évaluation peut être compliquée par des mesures hors budget, par exemple les dépenses des entreprises publiques. De même, si les bonifications d'intérêts ont un impact direct sur les finances publiques, leur quantification est moins claire en raison d'éventuelles différences de calendrier et de traitement comptable. Les garanties créent des engagements conditionnels qui génèrent des coûts budgétaires directs si elles sont appelées, mais ces coûts sont inconnus *ex ante*. Les injections de capitaux posent d'autres difficultés de mesure : selon leur conception et leur classification statistique, elles peuvent ne pas avoir d'impact immédiat sur les dépenses, tandis que les pertes ou les rendements inférieurs à ceux du marché peuvent engendrer des coûts budgétaires au fil du temps. D'autres instruments de politique industrielle entraînent des coûts budgétaires plus indirects et généralement moins importants. Par exemple, les préférences en matière de localisation dans les marchés publics peuvent accroître les dépenses publiques.

En termes de recettes, les instruments de politique industrielle incluent des taux d'imposition préférentiels, des exonérations, des déductions ou des crédits d'impôt, entraînant des recettes moins élevées que celles qu'un système fiscal uniforme pourrait générer. Dans le même temps, la politique industrielle peut produire des recettes supplémentaires en élargissant l'assiette fiscale si elle parvient à stimuler la production intérieure. Les impacts budgétaires nets dépendent des coûts des mesures individuelles et des effets de ces mesures sur l'activité économique et l'assiette fiscale.

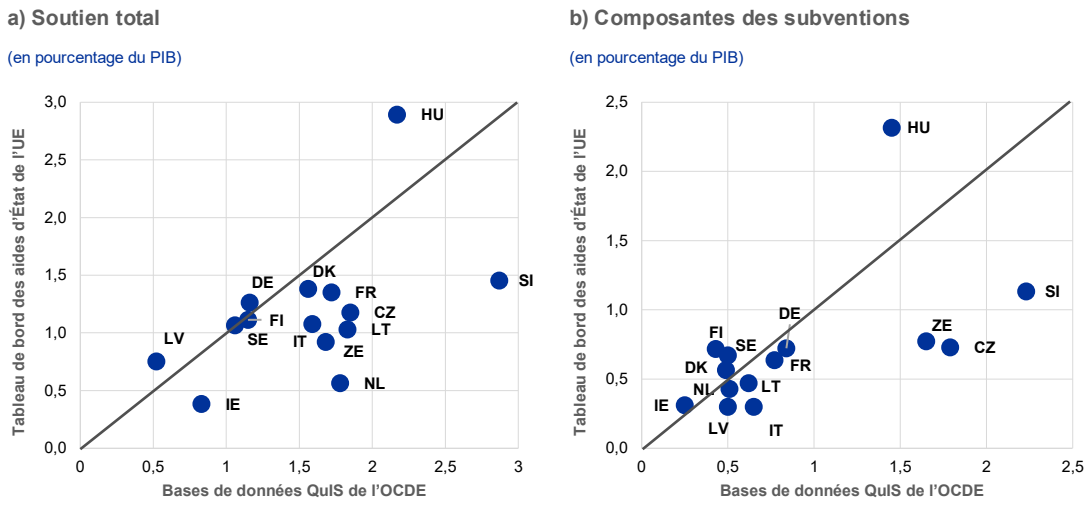
Les coûts budgétaires directs de la politique industrielle peuvent être quantifiés à l'aide du tableau de bord des aides d'État de l'UE et de la base de données *Quantifying Industrial Strategies* (QuIS) de l'OCDE. Ces deux ensembles de données fournissent des quantifications exhaustives des coûts des mesures de soutien public, mais diffèrent sur le plan conceptuel dans leur définition du soutien public. Le tableau de bord des aides d'État de l'UE couvre les aides d'État au sens des règles de l'UE en la matière, compilées à partir des rapports des États membres. Le QuIS de l'OCDE, en revanche, s'appuie sur des informations accessibles au public pour identifier les aides de politique industrielle accordées aux entreprises dans le but de stimuler l'investissement, d'améliorer la compétitivité ou de soutenir le développement économique. Les mesures sont classées en fonction du type d'instrument et des critères d'éligibilité.

La comparaison entre le tableau de bord des aides d'État (hors aides liées aux crises) et le QuIS de l'OCDE montre que ce dernier fait généralement état de valeurs plus élevées, avec des dépenses comprises entre 0,5 % et 2,9 % du PIB dans les pays de l'UE en 2023 (graphique A, partie a) [3]. Les pays non membres de l'UE présentent également des variations considérables, allant de 0,8 % du PIB au Canada à 3,2 % du PIB au Royaume-Uni. Les valeurs plus élevées indiquées dans le QuIS de l'OCDE s'expliquent en grande partie par le fait que la base de données traite les dépenses fiscales comme des incitations à l'investissement (Criscuolo *et al*., 2022) – celles-ci ne sont généralement pas considérées comme des aides d'État dans le contexte de l'UE, à moins qu'elles ne visent des entreprises ou des secteurs spécifiques. Une autre différence concerne les instruments financiers tels que les garanties : le tableau de bord rend compte de l'élément d'aide des garanties, c'est-à-dire de l'avantage économique transféré au bénéficiaire, tandis que le QuIS enregistre les montants notionnels, qui ne sont donc pas inclus dans le graphique. Malgré ces différences, une comparaison des subventions montre une forte corrélation entre les deux ensembles de données, les subventions étant estimées entre 0,3 % et 0,8 % du PIB dans la plupart des pays de l'UE (graphique A, partie b).

[3] Les dépenses liées aux aides d'État ont temporairement augmenté à partir de 2020, en vertu du cadre temporaire adopté en réponse à la pandémie de COVID-19, puis du cadre temporaire de crise (*Temporary Crisis Framework*) mis en place à la suite de l'invasion à grande échelle de l'Ukraine par la Russie. Ces dépenses ont été exclues des graphiques, car elles répondaient à des besoins de stabilisation d'urgence et ne relevaient pas d'une politique industrielle structurelle. En 2024, elles ont été en grande partie supprimées et ne représentaient plus que 0,1 % du PIB environ.

Graphique A

Comparaison des mesures de soutien dans le tableau de bord des aides d'État de l'UE et les bases de données QuIS de l'OCDE



Sources : Tableau de bord des aides d'État de l'UE, QuIS de l'OCDE et calculs de la BCE.
Notes : Le graphique a) présente la somme des subventions et des dépenses fiscales enregistrées dans le QuIS de l'OCDE (axe des abscisses) rapportée au montant total des aides d'État enregistrées dans le tableau de bord des aides d'État de l'UE (axe des ordonnées). Le graphique b) présente les subventions quantifiées dans le QuIS de l'OCDE (axe des abscisses) rapportées à la somme des catégories « subvention directe » et « subvention directe/bonification d'intérêt » enregistrées dans le tableau de bord des aides d'État (axe des ordonnées). Dans les deux graphiques, les courbes représentent la bissectrice.

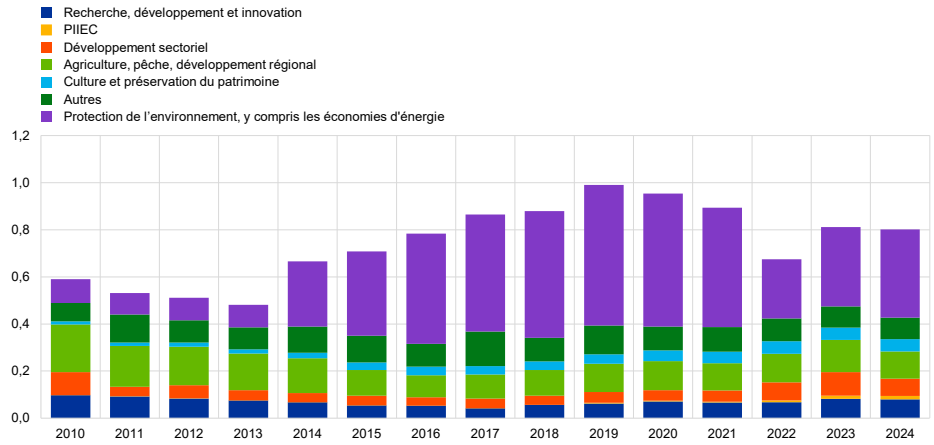
L'évolution des aides publiques peut être analysée à l'aide du tableau de bord, qui couvre de manière plus complète les pays de l'UE (Bernasconi *et al*., 2026). Le soutien public non lié à la crise, en pourcentage du PIB de la zone euro, est passé de 0,6 % en 2010 à 1 % en 2019, avant de revenir à 0,8 % ces dernières années (graphique B, partie a). Ces fluctuations ont résulté du soutien à la protection de l'environnement, qui est devenu le principal objectif des aides d'État à partir de 2014, reflétant le soutien substantiel apporté par l'Allemagne aux énergies renouvelables. Le soutien à la recherche, au développement et à l'innovation a diminué entre 2010 et 2017 et ne s'est depuis lors redressé que modérément, restant inférieur à 0,1 % du PIB. De même, le soutien aux projets importants d'intérêt européen commun (PIIEC) reste faible, à environ 0,01 % du PIB. Le soutien à d'autres objectifs liés à l'agriculture, à la pêche et au développement régional a légèrement diminué au fil du temps. La composition du soutien public varie également d'un pays de la zone euro à l'autre (graphique B, partie b), même si la protection de l'environnement constitue la principale catégorie dans la plupart des pays. Le soutien à la recherche, au développement et à l'innovation reste limité dans l'ensemble des pays, représentant environ 10 % ou moins du soutien total dans la quasi-totalité d'entre eux.

Graphique B

Soutien public dans le tableau de bord des aides d'État de l'UE

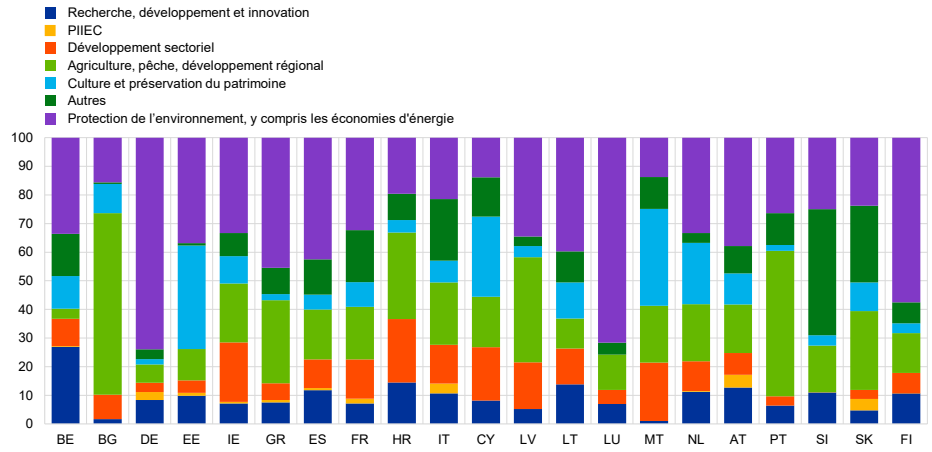
a) Soutien total dans la zone euro

(en pourcentage du PIB)



b) Composition du soutien, 2024

(en parts de pourcentages)



Sources : Tableau de bord des aides d'État de l'UE et calculs de la BCE.
Notes : « Agriculture, pêche, développement régional » comprend les catégories « Agriculture, sylviculture et zones rurales », « Pêche et aquaculture » et « Développement régional ». « Autres » comprend les catégories « Aides à la fermeture », « Indemnisation des dommages causés par des catastrophes naturelles », « Emploi », « Autres », « Promotion des exportations et de l'internationalisation », « Sauvetage et restructuration », « PME, y compris le capital-risque », « Aide sociale aux consommateurs individuels » et « Formation ».

Principes d'élaboration de la politique industrielle dans le contexte de l'UE

Le contexte de l'UE nécessite d'appliquer des principes de conception des politiques qui intègrent les enseignements tirés au niveau international aux spécificités d'un marché unique regroupant plusieurs pays. Une politique industrielle au niveau de l'UE peut contribuer à limiter la fragmentation et les courses aux subventions associées à des interventions nationales non coordonnées, tout en mutualisant les ressources pour atteindre une économie d'échelle dans des activités ou des secteurs ciblés. L'UE peut s'appuyer sur les cadres existants, y compris le

contrôle des aides d'État et les instruments fondés sur la performance tels que la facilité pour la reprise et la résilience, qui offrent une expérience pertinente pour établir un lien entre le financement et les résultats. Dans le même temps, les différences en matière de qualité institutionnelle et de cadres réglementaires nationaux, associées au système financier européen basé sur les banques, peuvent amplifier les risques de mauvaise allocation des ressources. Pour renforcer la gouvernance, préserver la concurrence transfrontière et garantir que la politique industrielle complète les réformes structurelles, la conception de la politique doit répondre à cinq principes.

Premièrement, la politique industrielle bénéficie d'objectifs clairement définis afin d'orienter le choix des instruments et de définir les critères d'évaluation *ex post*. Il convient de distinguer les objectifs liés à la productivité de ceux liés à la résilience, et de traduire les grandes motivations en objectifs opérationnels. Les interventions visant à renforcer la résilience économique nécessitent un ciblage particulièrement précis afin d'éviter tout élargissement du mandat. Un manque de précision risque de protéger les acteurs en place plutôt que de remédier à des dépendances spécifiques et de renforcer la résilience de l'économie dans son ensemble.

Deuxièmement, le ciblage de secteurs spécifiques repose sur le fait de lier les interventions à des défaillances du marché clairement identifiées. Si l'objectif est la croissance de la productivité, les interventions sont plus efficaces lorsqu'elles portent sur des activités générant des externalités de connaissance, telles que les technologies de rupture dans des domaines où l'UE accuse un retard. Cela évite d'utiliser des ressources budgétaires limitées pour subventionner l'innovation incrémentale d'acteurs en place et sans contraintes financières. Lorsque l'objectif est la résilience, le ciblage doit reposer sur l'identification empirique des dépendances critiques et des vulnérabilités des chaînes d'approvisionnement. Il ne suffit pas de qualifier un secteur de « stratégique » ; cette désignation doit s'accompagner d'une analyse économique et d'une identification claire de l'objectif d'intérêt général, qu'il s'agisse de défaillances du marché, de résilience ou de questions de sécurité.

Troisièmement, la préservation du marché unique nécessite des mécanismes qui tiennent compte des externalités transfrontières. Les subventions nationales peuvent fausser la concurrence et créer des retombées transfrontières négatives. Afin d'éviter les courses aux subventions et de tirer parti des économies d'échelle, les interventions devraient donner la priorité aux instruments communs de l'UE. Si le fait d'agir au niveau de l'UE atténue les craintes concernant la fragmentation du marché unique, cela n'élimine pas la nécessité de mettre en place des protections contre une mauvaise allocation des ressources.

Quatrièmement, des mécanismes de sortie prédéfinis sont essentiels pour faire respecter la discipline de marché. Les gouvernements ne peuvent pas prédire de manière fiable qui seront les gagnants ; certaines interventions échoueront donc. La mise en œuvre des politiques devrait prévoir des clauses d'extinction (*sunset clauses*) garantissant le retrait du soutien aux projets dont les résultats sont insuffisants ou lorsque les raisons ayant justifié l'intervention ont cessé d'exister. Sans mécanismes crédibles permettant d'y mettre fin, les interventions

temporaires risquent de devenir permanentes, immobilisant des ressources dans des utilisations improductives.

Cinquièmement, la politique industrielle souligne l'importance des réformes structurelles. Compte tenu des capacités institutionnelles limitées, la politique industrielle risque d'évincer les réformes structurelles. Or, sans améliorations structurelles, les interventions seront moins performantes. Par exemple, subventionner les secteurs de haute technologie sera vain si la fragmentation empêche les entreprises d'atteindre une échelle minimale d'efficacité. Faire progresser l'union pour l'épargne et l'investissement, assouplir les rigidités du marché du travail et réduire les formalités administratives contraignantes contribuerait à mobiliser le capital-risque privé au-delà des frontières. Ces conditions permettent une réallocation du capital et de la main-d'œuvre des entreprises en déclin vers les secteurs productifs – un mécanisme de marché que la politique industrielle ne peut remplacer.

5 Conclusion

La politique industrielle a un rôle à jouer au sein d'un cadre politique plus large, sous réserve que les interventions soient bien élaborées, ciblées et limitées dans le temps. L'impact macroéconomique des interventions dépend du contexte. Au sein du marché unique de l'UE, qui regroupe plusieurs pays et se caractérise par des institutions hétérogènes et des structures financières basées sur les banques, des mesures nationales non coordonnées risquent de fragmenter la concurrence et de déclencher des courses aux subventions. Pour être efficace, la politique industrielle doit s'appuyer sur un mandat clair, une gouvernance solide, des incitations fondées sur le marché et des mécanismes d'évaluation continue. Les interventions doivent être conçues pour être limitées dans le temps, avec un soutien aux activités à forte intensité en capital subordonné à des étapes, des objectifs et des critères de sortie prédéfinis.

Même avec des protections institutionnelles, la politique industrielle implique des arbitrages macroéconomiques. Si l'objectif est la productivité, la politique industrielle peut être particulièrement efficace lorsqu'elle favorise l'innovation et soutient l'adoption de technologies de rupture, plutôt que de protéger les acteurs en place contre la concurrence. Si l'objectif est la résilience, les décideurs politiques doivent arbitrer entre la valeur préventive d'une réduction des dépendances et les coûts liés à une allocation inefficace. Dans tous les cas, l'intervention sectorielle ne constitue qu'un élément parmi un ensemble plus large de mesures politiques ; elle ne peut se substituer aux réformes structurelles qui améliorent les conditions-cadres de la croissance potentielle.

Bibliographie :

Aghion (P.), Cai (J.), Dewatripont (M.), Du (L.), Harrison (A.) et Legros (P.) (2015), « *Industrial policy and competition* », *American Economic Journal : Macroeconomics*, n° 7(4), p. 1-32.

Aragoneses (M.) et Saxena (S.) (2025), « *Industrial policy via venture capital* », disponible sur le site Internet SSRN.

Arampatzi (A.), Christie (R.), Evrard (J.), Parisi (L.), Rouveyrol (C.) et van Overbeek (F.) (2025), « *Capital markets union: a deep dive* », *Occasional Papers Series*, n° 369, BCE.

Attinasi (M.G.), Boeckelmann (L.), Moder (I.), Pommer (T.) et Spital (T.) (2026), « *Do government subsidies drive global imbalances?* », *Le blog de la BCE* , BCE.

Baba (C.), Lan (T.), Mineshima (A.), Misch (F.), Pinat (M.), Shahmoradi (A.), Yao (J.) et van Elkan (R.) (2023), « *Geoeconomic fragmentation: what's stake for the EU* », *Working Paper*, n° 245, FMI.

Baumann (A.), Gati (Z.), Momferatou (D.), Parisi (L.) et Quaglietti (L.) (2026), « Favoriser l'expansion des entreprises européennes : pourquoi un régime de droit des sociétés de l'UE est nécessaire pour libérer l'investissement, l'innovation et la croissance transfrontières », *Bulletin économique*, n° 6, BCE.

Barwick (P.), Kalouptsidi (M.) et Zahur (N.) (2025), « *Industrial policy implementation: empirical evidence from China's shipbuilding industry* », *Review of Economic Studies*, n° 92, p. 3611-3648.

Beason (R.) et Weinstein (D.) (1996), « *Growth, economies of scale, and targeting in Japan (1955-1990)* », *Review of Economics and Statistics*, n° 78(2), p. 286-295.

Bernasconi (R.), Domingo Enrich (E.), Kostakis (V.), Osterloh (S.) et Quaglietti (L.) (2026), « Les aides d'État dans l'UE : un paysage en évolution », *Bulletin économique*, n° 4, BCE.

Bottazzi (L.), Da Rin (M.) et Hellman, (T.) (2008), « *Who are the active investors? Evidence from a survey experiment* », *Journal of Public Economics*, n° 89(3), p. 488-512.

Bothner (J.), Lopez-Garcia (P.), Momferatou (D.) et Setzer (R.) (2026), « *Why is Europe llag behind in high tech sectors? The role of Institutionnels and Qualité de la réglementation* », *Working Paper Series*, n° 3185, BCE.

Brandão-Marques (L.) et Toprak (H.) (2024), « *A bitter aftertaste: how state aid affects recipient firms and their competitors in Europe* », *Working Paper* , n° 250, FMI.

Brander (J.), Du (Q.) et Hellmann (T.) (2015), « *The effects of government-sponsored venture capital: International evidence* », *Review of Finance*, vol. 58, n° 19(2), p. 571-618.

Çamoğlu (Ş.) (2026), « *Public capital, private selection: additionality in European venture capital* », mimeo.

Coatanlem (Y.) et Coste (O.) (2025), « *Cost of Failure, Disruptive Innovation and Targeted Flexicurity: more evidence supporting targeted reforms* », *Working Paper*, Institute for European Policymaking @ Bocconi University.

Criscuolo (C.), Martin (R.), Overman (H.G.) et Van Reenen (J.) (2019), « *Some causal effects of an industrial policy* », *American Economic Review*, n° 109(1), p. 48-85.

Criscuolo (C.), Lalanne (G.) et Díaz (L.) (2022), « *Quantifying industrial strategies (QuIS): Measuring industrial policy expenditures* », *Working Paper*, n° 5, OCDE.

Draghi (M.) (2024), « *The future of European competitiveness* », *Report to the President of the European Commission*.

Evenett (S.), Jakubik (A.), Martín (F.) et Ruta (M.) (2024), « *The return of industrial policy in data* », *Working Paper*, n° 1, FMI.

Evenett (S.), Jakubik (A.), Kim (J.), Martín (F.), Pienknagura (S.), Ruta (M.), Baquie (S.), Huang (Y.) et Machado Parente (R.) (2025), « *Industrial policy since the Great Financial Crisis* », *Working Paper*, n° 222, FMI.

Fang (H.), Li (M.) et Lu (G.) (2025), « *Decoding China's industrial policies* », *Working Paper*, n° 33814, National Bureau of Economic Research (NBER).

Flaen (A.) et Pierce (J.) (2026), « *Disentangling the effects of the 2018-2019 tariffs on a globally connected U.S. manufacturing sector* », *Review of Economics and Statistics*, n° 108(5), p. 1289-1303.

Fuest (C.), Gros (D.), Mengel (P.L.), Presidente (G.) et Tirole (J.) (2024), « *EU innovation policy: how to escape the middle technology trap* », *Working Paper*, Institute for European Policymaking et Institut ifo.

Garcia-Macia (D.), Kothari (S.) et Tao (Y.) (2025), « *Industrial policy in China: quantification and impact on misallocation* », *Working Paper*, n° 155, FMI.

Gazzani (A.), Martinez (J.), Natoli (F.) et Surico (P.) (2025), « *The public origins of American innovation* », *Discussion Paper*, n° 20788, Centre for Economic Policy Research (CEPR).

Goldberg (P.), Juhász (R.), Lane (N.), Lo Forte (G.) et Thurk (J.) (2024), « *Industrial policy in the global semiconductor sector* », *Working Paper*, n° 32651, NBER.

Gross (D.P.) et Sampat (B.N.) (2023), « *Inventing the endless frontier: the role of the state in science, and the case of MIT's Radiation Laboratory* », *American Economic Journal: Applied Economics*, n° 15(4), p. 1-38.

Grossman (G.M.) et Helpman (E.) (1994), « *Protection for sale* », *American Economic Review*, n° 84(4), p. 833-850.

Gourinchas (P.-O.), Kindberg-Hanlon (G.), Patnam (M.), Rotunno (L.) et Ruta (M.) (2026), « Global Imbalances, Industrial Policy and Droits de douane », *Working Paper*, n° 67, FMI.

Hodge (A.), Piazza (R.), Hasanov (F.), Li (X.), Vaziri (M.), Weller (A.) et Wong (Y.C.) (2024), « *Industrial policy in Europe: a single market perspective* », *Working Paper*, n° 249, FMI.

Fonds monétaire international (2025), « *Industrial policy: managing trade-offs to promote growth and resilience* », *Perspectives de l'économie mondiale*, chapitre 3.

Jakubik (A.) et Langfield (S.) (2026), « *Salience over substance? Choosing the targets of industrial policy* », mimeo.

Juhász (R.), Lane (N.) et Rodrik (D.) (2024), « *The new economics of industrial policy* », *Annual Review of Economics*, n° 16, p. 213-242.

Kukies (J.) et Noyer (C.) (2026), « *Financing innovative ventures in Europe* », Rapport conjoint.

Lane, N. (2020), « *The new empirics of industrial policy* », *Journal of Industry, Competition and Trade*, n° 20, p. 209-234.

Langfield (S.) et Pagano (M.) (2016), « *Bank bias in Europe: effects on systemic risk and growth* », *Economic Policy*, n° 31(85), p. 51-106.

Lee (1996), « *Government interventions and productivity growth* », *Journal of Economic Growth*, n° 1(3), p. 391-414.

Moretti (L.) (2025), « *Lessons Learned from European government venture capital* », *EU Competitiveness and the Innovation-Finance Nexus*, Institut universitaire européen.

Neven (D.J.) et Röller (L.H). (2000), « *The political economy of state aid: Econometric evidence for the member states* », dans Neven, (D.J.) et Röller (L.H.) (*eds.*), « *The political economy of industrial policy in Europe and the member states* », Sigma, New York.

Pack, H. (2000), « *Industrial policy: growth elixir or poison?* », *World Bank Research Observer*, n° 15(1), p. 47-67.

Pack (H.) et Saggi (K.) (2006), « *The case for industrial policy: a critical survey* », *Policy Research Working Paper*, n° 3839, Banque mondiale.

Popov (A.) et Roosenboom (P.) (2012), « *Venture capital and patented innovation: evidence from Europe* », *Journal of Financial Intermediation*, n° 21(3), p. 439-459.

Rodrik (D.) (2004), « *Industrial policy for the twenty-first century* », *Discussion Paper*, n° 4767, CEPR.

Rotunno (L.), Ruta (M.) et Verma (P.) (2026), « *Industrial policy and trade tensions in strategic sectors* », *Working Paper*, n° 155, FMI.

Wunsch (P.) et Langenus (G.) (2026), « *Eurosclerosis 2.0 in a changing world: from repetition to rupture* », *Policy Paper*, Nationale Bank van België/Banque nationale de Belgique, avril.

2 De la prise de conscience à l'intégration : l'avancée de la BCE en matière de risques liés au climat et à la nature et le rôle de son centre sur le changement climatique

Ivana Baranović, Giuseppe Barillà, Irene Heemskerk et John Hutchinson

1 Introduction

L'importance du changement climatique et de la dégradation de la nature pour les banques centrales continue de croître dans un contexte d'aggravation des impacts physiques et de transition plus lente que prévu vers une économie bas carbone [63]**.** Les risques physiques résultant des phénomènes météorologiques plus fréquents et plus graves ainsi que les risques liés à la transition vers une économie bas carbone, peuvent affecter l'inflation, l'activité économique, les marchés financiers et la résilience du système financier dans son ensemble. Il est donc important que, dans le cadre de son mandat, la Banque centrale européenne (BCE) développe une compréhension approfondie de ces risques et qu'elle les intègre dans sa politique monétaire, la supervision bancaire et d'autres domaines d'activité.

Le centre du changement climatique (*climate change centre*, CCC) a été créé en 2021 pour coordonner les travaux de la BCE sur les questions liées au climat et définir une orientation stratégique [64]**.** L'objectif était d'aider l'institution à faire face à l'importance croissante des risques liés au climat pour mener à bien son mandat. Le centre a évolué parallèlement au programme d'action pour le climat de la BCE, soutenant la progression de la « prise de conscience à l'intégration » [65]. Cette transition a contribué à garantir que l'approche de la BCE en matière de risques liés au climat et à la nature soit adéquate et réactive. Dans cet article, nous examinons l'évolution du CCC et ses réalisations au cours de ses cinq premières années, en mettant en évidence les principaux accomplissements institutionnels et en expliquant comment la BCE continue de s'adapter avec souplesse à l'évolution du paysage économique, politique et environnemental.

2 Pilotage des travaux sur les risques liés au climat et à la nature : de la prise de conscience à l'intégration

L'évaluation 2021 de la stratégie de politique monétaire de la BCE a reconnu le changement climatique comme une considération importante pour sa politique monétaire et ses fonctions de banque centrale. Une analyse approfondie a

63 Pour plus d'informations, cf. la « Déclaration relative à la stratégie de politique monétaire de la BCE (BCE, 2025a).

64 Cf. BCE (2021a).

65 Cf. Lagarde (2026).

démontré comment les risques liés au climat interagissent étroitement avec la stabilité des prix (*Workstream on climate change*, 2021). Sur cette base et dans le cadre de son mandat, le Conseil des gouverneurs s'est engagé à veiller à ce que l'Eurosystème tienne pleinement compte des implications du changement climatique et de la transition vers une économie bas carbone pour la politique monétaire et les activités de banque centrale, en ligne avec les objectifs climatiques de l'UE [66]. Cet engagement a signifié l'adoption d'un plan d'action ambitieux pour le climat, faisant intervenir un large éventail de domaines d'activité de la BCE, et a abouti à une approche plus structurée et coordonnée de la planification stratégique et de l'évaluation des risques liés au climat [67].

La nature transversale des risques liés au climat a nécessité une approche coordonnée à l'échelle de l'institution, conduisant à la création du CCC. Le CCC rend directement compte à la présidente de la BCE. Il s'agit d'une petite unité composée de membres du personnel de différentes disciplines professionnelles possédant une expertise pertinente, et elle comprend un climatologue. Au cours de sa première année, le CCC s'est concentré sur la conception de structures de gouvernance, le renforcement de la coopération interfonctionnelle et la mise en place de mécanismes de coordination et de déclaration appropriés pour soutenir la mise en œuvre du plan d'action pour le climat de la BCE. Il a également travaillé au renforcement des capacités analytiques en créant des réseaux internes et en soutenant les membres du personnel de la BCE dans leurs travaux liés au climat.

À mesure que ces travaux liés au climat se sont étendus et consolidés, le CCC a poursuivi le développement des objectifs stratégiques en matière de climat de la BCE et a contribué à mieux préparer la BCE à réagir aux risques liés au climat et à la nature. En s'appuyant sur les fondations établies dans le cadre du plan d'action climatique 2021 de la BCE, le CCC a coordonné et dirigé la publication du plan sur le climat et la nature 2024-2025 de la BCE, qui s'est étendu aux précédents travaux de la BCE sur le changement climatique. Il a identifié des domaines prioritaires clés et a pour la première fois étendu ses recherches et son analyse aux risques liés à la nature. Le CCC a également continué d'aider la BCE à intégrer systématiquement les risques liés au climat et à la nature dans ses processus analytiques, opérationnels et de politique monétaire, en coordonnant ses travaux et en renforçant son expertise interne par le biais de programmes de formation, de séminaires, de publications pertinentes et de partage des connaissances entre les domaines d'activité de la BCE et l'Eurosystème.

La mise en place d'un pôle central pour ces travaux a permis à la BCE de se concentrer sur un engagement durable et coordonné avec les parties prenantes externes sur les questions liées au climat. La lutte contre le changement climatique et la dégradation de la nature nécessite une coopération étroite entre les autorités publiques, le secteur financier, les milieux universitaires et la société civile. L'une des principales missions du CCC est donc de veiller à ce que les évolutions externes – telles que les changements de l'environnement

66 Pour plus d'informations, cf. la « déclaration relative à la stratégie de politique monétaire 2021 de la BCE » (BCE, 2021b).

67 Cf. BCE (2021c).

macroéconomique et géopolitique, l'évolution des risques liés au climat et à la nature, l'innovation technologique ou les différentes initiatives internationales – éclairent les travaux de la BCE tout en renforçant la collaboration avec les institutions partenaires. Cela inclut la participation continue à des instances internationales telles que le Conseil de stabilité financière, le Comité de Bâle sur le contrôle bancaire, le G20 et le G7, ainsi que la coopération avec d'autres institutions européennes, telles que la Commission européenne, l'Autorité bancaire européenne (ABE), l'Autorité européenne des assurances et des pensions professionnelles (AEAPP) et l'Autorité européenne des marchés financiers. Le CCC maintient également un dialogue régulier avec les représentants de l'industrie, du milieu universitaire et de la société civile.

Le CCC soutient la participation de la BCE à deux forums de coopération entre banques centrales, à savoir le Réseau pour le Verdissement du système financier (*the Network for Greening the Financial System* – NGFS) et le forum de l'Eurosystème sur le changement climatique. Le NGFS a été fondé à Paris en 2017 par huit banques centrales et leurs autorités de surveillance. L'objectif était de faire avancer la gestion des risques environnementaux et climatiques dans le secteur financier et de mobiliser des financements pour soutenir la transition vers une économie durable. Aujourd'hui, ce forum réunit plus de 170 membres institutionnels et observateurs, il est devenu un réseau mondial et constitue le principal forum international de coopération en matière de climat entre les banques centrales et les autorités de surveillance des économies avancées, émergentes et en développement. En 2022, le Conseil des gouverneurs a approuvé la création d'un forum de l'Eurosystème sur le changement climatique au niveau de la zone euro. Ce forum contribue à promouvoir l'échange d'informations et le partage de connaissances entre les banques centrales nationales, en s'appuyant sur les connaissances existantes pour faire avancer son programme d'action pour le climat. La participation à ce forum a été élargie aux autres banques centrales du Système européen de banques centrales (SEBC) en janvier 2026.

Grâce à son vaste engagement au sein de l'ensemble des fonctions institutionnelles de la BCE et auprès des parties prenantes externes, le CCC fait office de pôle de connaissances, et contribue à définir la position de la BCE sur les risques liés au climat et à la nature. Le CCC facilite un échange de connaissances bilatéral en communiquant des informations externes aux experts de la BCE et en partageant son expertise interne par le biais de canaux de communication spécifiques, tels que des ateliers, des séminaires et des conférences. Cet échange contribue à garantir que les travaux de politique monétaire de la BCE tiennent compte de perspectives diverses et d'un éventail d'expertises. Il renforce également les fondements analytiques de ses activités en matière de politique monétaire et de recherche et aide le CCC et d'autres domaines d'activité à définir la position de la BCE sur les initiatives stratégiques pertinentes pour ses travaux, notamment le train de mesures « omnibus » de la Commission européenne sur la durabilité et les évolutions liées au système d'échange de quotas d'émission de l'UE.

3 Réalisations

Le CCC et sa structure de gouvernance ont jeté les bases pour faire progresser le programme d'action pour le climat et la nature de la BCE, au fil de phases successives, et pour améliorer la manière dont les domaines d'activité font face aux risques liés au climat et à la nature dans l'ensemble des fonctions opérationnelles fondamentales de la BCE. Grâce aux efforts interinstitutionnels continus de multiples domaines d'activité et soutenue par sa structure de gouvernance, la BCE a élaboré et mis en œuvre avec succès plusieurs plans d'action pour le climat, lui permettant de tenir ses engagements. Les principaux résultats de ces travaux sont présentés ci-dessous (tableau 1). Ils illustrent les progrès réalisés par les domaines d'activité concernés visant à garantir que les risques liés au climat et à la nature soient pleinement pris en compte au sein de la BCE. Parallèlement, la BCE continue d'approfondir sa vaste expérience et ses nombreuses connaissances afin de favoriser de nouveaux progrès dans ce domaine.

Tableau 1

Principales réalisations liées au climat et à la nature de la BCE

Domaine	Réalisations
Mise en œuvre de la politique monétaire et opérations de marché	Réduction de l'exposition aux chocs de transition climatique inattendus grâce à l'intégration de facteurs liés au climat dans le dispositif de garanties de l'Eurosystème pour les actifs émis par des sociétés non financières. Cette approche a été mise en œuvre en 2026 pour les actifs négociables et est prévue pour 2027 pour les créances privées (BCE, 2026a). Amélioration de l'évaluation des risques grâce à des tests de résistance climatique (cf. ci-dessous) du bilan de l'Eurosystème. Réduction des émissions financées liées aux obligations d'entreprises détenues par l'Eurosystème et des portefeuilles de la BCE ne relevant pas de la politique monétaire (fonds propres et fonds de pension). Déclarations coordonnées et améliorées chaque année par l'Eurosystème (BCE, 2026b).
Recherche et analyses	Avancée de la recherche macroéconomique et intégration des risques liés au climat dans les projections macroéconomiques établies par les services de l'Eurosystème/de la BCE pour la zone euro et dans diverses enquêtes (Ferrando *et al*., 2023 ; Köhler-Ulbrich *et al*., 2025). Analyse de l'impact des politiques de transition sur la croissance et l'inflation (Brand *et al*., 2023 ; Ferdinandusse *et al*., 2024). Étude de l'impact du changement climatique physique sur l'activité économique et l'inflation (Parker, 2023). Évaluation des besoins en investissement verts de l'UE et de leur financement (Nerlich *et al*., 2025) et étude du déficit de couverture assurantielle en matière de climat (Giuzio *et al*., 2026).
Scénarios et tests de résistance	Amélioration des méthodologies des tests de résistance et des analyses de scénarios, y compris deux tests de résistance descendants à l'échelle de l'économie (BCE, 2021d et 2023). Réalisation de deux tests de résistance du bilan de l'Eurosystème (Germann *et al*., 2023). Présidence du *workstream* du NGFS sur les scénarios climatiques, y compris les scénarios de long et de court terme, et contribution aux travaux sur l'introduction du risque climatique dans le test de résistance mené à l'échelle de l'UE (ABE, 2026 ; voir également la page internet du NGFS sur la conception et l'analyse des scénarios).
Supervision bancaire	Amélioration de la résilience du système bancaire face aux risques liés au climat et à la nature grâce au programme pluriannuel de surveillance prudentielle (Elderson, 2025), comprenant des exercices tels que l'examen thématique (BCE, 2022b), des tests de résistance ascendants, des inspections sur place et des ateliers (BCE, 2022a).
Initiative en matière de données	Élaboration d'indicateurs statistiques robustes au sein du SEBC utilisés pour suivre la finance durable, les risques physiques et les émissions de carbone, et amélioration continue de la disponibilité des données, notamment la couverture, la granularité et la qualité des données (cf. la page internet de la BCE consacrée aux indicateurs du changement climatique).
Opérations internes	Renforcement des objectifs de réduction des émissions de carbone, élargissement du programme environnemental et contribution aux évolutions en cours du système de gestion de l'environnement. En 2025, la BCE a enregistré une réduction de 46 % des émissions de CO_2 par rapport à 2019 (cf. la page internet de la BCE consacrée à la protection de l'environnement à la Banque centrale européenne).
Intégration de la nature	Compréhension approfondie de l'importance de la dégradation de la nature pour l'économie et les banques de la zone euro grâce à une étude de la dépendance et à une évaluation des risques (Ceglar *et al*., 2024 et 2025). Clarification de l'importance de la dégradation de la nature pour la politique monétaire dans la stratégie actualisée de politique monétaire de la BCE (BCE, 2025a).
Actions plus vastes et renforcement des capacités	Impact externe obtenu en partageant les travaux liés au climat de la BCE et en émettant des avis (par exemple, CON/2025/10*) sur les risques liés au climat et à la nature au sein des instances internationales et de l'UE, et participation aux *workstreams* du NGFS.

Note : * Avis de la Banque centrale européenne du 8 mai 2025 sur des propositions de modification des obligations relatives à la publication par les entreprises d'informations en matière de durabilité et au devoir de vigilance des entreprises dans ce même domaine (CON/2025/10) (OJ C, C/2025/3667, 8.7.2025).

4 Garantir une réponse flexible pour améliorer les travaux et faire face aux nouvelles évolutions

La BCE a approfondi sa compréhension des risques liés au climat et à la nature et est restée réactive, en veillant à ce que son analyse et son élaboration des politiques suivent le rythme de l'évolution du paysage des risques liés au climat, à la nature et aux politiques. Bien que d'importants progrès aient été réalisés, les implications économiques croissantes des risques liés au climat et à la nature nécessitent des efforts continus et soulignent l'importance de la mise en œuvre de la loi européenne sur le climat. Dans ce contexte, des recherches rigoureuses et une analyse impartiale et fondée sur les données

réalisées par les banques centrales et les communautés des chercheurs sont essentielles. Le CCC, en collaboration avec des experts de la BCE, renforce constamment ses capacités d'analyse. Trois domaines prioritaires ont été identifiés : a) orienter la transition vers une économie neutre pour le climat, b) évaluer les risques climatiques physiques et c) approfondir sa compréhension des risques liés à la nature.

Guider la transition vers une économie verte

Faire progresser la transition verte et réduire la dépendance de l'UE vis-à-vis des combustibles fossiles permettrait de limiter une source importante de volatilité de l'inflation et d'incertitude économique et financière. Les marchés de l'énergie sont de plus en plus vulnérables aux chocs énergétiques, ce qui met en évidence leur dépendance aux combustibles fossiles. Un mix énergétique plus durable favoriserait la stabilité des prix et soutiendrait le revenu disponible des ménages européens, contribuant au bien commun que constitue la lutte contre le réchauffement climatique grâce à la réduction des émissions de CO_2 [68]. La BCE analyse actuellement comment les évolutions sur les marchés de l'énergie, notamment la hausse des prix du carburant et de l'électricité, ainsi que la transition verte, affectent l'économie et la stabilité financière. En particulier, elle a exploré leurs effets sur les marchés du travail, la compétitivité industrielle et les ménages (Kuik *et al*., 2022, Bijnens *et al*., 2025, Arlia *et al*., 2026 ; et Schroeder, 2026). En outre, l'analyse de la BCE examine comment les quotas d'émission de carbone dans l'UE impactent l'inflation et l'économie (Aguilar *et al*., 2025). Ces études analytiques soulignent l'importance d'une énergie bas-carbone abordable et fiable pour l'autonomie stratégique de l'UE et la stabilité de son développement économique.

Combler le déficit d'investissements verts en Europe est crucial pour une transition verte réussie, ainsi que pour la croissance économique à long terme et la sécurité de l'approvisionnement en énergie. Par conséquent, la BCE continue de consacrer du temps à l'estimation des investissements nécessaires pour remplir les objectifs climatiques de l'UE et à l'identification des mesures qui garantiraient le financement public et privé. Selon une analyse récente, des investissements verts annuels supplémentaires de l'ordre de 3 % du PIB de l'UE seront nécessaires jusqu'en 2030 pour atteindre ces objectifs. Les estimations indiquent que près de 20 % à 25 % des besoins totaux en investissements verts seraient couverts par le secteur public, tandis que le reste devra être financé par des capitaux privés [69]. Cela démontre l'importance de marchés de capitaux européens plus profonds, de politiques publiques appropriées et d'une allocation efficiente des capitaux (Nerlich *et al*., 2025). Ces résultats montrent que les investissements verts sont non seulement la clé de la transition verte mais aussi de la productivité future et de la croissance économique.

68 Cf. Cipollone (2026).

69 Cf. Andersson *et al*. (2024).

S'agissant de la supervision bancaire, les exigences prudentielles imminentes en matière de planification de la transition constitueront un élément important de résilience du secteur bancaire. Parallèlement au suivi continu des progrès des banques en matière de gestion des risques liés au climat et à la nature, les superviseurs bancaires adoptent une approche progressive et ciblée des nouvelles exigences prudentielles en matière de planification de la transition (Elderson, 2025). Ces travaux s'inscrivent dans le cadre des priorités prudentielles pour 2026-2028 et constituent un élément important des efforts prudentiels visant à renforcer la résilience du secteur bancaire de l'UE face aux risques de transition [70].

Risques physiques

L'année 2026 a mis en évidence certaines des implications plus larges des événements météorologiques extrêmes pour les économies et les sociétés, les impacts se produisant par le biais d'un large éventail de canaux. Des vagues de chaleur et des sécheresses prolongées et récurrentes ont causé des pertes de productivité importantes et des dommages agricoles dans toute l'Europe [71]. Les sécheresses ont également réduit le niveau des eaux fluviales, limitant l'approvisionnement en eau de refroidissement des installations industrielles et perturbant le transport fluvial [72]. Une évaluation du Kiel Institute estime que les bas niveaux d'eau du Rhin en juillet 2026 ont réduit la croissance du PIB en volume en Allemagne d'environ 0,2 point de pourcentage au troisième trimestre, même si la production économique devrait rebondir vers la fin de l'année [73]. En outre, des incendies de forêt, tels que ceux qui se sont produits en Espagne et en France, ont ravagé des milliers d'hectares de terres, entraînant des évacuations massives et causant des dégâts matériels importants. Cela a conduit de nombreuses entreprises à suspendre leurs activités.

Compte tenu de la fréquence croissante des évènements météorologiques extrêmes, les principales priorités sont d'améliorer la disponibilité des données et d'affiner les méthodologies pour évaluer les expositions aux risques physiques. Les événements météorologiques extrêmes affectent l'économie via de multiples canaux et peuvent entraîner des pertes qui augmentent au fil du temps. Il est donc difficile d'évaluer précisément leur incidence et leurs conséquences économiques globales [74]. Des défis supplémentaires résultent d'effets cumulés, notamment la dégradation et la perte de terres agricoles, des modifications des types de tourisme, des taux de mortalité plus élevés, des migrations liées au climat et une baisse de la productivité du travail. Il est donc essentiel que la BCE continue de renforcer son cadre d'analyse pour évaluer l'impact des inondations, des sécheresses, des vagues de chaleur et d'autres

70 Cf. BCE (2025b).

71 Cf. Centre commun de recherches (2026).

72 Par exemple, la Roumanie a été contrainte de fermer sa seule centrale nucléaire en raison du niveau historiquement bas de l'eau sur le Danube, déclenchant un état d'alerte national.

73 Cf. Kiel Institute (2026).

74 Entre 1981 et 2023, les événements extrêmes liés à des catastrophes naturelles ont causé des pertes économiques directes d'environ 900 milliards d'euros dans l'UE, dont plus d'un cinquième au cours des trois dernières années (AEAPP-BCE, 2024).

événements météorologiques extrêmes (Lane, 2026), améliorant ainsi sa capacité à produire sur ces effets des recherches impartiales et fondées sur des données probantes.

Dans de nombreuses régions d'Europe, le déficit de couverture assurantielle est très important, ce qui rend plus vulnérables les ménages, les entreprises et nos sociétés. L'analyse conjointe de l'AEAPP et de la BCE montre que moins d'un quart des pertes causées par les catastrophes naturelles dans l'UE sont actuellement assurées, et que dans plusieurs pays cette part est inférieure à 5 %. En outre, la couverture assurantielle a récemment diminué et cette évolution pourrait se poursuivre, creusant encore le déficit. Cela pourrait entraîner une charge économique croissante pour les ménages, les entreprises et les gouvernements (Giuzio *et al*., 2026) et des effets de contagion des risques aux banques. La BCE et d'autres autorités compétentes doivent poursuivre leurs recherches pour évaluer les effets macroéconomiques, budgétaires et sur la stabilité financière associés au déficit de couverture assurantielle. La complexité et la nature transversale de cette question pourraient nécessiter la participation d'un plus large éventail de parties prenantes. À cet égard, il convient de mentionner la proposition conjointe de l'AEAPP et de la BCE relative à un dispositif européen de réassurance public-privé pour mutualiser les risques et étendre la couverture à l'ensemble des États membres, et visant à mettre en place un fonds public de l'UE pour les catastrophes afin d'améliorer la gestion et la coordination des risques de catastrophes (AEAPP-BCE, 2024).

Étant donné qu'un certain degré de changement climatique est inévitable, l'adaptation au changement climatique et le renforcement de la résilience deviennent de plus en plus importants, en complément des mesures d'atténuation actuelles. La BCE continuera d'approfondir sa compréhension du rôle que joue le secteur financier dans le soutien à l'adaptation et à la résilience au changement climatique, ainsi que des trajectoires les plus efficaces pour réduire l'exposition globale de l'économie et du système financier aux risques liés au climat.

Risques liés à la nature

La dégradation de la nature est de plus en plus considérée comme une source de risques macroéconomiques et financiers parallèlement au changement climatique, avec des implications potentiellement significatives pour la stabilité des prix et la stabilité financière en Europe. Les risques liés à la nature peuvent avoir des effets directs sur l'économie. Par exemple, les pénuries d'eau, l'érosion des sols et la diminution du nombre de pollinisateurs peuvent nuire à la productivité agricole et entraîner une hausse des prix des produits alimentaires. Ces effets, même s'ils se limitent dans un premier temps en un point précis, peuvent se propager à l'ensemble de l'économie via les chaînes d'approvisionnement. Les implications économiques qui en résultent peuvent ensuite se traduire par des risques financiers, affectant les institutions financières par le biais de leur financement d'activités économiques et de secteurs exposés. La perte de biodiversité peut également amplifier le changement climatique et les risques qui y

sont associés, en particulier via la dégradation des écosystèmes qui stockent le carbone ou soutiennent l'adaptation au changement climatique, soulignant la nécessité d'une approche intégrée des risques liés au climat et à la nature (Ceglar *et al*., 2024).

La BCE renforce son cadre d'analyse afin de tenir compte des risques liés à la nature et de mieux comprendre leur influence sur le mandat de la BCE. La BCE a commencé à élaborer des méthodologies pour évaluer les répercussions financières des risques liés à la nature. Les recherches de la BCE indiquent que 72 % des entreprises de la zone euro sont fortement dépendantes de services écosystémiques et que près de 75 % des prêts des banques aux entreprises sont accordés à des entreprises fortement dépendantes d'au moins un service écosystémique (Ceglar *et al*., 2024) [75]. Ces travaux cherchent à la fois à comprendre comment la dégradation des écosystèmes peut se propager à l'ensemble du système financier et à enrichir ses évaluations existantes des risques liés au climat. Parmi les principaux thèmes des travaux futurs figurent : a) l'amélioration de la disponibilité des données ; b) le développement de scénarios liés à la nature ; c) l'examen de la manière dont les banques identifient et gèrent ces risques ; et d) l'évaluation des approches prudentielles potentielles, soutenue par une coopération continue avec le NGFS.

Les risques liés à l'eau sont apparus comme l'une des sources les plus importantes de risques liés à la nature pour l'économie de l'UE. Les écosystèmes aquatiques sont un atout économique essentiel en Europe et une source importante de risques lorsqu'ils sont perturbés. Des recherches récentes ont montré qu'un événement de pénurie extrême d'eau pourrait exposer jusqu'à 24 % de la production de la zone euro à un risque de perte (Ceglar *et al*., 2025). Les banques sont également fortement exposées aux secteurs dépendant de l'eau, et l'augmentation du stress hydrique pourrait affecter la production, les chaînes d'approvisionnement et la résilience macroéconomique au sens large. En réponse à cela, la BCE et d'autres banques centrales du SEBC travaillent en collaboration sur un cadre d'analyse visant à évaluer les implications de la hausse du stress hydrique pour l'économie de l'UE.

5 Conclusions

En cinq ans, avec l'aide du CCC, la BCE est passée de la reconnaissance des risques liés au climat à l'intégration systématique des risques liés au climat et à la nature dans tous les domaines d'activité concernés. Au cours de cette période, le CCC, en étroite coopération avec d'autres secteurs d'activité, a élaboré le programme stratégique de la BCE en matière de climat et de nature, traduit des objectifs de haut niveau en actions institutionnelles concrètes et renforcé la

[75] Les écosystèmes peuvent être définis comme des réseaux locaux de plantes et d'animaux qui interagissent avec l'environnement dans lequel ils vivent et entre eux. Les bénéfices directs et indirects de ces écosystèmes sont appelés services écosystémiques. Il s'agit par exemple de l'eau douce provenant de rivières, de lacs et de réservoirs qui est utilisée à des fins industrielles, ou agricoles, ou de consommation, et de la végétation récoltable, du bétail, du poisson et d'autres biomasses qui soutiennent la production alimentaire, de fibres et d'énergie.

coopération au sein de l'Eurosystème et à l'échelle internationale. Cela a aidé la BCE à tenir ses engagements liés au climat.

La BCE devra rester réactive face aux défis liés au changement climatique et à la nature. La prochaine phase des travaux de la BCE relatifs au climat et à la nature combinera continuité stratégique et flexibilité pour répondre aux risques émergents. La BCE continuera d'intégrer les risques liés au climat et à la nature dans ses activités de politique monétaire, de supervision bancaire, de stabilité financière et d'opération des marchés. Dans le même temps, les travaux analytiques se concentreront de plus en plus sur les questions pour lesquelles l'incertitude demeure la plus forte et de nouvelles données nécessaires pour étayer l'élaboration des politiques. En particulier, les trois domaines d'intervention évoqués précédemment, à savoir (i) la transition verte, (ii) les risques physiques et (iii) les risques liés à la nature, contribuent à orienter l'attention de la BCE vers les évolutions les plus pertinentes pour son mandat.

En sa qualité de pôle stratégique et de coordination et de centre de compétences en matière de climat, le CCC continuera de travailler main dans la main avec tous les secteurs d'activité concernés de la BCE et des banques centrales du SEBC. Plus précisément, le CCC continuera de recenser les risques émergents et les priorités stratégiques, de tirer parti de l'expertise nécessaire et de favoriser la recherche qui améliore la compréhension des risques liés au climat et à la nature. Il sera essentiel d'allier cohérence et réactivité pour garantir que la BCE reste préparée à l'évolution des implications économiques et financières du changement climatique et de la dégradation de la nature, tout en veillant à ce que ses actions restent fermement ancrées dans son mandat.

Bibliographie

Aguilar García (P.), Durero (F.), Ferdinandusse (M.), Kuik (F.) et Priftis (R.) (2025), « Effets macroéconomiques des politiques en matière de changement climatique dans la zone euro », *Projections macroéconomiques pour la zone euro établies par les services de l'Eurosystème*, BCE, décembre.

Andersson (M.), Nerlich (C.), Pasqua (C.) and Rusinova (D.) (2024), « *Massive investment needs to meet EU green and digital targets* », *Financial Integration and Structure in the Euro Area 2024*, ECB, juin.

Arlia (D.) and Hutchinson (J.) (2026), « Les déterminants des prix de l'électricité pour les ménages et les secteurs à forte intensité énergétique et leur importance pour les objectifs de décarbonisation de l'UE », *Bulletin économique*, n° 1, BCE.

Bijnens (G.), Hutchinson (J.) and Saint Guilhem (A.) (2025), « *How enduring high energy prices could affect jobs* », *Le blog de la BCE*, BCE, 5 mai.

Brand (C.), Coenen (G.), Hutchinson (J.) and Saint Guilhem (A.) (2023), « Les conséquences macroéconomiques de la transition vers une économie bas carbone », *Bulletin économique*, n° 5, BCE.

Ceglar (A.), Jwaideh (M.), O'Donnell (E.), Danieli (F.), Pasqua (C.), Hutchinson (J.), Cimini (F.), Sabuco (J.), Alvarez (J.), Ranger (N.) and Heemskerk (I.) (2025), « *Nature at risk: Implications for the euro area economy and financial stability* », *Occasional Paper Series*, No 380, BCE, 2 décembre.

Ceglar (A.), Parker (M.), Pasqua (C.), Boldrini (S.), Gabet (M.) and van der Zwaag (S.) (2024), « Impacts économiques et financiers de la dégradation de la nature et de la perte de biodiversité », *Bulletin économique*, n° 6, BCE.

Cipollone (P.) (2026), « *The new energy shock: economic scenarios and policy implications* », discours liminaire prononcé lors du 2026 Sustainable Development Festival, 6 mai.

Elderson (F.), « *Banks have made good progress in managing climate and nature risks – and must continue* », *Le blog de la BCE*, BCE, 11 juillet.

European Banking Authority (EBA) (2026), « *The EBA launches early consultation on simplified EU-wide stress test, with climate risk integration* », *communiqué de presse*, 11 juin.

European Central Bank (ECB) (2021a), « *ECB sets up climate change centre* », *communiqué de presse*, 25 janvier.

Banque centrale européenne (BCE) (2021b), « Déclaration relative à la stratégie de politique monétaire de la BCE (2021) », 8 juillet.

European Central Bank (ECB) (2021c), « La Banque centrale européenne présente un plan d'action visant à inscrire les questions liées au changement climatique dans sa stratégie de politique monétaire », *communiqué de presse*, 8 juillet.

European Central Bank (ECB) (2021d), « *Firms and banks to benefit from early adoption of green policies, ECB's economy-wide climate stress test shows* », *communiqué de presse*, 22 septembre.

European Central Bank (ECB) (2022a), « La supervision bancaire de la BCE lance son test de résistance 2022 sur les risques liés au climat », *communiqué de presse*, 27 janvier.

European Central Bank (ECB) (2022b), « *Walking the talk – Banks gearing up to manage risks from climate change and environmental degradation* », novembre.

European Central Bank (ECB) (2023), « *Faster green transition would benefit firms, households and banks, ECB economy-wide climate stress test finds* », *communiqué de presse*, 6 septembre.

Banque centrale européenne (BCE) (2025a), « Déclaration relative à la stratégie de politique monétaire de la BCE (2025) », 30 juin.

Banque centrale européenne (BCE) (2025b), « Priorités prudentielles pour 2026-2028 », 18 novembre.

Banque centrale européenne (BCE) (2026a), « La BCE va étendre l'utilisation de facteurs climatiques dans le dispositif de garanties de l'Eurosystème aux créances privées sur les sociétés non financières », *communiqué de presse*, 24 juillet.

Banque centrale européenne (BCE) (2026b), « Les émissions de carbone des portefeuilles de la BCE et de l'Eurosystème continuent de baisser », *communiqué de presse*, 15 juin.

European Insurance and Occupational Pensions Authority (EIOPA) and European Central Bank (ECB) (2024), « *Towards a European system for natural catastrophe risk management* », 18 décembre.

Ferdinandusse (M.), Kuik (F.) and Priftis (R.) (2024), « Évaluer les effets macroéconomiques des politiques de transition en matière de changement climatique », *Bulletin économique*, n° 1, BCE.

Ferrando (A.), Groß (J.) and Rariga (J.) (2023), « Le changement climatique, l'investissement vert et le financement des entreprises de la zone euro – résultats de l'enquête SAFE », *Bulletin économique*, n° 6, BCE.

Germannb (M.), Kusmierczyk (P.) and Puyo (C.) (2023), « Résultats du test de résistance au risque climatique du bilan de l'Eurosystème en 2022 », *Bulletin économique,* n° 2, BCE.

Giuzio (M.), Rousová (L.), Kapadia (S.), Kumar (H.), Mazzotta (L.), Parker (M.) et Zafeiris (D.) (2026), « *Climate change, catastrophes, insurance and the macroeconomy* », *European Economic Review*, Vol. 182, février.

Joint Research Centre (2026), « *European agriculture hit hard by exceptionally hot and dry summer* », European Commission, 28 septembre.

Kiel Institute (2026), « *Autumn Forecast Kiel Institute: German economy overcomes recession – structural deficits remain* », 3 septembre.

Köhler-Ulbrich (P.), Schuster (Y.) et Tushteva (N.) (2025), « *Climate performance matters for bank credit in the euro area* », *Le blog de la BCE*, BCE, 10 novembre.

Kuik (F.), Adolfsen (J.F.), Lis (E.M.) et Meyler (A.) (2022), « Évolutions des prix de l'énergie pendant et après la pandémie de COVID-19 : des prix des matières premières aux prix à la consommation », *Bulletin économique*, n° 4, BCE.

Lagarde (C.) (2026), « *Climate, nature and monetary policy* », discours d'introduction lors de la conférence sur le climat, la nature et la politique monétaire organisée par la BCE, Frankfurt School of Finance and Management et CETEX, Francfort-sur-le-Main, 5 mai.

Lane (P.R.) (2026), « *Climate change and monetary policy* », discours liminaire de la conférence sur le climat, la nature et la politique monétaire organisée conjointement par la BCE, le Centre d'expertise sur la transition économique et la Frankfurt School of Finance and Management, Francfort-sur-le-Main, 5 mai.

Nerlich (C.), *et al.* (2025), « *Investing in Europe's green future – Green investment needs, outlook and obstacles to funding the gap* », *Occasional Paper Series*, n° 367, BCE, décembre.

Parker (M.) (2023), « L'impact du changement climatique sur la production potentielle », *Economic Bulletin*, n° 6, BCE.

Schroeder (C.) (2026), « *Employment effects of EU-ETS prices* », *Working Paper Series*, No 3237, BCE.

Work stream on climate change (2021), « *Climate change and monetary policy in the euro area* », *Occasional Paper Series*, No 271, BCE, septembre.

Statistiques

(disponible en anglais uniquement)

Statistics

Contents

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

Further information

Data published by the ECB can be accessed from the ECB Data Portal:	https://data.ecb.europa.eu/
Detailed tables are available in the ”Publications” section of the ECB Data Portal:	https://data.ecb.europa.eu/publications
Methodological definitions, general notes and technical notes to statistical tables can be found in the ”Methodology” section of the ECB Data Portal:	https://data.ecb.europa.eu/methodology
Explanations of terms and abbreviations can be found in the ECB’s statistics glossary:	https://www.ecb.europa.eu/home/glossary/html/glossa.en.html

Conventions used in the tables

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

1 External environment

1.1 Main trading partners, GDP and CPI

	GDP[1] (period-on-period percentage changes)						CPI (annual percentage changes)				
	G20	United States	United Kingdom	Japan	China	Memo item: euro area	United States	United Kingdom (HICP)	Japan	China	Memo item: euro area[2] (HICP)
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
2023	3.3	2.9	0.4	0.9	5.4	0.4	4.1	7.4	3.3	0.2	5.4
2024	3.3	3.0	1.1	0.1	5.0	1.3	2.9	2.5	2.7	0.2	2.4
2025	3.4	2.3	1.2	1.2	5.0	1.2	.	3.4	3.2	0.1	2.1
2025 Q4	0.7	0.1	0.0	0.3	1.1	0.2	.	3.4	2.7	0.6	2.1
2026 Q1	0.8	0.6	0.6	0.5	1.3	0.0	2.7	3.1	1.4	0.8	2.0
Q2	0.7	0.6	0.5	0.4	0.9	0.6	3.9	2.7	1.5	1.1	3.0
Q3	.	.	.	.	1.2	.	3.5	3.2	2.0	0.7	3.3
2026 Apr.	-	-	-	-	-	-	3.8	2.8	1.4	1.2	3.0
May	-	-	-	-	-	-	4.2	2.8	1.5	1.2	3.2
June	-	-	-	-	-	-	3.5	2.6	1.6	1.0	2.8
July	-	-	-	-	-	-	3.4	2.9	1.9	0.5	2.9
Aug.	-	-	-	-	-	-	3.4	3.1	1.9	0.8	3.2
Sep.	-	-	-	-	-	-	3.7	3.5	2.1	0.9	3.8

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	14 801.5	14 291.4	7 862.8	3 107.3	3 245.8	1 653.5	944.6	641.2	75.5	-510.0	7 440.6	6 930.5
2024	15 432.4	14 785.4	8 177.7	3 281.3	3 254.7	1 654.7	948.4	645.5	71.7	-647.0	7 606.6	6 959.6
2025	15 993.3	15 422.3	8 460.5	3 436.1	3 413.1	1 716.8	979.9	710.3	112.7	-571.0	7 772.9	7 201.9
2025 Q3	4 011.3	3 872.3	2 119.8	863.7	856.6	431.7	247.4	175.9	32.2	-138.9	1 940.1	1 801.2
Q4	4 056.1	3 909.9	2 145.2	877.6	866.7	438.6	250.2	176.4	20.4	-146.1	1 955.4	1 809.3
2026 Q1	4 075.3	3 946.2	2 162.2	882.4	872.8	437.9	252.3	181.0	28.9	-129.1	1 968.6	1 839.4
Q2	4 125.8	3 978.0	2 193.5	891.9	882.2	444.9	253.6	182.0	10.5	-147.8	2 086.0	1 938.2
as percentage of GDP												
2025	100.0	96.4	52.9	21.5	21.3	10.7	6.1	4.4	0.7	-3.6	-	-
Chain-linked volumes (prices for the previous year)												
quarter-on-quarter percentage changes												
2025 Q3	0.3	0.5	0.2	0.6	1.0	0.5	1.3	1.7	-	-	0.7	1.2
Q4	0.2	0.2	0.6	0.6	0.6	0.9	0.7	-0.3	-	-	0.4	0.4
2026 Q1	0.0	0.5	0.0	0.5	-0.1	-1.1	0.5	1.6	-	-	-0.5	0.5
Q2	0.6	-0.3	0.4	0.3	0.0	0.1	-0.4	0.0	-	-	3.5	1.7
annual percentage changes												
2023	0.4	0.1	0.7	1.1	2.6	1.0	3.1	6.0	-	-	-1.1	-1.9
2024	1.3	1.0	1.6	2.7	-1.7	-2.1	-0.9	-1.6	-	-	1.3	0.7
2025	1.2	2.0	1.4	1.5	2.8	1.2	2.1	8.1	-	-	1.7	3.4
2025 Q3	1.1	1.7	1.2	1.4	2.9	2.0	3.7	4.0	-	-	2.2	3.5
Q4	1.1	1.8	1.3	1.6	2.8	2.5	3.1	3.1	-	-	2.0	3.5
2026 Q1	0.6	1.5	0.9	2.3	0.2	0.4	3.7	-4.7	-	-	-0.1	1.8
Q2	1.2	1.0	1.2	2.0	1.4	0.4	2.1	3.0	-	-	4.1	3.8
contributions to quarter-on-quarter percentage changes in GDP; percentage points												
2025 Q3	0.3	0.5	0.1	0.1	0.2	0.1	0.1	0.1	0.1	-0.2	-	-
Q4	0.2	0.2	0.3	0.1	0.1	0.1	0.0	0.0	-0.3	0.0	-	-
2026 Q1	0.0	0.5	0.0	0.1	0.0	-0.1	0.0	0.1	0.4	-0.5	-	-
Q2	0.6	-0.3	0.2	0.1	0.0	0.0	0.0	0.0	-0.5	0.9	-	-
contributions to annual percentage changes in GDP; percentage points												
2023	0.4	0.1	0.4	0.2	0.6	0.1	0.2	0.3	-1.1	0.4	-	-
2024	1.3	0.9	0.8	0.6	-0.4	-0.2	-0.1	-0.1	-0.1	0.3	-	-
2025	1.2	1.9	0.7	0.3	0.6	0.1	0.1	0.3	0.3	-0.7	-	-
2025 Q3	1.1	1.6	0.6	0.3	0.6	0.2	0.2	0.2	0.1	-0.5	-	-
Q4	1.1	1.7	0.7	0.3	0.6	0.3	0.2	0.1	0.1	-0.6	-	-
2026 Q1	0.6	1.4	0.5	0.5	0.0	0.0	0.2	-0.2	0.4	-0.8	-	-
Q2	1.2	0.9	0.6	0.4	0.3	0.0	0.1	0.1	-0.4	0.3	-	-

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)											
	Total	Agriculture, forestry and fishing	Manufac-turing energy and utilities	Const-ruction	Trade, transport, accomo-dation and food services	Infor-mation and commu-nication	Finance and insurance	Real estate	Pro-fessional, business and support services	Public administra-tion, education, health and social work	Arts, entertain-ment and other services	Taxes less subsidies on products
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
	Current prices (EUR billions)											
2023	13 391.9	226.1	2 639.5	714.4	2 489.6	704.4	604.1	1 519.3	1 611.6	2 469.6	413.2	1 409.6
2024	13 902.2	234.9	2 643.7	742.6	2 568.7	743.2	637.1	1 582.7	1 690.2	2 623.2	435.8	1 530.2
2025	14 375.0	248.8	2 684.4	776.7	2 640.0	786.0	657.9	1 615.0	1 761.1	2 753.9	451.2	1 618.3
2025 Q3	3 603.2	63.3	665.5	195.5	662.8	197.9	165.4	405.0	443.4	691.1	113.3	408.1
Q4	3 648.8	61.7	678.4	198.3	669.1	200.7	168.3	409.0	448.3	700.9	114.0	407.2
2026 Q1	3 656.2	60.9	670.7	198.3	674.1	201.3	170.4	411.4	451.0	703.9	114.3	419.1
Q2	3 709.9	58.1	692.3	201.1	683.4	205.0	171.1	415.7	455.7	712.4	115.2	415.9
	as percentage of value added											
2025	100.0	1.7	18.7	5.4	18.4	5.5	4.6	11.2	12.3	19.2	3.1	-
	Chain-linked volumes (prices for the previous year)											
	quarter-on-quarter percentage changes											
2025 Q3	0.4	0.6	1.0	0.1	0.2	1.1	0.2	0.0	0.4	0.1	-0.2	-0.1
Q4	0.2	0.4	-0.9	0.5	0.3	1.0	0.7	0.4	0.3	0.5	0.1	0.6
2026 Q1	0.0	0.0	-0.7	-0.8	0.1	0.3	0.0	0.3	0.3	0.1	0.0	0.4
Q2	0.8	-0.1	1.7	0.4	0.7	1.0	-0.5	0.4	0.8	0.5	0.5	-0.4
	annual percentage changes											
2023	0.7	-2.4	-1.5	1.5	0.0	7.2	-3.0	2.3	1.7	0.7	3.2	-1.7
2024	1.3	0.7	1.6	-0.5	0.0	2.9	0.7	1.5	1.8	2.0	1.4	1.2
2025	1.2	4.1	0.7	0.6	1.2	4.5	-0.1	0.7	1.4	1.1	0.1	1.9
2025 Q3	1.1	5.2	0.2	0.9	1.4	4.7	-0.1	0.6	1.6	1.0	-0.5	1.5
Q4	1.1	3.7	-0.1	1.4	1.3	4.2	1.0	1.0	1.7	1.0	0.4	0.5
2026 Q1	0.5	1.7	-2.6	0.0	1.1	3.2	0.5	1.2	1.5	1.1	0.2	1.7
Q2	1.3	1.0	1.0	0.2	1.3	3.5	0.5	1.2	1.8	1.2	0.5	0.5
	contributions to quarter-on-quarter percentage changes in value added; percentage points											
2025 Q3	0.4	0.0	0.2	0.0	0.0	0.1	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	-
Q4	0.2	0.0	-0.2	0.0	0.1	0.1	0.0	0.1	0.0	0.1	0.0	-
2026 Q1	0.0	0.0	-0.1	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	-
Q2	0.8	0.0	0.3	0.0	0.1	0.1	0.0	0.0	0.1	0.1	0.0	-
	contributions to annual percentage changes in value added; percentage points											
2023	0.7	0.0	-0.3	0.1	0.0	0.4	-0.1	0.3	0.2	0.1	0.1	-
2024	1.3	0.0	0.3	0.0	0.0	0.2	0.0	0.2	0.2	0.4	0.0	-
2025	1.2	0.1	0.1	0.0	0.2	0.2	0.0	0.1	0.2	0.2	0.0	-
2025 Q3	1.1	0.1	0.0	0.0	0.3	0.3	0.0	0.1	0.2	0.2	0.0	-
Q4	1.1	0.1	0.0	0.1	0.2	0.2	0.0	0.1	0.2	0.2	0.0	-
2026 Q1	0.5	0.0	-0.5	0.0	0.2	0.2	0.0	0.1	0.2	0.2	0.0	-
Q2	1.3	0.0	0.2	0.0	0.2	0.2	0.0	0.1	0.2	0.2	0.0	-

Sources: Eurostat and ECB calculations.

2 Economic activity

2.3 Employment [1)]

(quarterly data seasonally adjusted; annual data unadjusted)

		By employment status		By economic activity									
	Total	Employees	Self-employed	Agriculture forestry and fishing	Manufacturing, energy and utilities	Construction	Trade, transport, accommodation and food services	Information and communication	Finance and insurance	Real estate	Professional, business and support services	Public administration, education, health and social work	Arts, entertainment and other services
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
Persons employed													
as a percentage of total persons employed													
2023	100.0	85.9	14.1	3.1	14.2	6.4	24.4	3.4	2.3	1.1	14.1	24.7	6.5
2024	100.0	86.0	14.0	3.0	14.0	6.4	24.4	3.4	2.3	1.0	14.1	24.9	6.5
2025	100.0	85.9	14.1	2.9	13.9	6.4	24.4	3.4	2.3	1.1	14.2	25.0	6.5
annual percentage changes													
2023	1.5	1.6	1.0	-1.1	0.8	1.5	2.0	3.8	0.7	1.8	1.9	1.3	1.7
2024	1.0	1.1	0.5	-1.5	0.1	0.6	1.1	2.0	1.4	0.3	1.0	1.8	1.0
2025	0.7	0.7	1.0	-1.3	-0.4	1.1	0.6	0.2	0.6	2.2	1.1	1.2	1.5
2025 Q3	0.6	0.6	1.1	-1.0	-0.4	1.4	0.4	-0.2	0.6	2.2	1.0	1.1	1.4
Q4	0.7	0.6	1.1	-0.5	-0.4	1.5	0.4	-0.8	0.6	0.6	1.3	1.0	1.4
2026 Q1	0.5	0.4	1.4	-0.6	-0.1	1.7	0.3	-1.7	0.7	0.6	0.9	0.9	0.5
Q2	0.5	0.5	0.6	-1.9	-0.4	1.4	0.5	-1.7	1.4	0.7	0.8	1.2	0.5
Hours worked													
as a percentage of total hours worked													
2023	100.0	81.8	18.2	3.9	14.7	7.3	25.2	3.6	2.4	1.1	14.1	21.9	5.9
2024	100.0	82.0	18.0	3.8	14.5	7.3	25.2	3.7	2.4	1.1	14.1	22.1	5.9
2025	100.0	82.1	17.9	3.7	14.4	7.3	25.1	3.7	2.4	1.1	14.2	22.3	6.0
annual percentage changes													
2023	1.7	2.0	0.4	-1.8	1.0	1.5	2.1	4.0	0.8	1.5	2.2	1.7	2.5
2024	1.4	1.6	0.2	-0.6	0.4	0.7	1.3	2.5	1.9	0.6	1.5	2.2	1.7
2025	0.2	0.3	-0.1	-2.0	-1.0	0.6	-0.1	-0.1	0.0	1.0	0.7	1.0	1.8
2025 Q3	0.6	0.6	0.8	-1.8	-0.3	1.2	0.3	-0.3	0.1	2.7	1.1	1.2	1.8
Q4	0.5	0.5	0.5	-1.2	-0.5	1.2	-0.1	-0.6	0.5	-1.8	1.3	1.2	1.6
2026 Q1	0.5	0.4	0.8	-1.3	0.1	1.1	0.3	-1.9	0.1	0.0	0.9	1.2	0.5
Q2	0.6	0.6	0.6	-1.8	-0.1	1.7	0.8	-1.7	0.9	0.7	1.2	1.1	-0.5
Hours worked per person employed													
annual percentage changes													
2023	0.2	0.4	-0.5	-0.7	0.2	0.0	0.1	0.1	0.1	-0.3	0.3	0.4	0.8
2024	0.3	0.5	-0.3	0.9	0.3	0.1	0.2	0.5	0.6	0.3	0.5	0.3	0.6
2025	-0.5	-0.4	-1.0	-0.7	-0.6	-0.5	-0.7	-0.3	-0.5	-1.1	-0.4	-0.2	0.4
2025 Q3	0.0	0.0	-0.3	-0.7	0.0	-0.2	-0.1	-0.1	-0.5	0.4	0.2	0.1	0.4
Q4	-0.2	-0.1	-0.7	-0.7	-0.1	-0.3	-0.5	0.2	-0.1	-2.4	0.0	0.1	0.3
2026 Q1	0.0	0.0	-0.6	-0.7	0.2	-0.7	0.0	-0.2	-0.6	-0.6	0.0	0.3	0.0
Q2	0.1	0.1	0.0	0.1	0.4	0.2	0.3	0.1	-0.5	0.0	0.4	0.0	-0.9

Sources: Eurostat and ECB calculations.
1) Data for employment are based on the ESA 2010.

2 Economic activity

2.4 Labour force, unemployment and job vacancies

(seasonally adjusted, unless otherwise indicated)

	Labour force, millions	Under-employment, % of labour force	Unemployment [1]												Job vacancy rate [3]
			Total		Long-term unemploy-ment, % of labour force [2]	By age				By gender					
						Adult		Youth		Male		Female			
			Millions	% of labour force		Millions	% of labour force	Millions	% of labour force	Millions	% of labour force	Millions	% of labour force		
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13		14
% of total in 2025			100.0			78.7		21.3		51.5		48.5			
2023	173.117	2.9	11.332	6.6	2.4	9.030	5.8	2.302	14.5	5.730	6.2	5.602	6.9		3.0
2024	174.344	2.8	11.102	6.4	2.1	8.756	5.5	2.347	14.7	5.693	6.1	5.409	6.7		2.6
2025	175.918	2.8	11.182	6.4	2.1	8.798	5.5	2.384	14.9	5.764	6.2	5.418	6.6		2.2
2025 Q3	175.996	2.8	11.295	6.4	2.0	8.904	5.6	2.391	15.0	5.816	6.2	5.480	6.6		2.1
Q4	176.256	2.8	11.075	6.3	2.0	8.663	5.4	2.412	15.1	5.719	6.1	5.356	6.5		2.2
2026 Q1	176.366	2.8	11.061	6.3	2.0	8.657	5.4	2.404	15.1	5.655	6.0	5.406	6.5		2.3
Q2	176.766	2.8	11.299	6.4	2.0	8.876	5.5	2.423	15.2	5.861	6.2	5.438	6.6		.
2026 Mar.	-	-	11.310	6.4	-	8.877	5.5	2.432	15.3	5.796	6.2	5.514	6.7		-
Apr.	-	-	11.276	6.4	-	8.860	5.5	2.416	15.2	5.800	6.2	5.476	6.6		-
May	-	-	11.235	6.4	-	8.812	5.5	2.422	15.2	5.778	6.2	5.456	6.6		-
June	-	-	11.318	6.4	-	8.902	5.5	2.416	15.2	5.837	6.2	5.482	6.6		-
July	-	-	11.331	6.4	-	8.931	5.6	2.400	15.1	5.814	6.2	5.517	6.7		-
Aug.	-	-	11.357	6.4	-	8.966	5.6	2.391	15.0	5.807	6.2	5.551	6.7		-

Sources: Eurostat and ECB calculations.
1) Where annual and quarterly Labour Force Survey data have not yet been published, they are estimated as simple averages of the monthly data. Fully break-free euro area and EU time-series were published for the first time in February 2022, following the implementation of the Integrated European Social Statistics Framework Regulation in 2021. For details of the break correction, see Eurostat (2024) EU labour force survey – correction for breaks in time series, Statistics Explained, updated 13 September 2024.
2) Not seasonally adjusted.
3) The job vacancy rate is equal to the number of job vacancies divided by the sum of the number of occupied posts and the number of job vacancies, expressed as a percentage. Data are non-seasonally adjusted and cover industry, construction and services (excluding households as employers and extra-territorial organisations and bodies).

2.5 Short-term business statistics

	Industrial production						Construc-tion production	Retail sales				Services produc-tion [1]	New passenger car regis-trations
	Total (excluding construction)		Main Industrial Groupings										
	Total	Manu-facturing	Inter-mediate goods	Capital goods	Consumer goods	Energy		Total	Food, beverages, tobacco	Non-food	Fuel		
	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	2.4	-1.9	-2.4	-1.2	-1.5	2.3	14.6
2024	-3.0	-3.2	-4.0	-4.9	-0.1	-0.1	-1.4	1.3	0.8	1.8	0.6	1.5	0.0
2025	1.7	1.7	-0.7	1.1	5.6	1.1	2.3	2.4	1.5	3.2	2.3	2.1	1.2
2025 Q4	1.9	1.9	0.5	2.8	2.5	1.5	2.2	2.4	1.3	3.1	1.9	0.9	3.5
2026 Q1	-1.9	-2.4	-1.4	1.1	-8.5	2.2	-3.2	2.0	1.3	2.9	0.9	0.8	3.1
Q2	0.0	-0.1	0.8	1.7	-4.3	1.2	-0.2	1.4	1.3	2.6	-4.8	1.6	6.1
Q3	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	6.0
2026 Apr.	0.2	0.2	0.9	3.3	-5.5	1.6	-0.1	1.0	1.1	1.9	-4.8	1.5	4.5
May	-0.1	-0.2	1.3	2.7	-6.5	1.4	0.5	1.9	2.1	2.9	-5.6	2.0	6.8
June	-0.2	-0.3	0.3	-0.6	-0.9	0.5	-1.5	1.4	0.7	2.9	-4.1	1.3	6.9
July	-0.3	-0.8	0.2	1.6	-4.5	3.4	-1.7	0.4	1.2	0.4	-2.9	1.5	4.1
Aug.	-1.1	-1.7	-0.4	3.0	-8.3	3.1	1.4	0.8	1.6	1.7	-3.7	.	4.4
Sep.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	9.4
month-on-month percentage changes (s.a.)													
2026 Apr.	0.2	0.4	0.8	-0.4	2.8	-0.4	0.0	-0.4	0.7	-0.6	-3.4	0.5	0.0
May	0.2	0.0	-0.4	0.4	2.8	2.6	0.1	0.2	0.3	0.5	-1.6	0.6	-0.1
June	-0.1	-0.2	-0.8	-1.7	2.5	1.3	-1.6	0.3	-0.5	0.6	1.9	-0.3	-1.5
July	-0.3	-0.4	0.2	0.7	-2.4	0.0	0.2	-0.6	-0.1	-1.2	-0.2	0.4	0.7
Aug.	-0.5	-0.4	-0.8	0.4	-2.4	-0.6	1.8	0.1	0.1	0.5	-1.9	.	-0.5
Sep.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	5.6

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

2 Economic activity

2.6 Opinion surveys
(seasonally adjusted)

	European Commission Business and Consumer Surveys (percentage balances, unless otherwise indicated)							
	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
1999-22	117.7	14.3	39.5	.	9.1	3.7	17.2	.
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 Q4	97.0	-8.8	77.9	-12.9	-1.5	-6.6	4.9	89.9
2026 Q1	98.0	-7.1	78.0	-13.7	-1.9	-6.3	6.0	89.8
Q2	94.5	-7.5	78.2	-19.0	-3.8	-9.8	3.6	90.0
Q3	97.8	-4.9	78.3	-16.0	-5.1	-6.5	5.6	90.1
2026 May	94.3	-7.6	.	-18.9	-4.0	-10.6	3.7	.
June	95.6	-7.4	.	-17.7	-4.7	-9.2	4.4	.
July	97.1	-5.9	78.3	-15.9	-5.1	-6.9	5.0	90.1
Aug.	98.4	-5.0	.	-15.5	-5.0	-6.3	5.6	.
Sep.	97.9	-3.8	.	-16.5	-5.0	-6.4	6.1	.
Oct.	.	.	.	-17.9	.	.	.	.

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

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
2023	14.2	83.8	1.3	1.9	2.8	3.9	1.4	37.3	6.0	68.6	1.8	4.0	0.9
2024	15.1	80.5	2.7	2.3	-8.1	5.6	4.6	35.7	4.4	67.1	2.0	1.1	1.1
2025	14.8	80.6	0.8	2.6	3.3	4.8	4.4	35.4	4.0	65.5	2.2	5.5	1.5
2025 Q3	14.9	80.5	0.5	2.6	4.8	4.7	4.7	35.3	4.0	66.0	2.2	4.1	1.4
Q4	14.8	80.6	0.6	2.6	6.3	4.8	4.4	35.4	4.0	65.5	2.2	0.8	1.5
2026 Q1	14.7	80.4	0.8	2.8	4.4	4.2	3.9	35.2	4.1	65.5	2.2	1.3	1.4
Q2	14.5	80.3	0.0	2.7	3.2	5.1	3.6	35.0	4.0	66.1	2.6	-1.1	1.7

Sources: ECB and Eurostat.
1) Based on four-quarter cumulated sums of saving, debt and gross disposable income (adjusted for the change in pension entitlements).
2) Financial assets (net of financial liabilities) and non-financial assets. Non-financial assets consist mainly of housing wealth (residential structures and land). They also include non-financial assets of unincorporated enterprises classified within the household sector.
3) The profit rate is gross entrepreneurial income (broadly equivalent to cash flow) divided by gross value added.
4) Defined as consolidated loans and debt securities liabilities.

2 Economic activity

2.8 Euro area balance of payments, current and capital accounts

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

	Current account											Capital account [1]	
	Total			Goods		Services		Primary income		Secondary income			
	Credit	Debit	Balance	Credit	Debit	Credit	Debit	Credit	Debit	Credit	Debit	Credit	Debit
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
2025 Q3	1 486.1	1 422.1	64.0	710.2	632.0	393.4	364.2	333.4	329.9	49.1	96.1	25.0	22.3
Q4	1 509.5	1 443.8	65.7	711.5	637.1	399.1	352.3	348.5	350.5	50.3	103.8	47.1	24.1
2026 Q1	1 535.3	1 461.2	74.1	714.7	654.9	410.9	372.2	359.1	332.0	50.7	102.0	37.4	26.7
Q2	1 609.0	1 552.0	57.0	786.4	711.0	425.1	391.5	348.0	349.5	49.6	100.0	26.9	14.5
2026 Mar.	513.6	503.1	10.5	239.4	230.2	137.7	124.4	120.2	113.8	16.3	34.8	11.6	4.9
Apr.	534.8	523.2	11.6	261.8	237.2	141.1	129.4	115.1	123.4	16.7	33.2	7.3	4.2
May	533.8	517.0	16.8	261.0	237.2	142.3	132.6	114.9	113.7	15.5	33.5	7.8	5.8
June	540.5	511.8	28.7	263.5	236.6	141.6	129.6	117.9	112.4	17.4	33.2	11.8	4.4
July	537.4	510.2	27.2	262.9	229.0	140.1	127.7	118.1	118.7	16.3	34.8	11.9	5.2
Aug.	533.1	524.4	8.7	258.8	240.5	140.5	127.6	117.4	121.8	16.5	34.5	7.6	6.1
12-month cumulated transactions													
2026 Aug.	6 219.9	5 969.5	250.3	2 973.9	2 683.5	1 647.4	1 494.2	1 398.5	1 384.3	200.1	407.6	140.5	86.3
12-month cumulated transactions as a percentage of GDP													
2026 Aug.	38.2	36.7	1.5	18.3	16.5	10.1	9.2	8.6	8.5	1.2	2.5	0.9	0.5

Source: ECB.
1) The capital account is not seasonally adjusted.

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

(seasonally adjusted, unless otherwise indicated)

	Total (n.s.a.)		Exports (f.o.b.)					Imports (c.i.f.)					
			Total				Memo item:	Total				Memo items:	
	Exports	Imports	Total	Intermediate goods	Capital goods	Consumption goods	Manufacturing	Total	Intermediate goods	Capital goods	Consumption goods	Manufacturing	Oil
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
Values (EUR billions; annual percentage changes for columns 1 and 2)													
2025 Q3	1.4	2.2	724.1	339.8	145.8	222.5	600.5	698.9	380.5	121.3	179.0	514.2	64.6
Q4	0.3	0.2	719.4	332.0	145.3	223.5	592.9	695.1	375.5	124.4	176.0	518.6	57.6
2026 Q1	-6.4	-0.4	725.4	342.3	144.5	220.1	589.3	713.1	389.5	128.8	179.0	523.6	64.9
Q2	6.4	11.8	768.1	361.8	157.7	229.5	622.8	777.5	436.1	137.8	187.8	550.3	93.5
2026 Mar.	-5.2	6.8	246.9	117.0	49.4	73.8	198.2	248.7	137.0	44.6	61.8	179.0	26.6
Apr.	4.7	9.9	254.2	122.3	51.0	75.0	204.9	255.1	144.0	45.1	60.9	178.7	32.2
May	0.2	10.8	255.9	120.6	51.5	78.1	207.5	262.9	147.8	46.2	63.9	184.5	33.6
June	14.6	14.8	258.0	118.9	55.1	76.4	210.5	259.5	144.3	46.5	62.9	187.2	27.7
July	8.8	9.1	260.3	122.3	52.7	78.4	211.8	259.0	142.0	46.6	64.0	190.2	27.0
Aug.	9.9	16.7	257.2	.	.	.	205.1	264.0	.	.	.	187.4	.
Volume indices (2000 = 100; annual percentage changes for columns 1 and 2)													
2025 Q3	0.1	2.8	94.5	87.2	95.2	105.5	94.9	102.4	96.6	105.0	112.4	103.3	140.7
Q4	-0.9	2.1	92.2	84.0	92.1	105.5	91.7	102.6	95.6	106.7	111.3	104.3	141.2
2026 Q1	-5.6	1.5	92.1	84.7	92.9	104.3	90.8	102.2	95.2	107.5	112.1	103.8	145.4
Q2	1.4	2.9	94.6	86.9	98.8	105.2	93.8	103.7	97.3	110.5	113.9	105.3	152.1
2026 Feb.	-5.1	1.0	92.7	85.9	93.4	104.8	91.9	102.5	95.9	106.9	110.9	103.8	145.2
Mar.	-4.6	6.6	92.7	85.3	93.4	103.6	89.8	104.3	98.5	111.2	115.3	106.1	151.5
Apr.	1.8	2.9	95.0	88.9	95.2	105.4	93.8	102.9	96.7	110.0	113.0	104.4	147.8
May	-5.4	0.2	93.5	85.6	96.7	105.1	92.7	103.7	97.2	110.1	114.1	105.0	160.9
June	8.0	5.7	95.4	86.1	104.6	105.0	94.8	104.4	97.9	111.3	114.7	106.5	147.7
July	1.0	0.2	95.2	87.2	95.7	107.6	94.4	102.8	96.6	107.2	115.0	105.1	150.2

Source: 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: 2025 = 100	Total		Goods	Services	Total	Processed food	Unprocessed food	Non-energy industrial goods	Energy (n.s.a.)	Services	Total HICP excluding administered prices	Administered prices
		Total	Total excluding food and energy										
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
% of total in 2026	100.0	100.0	72.0	53.2	46.8	100.0	13.8	5.1	25.2	9.0	46.8	87.5	12.5
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 Q4	100.6	2.1	2.4	0.9	3.4	0.4	0.4	0.1	0.1	-0.1	0.8	2.0	2.3
2026 Q1	100.9	2.0	2.3	1.0	3.3	0.8	0.1	2.0	0.2	3.3	0.7	2.0	2.2
Q2	103.1	3.0	2.4	2.8	3.2	1.1	0.0	0.8	0.3	6.3	0.9	3.0	3.2
Q3	103.7	3.3	2.5	3.4	3.2	0.9	0.1	0.3	0.5	4.3	0.7	3.2	3.9
2026 Apr.	103.0	3.0	2.2	3.1	3.0	0.5	0.0	0.7	0.2	3.0	0.4	3.0	3.0
May	103.1	3.2	2.6	2.9	3.5	0.0	0.0	-0.4	0.1	-1.2	0.3	3.2	3.2
June	103.0	2.8	2.4	2.3	3.2	-0.1	0.0	-0.5	0.0	-1.8	0.2	2.7	3.3
July	103.2	2.9	2.5	2.6	3.3	0.5	0.1	0.0	0.3	2.7	0.3	2.9	3.6
Aug.	103.7	3.2	2.4	3.4	3.0	0.5	0.0	0.5	0.2	2.9	0.2	3.2	3.9
Sep.	104.3	3.8	2.5	4.2	3.2	0.6	0.0	1.0	0.0	4.0	0.3	3.7	4.2

	Goods						Services					
	Food (including alcoholic beverages and tobacco)			Industrial goods			Housing		Transport	Communication	Recreation and personal care	Miscellaneous
	Total	Processed food	Unprocessed food	Total	Non-energy industrial goods	Energy	Total	Rents				
	14	15	16	17	18	19	20	21	22	23	24	25
% of total in 2026	18.9	13.8	5.1	34.2	25.2	9.0	9.6	5.8	6.8	2.1	18.2	10.0
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 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
2026 Q1	2.5	1.8	4.3	0.2	0.5	-0.7	3.1	2.8	3.2	0.2	3.8	3.2
Q2	1.9	1.2	3.9	3.2	0.8	10.1	3.1	2.7	3.6	1.4	3.4	3.1
Q3	1.2	0.5	3.1	4.7	1.1	14.5	3.1	2.7	3.6	1.7	3.2	2.9
2026 Apr.	2.4	1.6	4.6	3.5	0.8	10.8	3.1	2.7	2.7	0.9	3.2	3.1
May	1.9	1.1	4.0	3.5	0.9	10.8	3.1	2.7	4.5	1.7	3.6	3.1
June	1.5	0.9	3.1	2.8	0.7	8.5	3.1	2.7	3.7	1.6	3.3	3.1
July	1.2	0.7	2.4	3.5	0.9	10.3	3.1	2.7	4.0	2.0	3.3	2.9
Aug.	1.1	0.5	2.7	4.7	1.2	14.3	3.1	2.6	3.4	1.9	2.8	3.0
Sep.	1.3	0.4	4.0	5.8	1.1	18.9	3.0	2.6	3.4	1.3	3.5	3.0

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]												
		Total		Industry excluding construction and energy						Energy	Construction [2]	Residential property prices	Experimental indicator of commercial property prices [3]
							Consumer goods						
	Total (index: 2021 = 100)	Total	Manufacturing	Total	Intermediate goods	Capital 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	-1.0	-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	2.2	-4.7
2025	125.1	0.4	0.4	1.1	0.4	1.7	2.2	1.7	1.6	-0.8	1.0	5.3	2.3
2025 Q3	124.2	-0.1	0.5	1.0	-0.1	1.7	2.4	2.0	1.5	-2.3	1.1	5.2	1.7
Q4	124.6	-1.2	0.6	1.0	0.5	1.7	2.0	0.9	1.8	-6.0	1.8	5.1	1.8
2026 Q1	126.5	-1.1	1.4	1.2	1.6	1.6	1.3	-0.2	1.7	-5.7	1.9	4.6	.
Q2	129.9	5.1	5.8	2.7	5.2	2.3	0.7	-1.0	2.1	11.7	3.6	4.0	.
2026 Mar.	129.0	2.0	3.7	1.4	2.0	1.7	1.1	-0.5	1.7	4.0	-	-	-
Apr.	129.8	4.9	6.1	2.3	3.9	2.2	0.8	-0.8	1.9	12.4	-	-	-
May	130.1	5.9	6.2	2.8	5.5	2.3	0.7	-1.0	2.2	14.0	-	-	-
June	129.7	4.6	5.1	3.0	6.1	2.3	0.5	-1.2	2.3	8.8	-	-	-
July	131.8	5.8	5.8	3.1	6.3	2.5	0.4	-1.2	2.3	13.0	-	-	-
Aug.	134.3	8.2	7.0	3.4	6.8	2.6	0.4	-1.2	2.5	21.0	-	-	-

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 column 13 exclude 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)					
			Domestic demand							Import-weighted [2]			Use-weighted [2]		
	Total (s.a.; index: 2020 = 100)	Total	Total	Private consumption	Government consumption	Gross fixed capital formation	Exports [1]	Imports [1]		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	114.1	6.3	5.0	6.3	4.0	4.1	0.7	-2.1	83.7	-13.2	-14.1	-12.3	-14.0	-14.6	-13.4
2024	117.5	3.0	2.5	2.4	2.8	2.0	0.9	-0.3	82.0	2.7	2.5	3.0	3.7	3.9	3.5
2025	120.3	2.4	2.3	2.0	3.2	2.0	0.5	0.1	69.9	-0.6	0.2	-1.2	-1.1	-0.6	-1.6
2025 Q4	121.5	2.5	2.3	2.3	3.4	1.9	-0.4	-1.0	64.3	-4.8	-9.5	-0.8	-7.3	-11.7	-2.8
2026 Q1	122.1	2.4	1.9	2.1	2.4	2.2	0.7	-0.4	82.9	-6.6	-17.1	2.8	-7.9	-14.3	-0.9
Q2	122.8	2.4	2.7	3.0	2.5	3.1	3.9	4.5	109.4	6.4	-5.4	16.6	5.4	-3.0	14.4
Q3	.	.	.	.	.	.	.	.	99.8	9.2	6.4	11.5	7.2	4.5	9.8
2026 Apr.	-	-	-	-	-	-	-	-	133.1	4.7	-7.9	15.9	4.1	-4.1	13.1
May	-	-	-	-	-	-	-	-	111.7	6.7	-6.6	18.6	6.0	-3.2	15.9
June	-	-	-	-	-	-	-	-	86.0	7.7	-1.5	15.5	6.1	-1.7	14.1
July	-	-	-	-	-	-	-	-	82.4	9.8	8.7	10.6	7.6	6.0	9.2
Aug.	-	-	-	-	-	-	-	-	93.7	8.4	4.7	11.4	6.5	3.6	9.3
Sep.	-	-	-	-	-	-	-	-	123.5	9.5	6.0	12.4	7.4	3.8	10.9

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.

3 Prices and costs

3.4 Price-related opinion surveys
(seasonally adjusted)

	European Commission Business and Consumer Surveys (percentage balance)				
	Selling price expectations (for next three months)				Consumer price trends over past 12 months
	Manufacturing	Retail trade	Services	Construction	
	1	2	3	4	5
1999-22	48.0	50.7	25.8	40.7	68.9
2023	9.0	28.8	19.6	15.0	75.6
2024	6.1	14.6	15.2	4.7	55.9
2025	9.0	16.9	14.0	4.7	48.9
2025 Q4	10.0	17.9	13.6	7.8	48.4
2026 Q1	14.2	18.3	14.6	8.8	46.7
Q2	26.3	27.0	16.3	16.6	56.5
Q3	18.5	22.0	13.8	10.5	55.2
2026 Apr.	29.6	27.6	17.6	19.2	56.5
May	26.7	26.9	16.6	17.2	57.4
June	22.5	26.6	14.7	13.3	55.5
July	18.2	22.5	13.7	9.2	53.8
Aug.	16.9	22.0	14.0	8.5	54.9
Sep.	20.3	21.6	13.6	13.9	56.8

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

3.5 Labour cost indices
(annual percentage changes, unless otherwise indicated)

			By component		For selected economic activities		
	Total (index: 2020=100)	Total	Wages and salaries	Employers' social contributions	Business economy	Mainly non-business economy	Memo item: Indicator of negotiated wages [1]
	1	2	3	4	5	6	7
% of total in 2020	100.0	100.0	75.3	24.7	69.0	31.0	
2023	110.6	4.9	4.7	5.5	5.2	4.2	4.5
2024	115.8	4.7	4.7	4.7	4.7	4.6	4.6
2025	120.2	3.7	3.6	4.1	3.9	3.4	2.9
2025 Q3	116.2	3.5	3.3	3.9	3.5	3.4	2.0
Q4	127.2	3.7	3.4	4.5	3.5	4.1	2.9
2026 Q1	116.2	3.3	3.4	2.8	3.3	3.2	2.6
Q2	128.6	3.1	3.0	3.2	3.0	3.1	2.4

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

3 Prices and costs

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

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

			By economic activity									
	Total (index: 2020 =100)	Total	Agriculture, forestry andfishing	Manu-facturing, energy and utilities	Con-struction	Trade, transport, accom-modation and food services	Information and commu-nication	Finance and insurance	Real estate	Professional, business and support services	Public ad-ministration, education, health and social work	Arts, enter-tainment and other services
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
Unit labor costs												
2023	109.5	6.5	6.9	8.2	4.9	7.6	1.1	10.7	3.1	6.2	5.5	4.1
2024	114.1	4.2	3.7	2.8	5.4	5.3	3.5	5.8	3.1	4.0	4.3	4.6
2025	117.9	3.3	-1.3	2.5	4.6	3.3	-0.3	4.5	4.3	3.5	4.3	4.9
2025 Q3	118.2	3.4	-2.4	3.3	4.4	3.1	-0.4	4.4	5.0	3.2	4.1	6.4
Q4	119.1	3.3	-1.6	3.2	3.4	2.9	-0.9	3.7	3.6	2.8	4.4	4.1
2026 Q1	120.1	3.6	0.8	6.0	5.0	3.1	-0.3	3.9	4.2	3.2	3.3	4.3
Q2	120.5	2.6	0.6	2.2	4.8	2.3	-0.3	4.0	3.3	2.2	3.1	3.2
Compensation per employee												
2023	115.1	5.4	5.5	5.8	4.9	5.6	4.4	6.5	3.6	6.0	4.8	5.7
2024	120.2	4.5	6.0	4.4	4.3	4.1	4.3	5.2	4.3	4.7	4.5	5.0
2025	124.9	3.8	4.0	3.6	4.0	3.9	4.1	3.8	2.7	3.9	4.1	3.6
2025 Q3	125.4	4.0	3.8	4.0	3.9	4.1	4.5	3.7	3.3	3.8	4.0	4.3
Q4	126.6	3.7	2.6	3.5	3.4	3.8	4.2	4.1	3.9	3.1	4.4	3.1
2026 Q1	127.5	3.6	3.1	3.3	3.2	3.8	4.6	3.7	4.9	3.8	3.4	4.0
Q2	128.6	3.3	3.6	3.7	3.5	3.2	4.9	3.0	3.7	3.2	3.1	3.2
Labour productivity per person employed												
2023	105.1	-1.1	-1.3	-2.3	-0.1	-1.9	3.3	-3.8	0.5	-0.2	-0.6	1.5
2024	105.3	0.2	2.2	1.5	-1.1	-1.1	0.8	-0.6	1.2	0.7	0.2	0.3
2025	105.9	0.5	5.4	1.1	-0.5	0.6	4.4	-0.7	-1.5	0.3	-0.1	-1.3
2025 Q3	106.1	0.5	6.3	0.6	-0.5	0.9	4.9	-0.7	-1.6	0.7	-0.1	-1.9
Q4	106.2	0.4	4.2	0.3	0.0	0.8	5.1	0.4	0.3	0.3	0.0	-1.0
2026 Q1	106.1	0.1	2.3	-2.5	-1.7	0.7	4.9	-0.1	0.6	0.6	0.1	-0.3
Q2	106.7	0.7	3.0	1.5	-1.2	0.9	5.3	-0.9	0.4	1.0	0.1	0.0
Compensation per hour worked												
2023	108.7	4.9	5.3	5.6	4.5	5.2	4.3	6.3	3.7	5.4	4.4	4.7
2024	113.0	4.0	4.4	3.9	3.8	3.7	3.9	4.6	3.7	3.9	4.1	4.2
2025	117.8	4.2	3.6	4.2	4.3	4.3	4.5	4.4	4.6	4.4	4.3	3.1
2025 Q3	117.8	4.0	4.1	3.9	4.1	3.8	5.0	4.3	4.5	4.1	3.8	4.1
Q4	118.7	3.8	2.3	3.5	3.8	4.2	4.1	4.2	6.8	3.2	4.2	2.4
2026 Q1	119.8	3.6	4.0	3.1	4.0	3.8	5.0	4.2	5.9	3.6	3.0	3.9
Q2	120.8	3.2	4.1	3.3	3.6	2.8	4.9	3.4	4.3	2.8	3.1	4.1
Hourly labour productivity												
2023	99.1	-1.3	-0.6	-2.5	-0.1	-2.0	3.1	-3.8	0.8	-0.5	-1.0	0.7
2024	99.0	-0.1	1.3	1.2	-1.2	-1.3	0.3	-1.2	0.8	0.2	-0.1	-0.3
2025	99.9	1.0	6.2	1.7	-0.1	1.3	4.7	-0.1	-0.4	0.7	0.1	-1.6
2025 Q3	99.8	0.5	7.1	0.6	-0.3	1.0	5.0	-0.2	-2.1	0.5	-0.2	-2.3
Q4	99.7	0.6	4.9	0.4	0.3	1.3	4.9	0.4	2.8	0.4	-0.2	-1.3
2026 Q1	99.8	0.1	3.0	-2.7	-1.1	0.8	5.1	0.5	1.2	0.6	-0.2	-0.3
Q2	100.3	0.6	2.9	1.1	-1.5	0.5	5.2	-0.5	0.4	0.6	0.1	0.9

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 deposits (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	5.01	-0.03
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	4.24	0.47
2026 Apr.	1.93	1.97	2.18	2.45	2.75	3.64	0.73
May	1.93	1.96	2.23	2.54	2.80	3.59	0.73
June	2.04	2.15	2.34	2.60	2.80	3.63	0.84
July	2.18	2.21	2.43	2.65	2.86	3.62	0.98
Aug.	2.19	2.22	2.51	2.71	2.95	3.64	0.98
Sep.	2.31	2.41	2.64	2.92	3.25	3.76	1.05

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
2026 Apr.	2.20	2.51	2.61	2.73	3.09	0.59	0.72	1.40	2.72	2.68	3.05	3.77
May	2.20	2.41	2.50	2.65	3.02	0.60	0.72	1.54	2.57	2.59	2.99	3.69
June	2.28	2.43	2.48	2.58	2.92	0.49	0.54	1.47	2.53	2.51	2.88	3.57
July	2.38	2.65	2.76	2.89	3.23	0.58	0.73	1.52	2.86	2.87	3.18	3.88
Aug.	2.42	2.71	2.86	3.01	3.34	0.63	0.68	1.44	2.96	3.01	3.29	3.98
Sep.	2.50	2.96	3.16	3.29	3.58	0.62	0.82	1.32	3.32	3.35	3.53	4.13

Source: LSEG and ECB calculations.
1) Data refer to the changing composition of the euro area.
2) ECB calculations based on underlying data provided by Euro MTS Ltd and ratings provided by Fitch Ratings.

4.3 Stock market indices
(index levels in points; period averages)

	Dow Jones EURO STOXX Indices												United States	Japan
	Benchmark		Main industry indices											
	Broad index	50	Basic materials	Consumer services	Consumer goods	Oil and gas	Financials	Industrials	Technology	Utilities	Telecoms	Health care	Standard & Poor's 500	Nikkei 225
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
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
2026 Apr.	629.5	5 880.4	1 051.6	239.5	154.3	214.2	382.8	1 235.8	1 252.9	584.3	400.3	829.5	6 957.0	57 245.8
May	638.1	5 942.2	1 048.2	237.5	155.1	217.8	384.9	1 246.4	1 374.0	569.6	426.2	786.0	7 412.6	62 773.7
June	659.8	6 179.0	1 056.2	246.0	158.3	204.8	402.7	1 262.5	1 548.9	576.0	419.6	805.5	7 450.0	68 340.5
July	666.9	6 291.7	1 077.7	244.7	164.9	200.9	429.7	1 265.1	1 477.6	589.3	381.8	841.0	7 481.3	66 505.6
Aug.	682.1	6 483.6	1 101.9	242.4	161.5	208.5	450.1	1 320.7	1 502.2	570.6	385.2	844.3	7 711.3	66 377.8
Sep.	666.1	6 316.4	1 100.4	230.1	157.0	210.5	448.8	1 252.9	1 471.6	554.3	378.2	824.9	7 669.4	65 048.2

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					
			With an agreed maturity of:				By initial period of rate fixation		APRC [3)]		By initial period of rate fixation				APRC [3)]	Composite cost-of-borrowing indicator
	Overnight	Redeemable at notice of up to 3 months	Up tp 2 years	Over 2 years			Floating rate and up to 1 year	Over 1 year			Floating rate and up to 1 year	Over 1 and up to 5 years	Over 5 and up to 10 years	Over 10 years		
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16
2025 Sep.	0.25	1.21	1.76	2.14	7.34	16.42	6.75	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	16.45	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	16.45	6.35	7.25	7.91	4.01	3.55	3.37	3.48	3.13	3.59	3.32
2026 Jan.	0.25	1.23	1.79	2.30	7.27	16.52	7.17	7.62	8.37	4.13	3.51	3.38	3.51	3.23	3.65	3.35
Feb.	0.26	1.17	1.80	2.24	7.26	16.45	6.83	7.59	8.27	4.20	3.48	3.37	3.55	3.26	3.66	3.37
Mar.	0.26	1.17	1.84	2.27	7.30	16.50	7.02	7.51	8.16	4.12	3.50	3.36	3.52	3.24	3.64	3.35
Apr.	0.27	1.17	1.88	2.40	7.23	16.47	7.11	7.66	8.34	4.30	3.56	3.43	3.61	3.31	3.72	3.44
May	0.27	1.17	1.93	2.37	7.19	16.45	7.18	7.68	8.43	4.38	3.60	3.47	3.66	3.32	3.76	3.48
June	0.28	1.17	2.06	2.55	7.29	16.51	7.20	7.54	8.22	4.36	3.65	3.53	3.67	3.34	3.77	3.51
July	0.28	1.18	2.12	2.58	7.32	16.53	7.45	7.60	8.31	4.48	3.69	3.58	3.74	3.35	3.81	3.54
Aug. [p]	0.29	1.25	2.16	2.61	7.28	16.54	7.58	7.96	8.59	4.56	3.86	3.60	3.80	3.43	3.91	3.60

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
		With an agreed maturity of:			Up to EUR 0.25 million			over EUR 0.25 and up to 1 million			over EUR 1 million			
	Overnight	Up tp 2 years	Over 2 years		Floating rate and up to 3 months	Over 3 months and up to 1 year	Over 1 year	Floating rate and up to 3 months	Over 3 months and up to 1 year	Over 1 year	Floating rate and up to 3 months	Over 3 months and up to 1 year	Over 1 year	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
2025 Sep.	0.52	1.90	2.30	3.69	3.59	4.11	4.90	3.50	3.37	3.62	3.14	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	3.63	3.66	4.18	4.88	3.49	3.45	3.60	3.15	3.32	3.55	3.50
Dec.	0.52	1.94	2.48	3.67	3.64	4.09	4.82	3.52	3.41	3.64	3.30	3.55	3.60	3.57
2026 Jan.	0.52	1.90	2.42	3.67	3.59	4.07	4.71	3.57	3.41	3.71	3.29	3.45	3.59	3.57
Feb.	0.53	1.90	2.36	3.65	3.65	4.14	4.80	3.55	3.42	3.70	3.19	3.14	3.63	3.51
Mar.	0.54	1.95	2.52	3.66	3.64	4.30	4.83	3.54	3.52	3.71	3.28	3.52	3.59	3.58
Apr.	0.54	1.99	2.72	3.69	3.70	4.33	4.85	3.59	3.59	3.82	3.32	3.51	3.68	3.62
May	0.53	2.03	2.61	3.70	3.78	4.47	5.10	3.64	3.74	3.88	3.28	3.58	3.75	3.63
June	0.59	2.20	2.66	3.82	3.91	4.46	5.05	3.72	3.76	3.89	3.55	3.67	3.77	3.79
July	0.61	2.25	2.84	3.86	3.83	4.45	5.02	3.84	3.83	3.93	3.48	3.84	3.84	3.80
Aug. [p]	0.61	2.25	2.73	3.92	3.93	4.52	5.04	3.90	3.87	3.99	3.34	3.78	3.94	3.77

Source: ECB.
1) Data refer to the changing composition of the euro area.
2) In accordance with the ESA 2010, in December 2014 holding companies of non-financial groups were reclassified from the non-financial corporations sector to the financial corporations sector.

4 Financial market developments

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

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

	Outstanding amounts							Gross issues [1]						
	Total	MFIs	Non-MFI corporations			General government		Total	MFIs	Non-MFI corporations			General government	
			Financial corporations other than MFIs		Non-financial corporations	Total	of which central government			Financial corporations other than MFIs		Non-financial corporations	Total	of which central government
			Total	FVCs						Total	FVCs			
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
Short-term														
2023	1 575.5	623.7	165.6	104.5	84.5	701.8	659.1	537.3	242.2	117.9	91.8	48.6	128.5	104.6
2024	1 600.5	581.1	206.3	120.0	71.3	741.8	674.7	517.3	206.2	133.9	105.3	39.9	137.3	110.3
2025	1 626.2	575.5	227.2	141.9	77.7	745.8	662.7	553.9	224.7	152.7	120.8	41.9	134.7	107.8
2026 Apr.	1 679.0	579.1	213.5	119.0	100.4	786.0	700.2	633.4	224.1	173.4	130.3	62.0	173.9	144.9
May	1 689.9	580.3	218.9	120.5	96.8	793.8	710.0	588.9	213.4	174.1	125.8	52.6	148.8	123.9
June	1 751.1	607.8	237.0	131.0	92.4	813.9	731.1	662.4	246.4	204.3	149.1	54.2	157.5	136.9
July	1 725.7	599.7	227.3	115.1	94.7	804.0	728.1	648.5	238.8	196.9	142.4	52.8	159.9	135.6
Aug.	1 736.4	625.1	222.4	109.1	94.9	794.0	722.9	578.0	246.1	172.7	125.1	38.9	120.4	105.8
Sep.	1 730.1	617.8	215.0	98.8	85.5	811.7	744.7	631.2	216.4	191.5	130.3	49.3	174.0	160.7
Long-term														
2023	19 435.7	4 452.7	3 268.8	1 429.4	1 531.7	10 182.4	9 443.2	321.8	93.2	68.3	31.0	21.1	139.2	130.7
2024	20 545.5	4 770.3	3 540.6	1 523.9	1 633.5	10 601.0	9 828.9	350.3	89.0	85.7	35.1	26.9	148.6	138.0
2025	21 434.7	4 883.9	3 804.8	1 697.9	1 736.1	11 009.9	10 216.8	384.0	92.2	103.2	45.1	31.0	157.7	146.6
2026 Apr.	21 764.4	4 997.0	3 819.0	1 695.1	1 746.0	11 202.5	10 384.9	437.6	128.6	93.8	38.3	33.8	181.4	170.9
May	22 014.8	5 038.7	3 872.7	1 717.2	1 772.5	11 331.0	10 501.7	441.9	113.7	105.8	40.6	45.1	177.2	164.8
June	22 299.7	5 115.5	3 893.7	1 729.7	1 795.3	11 495.1	10 648.9	512.7	146.4	116.3	51.6	44.0	206.0	189.1
July	22 106.3	5 090.5	3 900.4	1 738.1	1 782.0	11 333.4	10 500.9	387.2	92.8	111.1	37.7	27.4	156.0	149.8
Aug.	22 051.9	5 090.5	3 908.6	1 743.0	1 776.8	11 276.1	10 447.5	282.2	65.4	73.1	30.2	12.5	131.3	127.7
Sep.	21 819.9	5 087.0	3 903.5	1 747.3	1 775.8	11 053.6	10 232.7	445.9	138.8	100.1	36.7	46.7	160.2	143.1

Source: ECB.
1) In order to facilitate comparison, annual data are averages of the relevant monthly data.

4.7 Annual growth rates and outstanding amounts of debt securities and listed shares

(EUR billions and percentage changes; market values)

	Debt securities							Listed shares			
	Total	MFIs	Non-MFI corporations			General government		Total	MFIs	Financial corporations other than MFIs	Non-financial corporations
			Financial corporations other than MFIs		Non-financial corporations	Total	of which central government				
			Total	FVCs							
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
Outstanding amount											
2023	21 011.2	5 076.4	3 434.4	1 533.9	1 616.2	10 884.2	10 102.3	9 643.3	619.7	1 390.4	7 632.6
2024	22 145.9	5 351.4	3 746.9	1 643.9	1 704.9	11 342.8	10 503.6	10 142.6	749.9	1 579.4	7 812.9
2025	23 060.9	5 459.3	4 032.0	1 839.8	1 813.8	11 755.8	10 879.5	11 690.7	1 309.3	1 843.0	8 538.0
2026 Apr.	23 443.4	5 576.1	4 032.5	1 814.1	1 846.3	11 988.5	11 085.1	11 902.4	1 263.4	1 823.8	8 814.7
May	23 704.7	5 619.0	4 091.5	1 837.6	1 869.3	12 124.8	11 211.7	12 287.1	1 322.5	1 834.0	9 130.2
June	24 050.8	5 723.3	4 130.7	1 860.7	1 887.7	12 309.0	11 380.0	12 589.4	1 418.7	1 920.2	9 250.0
July	23 832.0	5 690.2	4 127.7	1 853.2	1 876.7	12 137.4	11 229.0	12 567.6	1 492.4	1 970.0	9 104.8
Aug.	23 788.3	5 715.6	4 130.9	1 852.1	1 871.6	12 070.1	11 170.4	12 661.4	1 531.8	1 992.7	9 136.5
Sep.	23 549.9	5 704.8	4 118.6	1 846.0	1 861.2	11 865.3	10 977.4	12 397.6	1 488.5	1 926.9	8 981.8
Growth rate [1]											
2026 Feb.	5.4	3.5	9.8	11.6	4.8	5.0	4.8	0.1	2.3	-1.0	0.1
Mar.	5.4	2.7	9.6	11.4	4.4	5.5	5.5	0.3	2.4	-0.7	0.2
Apr.	5.4	4.9	8.0	8.3	4.8	4.9	4.9	0.1	1.7	-1.5	0.2
May	5.2	3.8	7.9	9.2	3.7	5.2	5.2	0.1	1.8	-1.4	0.2
June	5.4	4.5	7.1	7.3	3.9	5.6	5.5	0.2	1.4	-0.9	0.3
July	5.3	4.5	6.5	6.2	3.8	5.5	5.5	0.0	1.3	-1.3	0.1
Aug.	5.1	4.6	5.8	5.2	4.1	5.2	5.2	0.0	1.4	-1.4	0.1
Sep.	5.2	5.7	5.9	4.3	4.6	4.8	4.9	-0.1	-0.3	-1.3	0.2

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

4 Financial market developments

4.8 Effective exchange rates [1)]

(period averages; index: 1999 Q1=100)

	EER-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	98.0	89.0	58.4	87.7	122.1	94.3
2024	98.2	94.2	98.3	89.5	56.2	88.6	124.4	94.5
2025	100.4	96.3	100.4	91.8	54.6	91.1	128.3	96.4
2025 Q4	101.9	97.8	101.9	93.4	55.0	92.8	130.7	97.8
2026 Q1	101.4	97.6	101.6	92.9	54.7	92.8	130.3	97.6
Q2	100.8	97.2	101.2	92.1	52.9	92.0	129.7	97.1
Q3	100.1	96.9	100.6	.	.	.	129.2	96.9
2026 Apr.	101.3	97.9	102.3	-	-	-	130.2	97.7
May	100.8	97.2	101.2	-	-	-	129.7	97.1
June	100.3	96.6	100.1	-	-	-	129.0	96.4
July	99.9	96.6	100.3	-	-	-	128.7	96.5
Aug.	100.4	97.2	100.9	-	-	-	129.6	97.2
Sep.	100.0	96.9	100.5	-	-	-	129.2	97.0
Percentage change versus previous month								
2026 Sep.	-0.4	-0.3	-0.4	-	-	-	-0.3	-0.3
Percentage change versus previous year								
2026 Sep.	-2.2	-1.2	-1.6	-	-	-	-1.5	-1.4

Source: ECB.
1) For a definition of the trading partner groups and other information see the technical notes, available in the "Methodology" section of the ECB Data Portal.

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 Q4	8.250	24.272	7.469	386.506	179.223	4.237	0.875	5.0884	10.952	0.930	1.163
2026 Q1	8.103	24.328	7.471	384.158	183.596	4.235	0.868	5.0939	10.695	0.917	1.170
Q2	7.910	24.298	7.473	360.169	185.336	4.250	0.866	5.1919	10.886	0.919	1.163
Q3	7.756	24.228	7.475	362.533	183.250	4.324	0.856	5.2497	11.101	0.935	1.151
2026 Apr.	8.000	24.381	7.473	368.960	186.206	4.250	0.869	5.0991	10.835	0.921	1.171
May	7.935	24.313	7.473	358.231	184.710	4.241	0.866	5.2296	10.861	0.915	1.167
June	7.804	24.208	7.474	353.939	185.114	4.257	0.864	5.2421	10.955	0.921	1.152
July	7.737	24.207	7.475	359.468	185.539	4.318	0.854	5.2372	11.046	0.926	1.142
Aug.	7.809	24.179	7.476	363.382	184.102	4.310	0.856	5.2493	11.023	0.936	1.159
Sep.	7.724	24.296	7.475	364.926	180.044	4.345	0.858	5.2633	11.233	0.943	1.151
Percentage change versus previous month											
2026 Sep.	-1.1	0.5	0.0	0.4	-2.2	0.8	0.2	0.3	1.9	0.7	-0.7
Percentage change versus previous year											
2026 Sep.	-7.6	-0.2	0.1	-6.8	3.7	2.0	-1.2	3.7	2.1	0.9	-1.9

Source: ECB.

4 Financial market developments

4.10 Euro area balance of payments, financial account

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

	Total [1]			Direct investment		Portfolio investment		Net financial derivatives	Other investment		Reserve assets	Memo: Gross external debt
	Assets	Liabilities	Net	Assets	Liabilities	Assets	Liabilities		Assets	Liabilities		
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
Outstanding amounts (international investment position)												
2025 Q3	36 982.7	35 422.0	1 560.7	12 728.4	9 850.7	15 115.0	17 520.8	-10.1	7 527.3	8 050.5	1 622.2	17 013.0
Q4	37 835.1	36 175.0	1 660.1	12 897.6	9 806.0	15 532.5	18 306.5	7.3	7 622.8	8 062.6	1 774.9	17 003.8
2026 Q1	38 512.7	36 627.5	1 885.2	12 928.7	9 849.4	15 622.3	18 364.9	38.2	8 015.4	8 413.1	1 908.1	17 450.9
Q2	40 313.7	38 369.1	1 944.6	13 086.4	9 800.9	17 041.5	19 782.8	11.0	8 419.4	8 785.5	1 755.4	18 049.2
Outstanding amounts as percentage of GDP												
2026 Q2	248.0	236.0	12.0	80.5	60.3	104.8	121.7	0.1	51.8	54.0	10.8	111.0
Transactions												
2025 Q3	353.0	273.3	79.7	35.3	22.9	311.9	200.8	-5.7	5.4	49.7	6.2	-
Q4	312.3	225.1	87.2	137.7	-8.3	79.4	195.4	-17.8	104.5	38.0	8.6	-
2026 Q1	612.0	583.8	28.1	78.2	62.4	233.0	294.1	-11.2	306.3	227.4	5.7	-
Q2	708.4	629.3	79.1	108.7	-5.4	222.5	423.0	59.0	315.7	211.7	2.6	-
2026 Mar.	-47.9	-35.1	-12.8	51.0	46.0	-56.1	61.5	18.0	-63.0	-142.7	2.3	-
Apr.	177.1	133.7	43.4	37.6	24.4	46.6	20.8	14.9	81.1	88.6	-3.0	-
May	213.2	206.9	6.3	7.7	-18.1	93.5	91.5	15.1	90.6	133.6	6.3	-
June	318.1	288.7	29.4	63.5	-11.7	82.5	310.8	29.0	144.0	-10.4	-0.8	-
July	57.9	53.5	4.4	21.6	-8.8	53.4	81.3	-6.4	-11.4	-19.0	0.6	-
Aug.	240.1	191.3	48.8	68.0	48.5	61.1	11.9	2.9	107.1	130.9	1.1	-
12-month cumulated transactions												
2026 Aug.	2 070.5	1 759.2	311.3	423.6	88.6	797.9	1 105.2	21.7	804.2	565.4	23.2	-
12-month cumulated transactions as percentage of GDP												
2026 Aug.	12.7	10.8	1.9	2.6	0.5	4.9	6.8	0.1	4.9	3.5	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					
	Currency in circulation	Overnight deposits	Total	Deposits with an agreed maturity of up to 2 years	Deposits redeemable at notice of up to 3 months	Total		Repos	Money market fund shares	Debt securities with a maturity of up to 2 years	Total	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
Outstanding amounts												
2023	1 534.0	8 811.6	10 345.6	2 305.6	2 451.9	4 757.5	15 103.1	183.5	743.6	69.4	996.6	16 099.7
2024	1 554.5	9 036.5	10 591.0	2 544.5	2 456.1	5 000.6	15 591.6	253.8	885.7	33.2	1 172.7	16 764.3
2025	1 587.5	9 503.0	11 090.5	2 420.0	2 564.8	4 984.7	16 075.2	257.4	855.7	11.8	1 125.0	17 200.2
2025 Q4	1 587.5	9 503.0	11 090.5	2 420.0	2 564.8	4 984.7	16 075.2	257.4	855.7	11.8	1 125.0	17 200.2
2026 Q1	1 602.1	9 676.0	11 278.1	2 422.7	2 574.0	4 996.7	16 274.8	223.3	900.9	40.3	1 164.4	17 439.2
Q2	1 609.3	9 715.8	11 325.1	2 516.1	2 576.2	5 092.3	16 417.4	233.4	913.5	48.1	1 195.0	17 612.5
Q3 [p]	1 618.4	9 715.3	11 333.7	2 584.9	2 573.3	5 158.2	16 491.9	236.4	927.8	61.1	1 225.3	17 717.3
2026 Apr.	1 602.9	9 676.0	11 278.9	2 445.6	2 579.5	5 025.1	16 304.0	200.8	900.7	44.0	1 145.4	17 449.4
May	1 606.4	9 690.1	11 296.5	2 472.9	2 580.6	5 053.5	16 350.0	213.3	911.4	48.7	1 173.5	17 523.5
June	1 609.3	9 715.8	11 325.1	2 516.1	2 576.2	5 092.3	16 417.4	233.4	913.5	48.1	1 195.0	17 612.5
July	1 612.7	9 679.1	11 291.9	2 569.3	2 573.7	5 143.0	16 434.9	220.0	908.1	52.3	1 180.3	17 615.2
Aug.	1 616.8	9 679.3	11 296.1	2 578.5	2 575.1	5 153.6	16 449.7	225.9	917.6	54.5	1 197.9	17 647.6
Sep. [p]	1 618.4	9 715.3	11 333.7	2 584.9	2 573.3	5 158.2	16 491.9	236.4	927.8	61.1	1 225.3	17 717.3
Transactions												
2023	-5.3	-967.1	-972.4	927.2	-104.0	823.2	-149.2	39.8	94.7	22.2	156.7	7.6
2024	21.2	178.3	199.5	205.5	6.8	212.3	411.7	75.6	131.5	-36.4	170.7	582.4
2025	33.0	474.9	508.0	-123.3	101.4	-21.9	486.1	8.9	-5.2	-13.2	-9.5	476.6
2025 Q4	12.6	139.9	152.5	56.6	21.1	77.7	230.3	-0.3	-34.2	2.3	-32.2	198.1
2026 Q1	7.0	89.9	96.9	-18.4	8.7	-9.7	87.2	-8.4	43.2	29.3	64.1	151.2
Q2	7.2	24.7	31.9	92.1	2.2	94.3	126.2	13.1	9.7	1.6	24.4	150.6
Q3 [p]	9.2	0.6	9.8	66.5	-1.8	64.7	74.5	3.2	11.4	8.8	23.3	97.8
2026 Apr.	0.8	-6.1	-5.3	25.0	5.6	30.6	25.3	-21.8	-1.4	0.9	-22.4	3.0
May	3.5	11.1	14.6	26.7	1.1	27.8	42.4	12.4	9.9	2.1	24.4	66.8
June	2.9	19.7	22.6	40.4	-4.5	35.9	58.5	22.5	1.2	-1.4	22.4	80.8
July	3.5	-34.9	-31.4	54.1	-2.4	51.7	20.3	-13.2	-6.3	1.0	-18.4	1.8
Aug.	4.1	6.1	10.2	8.5	1.4	10.0	20.2	5.0	8.4	0.5	14.0	34.2
Sep. [p]	1.6	29.4	31.0	3.9	-0.8	3.0	34.0	11.3	9.2	7.2	27.8	61.8
Growth rates												
2023	-0.3	-9.9	-8.6	67.2	-4.1	20.9	-1.0	32.6	14.6	42.3	19.1	0.0
2024	1.4	2.0	1.9	8.9	0.3	4.5	2.7	41.6	17.6	-54.4	17.2	3.6
2025	2.1	5.3	4.8	-4.9	4.1	-0.4	3.1	3.6	-0.6	-52.2	-0.8	2.8
2025 Q4	2.1	5.3	4.8	-4.9	4.1	-0.4	3.1	3.6	-0.6	-52.2	-0.8	2.8
2026 Q1	2.3	5.1	4.7	-3.6	3.4	-0.1	3.2	4.0	3.5	27.2	4.1	3.2
Q2	2.4	3.6	3.5	3.2	2.4	2.8	3.3	2.4	2.4	90.9	4.1	3.3
Q3 [p]	2.3	2.7	2.7	8.3	1.2	4.6	3.3	3.2	3.5	349.6	7.1	3.5
2026 Apr.	2.3	4.2	3.9	-1.7	3.3	0.8	2.9	-11.7	3.3	31.6	0.9	2.8
May	2.4	3.9	3.7	-0.2	3.0	1.4	3.0	-3.1	3.4	45.6	3.2	3.0
June	2.4	3.6	3.5	3.2	2.4	2.8	3.3	2.4	2.4	90.9	4.1	3.3
July	2.4	3.3	3.1	5.6	2.0	3.7	3.3	2.8	2.2	87.5	4.2	3.4
Aug.	2.5	3.0	2.9	6.6	1.7	4.1	3.3	5.8	3.8	145.0	6.6	3.5
Sep. [p]	2.3	2.7	2.7	8.3	1.2	4.6	3.3	3.2	3.5	349.6	7.1	3.5

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)]							
	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	Financial corporations other than MFIs and ICPFs [2)]	Insurance corporations and pension funds	Other general government [4)]
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
Outstanding amounts													
2023	3 318.2	2 403.6	772.2	130.9	11.6	8 406.5	5 105.8	1 014.1	2 285.3	1.3	1 258.9	226.7	542.4
2024	3 417.1	2 479.2	793.5	133.3	11.1	8 734.0	5 188.5	1 255.1	2 289.0	1.3	1 359.9	231.6	548.3
2025	3 505.8	2 575.3	774.2	150.4	5.9	8 989.8	5 472.0	1 136.3	2 380.2	1.3	1 472.1	224.2	553.2
2025 Q4	3 505.8	2 575.3	774.2	150.4	5.9	8 989.8	5 472.0	1 136.3	2 380.2	1.3	1 472.1	224.2	553.2
2026 Q1	3 568.1	2 626.1	786.5	152.4	3.1	9 103.9	5 566.9	1 150.9	2 385.4	0.7	1 425.4	244.0	554.5
Q2	3 642.9	2 641.0	842.4	153.3	6.2	9 148.7	5 590.0	1 171.8	2 385.9	1.0	1 437.2	242.9	569.8
Q3 [p)]	3 677.7	2 646.0	873.0	150.5	8.2	9 181.8	5 584.0	1 212.0	2 385.0	0.9	1 455.0	233.8	561.6
2026 Apr.	3 572.1	2 612.7	800.6	153.6	5.3	9 138.5	5 587.2	1 159.6	2 390.9	0.8	1 400.8	237.1	553.3
May	3 606.9	2 623.7	823.4	153.8	6.0	9 145.3	5 589.4	1 165.1	2 389.9	0.9	1 387.4	245.0	572.3
June	3 642.9	2 641.0	842.4	153.3	6.2	9 148.7	5 590.0	1 171.8	2 385.9	1.0	1 437.2	242.9	569.8
July	3 654.3	2 626.4	869.5	151.7	6.7	9 173.1	5 591.5	1 194.8	2 385.9	0.9	1 396.2	238.3	580.1
Aug.	3 647.0	2 630.0	857.8	152.1	7.1	9 173.3	5 584.7	1 200.8	2 386.8	0.9	1 434.6	242.1	561.8
Sep. [p)]	3 677.7	2 646.0	873.0	150.5	8.2	9 181.8	5 584.0	1 212.0	2 385.0	0.9	1 455.0	233.8	561.6
Transactions													
2023	-38.3	-313.8	271.4	-1.6	5.6	13.8	-459.5	571.7	-98.9	0.5	-47.7	-2.1	-29.6
2024	89.5	69.8	16.5	3.1	0.2	290.0	48.5	236.1	5.3	0.1	79.6	3.8	3.2
2025	115.8	111.9	-12.3	17.0	-0.8	262.1	294.7	-116.4	83.9	-0.1	86.0	-4.9	3.0
2025 Q4	39.5	38.7	-3.6	4.6	-0.2	81.2	66.4	-2.6	17.2	0.2	87.0	-5.0	14.6
2026 Q1	34.8	26.5	9.0	2.0	-2.8	56.9	52.8	-0.2	5.0	-0.6	-31.7	12.7	-1.0
Q2	74.3	14.8	55.6	0.9	3.1	33.7	12.1	20.8	0.4	0.4	18.3	-1.3	7.1
Q3 [p)]	36.2	7.4	29.6	-2.7	1.9	32.9	-7.2	40.1	0.1	-0.1	16.9	-9.2	-8.3
2026 Apr.	6.0	-12.1	14.8	1.2	2.2	25.4	10.7	9.1	5.4	0.2	-20.8	-6.6	-1.3
May	35.2	11.7	22.5	0.3	0.7	5.9	1.4	5.3	-0.9	0.1	-8.6	7.8	10.9
June	33.1	15.3	18.3	-0.6	0.2	2.3	-0.1	6.4	-4.1	0.1	47.7	-2.5	-2.5
July	12.6	-14.0	27.7	-1.6	0.5	24.8	1.7	23.2	0.0	-0.1	-39.7	-4.5	10.3
Aug.	-7.0	4.4	-12.2	0.4	0.4	0.8	-6.5	6.2	1.0	0.0	41.8	3.9	-18.4
Sep. [p)]	30.6	16.9	14.1	-1.6	1.0	7.3	-2.5	10.7	-0.8	-0.1	14.8	-8.7	-0.2
Growth rates													
2023	-1.1	-11.5	54.2	-1.2	90.8	0.2	-8.3	129.4	-4.1	64.0	-3.5	-0.9	-5.2
2024	2.7	2.9	2.2	2.4	2.0	3.4	0.9	23.2	0.2	3.7	6.2	1.7	0.6
2025	3.4	4.5	-1.6	12.7	-8.4	3.0	5.7	-9.3	3.7	-4.3	6.1	-2.1	0.5
2025 Q4	3.4	4.5	-1.6	12.7	-8.4	3.0	5.7	-9.3	3.7	-4.3	6.1	-2.1	0.5
2026 Q1	4.2	5.3	0.0	9.7	-50.6	2.9	5.2	-7.1	3.1	-37.9	3.6	4.6	2.1
Q2	5.3	4.5	7.8	6.6	6.7	2.7	3.8	-1.5	2.2	-6.6	3.4	1.2	2.5
Q3 [p)]	5.3	3.4	11.6	3.3	33.7	2.3	2.3	5.0	1.0	-18.5	6.6	-1.0	2.4
2026 Apr.	3.8	4.4	1.2	9.4	-24.6	3.0	4.9	-5.1	3.0	-8.4	0.4	-3.5	1.9
May	4.2	4.3	3.0	8.5	3.9	2.8	4.3	-3.6	2.6	-12.9	0.9	3.6	3.3
June	5.3	4.5	7.8	6.6	6.7	2.7	3.8	-1.5	2.2	-6.6	3.4	1.2	2.5
July	5.3	3.6	10.8	5.1	11.1	2.6	3.4	0.6	1.8	-4.4	4.0	3.8	3.7
Aug.	4.7	3.3	9.1	5.0	22.5	2.4	2.9	2.2	1.5	-10.4	7.4	3.9	1.0
Sep. [p)]	5.3	3.4	11.6	3.3	33.7	2.3	2.3	5.0	1.0	-18.5	6.6	-1.0	2.4

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 Claims on euro area residents [1)]

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

	Claims on general government			Claims on other euro area residents								
	Total	Loans	Debt securities	Total	Loans						Debt securities	Equity and non-money market fund investment fund shares
					Total		To non-financial corporations [3)]	To households [4)]	To financial coprorations other than MFIs and ICPFs [3)]	To insurance corporations and pension funds		
					Total	Adjusted loans [2)]						
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
Outstanding amounts												
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	6 251.2	986.9	5 238.4	15 788.1	13 258.0	13 502.0	5 189.5	6 678.6	1 250.9	139.0	1 578.8	951.2
2025	6 294.6	1 020.5	5 247.9	16 247.8	13 630.3	13 903.8	5 294.8	6 853.2	1 334.8	147.4	1 572.2	1 045.3
2025 Q4	6 294.6	1 020.5	5 247.9	16 247.8	13 630.3	13 903.8	5 294.8	6 853.2	1 334.8	147.4	1 572.2	1 045.3
2026 Q1	6 307.8	1 047.9	5 233.6	16 420.8	13 798.8	14 069.9	5 357.0	6 932.2	1 357.1	152.4	1 571.8	1 050.2
Q2	6 309.1	1 055.4	5 227.4	16 551.7	13 946.8	14 220.3	5 430.9	6 971.6	1 393.4	150.9	1 524.1	1 080.8
Q3 [p]	6 212.1	1 060.9	5 124.6	16 668.1	14 057.5	14 338.4	5 478.2	7 021.7	1 400.1	157.4	1 517.8	1 092.8
2026 Apr.	6 271.1	1 049.0	5 195.8	16 403.9	13 820.3	14 092.4	5 380.5	6 938.0	1 353.6	148.1	1 529.2	1 054.5
May	6 306.2	1 049.2	5 230.7	16 478.6	13 886.2	14 160.0	5 405.2	6 956.4	1 375.2	149.4	1 530.6	1 061.7
June	6 309.1	1 055.4	5 227.4	16 551.7	13 946.8	14 220.3	5 430.9	6 971.6	1 393.4	150.9	1 524.1	1 080.8
July	6 249.9	1 059.1	5 164.3	16 605.5	13 995.2	14 264.0	5 455.3	6 989.9	1 392.3	157.6	1 525.4	1 084.9
Aug.	6 217.9	1 056.2	5 135.1	16 647.9	14 030.2	14 308.1	5 464.5	7 003.5	1 401.5	160.7	1 524.2	1 093.5
Sep. [p]	6 212.1	1 060.9	5 124.6	16 668.1	14 057.5	14 338.4	5 478.2	7 021.7	1 400.1	157.4	1 517.8	1 092.8
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	-63.0	286.9	228.9	274.3	76.6	45.2	106.2	0.9	10.9	47.1
2025	49.8	33.4	16.1	455.6	406.1	440.5	144.4	187.4	65.5	8.7	-4.5	54.0
2025 Q4	10.1	4.7	5.3	182.2	167.1	176.9	57.6	48.5	49.8	11.2	6.0	9.1
2026 Q1	14.5	25.0	-10.5	141.0	136.1	131.4	46.5	56.1	33.0	0.5	0.3	4.6
Q2	-26.9	7.5	-34.4	118.1	161.2	163.6	76.0	54.2	32.5	-1.5	-50.4	7.3
Q3 [p]	-26.2	4.4	-30.9	132.4	118.2	120.3	45.4	51.7	16.2	4.9	-2.0	16.2
2026 Apr.	-40.6	1.2	-41.8	-7.8	37.3	38.6	22.1	19.1	0.3	-4.2	-42.9	-2.2
May	18.8	-0.6	19.4	70.5	67.7	69.8	26.5	19.1	20.8	1.3	-0.5	3.3
June	-5.1	6.8	-12.0	55.3	56.2	55.2	27.4	16.0	11.3	1.4	-7.0	6.2
July	-30.8	2.7	-33.7	62.6	53.3	48.8	24.4	19.6	2.5	6.8	3.5	5.8
Aug.	-21.9	-2.9	-19.1	46.1	38.3	44.2	10.9	14.6	11.4	1.4	-0.4	8.3
Sep. [p]	26.4	4.5	21.9	23.7	26.6	27.3	10.1	17.5	2.2	-3.3	-5.0	2.1
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	5.2	6.3	-0.3	5.6
2025 Q4	0.8	3.4	0.3	2.9	3.1	3.3	2.8	2.8	5.2	6.3	-0.3	5.6
2026 Q1	0.4	4.9	-0.4	3.1	3.3	3.4	3.1	2.9	5.8	8.1	0.6	4.1
Q2	0.3	4.5	-0.6	3.2	3.8	3.8	4.1	3.0	7.1	1.2	-3.2	4.9
Q3 [p]	-0.4	4.1	-1.3	3.6	4.3	4.3	4.3	3.1	10.3	11.0	-2.9	3.6
2026 Apr.	-0.4	4.8	-1.4	2.9	3.3	3.4	3.3	2.9	4.9	5.2	-2.3	5.3
May	0.1	3.9	-0.7	3.2	3.7	3.8	3.8	3.0	6.7	5.0	-2.2	5.1
June	0.3	4.5	-0.6	3.2	3.8	3.8	4.1	3.0	7.1	1.2	-3.2	4.9
July	-0.5	4.3	-1.4	3.4	4.1	4.1	4.4	3.1	7.6	11.1	-2.9	4.0
Aug.	-0.6	3.9	-1.5	3.6	4.4	4.3	4.3	3.1	10.5	12.7	-3.1	3.7
Sep. [p]	-0.4	4.1	-1.3	3.6	4.3	4.3	4.3	3.1	10.3	11.0	-2.9	3.6

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	5 189.5	5 200.3	930.7	1 097.9	3 160.9	6 678.6	6 929.4	744.8	5 255.6	678.2
2025	5 294.8	5 324.3	949.8	1 122.1	3 222.9	6 853.2	7 111.6	777.1	5 403.4	672.8
2025 Q4	5 294.8	5 324.3	949.8	1 122.1	3 222.9	6 853.2	7 111.6	777.1	5 403.4	672.8
2026 Q1	5 357.0	5 383.6	966.3	1 142.1	3 248.6	6 932.2	7 188.2	796.4	5 465.3	670.5
Q2	5 430.9	5 466.1	983.5	1 160.1	3 287.2	6 971.6	7 224.7	803.9	5 507.7	660.0
Q3 [p]	5 478.2	5 518.2	1 002.0	1 178.4	3 297.8	7 021.7	7 276.4	813.5	5 542.4	665.8
2026 Apr.	5 380.5	5 409.1	969.6	1 148.5	3 262.5	6 938.0	7 191.4	798.4	5 480.7	658.9
May	5 405.2	5 442.5	980.6	1 157.7	3 266.9	6 956.4	7 207.8	802.1	5 496.9	657.4
June	5 430.9	5 466.1	983.5	1 160.1	3 287.2	6 971.6	7 224.7	803.9	5 507.7	660.0
July	5 455.3	5 488.6	992.8	1 170.4	3 292.2	6 989.9	7 241.0	807.7	5 521.9	660.4
Aug.	5 464.5	5 499.9	997.2	1 169.1	3 298.2	7 003.5	7 260.2	810.4	5 531.3	661.8
Sep. [p]	5 478.2	5 518.2	1 002.0	1 178.4	3 297.8	7 021.7	7 276.4	813.5	5 542.4	665.8
Transactions										
2023	-6.5	23.7	-44.8	10.5	27.8	8.5	26.8	19.1	10.3	-20.9
2024	76.6	88.0	21.8	14.7	40.1	45.2	77.6	26.6	28.3	-9.7
2025	144.4	156.7	31.6	35.5	77.4	187.4	205.0	38.7	148.3	0.4
2025 Q4	57.6	49.4	26.1	-4.1	35.6	48.5	61.7	11.9	34.5	2.1
2026 Q1	46.5	43.7	10.7	19.8	16.0	56.1	52.5	9.4	45.8	0.8
Q2	76.0	84.5	18.4	19.7	37.9	54.2	51.2	9.5	43.0	1.8
Q3 [p]	45.4	46.9	15.5	19.0	10.9	51.7	51.2	11.0	36.7	4.0
2026 Apr.	22.1	23.2	4.4	7.3	10.4	19.1	17.1	3.3	15.7	0.1
May	26.5	34.6	11.7	8.8	5.9	19.1	17.4	4.2	16.4	-1.4
June	27.4	26.7	2.3	3.6	21.6	16.0	16.8	2.0	10.9	3.1
July	24.4	22.2	8.6	10.4	5.4	19.6	17.1	4.4	14.4	0.7
Aug.	10.9	11.5	2.3	1.6	7.0	14.6	19.0	3.1	9.6	1.9
Sep. [p]	10.1	13.2	4.6	7.1	-1.6	17.5	15.1	3.5	12.6	1.4
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	1.4	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	0.1
2025 Q4	2.8	3.0	3.4	3.2	2.5	2.8	3.0	5.2	2.8	0.1
2026 Q1	3.1	3.2	4.8	3.2	2.6	2.9	3.0	5.2	2.9	0.2
Q2	4.1	4.0	5.8	4.2	3.5	3.0	3.0	5.5	3.0	0.3
Q3 [p]	4.3	4.2	7.6	4.8	3.1	3.1	3.1	5.4	3.0	1.3
2026 Apr.	3.3	3.4	4.7	4.0	2.7	2.9	3.0	5.3	2.9	0.2
May	3.8	4.0	6.3	4.7	2.8	3.0	3.1	5.7	3.0	0.0
June	4.1	4.0	5.8	4.2	3.5	3.0	3.0	5.5	3.0	0.3
July	4.4	4.4	7.3	4.8	3.5	3.1	3.1	5.7	3.0	0.7
Aug.	4.3	4.2	7.2	4.6	3.4	3.1	3.1	5.5	3.0	1.1
Sep. [p]	4.3	4.2	7.6	4.8	3.1	3.1	3.1	5.4	3.0	1.3

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

5 Financing conditions and credit developments

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

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

	MFI liabilities						MFI assets			
		Longer-term liabilities to other euro area residents						Other		
	Liabilities to central government [2)]	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	Net external assets	Total	Repos with central counter-parties [3)]	Reverse repos to central counter-parties [3)]
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
Outstanding amounts										
2023	477.8	7 338.3	1 827.0	90.5	2 415.1	3 005.6	1 853.9	263.3	152.1	152.6
2024	396.8	7 851.0	1 842.3	117.2	2 590.7	3 300.8	2 664.0	308.8	140.4	136.0
2025	399.1	8 372.3	1 872.6	131.7	2 621.6	3 746.5	3 240.9	188.4	324.1	235.1
2025 Q4	399.1	8 372.3	1 872.6	131.7	2 621.6	3 746.5	3 240.9	188.4	324.1	235.1
2026 Q1	427.7	8 549.2	1 890.8	133.2	2 652.3	3 873.0	3 529.8	157.8	396.2	257.3
Q2	401.7	8 501.1	1 858.2	136.2	2 733.5	3 773.2	3 505.4	148.9	460.8	289.0
Q3 [p]	383.2	8 572.0	1 853.3	137.8	2 779.8	3 801.1	3 646.8	145.5	419.6	282.8
2026 Apr.	426.1	8 517.0	1 849.9	132.9	2 669.3	3 864.9	3 517.4	200.0	386.7	277.0
May	430.8	8 560.0	1 853.4	134.9	2 702.4	3 869.4	3 556.8	172.7	417.1	272.8
June	401.7	8 501.1	1 858.2	136.2	2 733.5	3 773.2	3 505.4	148.9	460.8	289.0
July	400.2	8 501.1	1 863.0	137.2	2 750.8	3 750.0	3 503.5	157.6	457.4	270.0
Aug.	406.5	8 632.9	1 864.8	138.1	2 758.4	3 871.6	3 653.7	167.5	424.4	277.3
Sep. [p]	383.2	8 572.0	1 853.3	137.8	2 779.8	3 801.1	3 646.8	145.5	419.6	282.8
Transactions										
2023	-199.0	325.0	24.9	40.2	227.5	32.5	436.9	-192.4	17.1	9.0
2024	-80.6	279.4	15.2	26.7	164.7	72.8	530.5	27.5	-11.7	-16.7
2025	2.3	193.4	33.2	16.3	104.9	39.0	297.5	-130.6	8.6	29.2
2025 Q4	-32.2	108.8	24.0	-0.8	32.9	52.7	83.7	-1.3	-19.3	-3.0
2026 Q1	19.0	45.6	14.3	1.3	21.9	8.1	141.5	-81.2	70.8	21.0
Q2	-26.1	74.1	-33.0	3.0	74.8	29.3	93.5	13.9	64.5	34.6
Q3 [p]	-18.5	84.6	-2.3	1.6	48.4	36.9	85.0	-27.2	-41.2	-3.5
2026 Apr.	-1.7	-14.0	-39.2	-0.3	25.2	0.3	-14.6	50.3	-9.5	22.5
May	4.8	51.4	3.2	2.0	31.9	14.3	48.0	-14.5	30.4	-4.2
June	-29.1	36.7	3.0	1.3	17.7	14.7	60.1	-21.9	43.6	16.2
July	-1.5	35.9	5.4	1.0	23.0	6.5	7.9	-3.5	-3.3	-19.0
Aug.	6.3	43.7	5.4	0.9	14.1	23.3	45.3	14.7	-33.0	10.1
Sep. [p]	-23.3	5.0	-13.1	-0.4	11.3	7.1	31.8	-38.4	-4.8	5.5
Growth rates										
2023	-29.5	4.7	1.4	80.3	10.7	1.1	-	-	12.4	6.0
2024	-16.9	3.8	0.8	29.5	6.9	2.2	-	-	-7.7	-10.9
2025	0.6	2.4	1.8	14.0	4.1	1.0	-	-	31.4	26.4
2025 Q4	0.6	2.4	1.8	14.0	4.1	1.0	-	-	31.4	26.4
2026 Q1	7.7	2.9	2.8	9.9	4.6	1.3	-	-	23.0	16.1
Q2	-4.5	3.2	0.8	5.5	6.2	2.2	-	-	47.0	28.1
Q3 [p]	-12.9	3.8	0.2	3.8	6.9	3.4	-	-	41.5	24.8
2026 Apr.	-3.6	2.8	0.7	7.7	5.8	1.5	-	-	12.8	17.4
May	-6.7	3.0	0.9	7.2	5.9	1.8	-	-	30.5	12.9
June	-4.5	3.2	0.8	5.5	6.2	2.2	-	-	47.0	28.1
July	-1.5	3.5	1.0	3.9	6.7	2.5	-	-	49.6	20.4
Aug.	-3.7	3.9	1.1	4.3	7.2	3.0	-	-	16.8	16.1
Sep. [p]	-12.9	3.8	0.2	3.8	6.9	3.4	-	-	41.5	24.8

Sources: ECB.
1) Data refer to the changing composition of the euro area.
2) Comprises central government holdings of deposits with the MFI sector and of securities issued by the MFI sector.
3) Not adjusted for seasonal effects.

6 Fiscal developments

6.1 Deficit/surplus

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

	Deficit (-)/surplus (+)					Memo item:
	Total	Central government	State government	Local government	Social security funds	Primary deficit (-)/ surplus (+)
	1	2	3	4	5	6
2022	-3.4	-3.7	0.0	0.0	0.3	-1.7
2023	-3.4	-3.5	-0.2	-0.1	0.4	-1.7
2024	-3.0	-2.6	-0.2	-0.3	0.1	-1.2
2025	-3.0	-2.6	-0.2	-0.3	0.2	-1.1
2025 Q3	-3.0	.	.	.	.	-1.2
Q4	-3.0	.	.	.	.	-1.1
2026 Q1	-3.1	.	.	.	.	-1.2
Q2	-3.2	.	.	.	.	-1.3

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						
		Current revenue						Current expenditure					
	Total	Total	Direct taxes	Indirect taxes	Net social contribu-tions	Capital revenue	Total	Total	Compen-sation of employ-ees	Inter-mediate consump-tion	Interest	Social benefits	Capital expenditure
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
2022	46.4	45.6	13.2	12.9	14.5	0.8	49.7	44.5	9.8	5.9	1.7	22.3	5.2
2023	45.7	44.9	13.0	12.3	14.4	0.9	49.2	43.8	9.7	5.9	1.7	22.1	5.3
2024	46.1	45.3	13.2	12.3	14.6	0.8	49.2	44.2	9.9	5.9	1.9	22.6	5.0
2025	46.7	45.9	13.3	12.4	15.1	0.8	49.7	44.5	10.0	5.9	1.9	22.9	5.2
2025 Q3	46.5	45.7	13.2	12.4	15.0	0.7	49.5	44.4	10.0	5.9	1.9	22.8	5.1
Q4	46.7	45.9	13.3	12.4	15.1	0.8	49.7	44.5	10.0	5.9	1.9	22.9	5.2
2026 Q1	46.8	46.0	13.3	12.4	15.1	0.8	49.9	44.7	10.0	5.9	1.9	22.9	5.2
Q2	46.8	46.0	13.3	12.4	15.2	0.8	50.1	44.8	10.0	5.9	2.0	23.0	5.2

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 de-posits	Loans	Debt securi-ties	Resident creditors		Non-resident credi-tors	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 curren-cies
					Total	MFIs								
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
2022	88.8	2.6	13.1	73.1	52.0	39.2	36.7	8.6	80.2	15.8	28.1	44.8	87.8	0.9
2023	86.3	2.4	12.0	71.9	48.7	35.4	37.6	7.7	78.6	14.8	27.7	43.8	85.5	0.8
2024	86.1	2.1	11.7	72.3	46.2	33.2	40.0	7.6	78.5	14.2	27.9	44.0	85.3	0.8
2025	87.3	2.1	11.8	73.4	44.4	31.2	42.9	7.6	79.6	14.5	28.3	44.5	86.6	0.7
2025 Q3	87.7	2.2	11.7	73.8	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
Q4	87.3	2.1	11.8	73.4	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
2026 Q1	88.4	2.2	11.7	74.5	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
Q2	88.8	2.1	11.6	75.1	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.

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

6 Fiscal developments

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

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

	Change in debt-to-GDP ratio [2)]	Primary deficit (+)/ surplus (-)	Deficit-debt adjustment								Interest-growth differential	Memo item: Borrowing requirement
			Total	Transactions in main financial assets					Revaluation effects and other changes in volume	Other		
				Total	Currency and deposits	Loans	Debt securities	Equity and investment fund shares				
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
2022	-4.5	1.7	-0.1	-0.2	-0.6	0.3	0.1	0.1	0.6	-0.5	-6.1	2.7
2023	-2.5	1.7	-0.3	-0.4	-0.5	-0.1	0.1	0.1	0.6	-0.4	-3.9	2.6
2024	-0.2	1.2	0.3	0.0	-0.4	0.1	0.2	0.1	0.2	0.1	-1.7	3.1
2025	1.1	1.1	1.2	0.7	0.5	-0.1	0.2	0.2	0.3	0.1	-1.1	3.9
2025 Q3	0.9	1.2	1.0	0.6	0.4	0.0	0.1	0.1	0.2	0.1	-1.2	3.8
Q4	1.1	1.1	1.2	0.7	0.5	-0.1	0.2	0.2	0.3	0.1	-1.1	3.9
2026 Q1	1.7	1.2	1.5	0.9	0.5	0.0	0.2	0.2	0.3	0.3	-1.0	4.3
Q2	1.5	1.3	1.3	0.5	0.1	-0.1	0.2	0.2	0.3	0.4	-1.0	4.2

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

6.5 Government debt securities [1)]

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

	Debt service due within 1 year [2)]					Average residual maturity in years [3)]	Average nominal yields [4)]						
	Total	Principal		Interest			Outstanding amounts					Transactions	
										Fixed rate			
		Total	Maturities of up to 3 months	Total	Maturities of up to 3 months		Total	Floating rate	Zero coupon	Total	Maturities of up to 1 year	Issuance	Redemption
	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	12.5	11.0	3.9	1.4	0.4	8.2	2.2	1.2	1.5	2.3	1.7	2.8	2.5
2025 Q4	12.5	11.0	3.9	1.4	0.4	8.2	2.2	1.2	1.5	2.3	1.7	2.8	2.5
2026 Q1	12.5	11.0	4.1	1.5	0.4	8.2	2.2	1.2	1.6	2.3	1.6	2.8	2.4
Q2	12.6	11.0	3.8	1.6	0.4	8.2	2.2	1.3	1.6	2.3	1.6	2.8	2.2
Q3	12.8	11.2	3.7	1.6	0.4	8.2	2.3	1.2	1.9	2.4	1.6	2.9	2.2
2026 Apr.	12.3	10.8	3.7	1.5	0.4	8.3	2.2	1.2	1.5	2.3	1.6	2.8	2.3
May	12.3	10.8	3.5	1.6	0.4	8.3	2.2	1.3	1.7	2.3	1.6	2.8	2.3
June	12.6	11.0	3.8	1.6	0.4	8.2	2.2	1.3	1.6	2.3	1.6	2.8	2.2
July	12.7	11.1	3.7	1.6	0.4	8.2	2.3	1.3	1.7	2.4	1.6	2.9	2.3
Aug.	12.6	11.0	3.7	1.6	0.4	8.2	2.3	1.2	1.7	2.4	1.6	2.9	2.2
Sep.	12.8	11.2	3.7	1.6	0.4	8.2	2.3	1.2	1.9	2.4	1.6	2.9	2.2

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	Bulgaria	Germany	Estonia	Ireland	Greece	Spain	France	Croatia	Italy	Cyprus
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
	Government deficit (-)/surplus (+)										
2022	-3.5	-2.9	-1.9	-1.0	1.6	-2.7	-4.6	-4.7	0.0	-8.1	2.7
2023	-4.1	-2.0	-2.2	-2.7	1.5	-1.5	-3.3	-5.4	-1.2	-7.1	1.7
2024	-4.4	-3.0	-2.7	-1.6	4.2	1.4	-3.2	-5.8	-2.5	-3.4	4.0
2025	-5.2	-4.0	-2.9	-2.0	1.8	2.0	-2.4	-5.1	-3.0	-3.1	3.6
2025 Q3	-5.1	-2.9	-2.3	-1.5	1.2	2.6	-3.0	-5.5	-2.6	-3.4	2.9
Q4	-5.2	-4.0	-2.9	-2.0	1.8	2.0	-2.4	-5.1	-3.0	-3.1	3.6
2026 Q1	-5.3	-5.0	-3.3	-1.9	1.9	1.7	-2.3	-5.0	-3.1	-3.0	3.7
Q2	-5.3	-5.5	-3.7	-2.1	2.0	2.1	-2.5	-5.1	-3.5	-3.0	3.6
	Government debt										
2022	103.3	22.4	64.1	19.1	42.8	177.8	109.3	111.4	68.0	138.4	80.0
2023	102.3	22.8	61.8	20.3	42.1	164.0	105.3	109.5	60.5	134.0	69.6
2024	104.0	23.7	61.4	23.5	38.4	153.5	101.4	112.6	56.5	134.3	60.1
2025	108.1	29.9	62.8	24.0	34.8	145.4	100.5	115.7	55.7	136.7	52.3
2025 Q3	107.3	28.4	62.2	22.8	34.5	149.8	103.0	117.3	56.4	137.1	57.2
Q4	108.1	30.0	62.8	24.0	34.8	146.2	100.5	115.7	55.7	136.7	52.3
2026 Q1	109.4	28.6	63.5	25.0	37.0	143.5	101.4	117.7	57.8	138.6	51.5
Q2	110.2	28.7	63.4	26.1	35.3	140.8	101.4	119.1	56.2	139.9	48.5

	Latvia	Lithuania	Luxembourg	Malta	Netherlands	Austria	Portugal	Slovenia	Slovakia	Finland
	12	13	14	15	16	17	18	19	20	21
	Government deficit (-)/surplus (+)									
2022	-4.8	-0.5	0.3	-5.3	0.0	-3.4	-0.3	-3.0	-1.6	-0.2
2023	-2.2	-0.7	-0.7	-4.4	-0.3	-2.6	1.1	-2.6	-5.3	-3.0
2024	-1.8	-1.3	0.6	-3.5	-0.7	-4.6	0.7	-0.8	-5.4	-4.4
2025	-2.5	-1.8	-1.8	-2.1	-1.6	-4.1	0.7	-2.5	-4.4	-3.8
2025 Q3	-2.9	-1.7	-0.9	-4.1	-1.5	-4.7	0.3	-1.5	-4.7	-3.8
Q4	-2.5	-1.8	-1.8	-2.1	-1.6	-4.1	0.7	-2.5	-4.4	-3.8
2026 Q1	-2.0	-1.5	-2.1	-3.1	-1.7	-3.8	0.5	-2.8	-4.3	-4.0
Q2	-2.3	-1.7	-1.3	-3.5	-1.9	-3.6	0.5	-2.9	-4.1	-3.7
	Government debt									
2022	44.5	39.4	24.9	50.1	48.4	78.1	111.2	72.7	57.7	74.1
2023	44.5	36.7	24.7	46.9	45.9	77.4	96.9	68.2	55.5	77.2
2024	45.7	37.8	25.9	46.0	44.0	79.0	93.0	66.3	58.9	82.5
2025	46.2	39.3	26.0	46.3	44.7	80.7	89.2	65.1	60.5	88.4
2025 Q3	44.4	40.5	27.0	46.3	42.7	82.7	96.9	67.3	61.4	86.6
Q4	46.2	39.3	26.0	46.3	44.7	80.7	89.2	65.1	60.5	88.4
2026 Q1	46.2	42.1	28.6	45.7	43.8	82.7	90.4	64.1	61.6	89.5
Q2	48.0	43.8	28.2	47.0	43.7	83.6	92.5	64.7	60.6	90.2

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.

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

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 28 octobre 2026.

ISSN 2363-3425 (PDF)
Numéro de catalogue UE QB-01-26-054-FR-N (PDF)

Directeur de la publication : Claude Piot

Secrétaire général