



BANQUE CENTRALE EUROPÉENNE
EUROSYSTEME

Bulletin économique

Numéro 5 / 2026



Sommaire

Évolutions économiques, financières et monétaires	3
Synthèse	3
1 Environnement extérieur	8
2 Activité économique	14
3 Prix et coûts	23
4 Évolutions sur les marchés financiers	30
5 Conditions de financement et évolutions du crédit	34
Encadrés	43
1 Le manque de capital-risque en Europe et le financement des entreprises à forte croissance	43
2 Analyser les retombées de la guerre au Moyen-Orient sur la consommation dans la zone euro	51
3 Des répercussions inégales : hausse des prix de l'énergie et consommation des ménages	57
4 L'emploi des jeunes face au ralentissement de la demande de main-d'œuvre	65
5 Principales conclusions tirées des contacts récents de la BCE avec les sociétés non financières	71
6 Capturer le (dés)ancrage des anticipations d'inflation et ce que nous révèlent les indicateurs tirés d'enquêtes	77
7 L'indice ECB-BIG : suivre les conditions du crédit dans la zone euro	83
8 Évaluer les possibilités de mesures budgétaires compensatoires en réponse au récent choc énergétique	90
Article	97
1 Ne pas savoir a un coût : comment l'incertitude pèse sur l'économie de la zone euro	97
Encadré 1 L'incertitude affecte-t-elle différemment l'investissement des entreprises en actifs corporels et incorporels ?	109
Encadré 2 L'incertitude affecte-t-elle différemment les dépenses des ménages en biens et services ?	110

Évolutions économiques, financières et monétaires

Synthèse

Lors de sa réunion du 23 juillet 2026, le Conseil des gouverneurs a décidé de laisser inchangés les trois taux directeurs de la BCE. Les perspectives d'évolution des prix de l'énergie, bien que très volatiles, sont proches du scénario de base des projections macroéconomiques de juin 2026 établies par les services de l'Eurosystème pour la zone euro et largement supérieures aux niveaux observés avant le début du conflit au Moyen-Orient. L'incertitude demeure élevée et l'incidence inflationniste du choc énergétique ne s'est pas encore totalement matérialisée. Le Conseil des gouverneurs surveille par conséquent de près l'intensité et la durée du choc ainsi que ses effets indirects et de second tour. Il entend mener sa politique monétaire de façon à assurer la stabilisation de l'inflation au niveau de la cible de 2 % à moyen terme.

Avec sa décision prise le 23 juillet, le Conseil des gouverneurs reste en bonne position pour faire face à l'incertitude provoquée par le conflit. 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 récentes font état d'une légère amélioration de l'activité économique au deuxième trimestre 2026, même si le conflit au Moyen-Orient est resté un frein. Les enquêtes indiquent un redressement partiel de l'activité dans le secteur des services, après le net affaiblissement observé dans la foulée du choc énergétique. Les services numériques se sont montrés robustes, en partie grâce à la montée en puissance de l'activité liée à l'IA. Le secteur manufacturier a continué de bien résister, soutenu par la constitution de stocks dans les entreprises soucieuses de se protéger contre les risques de perturbations dans les chaînes d'approvisionnement ainsi que par l'augmentation des dépenses de défense. Le chômage s'est établi à 6,2 % en mai, un niveau proche de son point bas de très long terme. Dans le même temps, les offres d'emploi ont encore diminué et tant les entreprises que les ménages estiment que le marché du travail restera plus fragile qu'avant le conflit.

Les indicateurs prospectifs laissent entrevoir une croissance économique toujours modérée à court terme, sous le poids du choc énergétique et des incertitudes qui en

résultent. Les fondamentaux de la croissance à moyen terme demeurent cependant intacts et la dynamique globale devrait être alimentée par la consommation privée, les investissements dans les nouvelles technologies numériques, les dépenses publiques consacrées à la défense et aux infrastructures et une légère reprise des exportations.

Le Conseil des gouverneurs a une nouvelle fois souligné le besoin urgent de renforcer l'économie de la zone euro, tout en maintenant des finances publiques saines. Il sera essentiel, à cette fin, 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. Les mesures budgétaires prises face au choc énergétique devraient rester temporaires, ciblées et adaptées. Le vote favorable au Parlement européen en juillet 2026 constitue un grand pas en avant en vue de l'établissement de l'euro numérique. Le Conseil des gouverneurs salue l'objectif partagé du Parlement européen, du Conseil de l'UE et de la Commission européenne de parvenir à un accord sur le paquet « monnaie unique » d'ici fin 2026. L'euro numérique viendra en complément des espèces physiques et permettra d'effectuer n'importe quelle transaction de paiement numérique partout dans la zone euro.

Inflation

L'inflation s'est ralentie, ressortant à 2,8 % en juin 2026, après 3,2 % en mai. La hausse des prix de l'énergie s'est atténuée, à 8,5 %, après 10,8 % en mai, tandis que l'augmentation des prix des produits alimentaires s'est ralentie à 1,5 %, après 1,9 %. L'inflation hors énergie et produits alimentaires s'est modérée, à 2,4 %, après 2,6 % en mai, la hausse des prix des biens revenant de 0,9 % à 0,7 %, et la hausse des prix des services, de 3,5 % à 3,2 %.

Le choc énergétique continue d'alimenter une montée des prix. Se procurer des intrants devient plus onéreux pour les entreprises, qui prévoient par conséquent de relever leurs prix de vente. L'évolution de l'inflation sous-jacente est restée contenue, mais les effets du choc énergétique ne se sont pas encore totalement matérialisés. L'outil de suivi des salaires de la BCE et les résultats des enquêtes sur les anticipations relatives aux salaires continuent de signaler une croissance modérée au cours des prochains trimestres. La hausse de la productivité du travail a aussi contribué à contenir la progression des coûts unitaires de main-d'œuvre. Les anticipations d'inflation à des horizons plus courts demeurent élevées. La plupart des mesures des anticipations d'inflation à 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.

Le renchérissement de l'énergie s'est ralenti en juin, mais les augmentations observées depuis le début du conflit, et leur incidence sur la hausse des prix des produits alimentaires, des biens et des services, devraient maintenir l'inflation à un niveau nettement supérieur à la cible jusqu'au premier semestre 2027. L'inflation devrait alors refluer, avec la diminution des prix de l'énergie et la progression plus

lente des autres prix. Le conflit demeure toutefois une source d'incertitude substantielle. Le Conseil des gouverneurs surveille par conséquent de près l'ampleur et la persistance de la hausse des prix de l'énergie, ainsi que la manière dont elle se répercute sur la fixation des prix et des salaires, les anticipations d'inflation et la dynamique économique globale.

Évaluation des risques

Les risques pesant sur les perspectives de croissance sont orientés à la baisse. Le protocole d'accord conclu en juin 2026 entre les États-Unis et l'Iran a constitué une première tentative de résolution du conflit, mais de nouveaux reculs sont survenus les semaines précédant la réunion du Conseil des gouverneurs du 23 juillet, et la situation géopolitique reste fragile. Une nouvelle perturbation des approvisionnements en énergie pourrait entraîner une hausse des prix de l'énergie plus forte et plus durable qu'anticipé actuellement, qui pèserait sur les revenus réels, les dépenses et l'investissement. Une détérioration de la confiance sur les marchés financiers mondiaux ou un resserrement de l'offre de crédit pourraient freiner la demande. Des frictions supplémentaires dans les échanges commerciaux internationaux pourraient également perturber davantage les chaînes d'approvisionnement, réduire les exportations et affaiblir la consommation et l'investissement. D'autres tensions géopolitiques et, en particulier, la guerre injustifiée menée par la Russie contre l'Ukraine, demeurent une source majeure d'incertitude. 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 le conflit au Moyen-Orient ou si celui-ci trouvait une fin durable. De plus, les dépenses planifiées en matière de défense et d'infrastructures, les réformes visant à améliorer la productivité et à achever le marché unique ainsi que l'adoption par les entreprises de la zone euro de nouvelles technologies pourraient soutenir la croissance davantage qu'attendu.

Les risques pesant sur les perspectives d'inflation sont orientés à la hausse. Le choc énergétique pourrait encore s'intensifier et ses effets sur les autres prix et les salaires être plus forts qu'anticipé actuellement. Plus les prix de l'énergie resteront longtemps à des niveaux élevés, plus ils pourraient exacerber l'inflation au sens large à travers les effets indirects et de second tour. Les tensions commerciales actuelles pourraient entraîner une plus grande fragmentation des chaînes d'approvisionnement mondiales, réduire l'offre de matières premières critiques et aggraver les contraintes de capacité au sein de l'économie de la zone euro. Des phénomènes météorologiques extrêmes, tels que les vagues de chaleur en cours, et, plus généralement, l'évolution 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 le conflit au Moyen-Orient était durablement résolu ou si les effets indirects et de second tour se révélaient moins prononcés qu'attendu. Des marchés financiers plus volatils et plus réticents à prendre des risques pourraient peser sur la demande et ainsi faire également reculer l'inflation.

Conditions financières et monétaires

Les conditions financières globales se sont légèrement durcies depuis la précédente réunion du Conseil des gouverneurs du 11 juin 2026, conformément au relèvement des taux d'intérêt directeurs de la BCE. Les taux débiteurs bancaires appliqués aux entreprises et le coût du financement par endettement de marché sont demeurés inchangés en mai, à 3,6 % et 4,0 % respectivement. Le taux de croissance annuel des prêts bancaires aux entreprises a augmenté à 4,0 %, contre 3,4 % en avril, mais cette évolution a été partiellement compensée par un ralentissement de la hausse des émissions d'obligations d'entreprises, de 4,5 % à 3,4 %. Selon l'enquête de juillet 2026 sur la distribution du crédit bancaire dans la zone euro, les critères d'octroi des crédits aux entreprises se sont légèrement resserrés au deuxième trimestre. La demande de crédits aux entreprises a légèrement progressé, sous l'effet d'une hausse de leurs besoins de financement du fonds de roulement mais aussi en lien avec les emprunts effectués par les grandes entreprises pour financer leur formation brute de capital fixe.

Les taux hypothécaires ont augmenté en mai, à 3,5 %, après 3,4 % en avril et la croissance des prêts hypothécaires s'est légèrement accélérée, à 3,1 %. Les critères d'octroi des prêts hypothécaires se sont durcis au deuxième trimestre en raison des inquiétudes grandissantes des banques quant aux risques économiques auxquels leurs clients sont confrontés et de leur plus grande réticence à prendre des risques elles-mêmes. La demande de prêts hypothécaires a diminué du fait d'une détérioration de la confiance des consommateurs et de la hausse des taux d'intérêt.

Décisions de politique monétaire

Lors de sa réunion du 23 juillet 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 2,25 %, 2,40 % et 2,65 %.

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 pour assurer la stabilisation de l'inflation au niveau de sa cible de 2 % à moyen terme. Il suivra une approche s'appuyant sur les données pour définir, réunion par réunion, l'orientation appropriée de la politique monétaire. 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.

L'activité économique mondiale a bien résisté au premier semestre 2026, l'essor actuel de l'intelligence artificielle (IA) et de la technologie ainsi que les achats de précaution soutenant la croissance. La nouvelle escalade du conflit au Moyen-Orient assombrit toutefois les perspectives à court terme. La forte demande de produits de haute technologie continue de soutenir l'investissement et les échanges commerciaux, en particulier aux États-Unis, tandis que l'anticipation des achats de produits énergétiques et de biens potentiellement affectés par des pénuries d'offre a temporairement dopé l'activité. La hausse des prix à la production dans le secteur manufacturier s'est nettement accélérée à mesure que le choc sur les prix de l'énergie se propageait dans l'économie mondiale, les tensions en amont les plus élevées étant observées pour les exportateurs de matériel d'IA.

L'activité économique mondiale est restée robuste au premier semestre 2026, et les indicateurs qualitatifs indiquent une résilience continue à court terme.

L'indice composite des directeurs d'achat (PMI) relatif à la production mondiale, hors zone euro, est resté globalement stable en juin à 52,2, demeurant fermement en territoire expansionniste. La vigueur de la production manufacturière a largement contribué à soutenir l'activité, reflétant la robuste demande de produits de haute technologie et l'anticipation des achats d'énergie et de produits liés à l'énergie en vue d'atténuer les perturbations liées au conflit au Moyen-Orient. Même si l'impulsion donnée aux échanges commerciaux et à l'activité par ces deux derniers facteurs ne devrait pas persister à moyen terme, l'impact de l'essor technologique devrait être plus durable, reflétant les investissements importants prévus dans les infrastructures d'IA et pour l'adoption de l'IA.

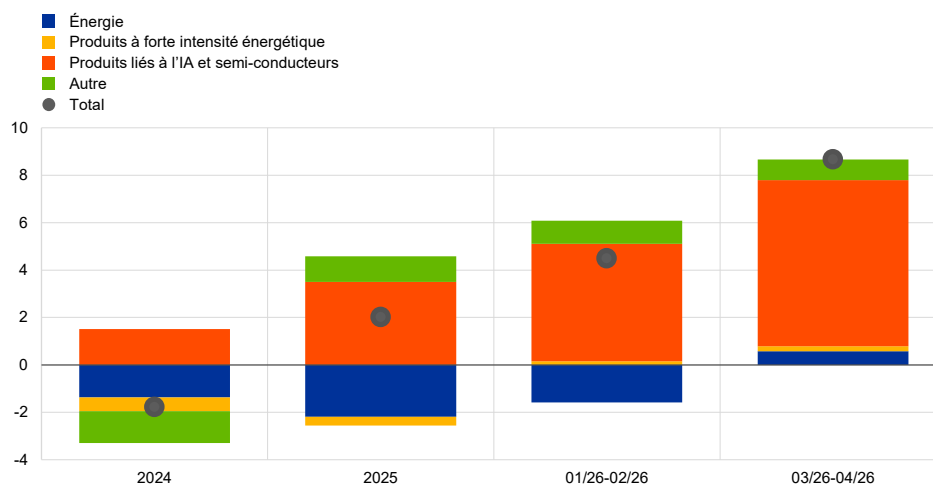
Le commerce mondial continue d'être soutenu par une forte demande de produits de haute technologie, malgré la persistance de tensions sur l'offre. La croissance des importations mondiales en volume (hors zone euro) s'est établie à 1,8 % en glissement trimestriel au premier trimestre 2026, après 1,1 % au quatrième trimestre 2025. Les données relatives aux échanges commerciaux nominaux (disponibles jusqu'en avril) confirment que les importations mondiales (hors zone euro) se sont renforcées depuis le début de l'année, reflétant peut-être également des hausses de prix. Les importations mondiales de biens liés à l'IA et de semi-conducteurs ont fortement augmenté depuis le début de l'année et demeurent le principal moteur de la croissance robuste des échanges commerciaux observée jusqu'à présent (graphique 1). La contribution des importations de biens énergétiques est devenue positive depuis le début du conflit au Moyen-Orient, reflétant largement la forte hausse des prix de l'énergie. L'indice PMI relatif aux nouvelles commandes dans le secteur manufacturier, hors zone euro, est également resté en territoire expansionniste en juin, reflétant la forte demande de biens liés à l'IA et la concentration en début de période des achats de biens de consommation qui pourraient faire l'objet de droits de douane supplémentaires aux États-Unis une fois que les droits de douane temporaires introduits en février 2026 auront expiré le 24 juillet. Les tensions sur les chaînes d'approvisionnement se sont légèrement atténuées depuis la réunion du Conseil des gouverneurs de juin 2026, mais elles restent supérieures aux niveaux habituels, et la récente ré-escalade du conflit entre

les États-Unis et l'Iran pourrait annuler certains de ces gains. La circulation dans le détroit d'Ormuz s'est améliorée vers la fin du mois de juin, mais a depuis diminué en raison de la ré-escalade du conflit, qui a renforcé l'incertitude quant aux perspectives à court terme pour l'activité économique et les échanges commerciaux au niveau mondial.

Graphique 1

Valeur des importations mondiales de biens (hors zone euro) par catégorie

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



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

Notes : Données relatives aux importations en valeurs nominales. Les variations annuelles en pourcentage et les contributions aux catégories de biens déclarés sont calculées comme des écarts par rapport à leurs valeurs moyennes respectives sur la période allant de 2019 à 2023. Les « produits liés à l'IA et semi-conducteurs » comprennent les produits liés à l'IA, les semi-conducteurs (en aval et en amont) et les autres sous-catégories de produits de haute technologie. Les dernières observations se rapportent à avril 2026.

Les prix du pétrole ont baissé à la suite de la signature du protocole d'accord entre les États-Unis et l'Iran, mais les nouvelles frappes rendent la situation très volatile.

Le prix du pétrole brut Brent a d'abord fortement baissé à la suite de la signature du protocole d'accord entre les États-Unis et l'Iran, en vertu duquel les deux parties se sont engagées à rétablir un trafic sans obstacles par le détroit d'Ormuz. Plus récemment, il a néanmoins de nouveau augmenté à la suite de nouvelles frappes militaires et de la déclaration du président Trump selon laquelle le cessez-le-feu n'était plus en vigueur, s'établissant à 1 % de moins dans l'ensemble qu'au début de la période sous revue, le 11 juin. Les prix du gaz en Europe ont également diminué à la suite de la signature du protocole d'accord, mais cette baisse s'est largement inversée après la reprise des frappes, pour s'établir à un niveau supérieur de 24 % à celui du début de la période sous revue. La divergence entre les prix du pétrole et du gaz reflète principalement deux facteurs.

Premièrement, les niveaux des stocks de gaz en Europe restent historiquement bas pour cette période de l'année, exerçant une pression à la hausse sur les prix du gaz. Deuxièmement, bien que l'affaiblissement de la demande asiatique ait assoupli une partie des tensions, cela a été moins prononcé sur le marché du gaz que sur celui du pétrole. Par conséquent, les évolutions des prix des deux matières premières diffèrent fortement en termes relatifs : les prix du pétrole sont actuellement supérieurs de 30 % et les prix du gaz de 97 % à leur niveau d'avant le conflit. Les prix des matières premières alimentaires ont augmenté de 19 % au cours de la

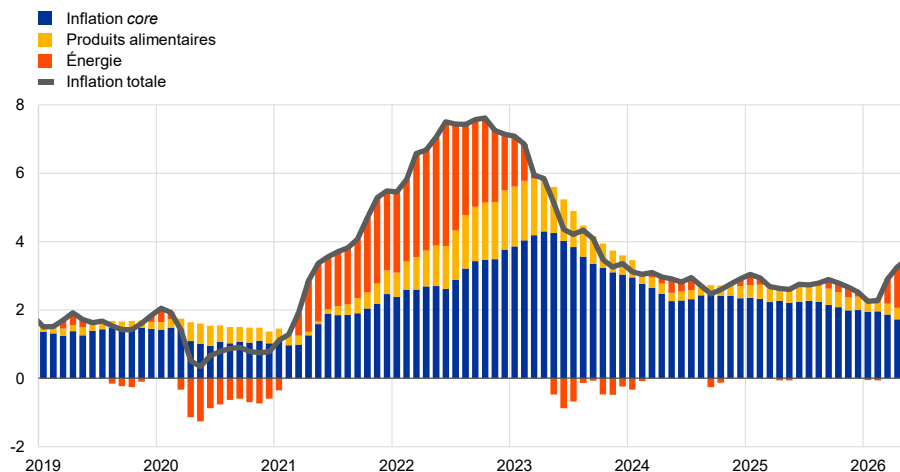
période sous revue, sous l'effet d'une flambée de 42 % des prix du cacao, et dans un contexte marqué par des craintes que les conditions El Niño qui se sont formées en juin (et qui devraient se renforcer) ne perturbent l'offre au cours des prochains mois. En revanche, les risques à la hausse liés aux prix des engrais se sont atténués, ceux-ci ayant retrouvé leurs niveaux d'avant le conflit dans le sillage de la baisse antérieure des coûts des intrants liés au gaz naturel. Les prix des métaux ont baissé de 3 %, car les anticipations d'une normalisation des approvisionnements en aluminium en provenance du Moyen-Orient à la suite du redémarrage d'une usine d'alumine à Abou Dhabi qui avait été endommagée au début de du conflit ont plus que compensé les inquiétudes relatives à la reprise récente des frappes.

Les tensions inflationnistes se sont encore accentuées, mais restent jusqu'à présent largement limitées aux prix de l'énergie. L'inflation totale mondiale dans les pays membres de l'Organisation de coopération et de développement économiques (OCDE) hors Turquie a atteint 3,5 % en mai, après 3,3 % le mois précédent (graphique 2). L'accélération de l'inflation totale s'explique principalement par une hausse des prix de l'énergie. Si l'inflation *core* (hors produits alimentaires et énergie) a également légèrement augmenté, de 0,1 point de pourcentage en mai, elle semble toujours s'inscrire sur une tendance baissière. Néanmoins, des risques à la hausse subsistent. La hausse des prix à la production s'est nettement accélérée à la suite du choc sur les prix de l'énergie, la plus forte augmentation étant observée chez les exportateurs de matériel d'IA en Asie, notamment en Malaisie, en Corée du Sud, à Taïwan et en Thaïlande. La production dans ces pays présente une forte intensité énergétique et une dépendance aux importations d'énergie en provenance de la région du Golfe, tandis que la forte demande mondiale de biens liés à l'IA facilite la transmission du choc sur les prix de l'énergie aux prix du matériel d'IA. Des tensions supplémentaires sur les prix peuvent également résulter de la forte hausse des coûts du transport maritime au niveau mondial, en particulier pour les routes vers l'Asie, dans un contexte de demande accrue de fret qui reflète une dynamique commerciale robuste. Dans l'ensemble, les risques pesant sur l'inflation mondiale à court terme restent orientés à la hausse.

Graphique 2

Hausse de l'IPC dans la zone OCDE

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



Sources : OCDE et calculs des services de la BCE.

Notes : L'agrégat de l'OCDE inclut les pays de la zone euro membres de l'OCDE, mais exclut la Turquie. Il est calculé en utilisant les pondérations annuelles de l'indice des prix à la consommation (IPC) pour l'OCDE. Les dernières observations se rapportent à mai 2026.

Aux États-Unis, l'activité économique a bien résisté, tandis que l'inflation est demeure élevée.

Les données macroéconomiques américaines ont récemment surpris à la hausse, soutenues par l'essor de l'IA et par l'amélioration de la résilience aux chocs d'offre de pétrole en raison de l'augmentation de l'offre intérieure de pétrole de schiste. La hausse des prix de détail de l'énergie a réduit la croissance annuelle du revenu disponible réel à environ zéro, malgré les importants remboursements d'impôts effectués plus tôt dans l'année. La croissance de la consommation reste robuste, mais elle est de plus en plus soutenue par une baisse de l'épargne, qui a ramené le taux d'épargne à un très bas niveau de 3 % en mai, et par une hausse des prêts à la consommation. Le recours croissant à la liquidation de l'épargne et à l'emprunt, conjugué à la faible croissance du revenu réel, limite la possibilité d'une poursuite de la croissance robuste de la consommation à l'avenir. La croissance de l'investissement continue d'être tirée par les dépenses liées à l'IA, qui restent très concentrées entre quelques grandes entreprises, laissant l'économie exposée à un risque idiosyncratique en cas de retournement du cycle d'investissement. Compte tenu de sa forte intensité en importations, l'essor de l'IA continue également de soutenir les importations américaines, qui pourraient enregistrer une nouvelle hausse plus forte que prévu au deuxième trimestre. L'inflation a surpris à la hausse en mai, mais s'est ralentie en juin. L'inflation totale mesurée par l'IPC s'est ralentie, revenant à 3,5 % en rythme annuel en juin après 4,2 % en mai, reflétant principalement une baisse des prix de l'énergie, tandis que l'inflation *core* mesurée par l'IPC s'est ralentie plus modestement pour s'établir à 2,6 %. Cette modération pourrait toutefois s'avérer de courte durée, la ré-escalade du conflit au Moyen-Orient ayant de nouveau poussé les prix de l'énergie à la hausse. Lors de sa première réunion sous la présidence de Kevin Warsh, en juin, le Comité fédéral de l'*open market* a maintenu les taux inchangés, mais a révisé à la hausse sa trajectoire médiane projetée de la politique monétaire, neuf participants

sur 18 anticipant désormais un relèvement des taux cette année, contre aucun en mars.

L'activité économique en Chine s'est nettement ralentie au deuxième trimestre 2026, le fléchissement de la demande intérieure pesant sur la croissance totale. La croissance du PIB en volume s'est fortement ralentie, revenant de 5,0 % en glissement annuel au premier trimestre à 4,3 % au deuxième trimestre, un niveau inférieur aux anticipations des marchés. Les données mensuelles font état d'une nouvelle détérioration de la demande intérieure, la croissance annuelle des ventes de détail revenant à un niveau proche de zéro au deuxième trimestre et l'investissement continuant à se contracter – une faiblesse sans précédent en Chine en dehors de la période de pandémie. La baisse des ventes au détail reflète principalement les achats de biens, qui ont été touchés par une réduction des dispositifs publics de subventions aux biens de consommation, tandis que la faiblesse de l'investissement reflète en partie une nouvelle détérioration du secteur immobilier. En outre, le gouvernement chinois a intensifié sa campagne « anti-involution » au deuxième trimestre afin de remédier à la surcapacité et à la concurrence excessive sur les prix, qui devraient peser encore davantage sur l'investissement. En juin, les exportations nominales de biens (en dollars) ont fortement augmenté, de 27 % en glissement annuel, sous l'effet de la demande liée à l'IA, tandis que la hausse des importations était encore plus marquée, de 36 %, en raison de la hausse des prix de l'énergie et de la demande liée à l'IA. Les prix à l'exportation, quant à eux, ont suivi les prix à la production hors du territoire déflationniste au deuxième trimestre, principalement sous l'effet de l'évolution des prix dans les secteurs concernés par la demande liée à l'IA et les prix de l'énergie, mettant fin à plusieurs années de baisse des prix à l'exportation.

Au Royaume-Uni, l'activité économique semble se ralentir après un certain rebond au début de l'année. Le PIB mensuel a diminué de 0,1 % en glissement mensuel en avril, et l'indice PMI composite est encore revenu sous le seuil neutre, à 49,3 en juin (après 49,7 en mai et 52,6 en avril), la faiblesse de l'activité dans les services ayant plus que compensé la hausse de la production manufacturière. La croissance du PIB en volume devrait donc se ralentir au deuxième trimestre 2026 par rapport au premier trimestre. L'inflation totale s'est établie à 2,8 % en mai, sans changement par rapport à avril, mais inférieure aux 3,3 % enregistrés en mars. L'inflation totale continue de surprendre à la baisse, reflétant principalement un ralentissement de la hausse des prix des produits alimentaires et des biens hors produits alimentaires et énergie, tandis que la hausse des prix des services s'est légèrement redressée. La hausse des prix de l'énergie s'est encore accentuée, soutenue par la hausse des prix des carburants. Un relèvement du plafond des prix de l'énergie annoncé pour la période allant de juillet à septembre devrait accentuer les tensions à la hausse pendant l'été. Peu d'effets indirects et de second tour de la hausse des prix du pétrole sont observés à ce stade. Les mesures des anticipations d'inflation ont fortement augmenté dans le sillage immédiat du choc sur les prix de l'énergie, mais se sont depuis légèrement atténuées. La croissance des salaires dans le secteur privé a continué de se modérer dans un contexte de nouveaux signes de ralentissement du marché du travail, ce qui devrait contribuer à contenir

les effets de second tour. La Banque d'Angleterre a maintenu son taux directeur inchangé à 3,75 % lors de la réunion de juin de son Comité de politique monétaire.

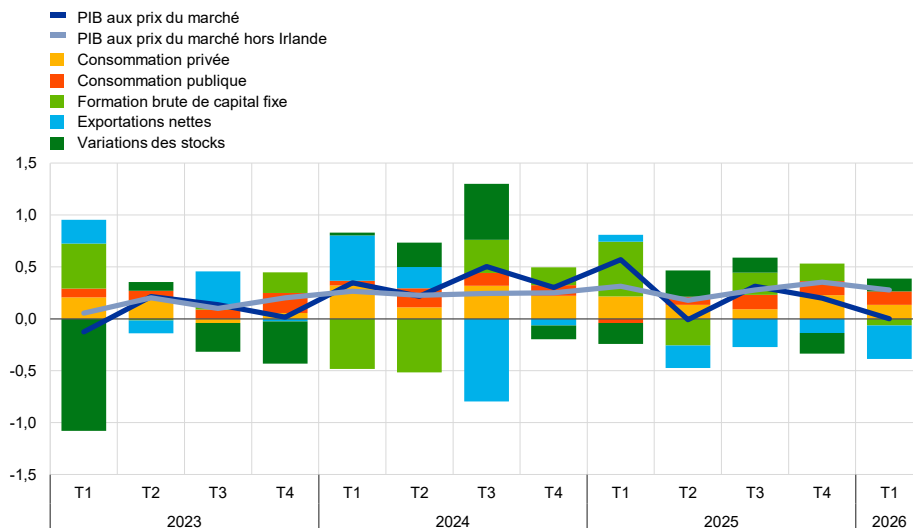
Le PIB de la zone euro est demeuré inchangé au premier trimestre 2026 mais a augmenté de 0,3 % en glissement trimestriel, si l'on exclut les données irlandaises volatiles. La demande intérieure s'est affaiblie au premier trimestre, en raison d'un léger ralentissement de la croissance de la consommation privée et d'un recul de l'investissement, principalement dans la construction. Les données disponibles suggèrent que la guerre au Moyen-Orient a eu des effets contenus mais inégaux sur l'activité au deuxième trimestre, avec des différences notables entre les secteurs. Les services liés aux consommateurs ont été le plus affecté, même si les données d'enquêtes font état d'un redressement partiel après le choc initial. En revanche, les services numériques et les secteurs manufacturiers sont demeurés résilients malgré un renchérissement de l'énergie et une incertitude élevée. Cette résilience reflète en partie une hausse de l'investissement lié à l'intelligence artificielle (IA) et la constitution de stocks par les entreprises en vue d'atténuer les risques liés aux chaînes d'approvisionnement ainsi que la hausse des dépenses de défense. Le marché du travail demeure résilient globalement, mais a perdu de son élan, les indicateurs à court terme suggérant une dynamique de l'emploi plus faible au deuxième trimestre 2026. Les indicateurs prospectifs suggèrent que la croissance devrait rester modeste à court terme. L'incertitude demeure élevée dans un contexte de retour aux opérations militaires au Moyen-Orient après le cessez-le-feu temporaire. Dans le même temps, un environnement géopolitique mondial extrêmement fragile continue de contribuer à la volatilité des prix du pétrole et de peser sur les perspectives économiques. Néanmoins, à moyen terme, la demande intérieure devrait être soutenue par une reprise des revenus réels, elle-même favorisée par la normalisation attendue des prix de l'énergie, la résilience du marché du travail et l'augmentation des dépenses publiques consacrées aux infrastructures et à la défense. Ces facteurs devraient être complétés par une hausse des investissements liés à l'IA et à la transition énergétique.

Le PIB en volume de la zone euro est resté inchangé au premier trimestre 2026, mais a augmenté de 0,3 % lorsque l'on exclut les données irlandaises volatiles, d'après la troisième publication des comptes nationaux par Eurostat le 15 juillet. La décomposition de la demande montre que la croissance de la consommation privée s'est légèrement affaiblie au premier trimestre et que l'investissement s'est contracté, tandis que les variations de stocks ont apporté une contribution légèrement positive à la croissance du PIB (graphique 3). Bien que les exportations nettes soient négatives dans les chiffres globaux, elles deviennent positives lorsque l'on exclut les flux commerciaux irlandais volatils. La décomposition de la valeur ajoutée montre que la croissance a été soutenue par les services et le secteur manufacturier, net des données irlandaises volatiles. En revanche, la construction a freiné la croissance.

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 premier trimestre 2026.

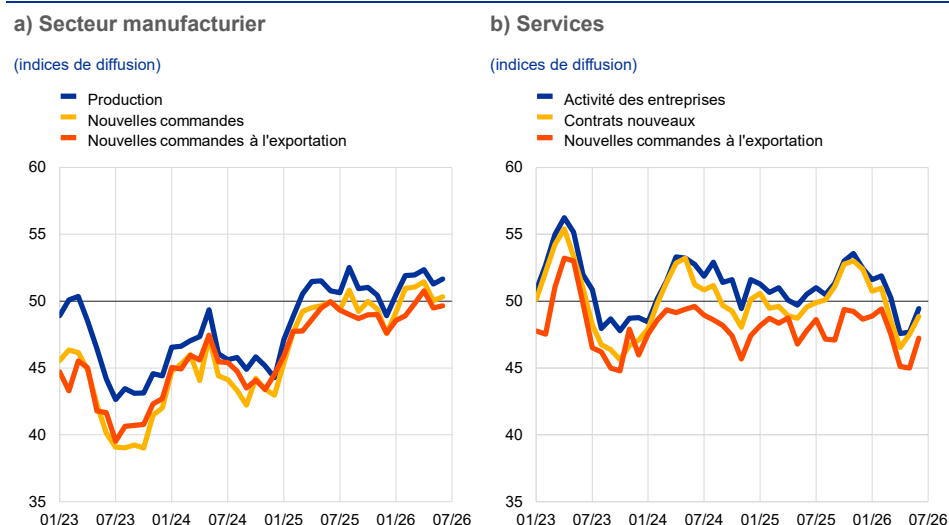
Les indicateurs disponibles font état d'une expansion modérée de l'activité économique au deuxième trimestre, avec des évolutions inégales entre les secteurs, en dépit de facteurs défavorables liés au conflit au Moyen-Orient ¹.

La production marchande totale s'est établie 0,3 % au-dessus de sa moyenne du premier trimestre en avril, reflétant un renforcement de l'activité dans la production de biens intermédiaires et de biens d'équipement, en particulier dans les secteurs de haute technologie et ceux liés à la défense, ainsi que dans la construction et, dans une moindre mesure, dans les services numériques. Ces gains ont été en partie contrebalancés par des baisses de la production de biens de consommation, reflet de la faiblesse continue des produits pharmaceutiques, et par une diminution de l'activité dans les services aux consommateurs, affectée par le renchérissement de l'énergie et l'incertitude élevée liée au conflit au Moyen-Orient. Les données sur la production pour mai confirment largement ce tableau. S'agissant des enquêtes, l'indice composite des directeurs d'achats (PMI) a légèrement diminué, pour revenir en territoire indiquant une contraction au deuxième trimestre, principalement sous l'effet de la faiblesse du secteur des services, tout en se redressant un peu en fin de trimestre (graphique 4). De même, l'indicateur du climat économique de la Commission européenne a continué d'augmenter en juin, mais est demeuré bien inférieur à son niveau d'avant la guerre observé en février.

¹ Selon l'estimation rapide publiée par Eurostat le 30 juillet, le PIB en volume de la zone euro a augmenté de 0,4 % en rythme trimestriel au deuxième trimestre de l'année et de 0,3 % lorsque l'on exclut les données irlandaises volatiles. Cette estimation n'était pas disponible au moment de la réunion du Conseil des gouverneurs de juillet.

Graphique 4

Indices PMI dans les différents secteurs de l'économie



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

Les indicateurs prospectifs signalent une poursuite de la croissance modérée à court terme.

Les anticipations relatives à l'activité ressortant de l'indice PMI et l'indice de la Commission européenne relatif aux anticipations des entreprises, qui ont tous deux fortement diminué après le début de la guerre au Moyen-Orient, se sont partiellement redressés à la fin du deuxième trimestre. Cela indique une certaine capacité de résistance de l'économie de la zone euro, soutenue par une inversion partielle des prix de l'énergie et par de nouvelles améliorations des délais de livraisons des fournisseurs. Dans le même temps, ces anticipations restent inférieures à leurs niveaux d'avant le conflit, ce qui reflète une incertitude élevée. Les contacts de l'enquête téléphonique menée par la BCE auprès des entreprises s'attendent pour le troisième trimestre à une poursuite de la croissance modeste, avec une dynamique inégale entre les secteurs (cf. encadré 5). Le secteur manufacturier devrait bénéficier de la demande soutenue dans la haute technologie et dans les secteurs liés à la défense, mais aussi d'une concurrence réduite en provenance d'Asie (résultant de coûts plus élevés ou de perturbations temporaires de l'offre), ainsi que d'achats de précaution réalisés en amont de hausses des prix attendues. En revanche, les services devraient croître à un rythme plus lent, freinés par l'atonie des services aux consommateurs, l'activité liée aux voyages continuant d'être affectée par l'incertitude géopolitique.

Le taux de chômage reste faible, mais la création d'emplois s'est ralentie et la demande de main-d'œuvre continue de se modérer.

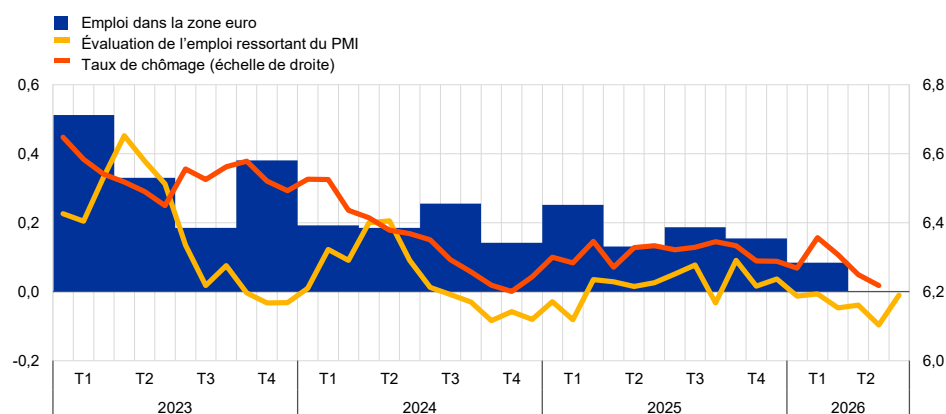
Le taux de chômage s'est établi à 6,2 % en mai, étant demeuré globalement stable depuis mi-2024 (graphique 5). Au premier trimestre 2026, l'emploi a poursuivi sa croissance en glissement trimestriel, soutenu par une population active en expansion, tandis que le nombre total d'heures travaillées a baissé de 0,2 %. Le rythme de la création d'emplois s'est encore modéré à 0,1 %, en rythme trimestriel, et 0,4 %, en rythme annuel, début 2026, après des hausses de 0,8 % en 2025, 1,0 % en 2024 et 1,5 %

en 2023. La modération progressive de la croissance de l'emploi reflète en partie un ralentissement continu de la demande de main-d'œuvre. Le taux de vacance d'emploi est orienté à la baisse depuis le second semestre 2022. Après avoir légèrement augmenté, à 2,3 % fin 2025, sous l'effet des évolutions dans le secteur de la construction, il a encore diminué pour s'établir à 2,2 % au premier trimestre 2026. Les tendances sectorielles ont divergé au cours de l'année écoulée, les emplois vacants dans la construction augmentant, tandis que les emplois vacants dans les services marchands et l'industrie ont continué de diminuer.

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 premier trimestre 2026 pour l'emploi dans la zone euro, à juin 2026 pour l'évaluation de l'emploi ressortant du PMI et à mai 2026 pour le taux de chômage.

Les indicateurs à court terme du marché du travail suggèrent une faiblesse de la dynamique de l'emploi au deuxième trimestre 2026.

L'indice composite PMI mensuel relatif à l'emploi est revenu au-dessous du seuil neutre de 50 au début de l'année. L'indice a montré des signes de reprise en juin, atteignant 49,9 après 49,0 en mai, ce qui suggère que l'emploi est resté largement inchangé au deuxième trimestre de l'année. L'indice PMI relatif à l'emploi dans le secteur des services s'est établi à 50,4 en juin 2026, c'est-à-dire à nouveau en territoire indiquant une expansion, tandis que l'indice PMI relatif à l'emploi dans le secteur manufacturier demeure fermement en territoire indiquant une contraction, à 48,2. Après avoir fortement augmenté à la suite du déclenchement de la guerre au Moyen-Orient, les anticipations de chômage à un an déclarées par les participants à l'enquête sur les anticipations des consommateurs et aux enquêtes de la Commission européenne (DG-ECFIN) auprès des entreprises et des consommateurs se sont stabilisées à des niveaux élevés en juin.

La consommation privée s'est probablement encore ralentie au deuxième trimestre, après avoir augmenté de 0,3 %, en glissement trimestriel, au premier trimestre de l'année.

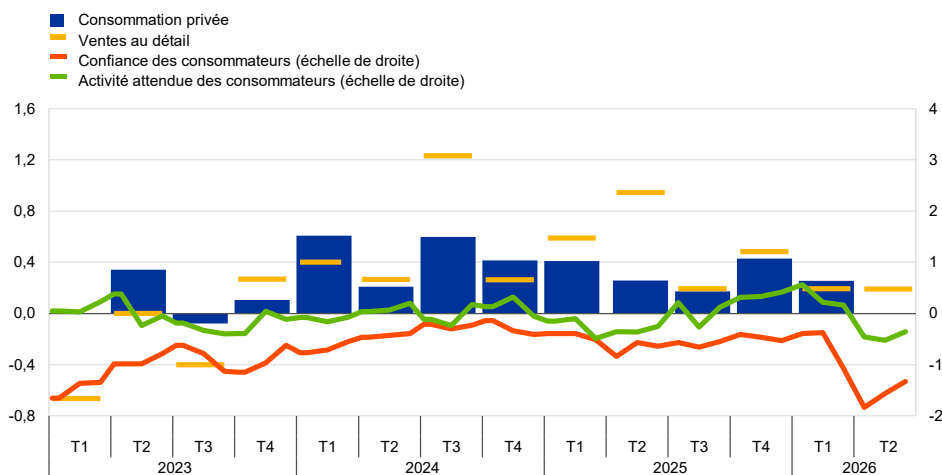
Le volume du commerce de détail a augmenté de 0,2 % en glissement trimestriel (en moyenne pour avril-mai), la baisse des ventes de

carburants étant largement compensée par des améliorations pour les autres composantes, en particulier les produits alimentaires (graphique 6). Les évolutions au sein de la production de services aux consommateurs ont été contrastées. La production dans le secteur de l'hébergement et de la restauration a baissé en avril par rapport au premier trimestre, tandis qu'elle a augmenté dans le transport aérien et les voyages. Les indicateurs à haute fréquence font état d'une atonie de la croissance de la consommation au troisième trimestre, les effets économiques de la guerre au Moyen-Orient continuant de se déployer. L'incertitude des consommateurs a encore diminué en juin. L'indicateur de la Commission européenne relatif à la confiance des consommateurs a poursuivi son amélioration en juin, bien qu'il soit resté nettement inférieur à son résultat de février. L'indicateur de l'activité anticipée pondérée par les consommateurs de la Commission européenne s'est également amélioré en juin, tout en demeurant inférieur à sa moyenne de long terme comme à son résultat de février. Des prix de l'énergie élevés et l'incertitude déclenchée par la guerre au Moyen-Orient continueront probablement de peser sur la consommation privée au cours des prochains trimestres. Si le protocole d'accord établi entre les États-Unis et l'Iran a initialement laissé entrevoir la perspective d'une inversion durable des prix du pétrole, les évolutions ultérieures ont rendu moins probable un tel résultat, montrant que la hausse des prix de l'énergie représentait un frein plus persistant sur le pouvoir d'achat et les dépenses des ménages. L'impact devrait être amorti dans une certaine mesure par la robustesse des bilans des ménages. Toutefois, les ménages à faibles revenus restent particulièrement exposés, dans la mesure où ils consacrent une part plus importante de leur budget à l'énergie, tout en ayant une capacité plus limitée à lisser leur consommation (cf. encadré 3). Dans le même temps, une incertitude élevée restreint la consommation via ses effets sur la confiance des consommateurs. Jusqu'ici, la baisse du sentiment des consommateurs a principalement incité les ménages à revenus élevés à réduire leurs dépenses discrétionnaires (cf. encadré 2).

Graphique 6

Consommation privée et indicateurs à haute fréquence

(consommation privée et ventes au détail : variations en pourcentage en glissement trimestriel ; confiance des consommateurs et activité attendue des consommateurs : soldes en pourcentage 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 premier trimestre 2026 pour la consommation privée, au deuxième trimestre 2026 (sur la base d'avril-mai 2026) pour les ventes au détail et à juin 2026 pour toutes les autres rubriques.

L'investissement des entreprises devrait s'être modéré au deuxième trimestre 2026, dans un contexte de renchérissement de l'énergie et d'incertitude élevée.

Après une période de croissance robuste au second semestre 2025, l'investissement hors construction dans la zone euro (en excluant les droits de propriété intellectuelle irlandais volatils) a augmenté de 0,6 % en glissement trimestriel au premier trimestre de l'année, marquant une modération de la dynamique de l'investissement (graphique 7, partie a). Les informations disponibles pour le deuxième trimestre présentent un tableau contrasté. D'une part, la production industrielle de biens d'équipement a augmenté de 1,1 %, en glissement trimestriel, en avril et en mai, reflétant probablement des dépenses d'investissement réalisées par anticipation, comme le suggèrent également les participants à la campagne de juillet de l'enquête téléphonique auprès des entreprises. D'autre part, les indices des directeurs d'achat relatifs à la production de biens d'équipement et aux contrats nouveaux sont restés en territoire indiquant une contraction en juin (à 49,8 pour la production et 49,7 pour les contrats nouveaux) indiquant une faiblesse continue de l'investissement en actifs corporels, tels que les machines et les équipements. Pour l'avenir, les coûts de financement en hausse et l'incertitude géopolitique persistante devraient également peser sur l'investissement en capital physique au cours des prochains trimestres. En revanche, les données disponibles suggèrent que l'investissement en actifs incorporels est susceptible de demeurer plus résistant. Les données tirées de l'enquête sur l'accès des entreprises au financement ([SAFE](#)) montrent que, jusqu'à présent, le conflit au Moyen-Orient a eu un impact limité sur les anticipations des entreprises au sujet de l'investissement pour les 12 prochains mois. De plus, les participants à l'enquête téléphonique auprès des entreprises voient dans les technologies liées à l'IA un déterminant-clé

de l'investissement actuel et prévu, tout en déclarant également un regain d'intérêt pour l'investissement dans les énergies renouvelables et l'électrification déclenché par la guerre. De façon cohérente avec des éléments indiquant que l'incertitude tend à peser plus lourdement sur l'investissement en capital physique que sur les actifs incorporels, en raison de leurs différences en matière de structures de financement et de coûts d'ajustement, l'investissement incorporel semble moins vulnérable à l'environnement actuel d'incertitude accrue ².

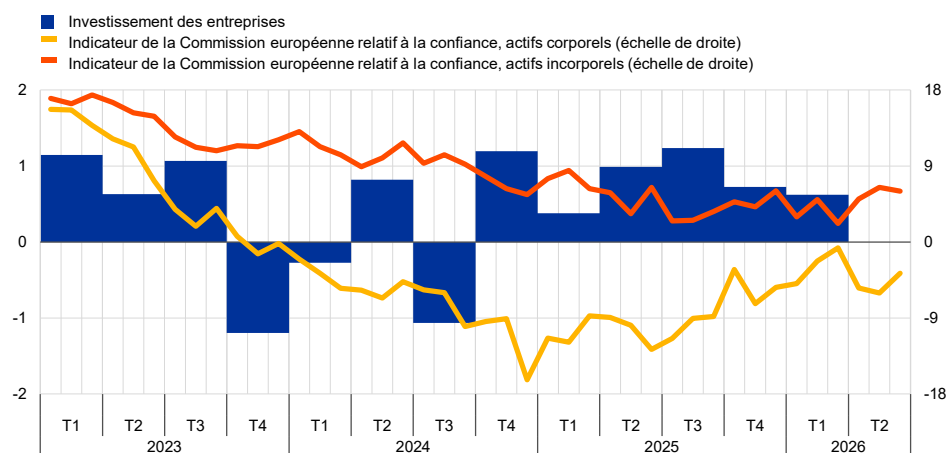
² Cf. l'article du présent *Bulletin économique*.

Graphique 7

Dynamique de l'investissement réel et données d'enquêtes

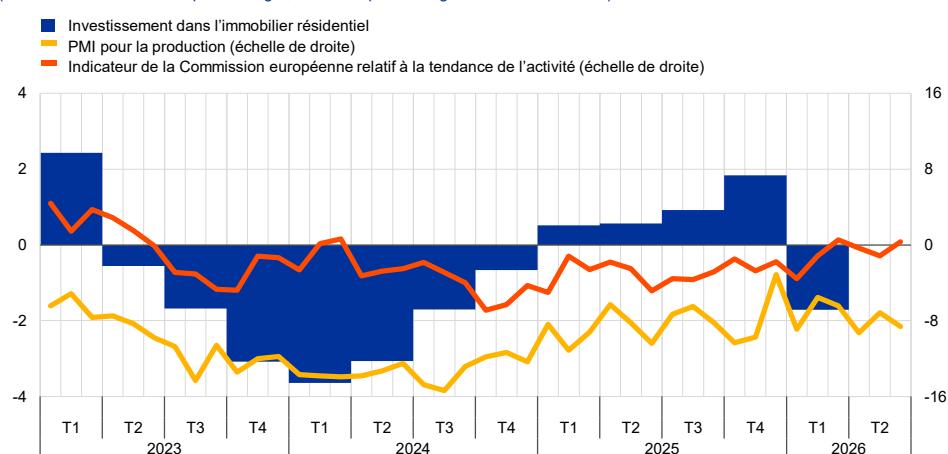
a) Investissement des entreprises

(variations trimestrielles en pourcentage ; soldes en pourcentage)



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 premier trimestre 2026 pour l'investissement et à juin 2026 pour l'indice PMI relatif à la production et les indicateurs de la Commission européenne.

L'investissement dans l'immobilier résidentiel devrait avoir retrouvé une trajectoire de reprise au deuxième trimestre 2026, après la forte baisse du premier trimestre.

L'investissement dans l'immobilier résidentiel a baissé de 1,7 % en glissement trimestriel au premier trimestre (graphique 7, partie b), en raison pour partie de conditions météorologiques défavorables. Dans le même temps, des coûts de construction toujours élevés continuent de peser sur l'activité de construction de logements. Après le déclenchement du conflit au Moyen-Orient, les prix des intrants et les anticipations relatives aux prix de vente pour les intrants à forte intensité

énergétique dans la construction, tels que le ciment et le béton, ont encore augmenté à partir de niveaux déjà élevés. Après la signature du protocole d'accord entre les États-Unis et l'Iran, le sentiment a commencé à se normaliser en juin. De manière cohérente, l'indicateur de la Commission européenne relatif aux tendances récentes de l'activité dans la construction de bâtiments et la construction spécialisée est redevenu positif. De plus, les carnets de commandes des entreprises de construction se sont améliorés en ligne avec un nombre croissant de permis de construire au premier trimestre 2026, ce qui indique une demande sous-jacente robuste. Considérées ensemble, ces conditions favorables de la demande suggèrent que l'investissement dans l'immobilier résidentiel poursuit son redressement progressif après le recul enregistré au premier trimestre, en dépit de tensions persistantes sur les coûts et d'indicateurs d'activité toujours atones.

Les récentes améliorations des exportations hors zone euro semblent fragiles, les indicateurs avancés signalant une faiblesse renouvelée et une hausse des tensions sur les prix à l'importation à venir. Les volumes d'exportations de biens hors zone euro ont augmenté de 1,8 % au cours de la période de trois mois s'achevant en avril par rapport à la précédente période de trois mois, tandis que les volumes d'importations ont augmenté de 0,3 %. Toutefois, la hausse des exportations reflète largement un effet de base à la suite de niveaux particulièrement faibles fin 2025 et ne fait pas encore état d'un renforcement généralisé de la dynamique des exportations. Pour l'avenir, les indicateurs à court terme suggèrent une faiblesse renouvelée. Les indices des directeurs d'achat restent en territoire indiquant une contraction en mai et en juin, avec une faiblesse plus prononcée dans les services que dans le secteur manufacturier. Les exportations sont encore soutenues par la constitution de stocks de précaution, dans un contexte d'inquiétudes relatives à la disponibilité de l'offre et aux tensions sur les prix. La baisse des prix à l'importation dans la zone euro, qui a commencé en avril 2025 et a concerné l'ensemble des partenaires commerciaux, semble arrivée à son terme, en grande partie en raison du renchérissement de l'énergie. Les tensions sur les prix à l'importation devraient s'élargir au cours de la période à venir, en partie sous l'effet de la hausse des prix à l'importation chinois, bien que ces prix restent encore inférieurs à leurs niveaux de fin 2024.

Les perspectives de la zone euro restent très incertaines en raison des tensions géopolitiques en cours et de la volatilité accrue des prix du pétrole.

Une perturbation prolongée de l'offre d'énergie pourrait maintenir les prix de l'énergie plus élevés plus longtemps, érodant encore le revenu réel et accroissant les coûts de production, ce qui pèserait sur la consommation et l'investissement. Une intensification des perturbations commerciales pourrait encore affaiblir la croissance. La guerre menée par la Russie contre l'Ukraine demeure une autre source majeure d'incertitude. À l'inverse, la croissance pourrait se révéler plus forte que prévu si les marchés de l'énergie s'ajustaient plus vite qu'anticipé actuellement. Les hausses planifiées des dépenses en matière de défense et d'infrastructures, les réformes visant à améliorer la productivité et à achever le marché unique ainsi que l'adoption par les entreprises de la zone euro de nouvelles technologies pourraient également apporter un soutien supplémentaire à l'activité économique.

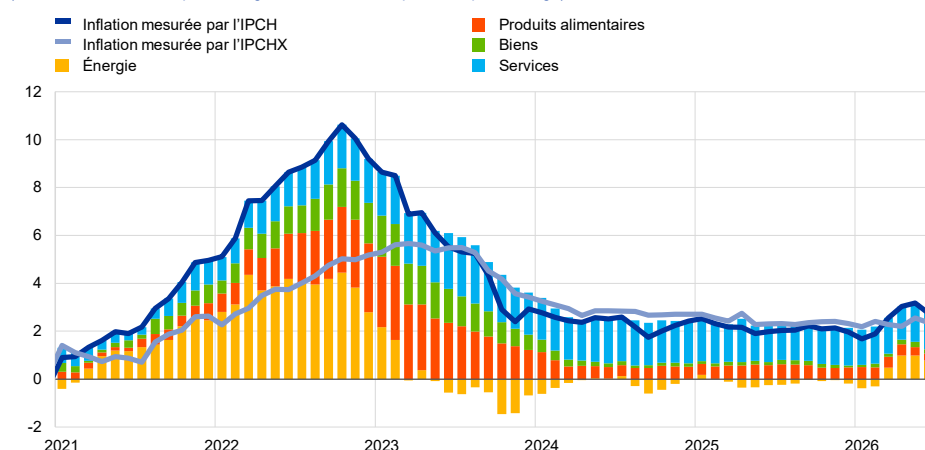
L'inflation totale annuelle dans la zone euro est revenue à 2,8 % en juin 2026, après 3,2 % en mai, en raison d'une baisse de toutes ses composantes. L'évolution de l'inflation sous-jacente est restée contenue, mais les effets du choc énergétique ne se sont pas encore totalement matérialisés. La croissance annuelle de la rémunération par tête a diminué pour s'établir à 3,5 % au premier trimestre 2026, après 3,8 % au trimestre précédent. La progression des salaires négociés et les indicateurs prospectifs, comme l'outil de suivi des salaires de la BCE et les enquêtes sur les anticipations relatives aux salaires, continuent d'indiquer une croissance modérée des salaires au cours des prochains trimestres. Les anticipations d'inflation restent à des niveaux élevés à plus court terme. La plupart des mesures des anticipations d'inflation à 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 revenue à 2,8 % en juin 2026, après 3,2 % en mai (graphique 8). Cela reflète un ralentissement marqué de la hausse des prix de l'énergie, ainsi qu'un recul de la hausse des prix des produits alimentaires et de l'inflation mesurée par l'IPCH hors énergie et produits alimentaires (IPCHX). Au deuxième trimestre 2026, l'inflation totale dans la zone euro s'est établie à 3,0 %, soit 0,2 point de pourcentage au-dessous des projections macroéconomiques de juin 2026 pour la zone euro établies par les services de l'Eurosystème.

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 juin 2026.

L'inflation dans le secteur de l'énergie a nettement diminué en juin, revenant à 8,5 %, après 10,8 % en mai. Ce recul reflète principalement une diminution des prix de l'énergie en glissement mensuel (1,8 %). Cette évolution s'explique par une baisse des prix des carburants destinés aux transports, dans un contexte de prix

moins élevés du pétrole lié à l'amélioration, observée en juin, des perspectives de résolution du conflit au Moyen-Orient. La baisse du taux de croissance annuel des prix des carburants destinés aux transports n'a été que partiellement compensée par une augmentation du taux de croissance annuel des prix du gaz et de l'électricité. L'inflation mesurée par l'IPCH hors énergie et produits alimentaires s'est également légèrement ralentie, revenant de 2,4 % en mai à 2,2 % en juin.

La hausse des prix des produits alimentaires est ressortie à 1,5 % en juin, après 1,9 % en mai. Cette évolution correspond à un ralentissement de la hausse des prix des produits alimentaires non transformés comme de celle des produits alimentaires transformés. La hausse des prix des produits alimentaires non transformés est revenue à 3,1 % en juin, après 4,0 % en mai, tandis que la hausse des produits alimentaires transformés est revenue à 0,9 %, après 1,1 % sur la même période. Dans l'ensemble, les effets indirects du choc récent des prix de l'énergie sur la hausse des prix des produits alimentaires semblent jusqu'à présent limités. En revanche, les conditions météorologiques défavorables actuelles – les vagues de chaleur estivales et la formation d'El Niño (un phénomène climatique récurrent qui perturbe les conditions météorologiques dans le monde, augmentant la probabilité d'inondations, de sécheresses et de vagues de chaleur) – pourraient faire peser des risques à la hausse sur les perspectives d'inflation.

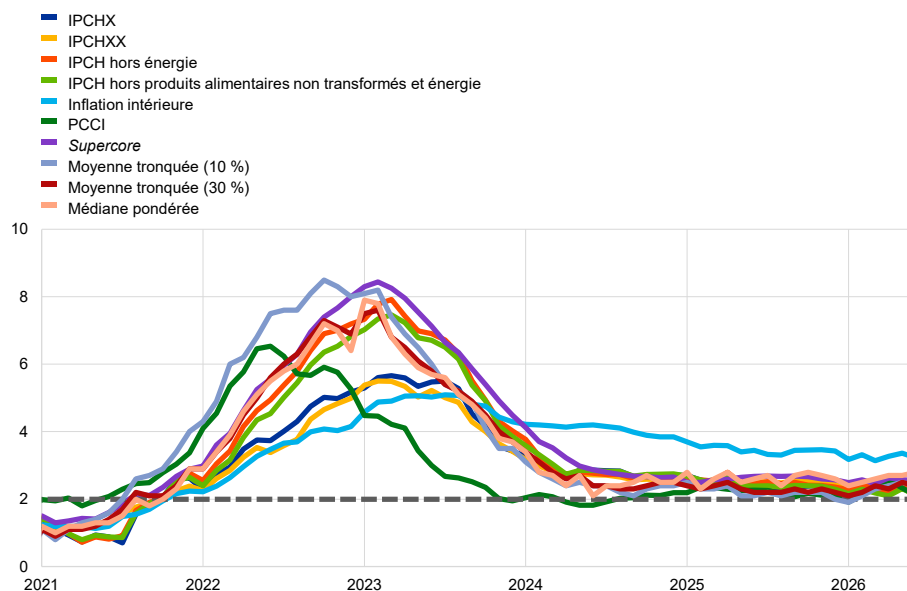
L'inflation mesurée par l'IPCHX est revenue à 2,4 % en juin, après 2,6 % en mai. Cela reflète le ralentissement de l'inflation dans les services (3,2 % en juin, contre 3,5 % en mai) et dans le secteur des biens industriels non énergétiques (0,7 % en juin, contre 0,9 % en mai). La baisse de l'inflation dans les services s'explique principalement par un recul dans les services de transport et les services de loisirs, en raison d'un ralentissement de la dynamique des prix en juin après la forte hausse des prix du kérosène ainsi que de l'essor du tourisme en mai lié au nombre plus élevé de jours fériés. Le rythme modéré de la hausse des prix des biens industriels non énergétiques en juin reflète principalement un ralentissement marqué de la hausse des prix des biens semi-durables et, dans une moindre mesure, des biens durables.

Presque tous les indicateurs de l'inflation sous-jacente ont diminué en juin par rapport au mois précédent (graphique 9). Ces indicateurs étaient compris entre 2,1 % et 2,5 % en juin. La plupart des mesures reposant sur des exclusions ont diminué de 0,1 à 0,2 point de pourcentage, à l'exception de l'IPCH hors énergie et produits alimentaires, composantes liées aux voyages, habillement et chaussures (IPCHXX), qui est resté inchangé à 2,4 %, et de la médiane pondérée, qui a légèrement augmenté. S'agissant des indicateurs fondés sur des modèles, la composante persistante et commune de l'inflation a diminué pour revenir à 2,1 % en juin, après 2,3 % en mai, tandis que l'indicateur *Supercore*, qui comprend les rubriques de l'IPCH sensibles au cycle d'activité, a légèrement baissé, de 2,6 % à 2,5 %. L'inflation intérieure, qui recouvre les composantes à faible contenu en importations, s'est également ralentie en juin, revenant à 3,2 % après 3,4 % en mai. Dans l'ensemble, les derniers chiffres relatifs aux mesures de l'inflation sous-jacente indiquent une stabilisation globale des tensions sous-jacentes sur les prix.

Graphique 9

Indicateurs de l'inflation sous-jacente

(variations annuelles en pourcentage)



Sources : Eurostat et calculs de la BCE.

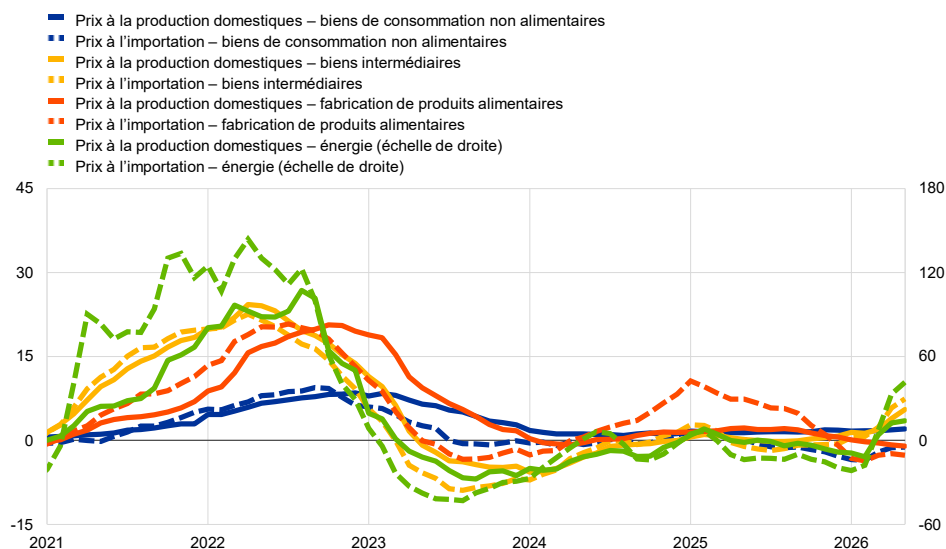
Notes : IPCHX correspond à l'IPCH hors énergie et produits alimentaires ; IPCHXX correspond à l'IPCHX hors composantes liées au voyage, à l'habillement et à la chaussure ; PCCI signifie Composante persistante et commune de l'inflation. La ligne grise en pointillés représente la cible d'inflation de 2 % – moyen terme du Conseil des gouverneurs. Les dernières observations se rapportent à juin 2026.

Les tensions se sont de nouveau accentuées en amont de la chaîne des prix, mais restent contenues en aval (graphique 10). En amont de la chaîne des prix, la hausse des prix – la production de l'énergie – s'est accentuée de 1,5 point de pourcentage en mai, atteignant 14,0 % en glissement annuel. De même, la hausse des prix – l'importation de l'énergie – s'est accrue de 8,5 points de pourcentage pour s'établir à 41,6 % en glissement annuel. Bien que substantielles, ces variations ont été moins importantes que celles enregistrées en avril, lorsque la hausse des prix – la production et des prix – l'importation de l'énergie – était accrue de 8,5 et 25,8 points de pourcentage respectivement. S'agissant des biens intermédiaires, la hausse des prix – la production domestiques et celle des prix – l'importation se sont accentuées en mai, ressortant à 5,5 % et 7,4 %, respectivement. En aval de la chaîne des prix, les tensions en amont sur les biens de consommation non alimentaires sont restées pratiquement inchangées, la variation des prix – la production domestiques – s'inscrivant en légère hausse à 2,1 %, et celle des prix – l'importation restant négative, à -1,2 %. La variation des prix – la production des produits alimentaires manufacturés – est également demeurée négative (à -1,0 %), de même que celle des prix – l'importation des produits alimentaires manufacturés, qui s'est établie à -2,6 % en mai. Les dernières données disponibles étant antérieures au protocole d'accord de juin 2026 entre les États-Unis et l'Iran et – la nouvelle intensification du conflit qui s'en est suivie, les évolutions des prix – la production et des prix – l'importation restent entourées d'une forte incertitude.

Graphique 10

Indicateurs des tensions en amont de la chaîne des prix

(variations annuelles en pourcentage)



Sources : Eurostat et calculs de la BCE.

Note : Les dernières observations se rapportent à mai 2026.

Les tensions d'origine interne sur les coûts, mesurées par la croissance du déflateur du PIB, ont diminué pour revenir à 2,4 % (2,5 % en excluant les données irlandaises, volatiles) au premier trimestre 2026 (graphique 11).

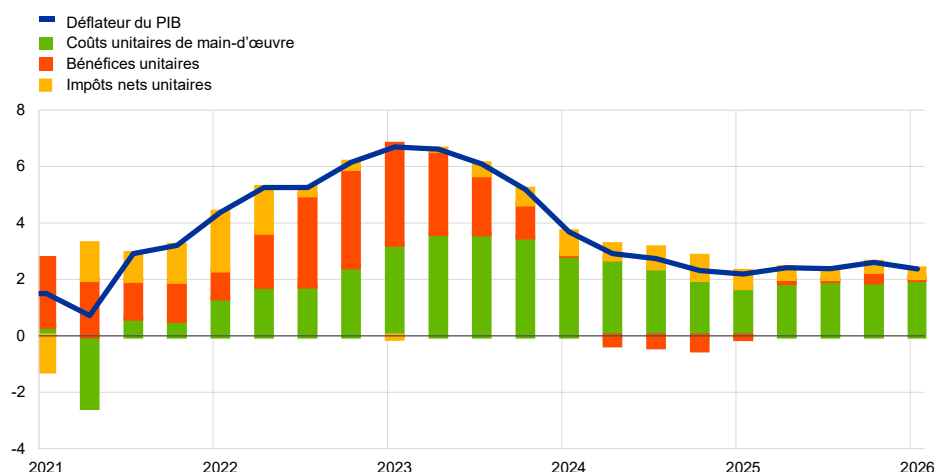
La baisse du déflateur du PIB reflète une contribution plus faible des profits unitaires, qui n'a été que partiellement contrebalancée par des contributions plus élevées des coûts unitaires de main-d'œuvre, tandis que les contributions des imports unitaires sont restées inchangées. Les coûts unitaires de main-d'œuvre ont augmenté de 3,6 % au premier trimestre 2026, après 3,4 % au quatrième trimestre 2025. Cela reflète une baisse du taux de croissance annuel de la productivité du travail, qui est devenu négatif (de 0,3 % à -0,1 %), largement atténué par une diminution du taux de croissance annuel de la rémunération par tête (de 3,8 % à 3,5 %). La baisse du taux de croissance annuel de la rémunération par tête résulte d'un ralentissement de la croissance des salaires négociés, qui est revenue à 2,5 % au premier trimestre 2026, après 2,9 % au quatrième trimestre 2025, tandis que la composante glissement des salaires a augmenté pour s'établir à 1,5 point de pourcentage, après 1,3 point de pourcentage sur la même période. Toutefois, si l'on exclut les données irlandaises volatiles, la contribution des profits unitaires est restée inchangée tandis que celle des coûts unitaires de main-d'œuvre a diminué (de 2,0 % à 1,7 %). La croissance des coûts unitaires de main-d'œuvre hors données irlandaises a diminué (de 3,4 % à 2,9 %) en raison d'une légère accélération de la croissance de la productivité du travail (de 0,4 % à 0,5 %) et d'une baisse de la rémunération par tête (de 3,8 % à 3,4 %). Pour l'avenir, l'outil de suivi des salaires de la BCE, qui a été actualisé avec les données relatives aux accords salariaux négociés jusqu'à la première semaine de juillet 2026, indique que les tensions sur les salaires négociés sont restées globalement stables à 2,6 % en 2026 et 2,7 % au premier trimestre 2027³. D'autres indicateurs tirés d'enquêtes font état d'une

modération de la croissance des salaires ; dans l'enquête téléphonique de la BCE auprès des entreprises, les participants s'attendaient à un ralentissement de la croissance des salaires, de 3,1 % en 2025 à 2,5 % en 2026 et 2,4 % en 2027 ⁴.

Graphique 11

Décomposition du déflateur du PIB

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



Sources : Eurostat et calculs de la BCE.

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

La plupart des anticipations d'inflation à court terme des prévisionnistes professionnels, des analystes monétaires et des consommateurs ont diminué en juin 2026, tandis que les anticipations d'inflation à plus long terme tirées d'enquêtes sont restées inchangées. Les anticipations d'inflation à court terme pour 2026 se sont établies à 2,7 % à la fois dans l'enquête de la BCE auprès des analystes monétaires (SMA) de juillet 2026 (après 2,9 % dans l'enquête de juin), et dans l'enquête de la BCE auprès des prévisionnistes professionnels (EPP) du troisième trimestre 2026 (inchangée par rapport au deuxième trimestre 2026). L'enquête SMA et l'enquête EPP vont dans le sens d'une nouvelle baisse en 2027, à 2,2 % (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 diminué pour s'établir à 3,6 % dans l'enquête de la BCE sur les anticipations des consommateurs de juin 2026 (graphique 12, partie b), après 4,0 % en mai. Les anticipations médianes d'inflation à un an et à trois ans ont diminué pour s'établir à 3,0 % et 2,8 % respectivement, après 3,5 % et 2,9 % en mai. Les anticipations médianes d'inflation à cinq ans sont restées inchangées à 2,4 %. S'agissant des anticipations d'inflation à plus long terme, les taux médians dans l'enquête SMA et dans l'enquête EPP sont restés inchangés à 2 % (graphique 12, partie a).

³ Pour plus de détails, cf. « [L'outil de suivi des salaires de la BCE s'établit à 2,7 % au premier trimestre 2027, indiquant des tensions stables sur les salaires négociés](#) », communiqué de presse, BCE, 29 juillet 2026.

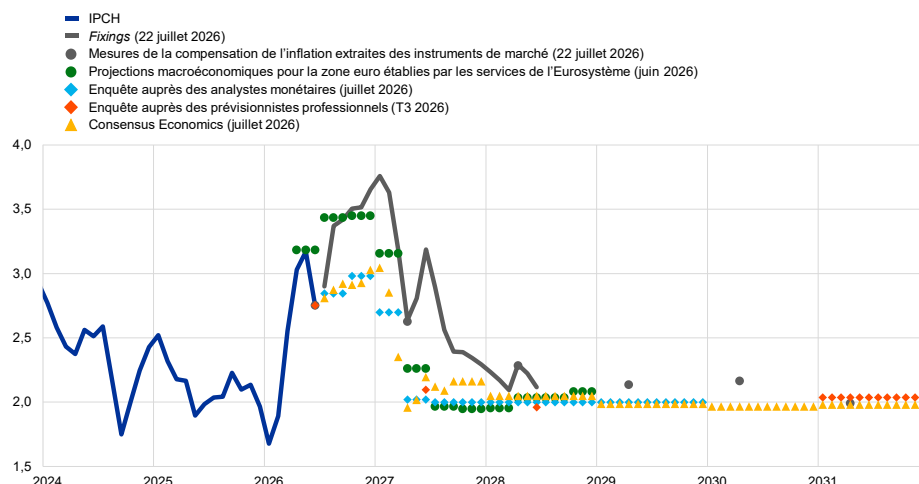
⁴ Pour plus d'informations, cf. l'encadré 5 du présent *Bulletin économique*.

Graphique 12

Inflation totale, projections d'inflation et anticipations

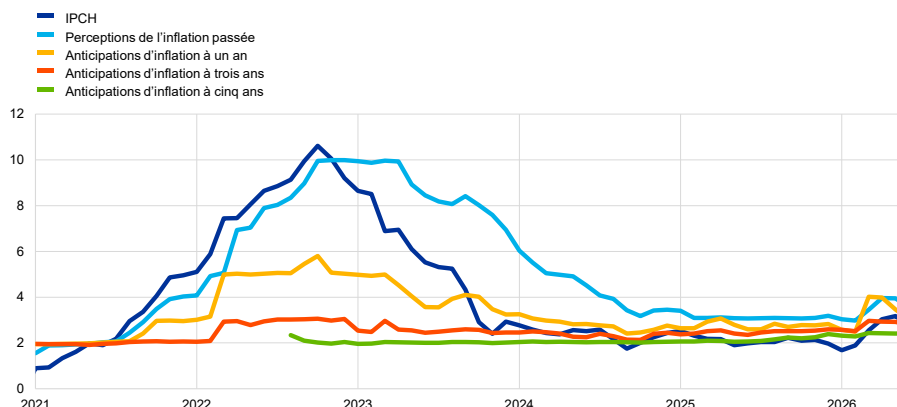
a) Inflation totale, mesures de la compensation de l'inflation extraites des instruments de marché, projections d'inflation et indicateurs des anticipations d'inflation tirés d'enquêtes

(variations annuelles en pourcentages)



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

(variations annuelles en pourcentages)



Sources : Eurostat, LSEG, Consensus Economics, BCE (enquête SMA, enquête EPP, enquête CES), Projections macroéconomiques pour la zone euro établies par les services de l'Eurosystème, juin 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 22 juillet 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 juillet 2026, l'enquête SMA a été réalisée entre le 6 et le 8 juillet 2026. Pour le troisième trimestre 2026, l'EPP a été réalisée entre le 1^{er} et le 6 juillet 2026. La date d'arrêt pour les prévisions de Consensus Economics est le 13 juillet 2026. Les projections macroéconomiques de juin 2026 établies par les services de l'Eurosystème pour la zone euro ont été finalisées le 27 mai 2026 et la date d'arrêt des hypothèses techniques est le 21 mai 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 juin 2026.

Au cours de la période sous revue allant du 11 juin au 22 juillet, les mesures à court terme de la compensation de l'inflation extraites des instruments de marché ont diminué, tandis que les anticipations à plus long terme extraites des instruments de marché sont restées bien ancrées (graphique 12, partie a).

Les prix de l'énergie ont fluctué dans un contexte d'évolutions du conflit au Moyen-Orient, entraînant une volatilité dans l'évaluation des perspectives d'inflation. Les fixings d'inflation, qui sont des contrats de swaps liés à l'IPCH hors tabac de la

zone euro, ont diminué à court terme, même s'ils indiquent toujours que les investisseurs s'attendent à ce que l'inflation reste élevée au cours de l'année à venir avant de revenir à des niveaux proches de la cible d'inflation de 2 % de la BCE d'ici mi-2027. Au-delà du court terme, le taux des *swaps* indexés sur l'inflation à un an dans un an a augmenté de 8 points de base pour s'établir à 2,28 % environ à la fin de la période sous revue. Toutefois, corrigée des primes de risque sur l'inflation, la même mesure a diminué de 3 points de base pour s'établir à 1,99 % 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.

Au cours de la période sous revue, du 11 juin au 22 juillet 2026, les marchés financiers de la zone euro ont réagi positivement au protocole d'accord conclu entre les États-Unis et l'Iran, avant de faire marche arrière à la suite d'une nouvelle intensification des tensions entre les deux pays. Le relèvement des taux d'intérêt annoncé par le Conseil des gouverneurs le 11 juin était largement anticipé et s'est pleinement transmis aux marchés monétaires et aux marchés de capitaux au sens large. À la fin de la période sous revue, la courbe " terme du taux " court terme de l'euro (€STR) intégrait environ 40 points de base de refinancements cumulés des taux directeurs " fin 2026, ce qui est comparable aux niveaux intégrés au début de la période sous revue. Les taux d'intérêt à long terme et les rendements des obligations souveraines sont restés globalement inchangés, de sorte que les taux " terme réels et les écarts de rendement des obligations souveraines par rapport aux taux sans risque sont également globalement stables. Dans la zone euro, les indices boursiers larges ont augmenté au cours de la période sous revue en raison de perspectives de bénéfices " long terme positives, même si les fluctuations du sentiment à l'égard de l'intelligence artificielle (IA) ont entraîné une certaine volatilité en cours de période. Les écarts de rendement des obligations d'entreprises se sont légèrement resserrés " la fois au sein du compartiment bien noté (investment-grade) et du compartiment " rendement élevé (high-yield). Sur les marchés des changes, l'euro s'est légèrement déprécié vis-à-vis du dollar américain (– 1,1 %) et est resté globalement stable en termes pondérés des échanges commerciaux (– 0,4 %).

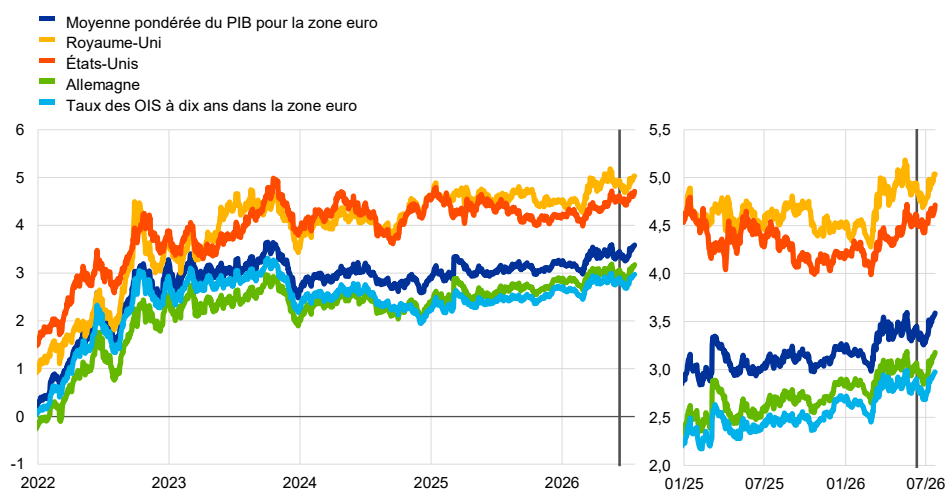
Les taux sans risque " court terme de la zone euro ont augmenté au cours de la période sous revue, tandis que les taux sans risque " plus long terme sont restés globalement inchangés. À la suite de la décision du Conseil des gouverneurs, lors de sa réunion du 11 juin 2026, de relever les trois taux directeurs de la BCE de 25 points de base, le taux de référence €STR s'est établi " 2,2 % " la fin de la période sous revue. L'excédent de liquidité a diminué d'environ 55 milliards d'euros, revenant " 2 161 milliards, ce qui reflète principalement la baisse continue des portefeuilles de titres détenus " des fins de politique monétaire. Après une baisse enregistrée entre les réunions du Conseil des gouverneurs d'avril et de juin, dans un contexte d'atténuation des tensions au Moyen-Orient, les taux " très court terme ont continué de diminuer après la signature du protocole d'accord entre les États-Unis et l'Iran, le 17 juin. Toutefois, ils ont ensuite recommencé " augmenter avec la reprise des hostilités. La courbe " terme de l'€STR " la fin de la période sous revue suggère des hausses cumulées des taux directeurs d'environ 40 points de base d'ici fin 2026, comparables aux niveaux intégrés au début de la période sous revue. Au-delà de la fin de l'année, les taux " terme de l'€STR " la fin de la période sous revue ont légèrement augmenté par rapport au début de la période sous revue. Le taux nominal des swaps au jour le jour (OIS) " dix ans a augmenté de 12 points de base au cours de la période sous revue, pour s'établir " 3,0 %.

Dans l'ensemble, les rendements des obligations souveraines à long terme de la zone euro ont légèrement augmenté au cours de la période sous revue, les écarts de rendement par rapport aux taux sans risque ayant peu évolué (graphique 13). Le rendement pondéré du PIB des obligations souveraines à dix ans de la zone euro a augmenté de 18 points de base, pour s'établir à 3,6 % environ à la fin de la période sous revue. Les rendements souverains à dix ans dans la zone euro ont globalement suivi le taux OIS sans risque, et la dispersion entre les pays des écarts de rendement souverains par rapport aux taux sans risque est restée à des niveaux historiquement bas malgré l'environnement incertain. Le rendement des titres du Trésor américain à dix ans a augmenté de 20 points de base environ, pour s'établir à 4,7 %. Les rendements des obligations d'État (*gilt*) britanniques à dix ans ont légèrement fluctué au cours de la période sous revue et ont terminé la période à un niveau plus élevé de 5 points de base, à 5,0 %.

Graphique 13

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

(en pourcentage annuel)



Sources : LSEG et calculs de la BCE.

Notes : La ligne verticale grise indique le début de la période sous revue (11 juin 2026). Les dernières observations se rapportent au 22 juillet 2026.

Les indices boursiers larges de la zone euro ont enregistré une hausse au cours de la période sous revue en raison de perspectives de bénéfices positives, mais une certaine volatilité a été enregistrée en cours de période en raison des fluctuations du sentiment à l'égard de l'IA. Globalement, au cours de la période sous revue, les marchés d'actions de la zone euro ont augmenté de 3,3 %, le sous-indice relatif aux sociétés non financières (SNF) ayant progressé de 0,4 % et les cours des actions bancaires de 14,7 %. Les actions bancaires ont été stimulées par le relèvement des taux directeurs du Conseil des Gouverneurs le 11 juin et ont été par la suite soutenues par les effets favorables du protocole d'accord entre les États-Unis et l'Iran ainsi que par les rapports sur les bénéfices robustes du deuxième trimestre provenant des banques américaines, grâce à une activité de négociation soutenue. Aux États-Unis, l'indice boursier large a augmenté de 1,4 %, les SNF et les banques affichant des hausses de 0,7 % et 8,1 %,

respectivement. Outre les effets macroéconomiques liés à des anticipations plus favorables en matière d'inflation et de politique monétaire à court terme, le principal moteur de la volatilité des marchés d'actions de part et d'autre de l'Atlantique a été le sentiment à l'égard de l'IA. Puisque le rendement potentiel de l'IA n'est attendu que dans un avenir lointain, les analyses de marché font de plus en plus état de risques spéculatifs liés aux investissements massifs dans l'IA.

Sur les marchés des obligations d'entreprises, les écarts de rendement des obligations bien notées et à haut rendement de la zone euro se sont resserrés au cours de la période sous revue, revenant à leurs niveaux d'avant la guerre.

Cette compression des écarts de rendement des obligations d'entreprises de la zone euro reflète une amélioration de l'appétence pour le risque après la détérioration provoquée par le déclenchement de la guerre au Moyen-Orient. Le resserrement a été plus prononcé sur le compartiment à haut rendement, au sein duquel les écarts de rendement ont diminué d'environ 20 points de base. Les écarts de rendement des obligations bien notées ont diminué d'environ 2 et 3 points de base respectivement pour les SNF et les entreprises financières.

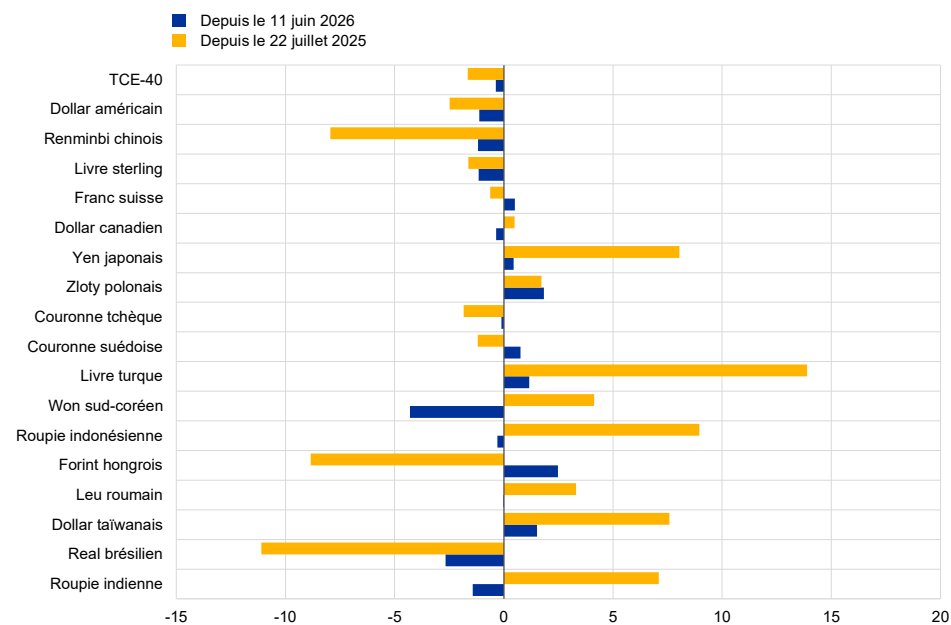
Sur les marchés des changes, l'euro s'est déprécié vis-à-vis du dollar américain mais est resté plus stable en termes pondérés des échanges commerciaux (graphique 14).

Le taux de change effectif nominal de l'euro, mesuré par rapport aux monnaies des 40 principaux partenaires commerciaux de la zone euro, est resté globalement stable au cours de la période sous revue (à 0,4 %), mais est resté inférieur aux niveaux d'avant-guerre. Cette relative stabilité reflète des mouvements qui se compensent globalement vis-à-vis de plusieurs de ces monnaies. L'euro s'est affaibli à la fois face au dollar américain (à 1,1 %) et au renminbi chinois (à 1,2 %). La vigueur du dollar américain a été soutenue principalement par une évolution des anticipations de marché vers un resserrement de l'orientation de la politique monétaire du Système fédéral de réserve, associée à des données macroéconomiques solides aux États-Unis. L'euro a également perdu du terrain face à la livre sterling (à 1,1 %), au won sud-coréen (à 4,3 %) et au real brésilien (à 2,7 %). En revanche, l'euro s'est apprécié contre le zloty polonais (+ 1,8 %) et le forint hongrois (+ 2,5 %).

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 22 juillet 2026.

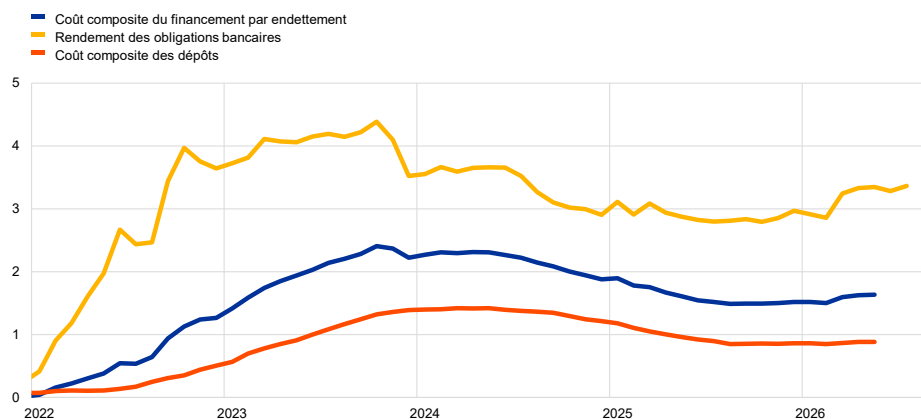
Les taux débiteurs bancaires appliqués aux entreprises sont demeurés inchangés en mai, à 3,6 %, tandis que les taux hypothécaires ont augmenté pour s'établir à 3,5 %. Au cours de la période sous revue allant du 11 juin au 22 juillet 2026, le coût de l'endettement de marché des sociétés non financières et le coût des fonds propres ont augmenté, sous l'effet des niveaux plus élevés de la prime de risque sur actions et des taux sans risque à long terme. La croissance des prêts aux entreprises s'est accentuée en mai, atteignant 4,0 %, tandis que la croissance des prêts aux ménages s'est légèrement accentuée pour s'établir à 3,1 %. Le taux de croissance annuel de l'agrégat monétaire large (M3) s'est inscrit en hausse, à 3,2 %. Selon l'enquête de juillet 2026 sur la distribution du crédit bancaire dans la zone euro, les banques ont indiqué une légère augmentation de la demande de nouveaux prêts aux entreprises en raison d'un durcissement modéré des critères d'octroi de crédit au deuxième trimestre 2026. La demande de prêts au logement a nettement diminué et la demande de crédits à la consommation s'est un peu réduite, tandis que les critères d'octroi des prêts aux ménages se sont durcis. Dans l'enquête sur l'accès des entreprises au financement (Survey on the Access to Finance of Enterprises, SAFE) pour le deuxième trimestre 2026, réalisée entre le 21 mai et le 26 juin 2026, les entreprises ont fait état d'une hausse des taux d'intérêt bancaires ainsi que d'un durcissement continu des autres conditions d'octroi de prêts.

Les coûts de financement des banques sont demeurés stables en mai. Le coût composite du financement par endettement des banques de la zone euro est demeuré inchangé à 1,6 % en mai (graphique 15). À la suite du déclenchement de la guerre au Moyen-Orient le 28 février, les rendements des obligations bancaires ont augmenté d'environ 70 points de base, avant de se stabiliser vers la fin du mois d'avril et de continuer de fluctuer juste au-dessous de 3,5 %. Le taux de dépôt composite, qui mesure le coût marginal du financement par dépôts bancaires, est resté stable à 0,9 % en mai. Les taux d'intérêt des dépôts à terme ont légèrement augmenté, tandis que ceux des dépôts à vue, des comptes d'épargne et des taux interbancaires sont demeurés 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 mai 2026 pour le coût composite du financement par endettement et le coût composite des dépôts, et au 22 juillet 2026 pour les rendements des obligations bancaires.

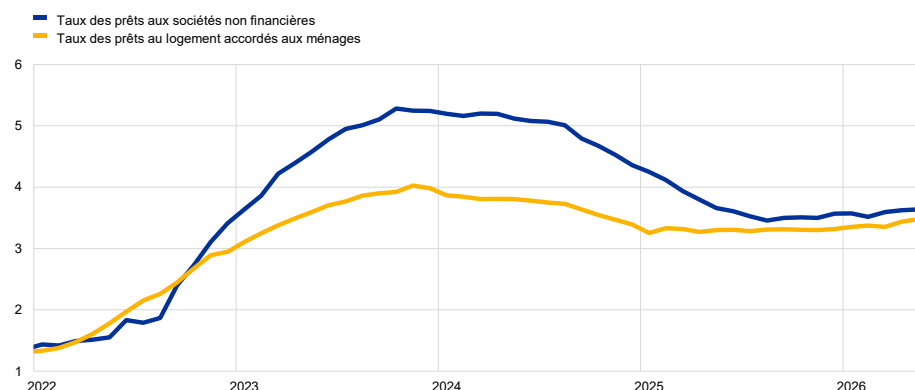
Les taux débiteurs bancaires appliqués aux entreprises sont restés stables en mai, tandis que ceux consentis aux ménages ont légèrement augmenté (graphique 16).

Le coût de l'emprunt bancaire pour les sociétés non financières est resté globalement inchangé à 3,6 % en mai, soit environ 160 points de base au-dessous de son pic d'octobre 2023. Des hausses de taux ont été observées pour les prêts assortis de périodes de fixation à moyen terme (entre un et cinq ans), tandis que les taux des prêts assortis d'autres périodes de fixation sont restés inchangés. L'écart entre les taux dont s'appliquent aux prêts de faible montant et de montant élevé consentis aux entreprises s'est encore légèrement élargi, de 11 points de base, sous l'effet d'une augmentation des taux appliqués aux prêts de faible montant, même si l'élargissement est resté contenu au regard des évolutions historiques. Le coût d'emprunt pour les prêts au logement consentis aux ménages a légèrement augmenté, ressortant à 3,5 % en mai après 3,4 % en avril pour s'établir à un niveau toujours inférieur d'environ 60 points de base à son pic de novembre 2023. Cette hausse reflète une légère augmentation des taux des prêts à court et moyen terme, tandis que ceux des prêts assortis de échéances plus longues sont restés stables.

Graphique 16

Taux d'biteurs 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 d'biteurs bancaires composites sont calculés en agrégeant les taux "court et" long terme "laide d'une moyenne mobile sur 24 mois des volumes de contrats nouveaux. Les dernières observations se rapportent à mai 2026.

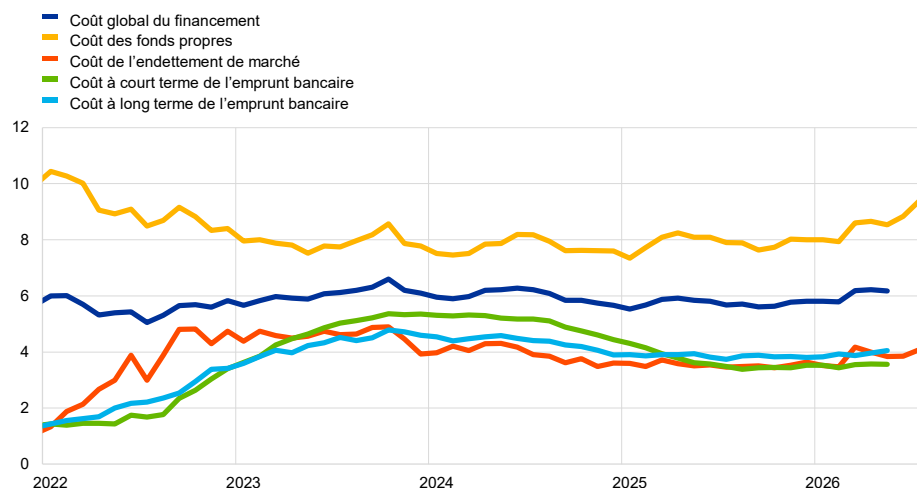
Au cours de la période sous revue allant du 11 juin au 22 juillet 2026, le coût de l'endettement de marché émis par les entreprises et le coût du financement par fonds propres ont augmenté. Le coût total du financement pour les sociétés non financières – c'est-à-dire le coût composite de l'emprunt bancaire, de l'endettement de marché et des fonds propres – est demeuré à 6,2 % en mai 2026 pour le troisième mois de suite (graphique 17)⁵. La légère baisse du coût du financement par fonds propres et du financement par endettement "terme a été compensée par une hausse du coût de l'emprunt bancaire "long terme. Sur l'ensemble de la période sous revue, le coût de l'endettement de marché a augmenté en raison de la hausse des taux sans risque, qui n'ont été que partiellement compensés par une légère diminution des écarts de rendement des obligations d'entreprises, en particulier sur le compartiment "haut rendement (cf. section 4). Le coût du financement par fonds propres a également augmenté au cours de la période sous revue, principalement en raison d'une prime de risque sur actions plus élevée, suivie d'une hausse des taux sans risque "long terme.

⁵ En raison de décalages dans la disponibilité des données relatives au coût de l'emprunt auprès des banques, les données relatives au coût total du financement des sociétés non financières ne sont disponibles que jusqu'à mai 2026.

Graphique 17

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

(pourcentages annuels)



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

Notes : Le coût total du financement des sociétés non financières est fondé sur des données mensuelles et calculé comme une moyenne 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 22 juillet 2026 pour le coût de l'endettement de marché et le coût des fonds propres (données quotidiennes) et au 1^{er} mai 2026 pour le coût total du financement et le coût de l'emprunt auprès des banques à court et à long terme (données mensuelles).

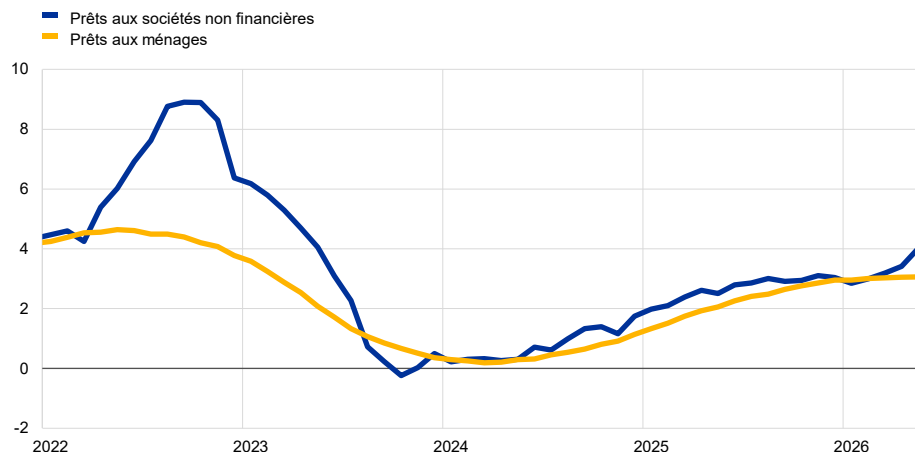
La croissance des prêts aux entreprises s'est accélérée en mai, partiellement compensée par un ralentissement de la hausse des émissions d'obligations d'entreprises, tandis que celle des prêts aux ménages s'est légèrement accélérée (graphique 18). Le taux de croissance annuel des prêts bancaires aux sociétés non financières s'est élevé à 4,0 % en mai, après 3,4 % en avril, soit un niveau toujours inférieur à sa moyenne historique de 4,3 % depuis début 1999. Le taux de croissance annuel du financement par endettement externe des entreprises est ressorti à 3,9 % en mai, après 3,7 % en avril, reflétant une croissance plus faible des émissions nettes d'obligations d'entreprises, qui sont revenues de 4,5 % à 3,4 %.

La croissance des prêts a été particulièrement soutenue sur les échéances plus longues. Le taux de croissance annuel des prêts aux ménages a légèrement augmenté à 3,1 % en mai, après 3,0 % en avril, un niveau inférieur à sa moyenne historique de 4,1 % depuis début 1999. Même si la croissance robuste du crédit à la consommation et des prêts hypothécaires s'est poursuivie, les flux mensuels de prêts aux ménages ont été plus faibles en mai qu'au cours des mois précédents. La croissance des autres formes de prêts aux ménages, y compris les prêts aux entrepreneurs individuels, est demeurée à des niveaux historiquement bas. Selon la dernière enquête de la BCE sur les anticipations des consommateurs pour mai 2026, la guerre au Moyen-Orient a pesé sur les anticipations des ménages en matière d'accès au crédit.

Graphique 18

Prêts des IFM dans la zone euro

(variations annuelles en pourcentage)



Sources : BCE et calculs de la BCE.

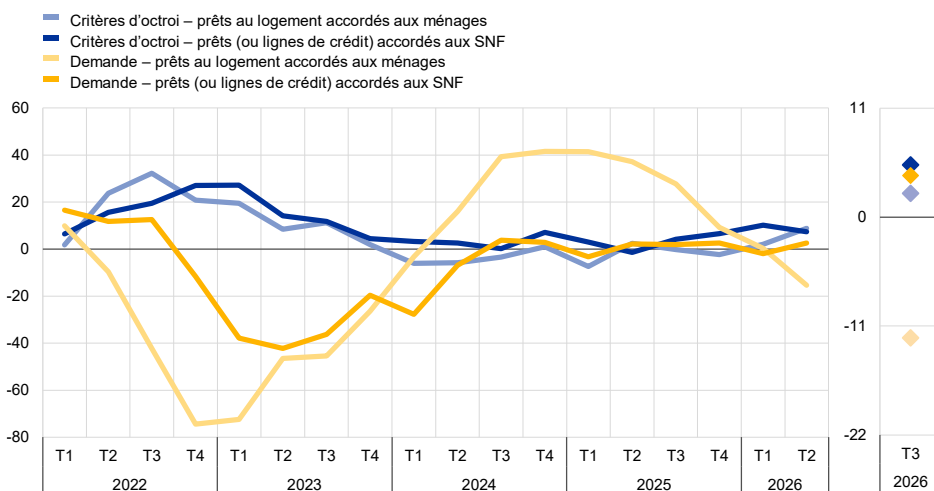
Notes : Les prêts des institutions financières monétaires (IFM) sont corrigés des cessions de prêts et de la titrisation ; dans le cas des sociétés non financières, les prêts sont également corrigés de la centralisation de trésorerie (*cash-pooling*) notionnelle. Les dernières observations se rapportent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

L'enquête de juillet 2026 sur la distribution du crédit bancaire dans la zone euro réalisée entre le 15 et le 30 juin 2026 montre un nouveau durcissement des critères d'octroi de prêts aux entreprises ainsi que des critères d'octroi de prêts au logement au deuxième 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 faible qu'au premier trimestre et considérablement moins important qu'anticipé précédemment par les banques. La perception de risques plus élevés pour les perspectives économiques et la moindre tolérance au risque des banques sont restées les principaux facteurs contributifs. Le conflit entre les États-Unis et l'Iran demeure une source d'incertitude, les banques révisant leurs évaluations au fur et à mesure de l'évolution des événements. Les réponses à une question ouverte spécifique montrent que les banques restent très attentives aux risques et continuent de suivre de près les risques de crédit, en particulier dans les secteurs les plus exposés, certaines d'entre elles faisant état d'un durcissement supplémentaire des critères d'octroi de crédit lié aux tensions géopolitiques et aux évolutions relatives à l'énergie au deuxième trimestre. Les banques ont noté un durcissement net des critères d'octroi des prêts au logement et du crédit à la consommation, déterminé principalement par la moindre tolérance au risque et la perception plus élevée des risques. Pour le troisième trimestre 2026, les banques de la zone euro s'attendent à ce que les critères d'octroi se durcissent à un rythme plus modéré pour les prêts aux entreprises, et à ce qu'ils se durcissent légèrement pour les prêts au logement et plus nettement pour les crédits à la consommation.

Graphique 19

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

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



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

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

Les banques font état d'une légère hausse de la demande de prêts aux entreprises, tandis que la demande de prêts au logement a nettement diminué et que la demande de crédits à la consommation a été légèrement plus faible au deuxième trimestre 2026. L'augmentation de la demande de prêts aux entreprises était inattendue, dans la mesure où les banques avaient anticipé une baisse plus prononcée lors de la précédente campagne d'enquête. La hausse de la demande de prêts a été soutenue par une demande plus élevée de stocks et de fonds de roulement, d'investissements fixes de la part des grandes entreprises et par d'autres besoins de financement liés au financement par endettement et à la restructuration. La demande de prêts au logement s'est nettement ralentie, tandis que la demande de crédits à la consommation a légèrement diminué. La détérioration de la confiance des consommateurs et les évolutions des taux d'intérêt sont devenues les principaux freins à la demande de prêts au logement, suivies d'une détérioration des perspectives sur le marché du logement résidentiel.

D'autres facteurs liés à la promotion de conditions de prêt attractives et à un meilleur accès aux demandes de prêts hypothécaires via les canaux numériques ont eu un léger effet positif. Les variations de la demande de prêts au logement ont été contenues, mais plus importantes que prévu par les banques. La demande de crédits à la consommation a continué de se modifier, reflétant une baisse de la confiance des consommateurs et une baisse des dépenses en biens durables, ainsi qu'une légère contribution négative du niveau général des taux d'intérêt. Pour le troisième trimestre 2026, les banques s'attendent à une augmentation nette modérée de la demande de prêts aux entreprises et à de nouvelles baisses de la

demande de prêts au logement, tandis que la demande de crédits à la consommation devrait rester inchangée.

L'accès des banques au financement s'est encore légèrement détérioré, tandis que les risques pesant sur la qualité du crédit ont eu un effet de durcissement sur les critères d'octroi et les risques liés aux considérations climatiques ont eu un effet d'assouplissement. Selon les réponses des banques aux questions *ad hoc* de l'enquête, au deuxième trimestre 2026, les conditions d'accès des banques aux titres de créance, aux marchés monétaires et au financement de détail se sont encore détériorées, bien que seulement légèrement, 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 aux titres de créance, au financement de détail et au financement sur les marchés monétaires continue de se détériorer et demeure inchangé pour les titrisations. Les banques ont déclaré que les ratios de prêts non performants et les autres indicateurs de la qualité du crédit ont eu un effet de durcissement net sur leurs critères d'octroi de prêts aux entreprises et de crédits à la consommation, tandis que les critères d'octroi de prêts au logement n'ont été que très peu affectés. Elles ont indiqué que la perception plus élevée du risque et la moindre tolérance au risque, et dans une bien moindre mesure, les pressions résultant des exigences prudentielles ou réglementaires et les coûts liés aux opérations d'assainissement du bilan, ont contribué à ce durcissement net. Le durcissement le plus prononcé des critères d'octroi de crédit a concerné des secteurs tels que l'automobile et l'industrie manufacturière à forte intensité énergétique. Pour le troisième trimestre 2026, les banques de la zone euro s'attendent à un nouvel effet de durcissement lié à la qualité du crédit sur leurs critères d'octroi pour les prêts aux entreprises et les crédits à la consommation. Elles font état d'une demande de prêts plus faible ou globalement inchangée dans la plupart des secteurs économiques. S'agissant des prêts aux entreprises vertes et aux entreprises en cours de transition écologique, les banques de la zone euro ont fait état d'un effet d'assouplissement net du changement climatique sur les critères d'octroi de crédit et d'un impact positif sur la demande de prêts au cours des douze derniers mois, par rapport à un effet de durcissement sur les critères d'octroi et à une légère baisse nette de la demande de prêts pour les entreprises à fortes émissions de carbone sans plan de transition climatique crédible. S'agissant des bâtiments présentant déjà ou à terme une performance énergétique bonne ou élevée, les banques ont fait état d'un effet d'assouplissement net lié au climat sur les critères d'octroi de crédit et d'un impact positif sur la demande de prêts au logement, tout en indiquant un durcissement des critères d'octroi de crédit et un impact négatif sur la demande de prêts pour les bâtiments dont la performance énergétique reste faible.

Dans la dernière enquête sur l'accès des entreprises au financement (SAFE), réalisée entre le 21 mai et le 26 juin 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 deuxième trimestre 2026, un pourcentage net de 42 % des entreprises a fait état d'une hausse des taux d'intérêt des banques, après un pourcentage net de 26 % au trimestre précédent. Les grandes entreprises et les petites et moyennes entreprises (PME) ont déclaré des

perceptions comparables s'agissant de la hausse des taux d'intérêt. Au-delà des taux d'intérêt, les entreprises ont également été confrontées à des coûts de emprunt hors intérêts plus élevés, même si le rythme du durcissement s'est ralenti.

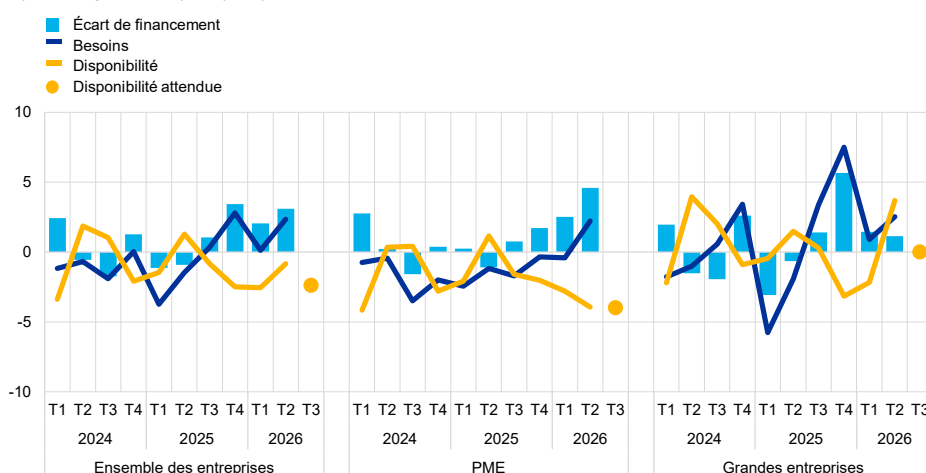
Les entreprises ont fait état d'une légère augmentation des besoins de prêts bancaires, la disponibilité étant perçue comme globalement inchangée, même si les réponses ont divergé entre les PME et les grandes entreprises (graphique 20).

Au deuxième trimestre 2026, un pourcentage net de 2 % des entreprises a indiqué une augmentation des besoins en prêts bancaires (contre 0 % net au trimestre précédent), tandis qu'un pourcentage net de 1 % des entreprises a fait état d'une baisse de la disponibilité des prêts bancaires (contre 3 % au trimestre précédent). Les réponses diffèrent selon la taille de l'entreprise : les PME ont signalé une nouvelle baisse de la disponibilité, tandis que les grandes entreprises notent une augmentation. L'indicateur relatif à l'écart de financement pour les prêts bancaires – un indice rendant compte de la différence entre les variations des besoins et de la disponibilité – est resté positif pour un pourcentage net de 3 % des entreprises (après un pourcentage net de 2 % au trimestre précédent), signalant toujours des besoins qui dépassent la disponibilité à plus long terme, un pourcentage net de 2 % de l'ensemble des entreprises anticipent une baisse de la disponibilité des prêts bancaires au cours des trois prochains mois, les anticipations plus faibles étant celles des entreprises fortement affectées par la guerre au Moyen-Orient (un pourcentage net de 9 % ont anticipé une baisse).

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

(en pourcentages nets de participants)



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

Notes : « PME » signifie « petites et moyennes entreprises ». Les pourcentages nets correspondent à la différence entre le pourcentage d'entreprises déclarant une hausse de la disponibilité des prêts bancaires (besoins et disponibilité attendue, respectivement) et le pourcentage déclarant une baisse de la disponibilité au cours des trois prochains 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 39 de l'enquête SAFE (janvier-mars 2024 à avril-juin 2026).

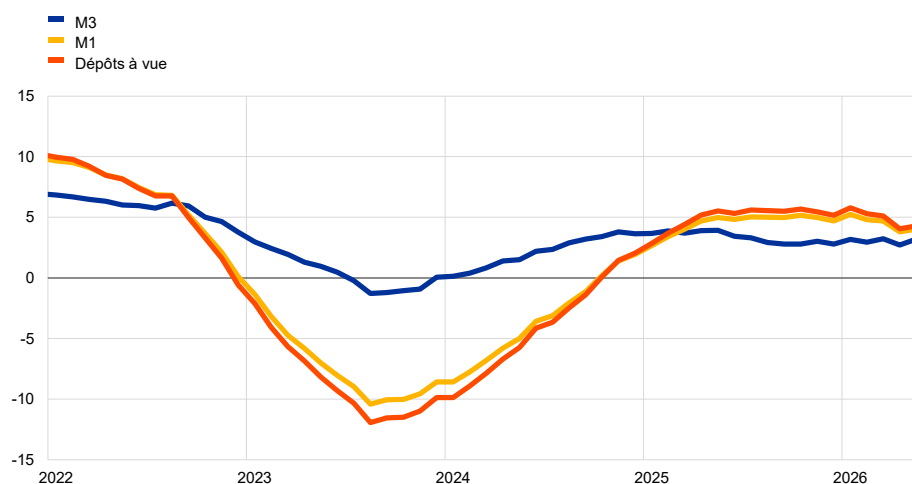
Le taux de croissance annuel de l'agrégat monétaire large (M3) a augmenté en mai, dans un contexte de volatilité accrue des flux entrants étrangers dans la zone euro (graphique 21). La croissance annuelle de M3 a rebondi pour s'établir à

3,2 % en mai, après 2,7 % en avril, revenant au niveau enregistré en mars. Ce rebond a été soutenu par l'inversion des flux entrants nets étrangers après la forte sortie enregistrée en avril. La croissance de la masse monétaire est restée proche de ces niveaux depuis août 2025, bien inférieure à sa moyenne historique de 5,2 % observée depuis début 1999. Toutefois, elle a affiché une volatilité accrue ces derniers mois, principalement en raison des fluctuations mensuelles des dépôts des intermédiaires financiers non bancaires. Le taux de croissance annuel de l'agrégat monétaire étroit (M1) qui comprend les instruments les plus liquides, à savoir les billets et pièces en circulation et les dépôts à vue, a également augmenté, passant de 3,8 % en avril à 4,0 % en mai, ce qui reflète des flux de dépôts importants pour tous les secteurs, particulièrement pour les entreprises. Du point de vue des contreparties, le crédit intérieur a joué un rôle plus important dans la création monétaire depuis le début de la guerre au Moyen-Orient. En revanche, la réduction du bilan de l'Eurosystème a continué de peser sur la croissance de M3.

Graphique 21

M3, M1 et dépôts à vue

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



Source : BCE.

Note : Les dernières observations se rapportent à mai 2026.

Encadrés

1 Le manque de capital-risque en Europe et le financement des entreprises à forte croissance

Adam Baumann, Zakaria Gati, Francesca Vinci et Gerome Wolf

Un marché du capital-risque plus profond et mieux intégré pourrait contribuer au financement des entreprises innovantes dans l'UE, soutenir la croissance de la productivité et conserver davantage de valeur dans son écosystème d'innovation. Cet encadré montre que les défis auxquels est confronté le capital-risque en Europe reflètent les écarts de financement des entreprises à un stade de croissance avancé, une base d'investisseurs institutionnels relativement restreinte/étroite et des investissements transfrontières limités au sein de l'UE. Il met également en évidence le potentiel de productivité des entreprises reposant sur le capital-risque, soulignant l'importance d'une action publique, conformément aux recommandations du rapport Kukies-Noyer (2026).

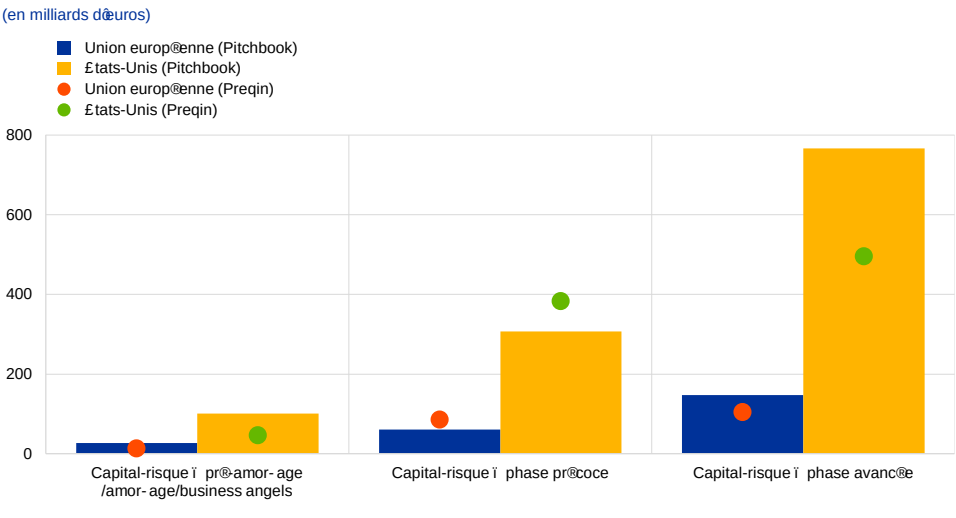
L'écart entre l'UE et les États-Unis en matière de capital-risque est substantiel. Les fonds de capital-risque établis aux États-Unis sont plus nombreux et de plus grande taille – leur encours total atteint environ 930 milliards d'euros, soit près de six fois plus que les quelque 150 milliards d'euros des fonds établis dans l'UE (Banu *et al.*, 2026) ¹. Mais les défis auxquels est confronté le capital-risque en Europe ne se limitent pas à une problématique de taille globale.

Le marché du capital-risque de l'UE est moins adapté que celui des États-Unis, pour financer les entreprises aux stades avancés de leur croissance, lorsque les besoins de financement augmentent sensiblement. L'écart avec les États-Unis s'accroît lors des étapes avancées (*later-stage*) du financement par capital-risque (graphique A), qui nécessitent des volumes plus importants de capital. Cela crée un goulet d'étranglement au niveau du financement pour les entreprises à fort potentiel de croissance et aux besoins importants d'investissement, un phénomène déjà largement étudié dans la littérature (cf., par exemple, Böninghausen *et al.*, 2025).

¹ D'après les rapports établis par Pitchbook, entre 2020 et 2025, les fonds américains ont également levé plus de capital en moyenne – (103 millions d'euros par fonds et par an, pour 7 433 fonds) – que les fonds domiciliés dans l'UE et au Royaume-Uni (environ 73 millions d'euros par fonds et par an, pour 2 321 fonds).

Graphique A

Écart entre la valeur totale des opérations de capital-risque réalisées par les entreprises cibles dans l'UE et aux États-Unis



Sources : Données Pitchbook et données Capital IQ Preqin.
Notes : Somme des investissements en capital-risque réalisés dans des entreprises cibles dans l'UE et aux États-Unis, couvrant les phases de pré-amor-âge, d'amor-âge et de financement par des investisseurs providentiels (*angels*) (financement initial re-u), ainsi que les phases précoces et avancées du financement par capital-risque. Les données se rapportent à la période allant de janvier 2019 à décembre 2024.

Un facteur important pour expliquer la taille plus réduite des fonds de capital-risque dans l'UE réside dans la composition de leur base d'investisseurs.

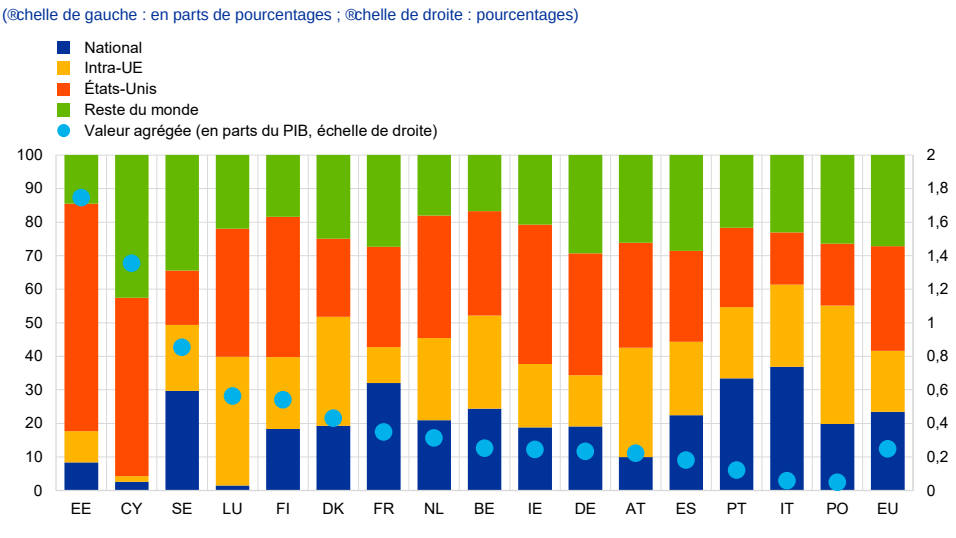
Comme l'avancent Banu *et al.*, les fonds de capital-risque américains bénéficient d'une plus grande participation des fonds de pension et des fondations, en partie parce que les différences dans les systèmes de retraite et les réformes réglementaires leur permettent de jouer un rôle plus actif en tant qu'investisseurs sur ces marchés. Ces investisseurs peuvent fournir des financements, une flexibilité et une tolérance au risque importants, satisfaisant les besoins d'entreprises jeunes, à croissance rapide et innovantes avec le plus grand potentiel de mise à l'échelle (*scale-up*) et de productivité. En Europe, cela est partiellement compensé par une plus grande participation des entités gouvernementales, notamment le Fonds européen d'investissement, et des investisseurs publics.

Le manque d'investisseurs européens capables de fournir du financement de changement d'échelle (*scale-up*) incite les entreprises à rechercher des financements à l'étranger.

Les investisseurs étrangers fournissent souvent les financements supplémentaires nécessaires aux entreprises en expansion dans l'UE, tandis que les acquisitions et les introductions en bourse étrangères restent des portes de sortie privilégiées en Europe (Fratto *et al.*, 2024 et graphique B). L'attraction est également marquée en Europe : certains marchés du capital-risque de petite taille mais très développés, comme en Estonie, restent largement dominés par des investisseurs américains. Les jeunes pousses (*start-ups*) prospères sur ces marchés visent souvent une expansion mondiale précoce, ce qui augmente leur demande en investisseurs (tels que les fonds de capital-risque américains) disposant de plus de ressources, d'expertise sectorielle et d'accès aux réseaux internationaux.

Graphique B

Répartition de la valeur des opérations de capital-risque dans l'UE par origine géographique des investisseurs principaux (2019-2024)



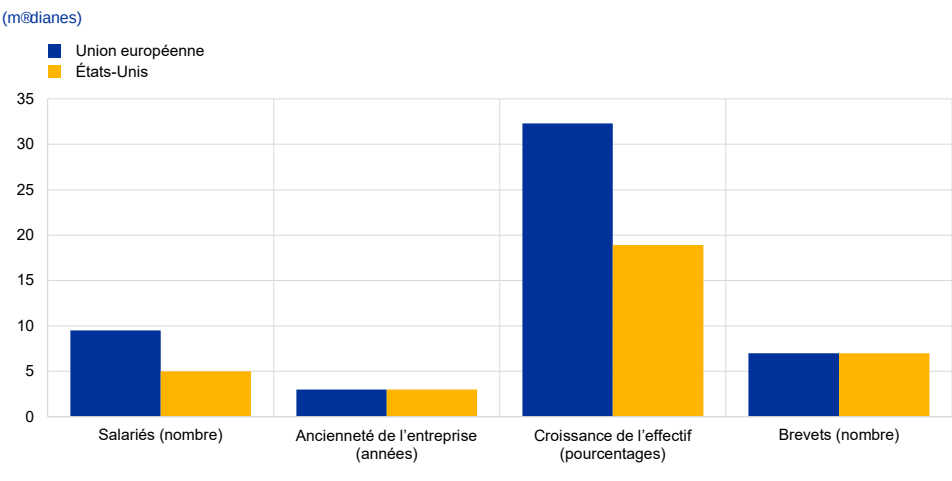
Sources : Données Pitchbook et calculs des services de la BCE.
Notes : La part en pourcentages de la valeur agrégée de capital-risque s'appuie sur l'origine de l'investisseur principal ou unique et sur la valeur agrégée des opérations du pays cible en pourcentage de son PIB. Les données se rapportent à la période allant de janvier 2019 à décembre 2024.

Si le capital-risque étranger présente plusieurs avantages, il peut également être porteur de risques pour la capacité productive de l'Europe. Une base d'investisseurs diversifiés au niveau international peut apporter du capital, de l'expertise, des réseaux et un accès aux marchés mondiaux. Toutefois, la dépendance forte aux investisseurs hors UE, particulièrement lors des phases avancées, pourrait créer des vulnérabilités stratégiques, notamment lorsque le financement de changement d'échelle local est faible. Le recours à des investisseurs en capital-risque américains et étrangers pourrait accroître le risque que des jeunes pousses européennes prospères délocalisent leur siège social, leurs fonctions de direction, leurs talents, leur propriété intellectuelle ou leurs futures introductions en bourse en dehors de l'UE. La préoccupation, également partagée par Weik *et al.* (2024) et Angeloni *et al.* (2026), n'est donc pas l'investissement étranger en tant que tel, mais la capacité de l'Europe à retenir les bénéfices économiques générés par les entreprises créées, développées et initialement financées au sein de son propre écosystème d'innovation.

Les données montrent que même lorsqu'elles disposent des mêmes niveaux de capacité d'innovation et de maturité que leurs pairs américains, les entreprises de l'UE de plus grande taille et à la croissance plus rapide ne parviennent pas à obtenir des financements en capital-risque, suggérant la présence d'obstacles plus importants au financement. Le graphique C montre que parmi les entreprises qui n'obtiennent pas de financements par capital-risque, l'entreprise européenne médiane est près de deux fois plus importante en matière d'effectifs et affiche une croissance supérieure d'environ 15 points de pourcentage, tout en présentant une ancienneté et une activité de dépôt de brevet similaires. Cela suggère que l'UE dispose d'une réserve importante d'entreprises matures et à fort potentiel qui pourraient bénéficier de marchés du capital-risque plus profonds et

plus accessibles. Renforcer l'écosystème du capital-risque dans l'UE pourrait ainsi débloquer une croissance supplémentaire, en permettant à plus d'entreprises d'obtenir les financements dont elles ont besoin pour se développer.

Graphique C
Caractéristiques des entreprises ayant réussi à obtenir un financement en capital-risque



Source : Données Pitchbook et calculs des services de la BCE.
Notes : Caractéristiques médianes des entreprises ayant réussi au moins une fois à obtenir un financement par capital-risque entre 2010 et 2026 dans l'UE et aux États-Unis. Les données se rapportent à la période allant de janvier 2010 à mai 2026.

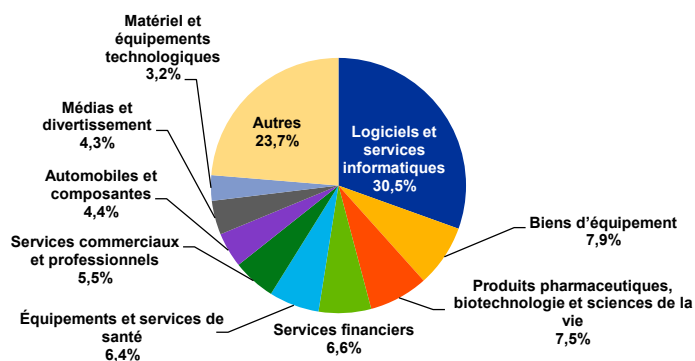
Les différences de structure sectorielle déterminent également l'allocation du capital-risque et, par extension, sa capacité à soutenir les secteurs à forte croissance. La base sectorielle traditionnelle plus forte en Europe signifie que le financement par capital-risque est moins concentré dans les secteurs de haute technologie et à forte croissance qu'aux États-Unis. Si les logiciels et les services informatiques attirent les financements en capital-risque les plus importants des deux côtés de l'Atlantique, l'UE alloue relativement plus de financements à des secteurs tels que l'automobile et les biens d'équipement (graphique D). La part de capital-risque allouée aux logiciels et aux services informatiques stagne depuis 2020 dans l'UE mais a augmenté aux États-Unis, contribuant possiblement à l'écart de productivité entre les deux régions (graphique E et Schnabel, 2024).

Graphique D

Part de la valeur agrégée des opérations de capital-risque par secteur des entreprises cibles (2020-2025)

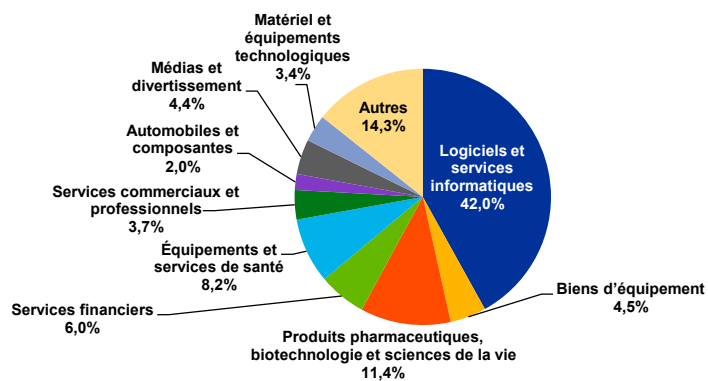
a) Union européenne

(en parts de pourcentages)



b) États-Unis

(en parts de pourcentages)



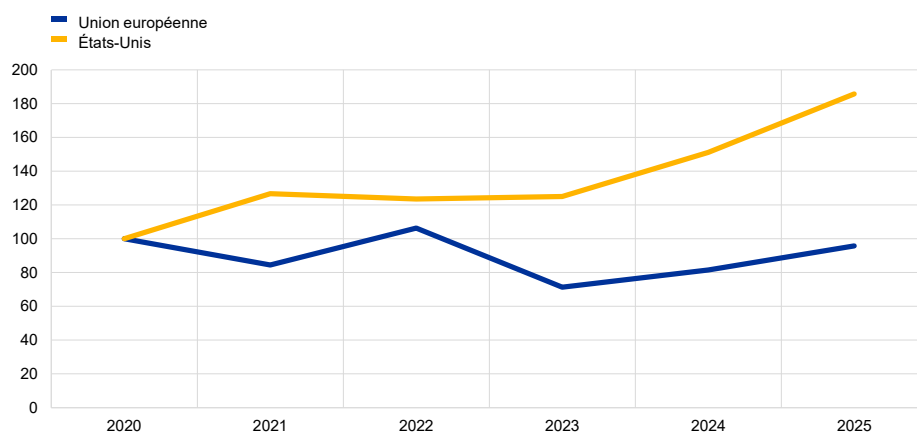
Sources : Données Pitchbook et calculs des services de la BCE.

Notes : Part de la valeur des opérations de capital-risque pour des entreprises cibles européennes et américaines, ventilée selon les neuf secteurs principaux de l'UE (selon le niveau 2 de la norme GICS). Les dernières observations se rapportent à décembre 2025.

Graphique E

Évolution de la part de la valeur ajoutée des opérations de capital-risque pour le secteur des logiciels et des services informatiques dans le temps

(indice, 2020 = 100)



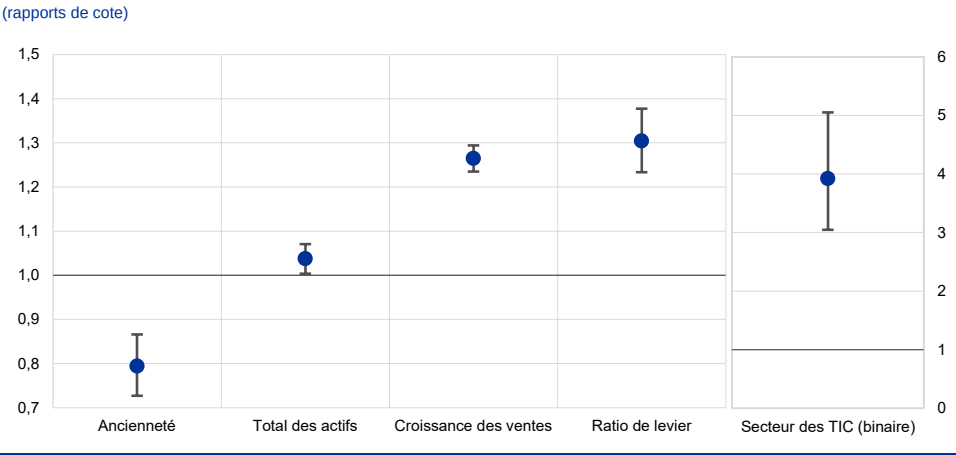
Sources : Données Pitchbook et calculs des services de la BCE.

Notes : Évolution du pourcentage de la valeur des opérations de capital-risque investi dans les logiciels et les services informatiques dans le temps, pour les entreprises cibles européennes et américaines. Les dernières observations se rapportent à décembre 2025.

L'allocation du capital-risque soutient la productivité lorsque le capital est attribué à des entreprises appartenant à des secteurs et se trouvant à des phases de développement présentant le plus fort potentiel de croissance.

Les données au niveau des entreprises montrent que le financement par capital-risque dans l'UE est plus susceptible d'être dirigé vers des entreprises plus jeunes et à la croissance plus rapide, et vers des entreprises opérant dans les secteurs des technologies de l'information et de la communication (TIC) (graphique F). Cela suggère que le capital-risque disponible soutient globalement les entreprises avec la plus grande capacité de développement des nouvelles technologies et d'accroissement de la productivité. Le fait que les entreprises plus endettées soient également plus susceptibles de bénéficier d'un financement par capital-risque souligne encore l'importance du financement par fonds propres lorsque les opportunités de croissance commencent à dépasser ce que la dette peut supporter. De manière générale, les données suggèrent qu'un marché du capital-risque plus développé en Europe pourrait encourager la productivité en permettant à plus d'entreprises à fort potentiel de croître.

Graphique F
Caractéristiques des entreprises bénéficiant de financements par capital-risque



Sources : Données Capital IQ Preqin, données Orbis et calculs des services de la BCE.
Notes : Les rapports de cote (*odds ratios*) sont obtenus à partir d’une régression logistique d’entreprises recevant du capital-risque pour la première fois ; les observations après que le capital-risque a été reçu pour la première fois sont exclues. Le groupe de référence inclut les entreprises de l’UE comprises dans les données d’Orbis qui n’ont pas (encore) reçu de capital-risque, en excluant les entreprises avec plus de 250 salariés. Les variables explicatives sont des caractéristiques d’entreprise standardisées (ou binaires) calculées d’un an, avec des effets fixes pour l’année, le pays et le secteur. Les lignes grises représentent les intervalles de confiance à 95 %. Les données de Preqin au niveau des opérations sont recoupées avec celles d’Orbis au niveau des sociétés et des exercices, permettant de conserver 25 % des sociétés répertoriées par Preqin. L’échantillon est restreint aux petites et moyennes entreprises de 250 salariés ou moins. Le secteur des TIC est égal à 1 pour les entreprises aux activités liées aux TIC, d’après la classification statistique standard des activités économiques dans l’UE (NACE). Les rapports de cote supérieurs/inférieurs à 1 indiquent une probabilité plus forte/plus faible d’obtention de capital-risque pour la première fois. Les dernières observations se rapportent à décembre 2024.

L’Europe ne devrait pas uniquement augmenter le volume global du capital-risque – elle devrait cibler les segments dans lesquels les écarts sont les plus prononcés, tout en améliorant l’environnement de marché plus large dans lequel le capital-risque opère. L’Europe a besoin de fonds de capital-risque plus importants et d’une base d’investisseurs institutionnels plus large, comprenant plus particulièrement les fonds de pension, afin de fournir les volumes de capital-risque nécessaires à la croissance des entreprises ². Des réformes ciblées pourraient contribuer à orienter une plus grande part de l’épargne-retraite européenne de long terme vers le financement par fonds propres, et notamment vers le capital-risque. Ces efforts devraient être complétés par des mesures visant à faciliter des investissements transfrontières plus profonds au sein de l’UE et à encourager un soutien ciblé pour les secteurs stratégiques à forte croissance ³. De manière plus générale, l’union pour l’épargne et l’investissement pourrait contribuer à mobiliser l’épargne de long terme européenne et à la canaliser plus efficacement vers des entreprises innovantes ayant un potentiel d’expansion.

² Dans ce contexte, la révision de la directive IORP II, qui constitue le cadre réglementaire européen régissant les fonds de pension professionnels, ainsi qu’une clarification du principe de la personne prudente, pourraient contribuer à réduire l’incertitude réglementaire concernant les investissements des fonds de pension dans des classes d’actifs plus risquées.

³ Les propositions telles qu’un régime pour le droit des entreprises pourraient réduire la fragmentation juridique et faciliter la croissance des entreprises et des investisseurs au-delà des frontières, tandis qu’un examen du cadre réglementaire entourant les fonds de capital-risque européens pourrait rendre le régime plus attractif et accessible pour les gestionnaires de fonds, y compris les plus importants.

Bibliographie

Angeloni (I.) et Cavallini (A.) (2026), *Feasible steps to finance innovation in Europe: Six proposals to strengthen EU capital markets*, Institute for European Policymaking, universit  Bocconi, 9 janvier.

Banu (E.), Derin (T.), Evrard (J.), Lambert (C.), Legran (D.) et Schuster (W.E.) (2026),   [Exploring the investor landscape for venture capital](#)  , *Financial Integration and Structure in the Euro Area 2026*, BCE, 7 mai.

B ninghausen (B.), Evrard (J.), Gati (Z.), Gori (S.), Lambert (C.), Legran (D.), Schuster (W.E.) et van Overbeek (F.) (2025),   [Should we mind the gap? An assessment of the benefits of equity markets and policy implications for Europe  capital markets union](#)  , *Occasional Paper Series*, n  373, BCE.

Fratto (C.), Gatti (M.), Kivernyk (A.), Sinnott (E.) et van der Wielen (W.) (2024),   [The scale-up gap: Financial market constraints holding back innovative firms in the European Union](#)  , *Economics   Thematic Studies*, Banque europ enne d investissement, 24 juillet.

Kukies (J.) et Noyer (C.) (2026), *Financer les entreprises innovantes en Europe : recommandations pour r sorber le d ficit de financement des scale-ups, approfondir l Union de l pargne et de l investissement et renforcer la comp titivit  de l Europe*, minist re de l  conomie et des Finances, janvier.

Schnabel (I.) (2024),   [From laggard to leader? Closing the euro area  technology gap](#)  , discours inaugural de l EMU Lab   l institut universitaire europ en, Florence, 16 f vrier.

Vanacker (T.R.) et Manigart (S.) (2010),   *Pecking order and debt capacity considerations for high-growth companies seeking financing*  , *Small Business Economics*, vol. 35, n  1, p. 53-69.

Weik (S.), Achleitner (A.-K.) et Braun (R.) (2024),   *Venture capital and the international relocation of startups*  , *Research Policy*, vol. 53, n  7.

Analyser les retombées de la guerre au Moyen-Orient sur la consommation dans la zone euro

Neus Dausà i Noguera, Maria Dimou et Omiros Kouvavas

La confiance des consommateurs de la zone euro s'est nettement détériorée au cours des mois qui ont suivi le déclenchement de la guerre au

Moyen-Orient. L'indice de confiance des consommateurs (*Consumer Confidence Index*, CCI), fondé sur les réponses à l'enquête de la BCE sur les anticipations des consommateurs (*Consumer Expectations Survey*, CES) a diminué de 12 points d'indice environ en termes cumulés entre février et avril. Cette baisse était d'une ampleur comparable à la diminution de 15 points d'indice enregistrée au cours des deux premiers mois qui ont suivi l'invasion de l'Ukraine par la Russie. Si le CCI a partiellement rebondi en mai et en juin, augmentant de 3,5 points d'indice, une question essentielle reste posée : la forte baisse initiale reflétait-elle des changements de comportement des consommateurs ou résultait-elle principalement d'un choc de sentiment, dont les répercussions sur la consommation réelle seraient plus limitées si ce choc serait temporaire ¹. Le présent encadré aborde cette question en établissant un lien entre la confiance des consommateurs individuels et leur consommation nominale auto-déclarée pour 16 catégories de dépenses. L'analyse établit une distinction entre les dépenses de première nécessité et les dépenses discrétionnaires ².

Parallèlement à cette détérioration de la confiance des consommateurs, la dynamique de la consommation s'est également affaiblie, comme l'ont indiqué les consommateurs de la zone euro lors de la campagne d'avril de l'enquête CES.

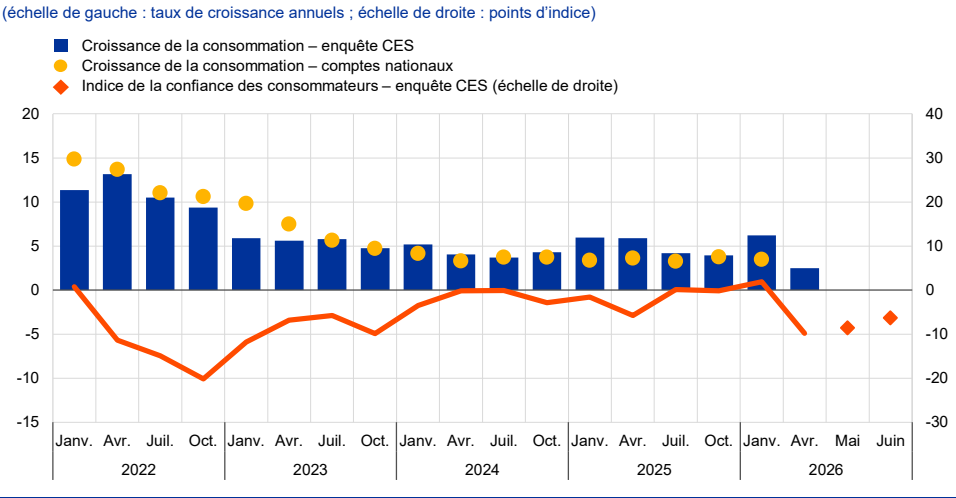
Le graphique A montre le taux de croissance moyen en glissement annuel de la consommation nominale. Les données suggèrent que la dynamique de la consommation s'est nettement ralentie. Après avoir oscillé autour de 3 à 4 % en moyenne depuis mi-2024, la croissance de la consommation nominale est revenue à 2,5 % environ en glissement annuel en avril 2026.

¹ D'après la littérature, le pouvoir prédictif de la confiance des consommateurs pour la consommation reflète en grande partie sa corrélation avec les fondamentaux économiques, tels que les revenus actuels et attendus ainsi que la situation sur le marché du travail. La composante autonome de ce sentiment a un pouvoir prédictif plus faible, mais néanmoins non négligeable (Ludvigson, 2004 ; Carroll *et al.*, 1994). Pour des données tirées de l'enquête CES, cf. Baumann *et al.* (2025b).

² Une fois par trimestre, les ménages sont invités à déclarer leurs dépenses du mois précédent en euros. Les biens de première nécessité incluent l'alimentation, le logement et l'énergie (y compris les services collectifs et les transports), tandis que les postes discrétionnaires comprennent les restaurants et les cafés, les voyages et les loisirs, les biens durables (y compris l'achat de voitures ou d'autres véhicules, les vacances et les articles de luxe) et les autres dépenses (y compris la santé, l'éducation, l'habillement et la chaussure, ainsi que les articles divers). Les informations sur les dépenses en biens durables sont collectées depuis janvier 2021. Afin de réduire au minimum l'impact des changements dans la composition de l'échantillon, l'analyse se concentre sur les taux de croissance annuels individuels de la consommation nominale.

Graphique A

Croissance nominale de la consommation et confiance des consommateurs



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

Notes : Les barres bleues montrent la croissance de la consommation totale d'après l'enquête CES, tandis que les points jaunes indiquent le taux de croissance annuel correspondant de la consommation nominale issu des comptes nationaux. Dans l'enquête CES, la croissance de la consommation est calculée comme la moyenne pondérée des taux de croissance de la consommation individuelle, en utilisant les pondérations des enquêtes, des revenus et de la consommation, et est fondée sur des observations situées à ± 1 écart type de la distribution sous-jacente. Les observations jusqu'en avril 2026 inclus sont trimestrielles ; celles de mai et juin 2026 sont mensuelles. Les dernières observations se rapportent à avril 2026 pour la croissance de la consommation tirée de l'enquête CES, au premier trimestre 2026 pour la croissance de la consommation issue des comptes nationaux et à juin 2026 pour l'indice de confiance des consommateurs fondé sur l'enquête CES.

Ce ralentissement a principalement résulté d'une croissance plus faible des catégories de dépenses discrétionnaires. Le graphique B montre l'évolution de la croissance de la consommation en glissement annuel par catégorie de dépenses par rapport à la moyenne des 12 mois précédant le début de la guerre. L'ajustement n'a pas été uniforme. Les catégories discrétionnaires – les dépenses qu'il est plus facile de reporter – ont enregistré la plus forte baisse, tandis que les dépenses nominales en énergie ont augmenté, reflétant principalement la hausse des coûts de transport, y compris ceux du carburant. D'autres biens de première nécessité, en particulier le logement et l'alimentation, ont bien résisté ³. En outre, l'ajustement des ménages à hauts revenus semble avoir été plus important que celui des ménages à faibles revenus. Cela est cohérent avec le fait que les ménages à hauts revenus disposent d'une plus grande marge de manœuvre pour ajuster leurs dépenses, en particulier en reportant les achats discrétionnaires tels que les vêtements et chaussures de luxe ou les équipements sportifs, en réduisant leurs déplacements ou en limitant les services non essentiels tels que les soins de bien-être non essentiels et prestations similaires. En revanche, les ménages à faibles revenus ont principalement ajusté leurs dépenses en biens durables ainsi qu'en restaurants et cafés. Cela reflète probablement la marge d'ajustement plus limitée des ménages à faibles revenus, une part plus importante de leur budget étant consacrée aux dépenses de première nécessité. Dans l'ensemble, le ralentissement de la consommation nominale semble avoir été principalement tiré par les ménages qui ne sont pas soumis à des contraintes budgétaires, mais qui choisissent de reporter leurs dépenses en raison

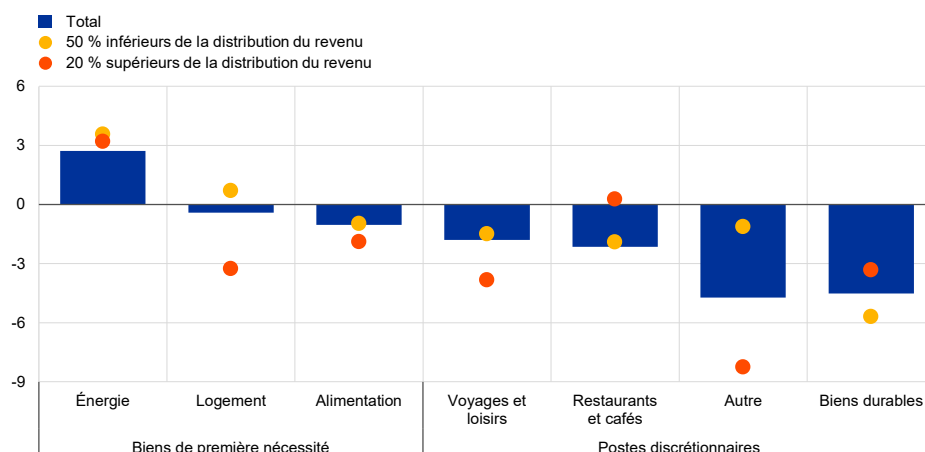
³ Cela est conforme aux conclusions d'Andreolli *et al.* (2024) pour les États-Unis et à celles d'Andreolli *et al.* (2025) et de Bobasu (2026) pour la zone euro.

d'une incertitude accrue ⁴. Bien que la hausse des prix associée à la guerre au Moyen-Orient ait pu également jouer un rôle, l'analyse ci-dessous suggère l'existence d'un canal lié à la confiance qui persiste même après prise en compte des revenus effectifs.

Graphique B

Écarts de croissance de la consommation en glissement annuel entre les catégories de dépenses et les groupes de revenus

(écarts en points de pourcentage par rapport à la moyenne des 12 mois précédents)



Sources : Enquête CES et calculs des services de la BCE.

Notes : Les barres bleues montrent l'écart, en points de pourcentage, entre le taux de croissance en glissement annuel de la consommation nominale en avril 2026 et la moyenne enregistrée au cours des 12 mois précédant le début de la guerre. Les points montrent les écarts correspondants en points de pourcentage pour les 50 % inférieurs et les 20 % supérieurs de la distribution du revenu. Les groupes de revenus sont calculés au niveau (mensuel) du pays et de la vague d'enquête. Pour les définitions des catégories de dépenses, cf. la note de bas de page n°2.

Le lien entre le choc de confiance récent et la consommation a été plus fort que ne le laissent supposer les tendances historiques.

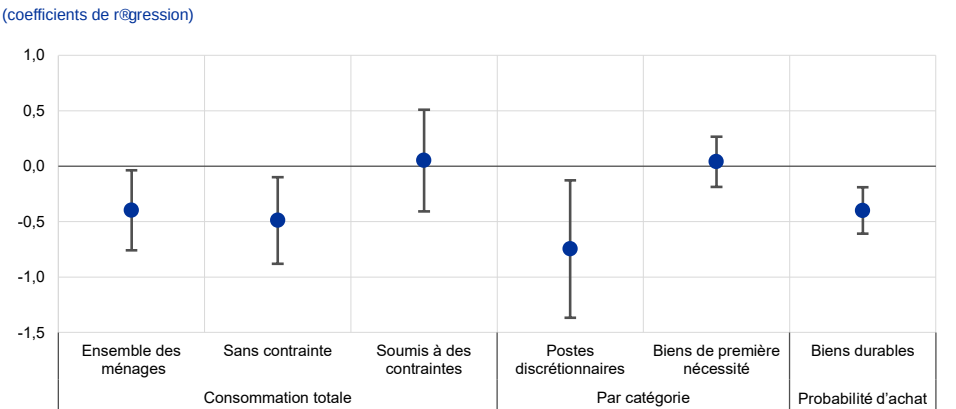
À l'aide des microdonnées tirées de l'enquête CES, il est possible d'estimer la relation entre les variations de la confiance des consommateurs individuels et la croissance de la consommation ⁵. Le graphique C montre que les ménages dont la confiance s'est le plus détériorée ont également enregistré une réduction plus importante de leur consommation. Une baisse de 10 points de la confiance en glissement annuel s'est accompagnée, en moyenne, d'une réduction d'environ 0,4 point de pourcentage de la croissance nominale de la consommation individuelle en glissement annuel en avril 2026. Cet effet est nettement plus marqué que la relation estimée sur l'ensemble de la période d'échantillonnage qui indique une baisse d'environ 0,2 point de pourcentage et son ampleur est comparable à celle observée après le début de la guerre menée par la Russie en Ukraine en avril 2022. Cela suggère que le canal de la confiance est particulièrement puissant dans le cas de chocs importants qui sont largement perçus comme tels par les consommateurs. En temps normal, les variations de la confiance peuvent refléter en partie du bruit ou des perceptions idiosyncrasiques des ménages. Dans le contexte de la guerre au

⁴ Les ménages sont classés comme soumis à des contraintes budgétaires si leurs dépenses en biens de première nécessité (alimentation, logement et services collectifs) représentent plus de 60 % de leur revenu mensuel.

⁵ L'indice CCI de l'enquête CES est construit au niveau des participants individuels ; cf. Baumann *et al.* (2025b).

Moyen-Orient, toutefois, le choc est commun, majeur et directement lié aux risques pesant sur les prix de l'énergie, l'inflation et les revenus réels. Par conséquent, la chute de la confiance semble avoir un impact plus marqué et plus immédiat sur la consommation. Cet effet est principalement imputable aux ménages non contraints et à la consommation discrétionnaire. Cela renforce l'idée selon laquelle le ralentissement ne résulte pas de fortes contraintes de revenu, mais plutôt d'un report des achats par les ménages lorsqu'ils ont la possibilité d'ajuster le calendrier de leurs dépenses ⁶.

Graphique C
Indice de confiance des consommateurs et croissance de la consommation à la suite du début de la guerre au Moyen-Orient



Sources : Enquête CES et calculs des services de la BCE.
Notes : Le graphique montre les coefficients issus de régressions transversales dans lesquelles les taux de croissance individuels en glissement annuel de chaque variable de la consommation en avril 2026 sont régressés sur les variations de la confiance des consommateurs en glissement annuel, avec des effets fixes liés au temps, au pays, au revenu effectif, au niveau d'éducation, au sexe et à la tranche d'âge. Les coefficients sont indiqués pour une baisse de 10 points de la confiance des consommateurs. La dernière colonne montre l'effet marginal issu d'un modèle probit dans lequel une variable muette indiquant la probabilité d'achat d'un bien durable au cours du mois précédent est régressée en utilisant les mêmes variables. Les moustaches représentent les intervalles de confiance à 90 %.

Les pertes de revenu réel perçues pourraient faire peser un risque à la baisse supplémentaire. En avril, les participants à l'enquête CES ont également répondu interrogés sur leurs anticipations relatives aux évolutions du revenu réel dans un scénario où la guerre au Moyen-Orient entraînerait une inflation persistante ⁷. Environ 40 % des participants ont indiqué ne pas s'attendre à un rattrapage. Ce constat est pertinent pour la dynamique de la consommation, car l'hypothèse du revenu permanent prévoit un ajustement plus fort de la consommation par les ménages lorsqu'ils perçoivent les pertes de revenu comme persistantes plutôt que temporaires. Les données antérieures sont cohérentes avec ce mécanisme

⁶ La relation entre la confiance des consommateurs individuels et la consommation, décrite dans cet encadré, repose sur les variations du sentiment des consommateurs après un choc et leur relation avec la consommation effective, en contrastant par les caractéristiques individuelles. Elle diffère donc des réactions de la consommation en équilibre général, fondées sur des modèles et obtenues selon des anticipations rationnelles dans les modèles HANK quantitatifs, où les réactions de la consommation agrégée sont généralement attribuées au canal du revenu réel ; cf. Bobasu et Dobrew (2026).

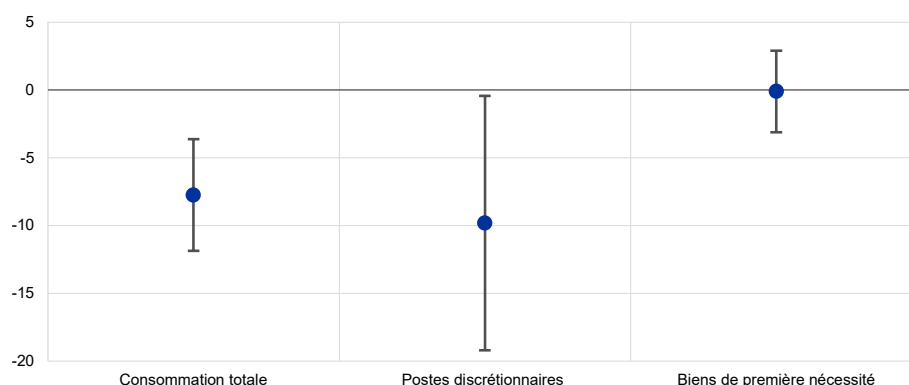
⁷ Il a été demandé aux participants : « Supposons que la guerre au Moyen-Orient entraîne une hausse durable des prix en général au cours des 12 prochains mois dans le pays où vous vivez actuellement. Dans ce scénario, quelles sont vos anticipations concernant votre revenu net personnel provenant de votre principale source de revenus ? » Les réponses possibles étaient : a) commencer le rattrapage dès 2026, b) commencer le rattrapage en 2027, c) commencer le rattrapage seulement en 2028 ou plus tard, d) je ne m'attends à aucun rattrapage de mon revenu net personnel.

(Baumann *et al.*, 2025a). Le graphique D montre que les ménages s'attendant à des pertes de revenu réel permanentes affichaient déjà des signes plus marqués d'ajustement de leurs dépenses. Cela souligne un risque important : si les ménages venaient à percevoir les pertes de revenu réel résultant du conflit comme persistantes et à les associer à une baisse du pouvoir d'achat réel, le ralentissement initial lié au moral pourrait s'ancrer davantage.

Graphique D

Pertes de revenu réel permanentes attendues et croissance de la consommation

(variations en points de pourcentage des taux de croissance en glissement annuel)



Sources : Enquête CES et calculs des services de la BCE.

Notes : Le graphique montre les coefficients issus de régressions en doubles différences dans lesquelles le taux de croissance individuel en glissement annuel de la consommation en avril 2026 est régressé sur une variable muette égale à un si le participant indiquait ne pas s'attendre à un rattrapage ultérieur de son revenu réel. Les régressions incluent des variables de contrôle temporelles, par pays et au niveau individuel. Les moustaches représentent les intervalles de confiance à 90 %.

Dans l'ensemble, la relation étroite entre la confiance des consommateurs et la croissance de la consommation suggère que de nouveaux défis pourraient peser sur la consommation si le récent redressement de la confiance s'avérait temporaire. Le choc de confiance lié à la guerre au Moyen-Orient semble avoir eu un effet modérateur sur la demande, ce qui pourrait peser sur la dynamique sous-jacente de la consommation. Des risques supplémentaires à la baisse pourraient se matérialiser si les ménages venaient à percevoir comme persistantes les pertes de revenus réels résultant du conflit. Toutefois, comme une grande partie de l'ajustement de la consommation semble avoir été déterminée par le sentiment plutôt que par les revenus, il pourrait s'avérer réversible si les tensions s'atténuaient et si le redressement de la confiance était durable. Dans ce cas, les dépenses discrétionnaires qui ont été reportées pourraient en partie être effectuées. Au moment de la rédaction du présent encadré, les données disponibles indiquent une amélioration partielle de la confiance des consommateurs de la zone euro ⁸. Néanmoins, la confiance reste nettement inférieure à son niveau d'avant la guerre et les perspectives économiques sont entourées d'une très grande incertitude.

⁸ Cf., par exemple, les résultats de l'enquête de la Commission européenne auprès des entreprises et des consommateurs pour juin 2026.

Bibliographie

Andreolli (M.), Rickard (N.) et Surico (P.) (2024), « [Non-Essential Business Cycles](#) », *Discussion Paper*, n° 19773, CEPR, 15 décembre.

Andreolli (M.), Rickard (N.), Surico (P.) et Vergeat (C.) (2025), « [Discretionary Spending is the Cycle, and Why it Matters for Monetary Policy](#) », *Adapting to change: macroeconomic shifts and policy responses – Forum de la BCE consacré à l'activité de banque centrale des 30 juin et 2 juillet 2025*, BCE, Francfort-sur-le-Main.

Baumann (A.), Caprari (L.), Kocharkov (G.) et Kouvavas (O.) (2025a), « [Les revenus réels augmentent-ils ou non ? Les perceptions des ménages et leur rôle dans la consommation](#) », *Bulletin économique*, n° 5, BCE.

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

Bobasu (A.), (2026), « L'incertitude affecte-t-elle différemment les dépenses des ménages en biens et services ? » in Andersson (M.), Bobasu (A.), Saiz (L.) et Scrofani (S.), « [Ne pas savoir a un coût : comment l'incertitude pèse sur l'économie de la zone euro](#) », *Bulletin économique*, n° 6, BCE.

Bobasu (A.) et Dobrew (M.) (2026), « [Feeling the heat uneven: energy prices and household consumption](#) », *Bulletin économique*, n° 5, BCE.

Carroll (C.D.), Fuhrer (J.C.) et Wilcox (D.W.) (1994), « *Does Consumer Sentiment Forecast Household Spending? If So, Why?* », *The American Economic Review*, vol. 84, n° 5, mai 1995, p. 1397-1408.

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

3 Des répercussions inégales : hausse des prix de l'énergie et consommation des ménages

Alina Bobasu et Michael Dobrew

La guerre au Moyen-Orient a provoqué une forte augmentation des prix réels de l'énergie qui devrait peser sur l'activité économique de la zone euro. Ce conflit a une fois de plus mis en évidence la vulnérabilité de la zone euro aux chocs sur les prix de l'énergie. Les prix du Brent ont fortement augmenté après le déclenchement de la guerre fin février, reflétant des perturbations de l'approvisionnement en pétrole brut via le détroit d'Ormuz et une baisse de la production de pétrole au Moyen-Orient. En tant que grand importateur net d'énergie, la zone euro subit le choc d'un transfert effectif du revenu réel vers le reste du monde – une charge économique répartie inégalement entre les ménages ¹. Le présent encadré examine les mécanismes à l'origine des effets agrégés et distributifs que les chocs sur les prix de l'énergie exercent sur la consommation des ménages de la zone euro, en s'appuyant sur un modèle néo-keynésien à agents hétérogènes quantitatif.

La hausse des prix de l'énergie affecte les termes de l'échange des économies importatrices d'énergie et érode le pouvoir d'achat. Dans une grande économie ouverte importatrice nette d'énergie telle que la zone euro, un choc sur les prix de l'énergie agit comme un transfert du revenu réel vers le reste du monde, détériorant les termes de l'échange et comprimant les revenus réels ². Comme le montre le graphique A, la forte hausse des prix réels de l'énergie par rapport à leur point bas de 2020 s'est accompagnée d'une détérioration marquée des termes de l'échange, reflétant la hausse du coût des matières premières énergétiques importées par rapport aux biens produits localement ³. Cette détérioration a fortement pesé sur le revenu disponible réel des ménages et, par conséquent, sur la consommation privée.

¹ Même si les chocs énergétiques venant de l'étranger sont absorbés différemment selon les secteurs de l'économie, le présent encadré se concentre sur le secteur des ménages compte tenu de l'hétérogénéité au sein du modèle utilisé. Cf. également Battistini *et al.* (2026).

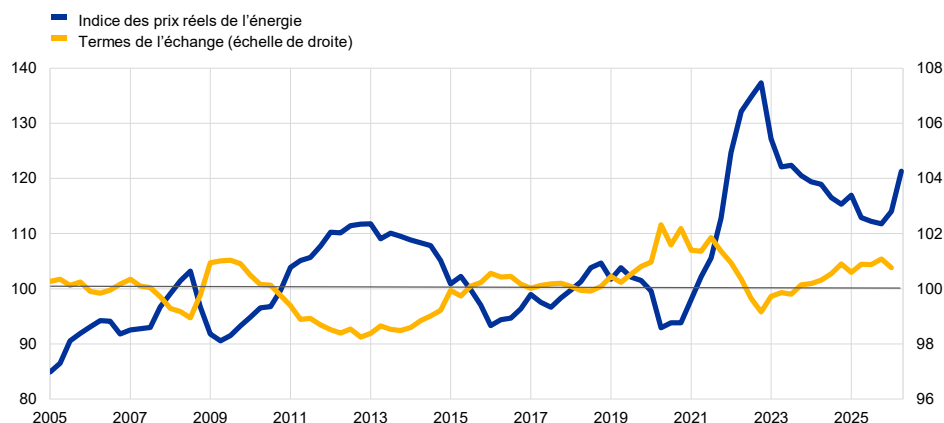
² Cf. également Arce *et al.* (2026).

³ Voir aussi Bokan *et al.* (2018) et Battistini *et al.* (2023).

Graphique A

Indice des prix réels de l'énergie et termes de l'échange

(base 100 en 2015)



Sources : Eurostat, BCE et calculs de la BCE.

Notes : L'« indice des prix réels de l'énergie » est le ratio composante énergie de l'inflation mesurée par l'indice des prix à la consommation harmonisé (IPCH)/indice IPCH total. Les termes de l'échange sont approximatés par le ratio déflateur du PIB/déflateur de la consommation privée. Les dernières observations se rapportent au premier trimestre 2026 pour les termes de l'échange et au deuxième trimestre 2026 pour l'indice des prix réels de l'énergie.

Cet impact négatif sur les termes de l'échange et les revenus réels se fait sentir très différemment selon les ménages, les ménages à faibles revenus consacrant une part plus importante de leur budget à l'énergie et disposant de moins de ressources pour absorber ces chocs sur les prix⁴. Le quintile de revenus inférieur consacre environ 9 % de son revenu disponible à l'énergie, contre une moyenne d'environ 5,5 % (graphique B, partie a). Ces ménages sont également moins à même d'absorber ces chocs sur les prix puisqu'ils désépargnent, avec un taux d'épargne médian d'environ – 5,8 % du revenu disponible dans le quintile de revenu inférieur. Ils ne disposent donc pas de l'épargne nécessaire pour lisser leur consommation et dépendent presque entièrement des revenus du travail, ce qui les expose donc à des effets négatifs sur la croissance (graphique B, partie b).

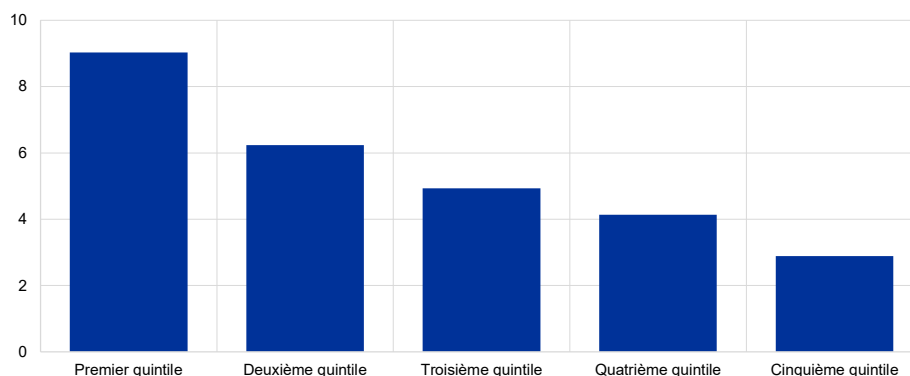
⁴ Cf. par exemple Battistini *et al.* (2022) et Bobasu *et al.* (2025).

Graphique B

Dépenses d'énergie et exposition de l'épargne des ménages

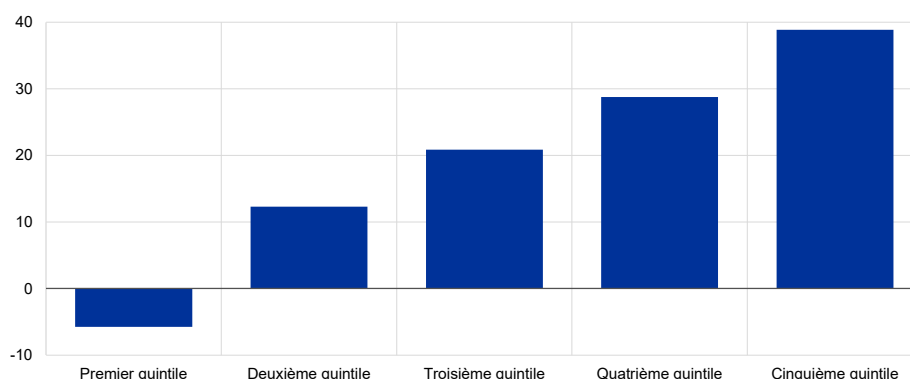
a) Dépenses d'énergie par quintiles de revenus des ménages

(en pourcentage du revenu disponible)



b) Exposition de l'épargne par quintiles de revenus des ménages

(en pourcentage du revenu disponible)



Sources : Eurostat, BCE et calculs de la BCE.

Notes : Le graphique est fondé sur les statistiques distributionnelles tirées de l'« enquête sur le budget des ménages » et sur les statistiques expérimentales tirées des séries de données « Revenu, consommation et patrimoine » fournies par Eurostat. Les données se rapportent aux moyennes annuelles pour 2020.

Nous utilisons un modèle quantitatif néo-keynésien à agents hétérogènes calibré pour la zone euro afin de suivre la réponse dynamique de la consommation à l'exposition de l'épargne des ménages ⁵.

Ce modèle traite l'énergie à la fois comme un bien de consommation et comme un intrant de production, toute l'énergie étant importée, de sorte que toute hausse des prix génère directement une perte de pouvoir d'achat domestique. Les ménages diffèrent en termes de revenus et de patrimoine, et donc également en termes de part de leurs budgets allouée à l'énergie, les ménages à faibles revenus dépensant davantage en termes relatifs que les ménages à revenus élevés. Le modèle est calibré pour correspondre à ces caractéristiques, ainsi qu'à la part importante des ménages de la zone euro ayant peu ou pas d'épargne. Par conséquent, certains ménages sont soumis à des contraintes de liquidité et donc incapables de lisser leur consommation au fil du temps, ce qui entraîne une plus forte propension marginale à consommer à

⁵ Un modèle d'agent représentatif, en faisant abstraction des hétérogénéités entre les ménages, ne permettrait pas de détecter l'impact inégal des chocs sur les prix.

partir de leurs revenus du travail actuels ⁶. Nous calibrons un choc sur les prix de l'énergie pour qu'il corresponde à la hausse de l'indice des prix réels de l'énergie au deuxième trimestre 2026 par rapport à sa moyenne de 2025. Notre analyse suppose que les taux d'intérêt réels restent inchangés. Nous nous concentrons donc sur la manière dont le choc sur les prix de l'énergie se transmet à la consommation via les canaux des revenus du travail et des prix relatifs.

Le choc sur les prix de l'énergie est clairement récessif, freinant la consommation agrégée principalement via les pertes de revenu réel disponible. La plupart des matières premières énergétiques dans la zone euro étant importées, la hausse des prix de l'énergie agit comme un transfert de revenus vers le reste du monde, qui, à son tour, doit être réparti entre les ménages et les entreprises du pays. L'énergie et le travail étant des facteurs de production complémentaires, les entreprises ne peuvent pas facilement se détourner d'une énergie plus coûteuse et réduisent donc la production ainsi que la demande de main-d'œuvre. Cela entraîne une baisse des salaires réels et des taux d'emploi, amplifiant ainsi la perte de revenu initiale (graphique C). Environ 80 % de la baisse de la consommation agrégée reflète ces pertes indirectes de revenu réel, dont seulement 20 % sont dues à la perte directe de pouvoir d'achat résultant de la hausse des prix de l'énergie. Point important, le modèle fait abstraction d'autres canaux de la confiance et de l'incertitude pouvant amplifier ou modifier la transmission du choc sur les prix de l'énergie, en fonction du contexte économique et géopolitique plus large ⁷.

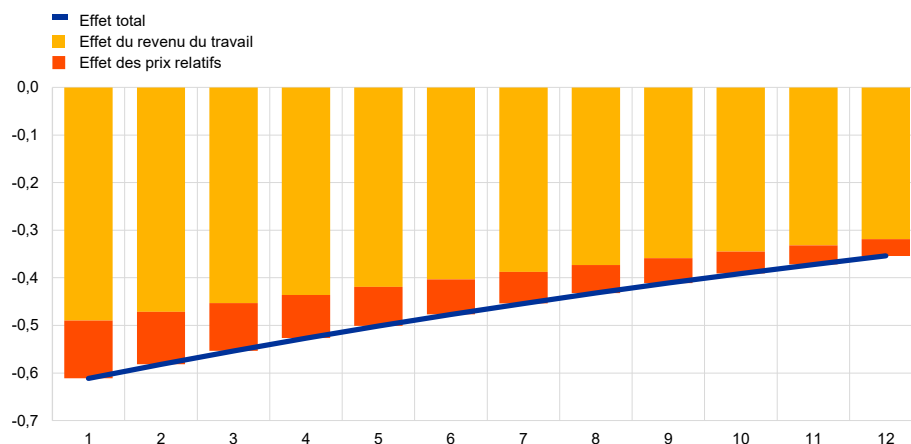
⁶ Dans cet encadré, les ménages soumis à des contraintes de liquidité sont considérés comme appartenant au quintile de patrimoine le plus bas, avec peu ou pas d'actifs liquides et qui dépendent principalement des revenus du travail. Les ménages sans contraintes, en revanche, sont ceux qui disposent d'un patrimoine suffisant pour lisser leur consommation au fil du temps. Les statistiques descriptives présentées dans le graphique B classent les ménages par quintile de revenu ; toutefois, le modèle est calibré pour correspondre à la distribution du patrimoine.

⁷ Cf. Andersson *et al.* (2026) du présent *Bulletin économique*.

Graphique C

Réaction de la consommation agrégée à la hausse des prix de l'énergie

(écart en pourcentage par rapport aux niveaux de référence)



Source : Calculs des services de la BCE.

Notes : Le graphique présente la décomposition de la réaction de la consommation agrégée à un choc sur les prix réels de l'énergie. Ce choc est calibré pour correspondre à la hausse de l'indice des prix réels de l'énergie au deuxième trimestre 2026 par rapport à sa moyenne de 2025. L'« effet du revenu du travail » reflète les variations de la consommation résultant des variations de la trajectoire des salaires réels et de l'emploi. L'« effet des prix relatifs » reflète les variations de la consommation résultant d'une variation des prix relatifs de l'énergie. Pour plus de détails, voir également l'annexe B dans Bobasu *et al.* (2025). L'axe des abscisses représente les trimestres suivant le choc initial.

La baisse de la consommation agrégée masque des hétérogénéités

importantes, les ménages soumis à des contraintes de liquidité supportant une charge disproportionnellement plus lourde que les autres.

Les ménages soumis à des contraintes de liquidité sont plus durement affectés par la hausse des prix de l'énergie en raison de deux canaux qui se renforcent mutuellement⁸. Premièrement, pour ces ménages, l'énergie représente une part plus importante de leurs dépenses et – étant souvent proche du niveau de subsistance – ils ne peuvent pas facilement se détourner de tels achats. Par conséquent, toute hausse des prix de l'énergie consomme une part plus importante de leur revenu disponible par rapport aux ménages sans contraintes. Deuxièmement, les ménages soumis à des contraintes de liquidité dépendent plus fortement des revenus du travail et ont généralement moins d'épargne, de sorte qu'ils n'ont que peu de capacité à lisser la consommation au fil du temps, à mesure que l'emploi et les salaires se contractent. Les ménages sans contraintes, en revanche, sont en mesure de puiser dans un éventail plus large de sources de revenus et disposent généralement d'une épargne suffisante pour amortir un tel choc. Par conséquent, la consommation diminue deux fois plus pour les ménages soumis à des contraintes de liquidité – environ 1,4 % contre 0,7 % pour les ménages non soumis à des contraintes lors du choc initial – soulignant l'impact régressif des chocs sur les prix de l'énergie sur la consommation privée (graphique D)⁹.

⁸ Voir aussi Bobasu *et al.* (2024).

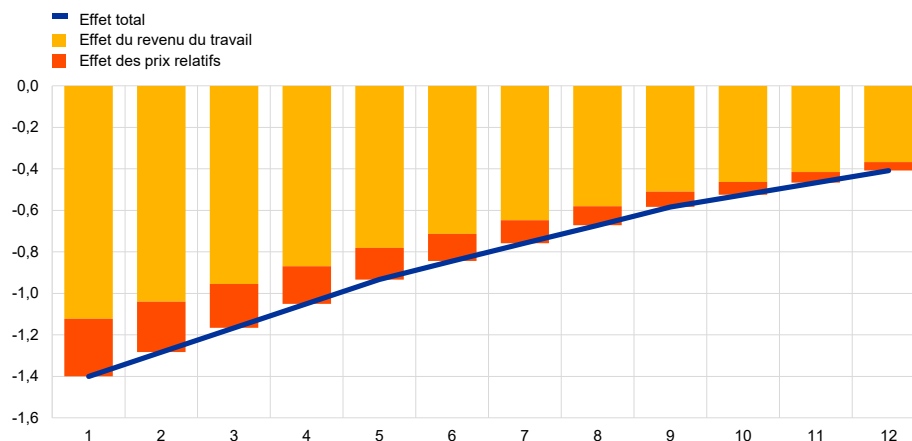
⁹ Cette analyse fait abstraction d'autres canaux d'impact, tels que l'incertitude ou les canaux de la confiance. Pour une analyse de la manière dont les effets d'une faible confiance se traduiraient en dépenses agrégées et distributives, cf. Dausà i Noguera *et al.* (2026) du présent *Bulletin économique*.

Graphique D

Décomposition de la consommation pour les ménages soumis à des contraintes de liquidité et les ménages non soumis à des contraintes en réponse à la hausse des prix de l'énergie

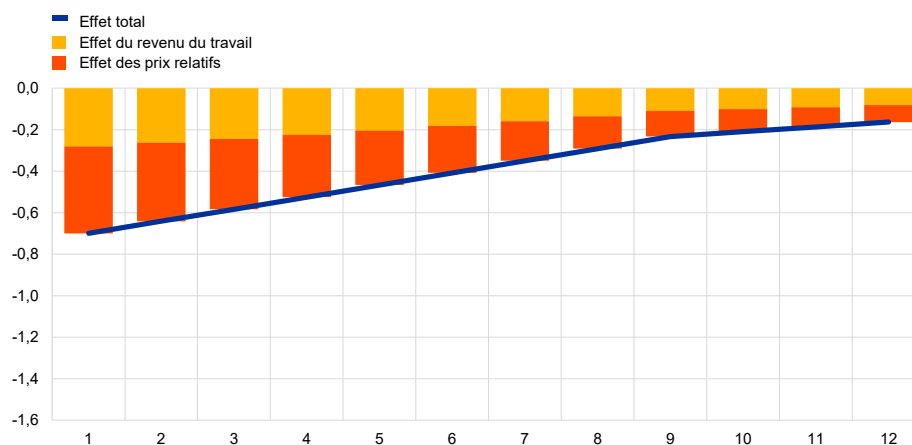
a) Ménages soumis à des contraintes de liquidité

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



b) Ménages sans contraintes

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



Source : Calculs des services de la BCE.

Notes : Le graphique présente la décomposition de la réaction de consommation des ménages soumis à des contraintes de liquidité et des ménages non soumis à des contraintes dans le cadre d'une orientation neutre de la politique monétaire. Les ménages soumis à des contraintes de liquidité sont ceux qui se situent dans le quintile de patrimoine le plus bas, tandis que les ménages non soumis à des contraintes sont ceux qui se situent dans le deuxième quintile de patrimoine le plus élevé. Le choc sur les prix de l'énergie est calibré pour correspondre à la hausse de l'indice des prix réels de l'énergie au deuxième trimestre 2026 par rapport à sa moyenne de 2025. L'« effet du revenu du travail » reflète les variations de la consommation résultant des variations de la trajectoire des salaires réels et de l'emploi. L'« effet des prix relatifs » reflète les variations de la consommation résultant d'une variation des prix relatifs de l'énergie. L'axe des abscisses représente les trimestres suivant le choc initial.

La hausse des prix de l'énergie à la suite du déclenchement de la guerre au Moyen-Orient a eu tendance à avoir un impact régressif sur les budgets des ménages, ce qui a affecté la manière dont le choc sur les prix s'est transmis à la consommation agrégée. La plupart des matières premières énergétiques dans la zone euro étant importées, la hausse des prix de l'énergie agit comme un transfert de revenus vers le reste du monde, ce qui affecte les ménages de manière

inégaie ¹⁰. Si les prix de l'énergie restent élevés, ces tensions distributionnelles devraient jouer un rôle dans la réaction de la consommation agrégée. Dans le même temps, d'autres canaux de la confiance et de l'incertitude semblent avoir joué un rôle important dans la transmission du dernier choc sur les prix de l'énergie, la guerre au Moyen-Orient ayant entraîné une hausse de l'incertitude géopolitique ¹¹. Enfin, si le protocole d'accord entre les États-Unis et l'Iran a initialement amélioré la perspective d'une inversion durable des prix du pétrole, atténuant ainsi la perte de pouvoir d'achat et son impact sur la consommation privée, les dernières évolutions ont assombri les perspectives. Par conséquent, les prix élevés de l'énergie devraient se révéler plus persistants, prolongeant le frein exercé sur les revenus réels des ménages et les dépenses de consommation.

Bibliographie

Andersson (M.), Bobasu (A.), Saiz (L.) et Scrofani (S.) (2026), « *The cost of not knowing: how uncertainty weighs on the euro area economy* », *Bulletin économique*, n° 5, BCE.

Arce (Ó.), Battistini (N.), Bouabdallah (O.), Lis (E.) et Mohr (M.) (2026), « *A tale of two energy crises – initial conditions matter* », *Le blog de la BCE*, BCE, 3 juin.

Bankowski (K.), Bouabdallah (O.), Checherita-Westphal (C.), Freier (M.), Jacquinet (P.) et Muggenthaler (P.) (2023), « *Politique budgétaire et forte inflation* », *Bulletin économique*, n° 2, BCE.

Battistini (N.), Di Nino (V.), Dossche (M.) et Kolndrekaj (A.) (2022), « *Prix de l'énergie et consommation privée : quels sont les canaux de transmission ?* », *Bulletin économique*, n° 3, BCE.

Battistini (N.), Bobasu (A.) et Gareis (J.) (2023), « *Qui paye la facture ? L'impact inégal du récent choc sur les prix de l'énergie* », *Bulletin économique*, n° 2, BCE.

Battistini (N.), Bobasu (A.), Dinis Rigato (R.) et Kase (H.) (2026), « *Économisez votre énergie : comment la guerre au Moyen-Orient pourrait affecter l'épargne des ménages et l'économie* », *Bulletin économique*, n° 3, BCE.

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

Bobasu (A.), Dobrew (M.) et Repele (A.) (2025), « *Energy price shocks, monetary policy and inequality* », *European Economic Review*, vol. 175, article 104986.

¹⁰ Dans le même temps, des mesures de politique budgétaire ciblées peuvent apporter un certain soulagement et atténuer le préjudice subi par les ménages soumis à des contraintes de liquidité. Cf. Bankowski *et al.* (2023).

¹¹ Cf. Dausà i Noguera *et al.* (2026) et Gareis (2026).

Bokan (N.), Dossche (M.) et Rossi (L.) (2018), « [Prix du pétrole, termes de l'échange et consommation du secteur privé](#) », *Bulletin économique*, n° 6, BCE.

Dausà i Noguera (N.), Dimou (M.) et Kouvavas (O.) (2026), « [Tracing the ripple effects of the Middle East war on euro area consumption](#) », *Bulletin économique*, n° 5, BCE.

Gareis (J.) (2026), « [Renchérissement du pétrole lié à la guerre au Moyen-Orient : évaluer les facteurs défavorables pour la croissance de la zone euro](#) », *Bulletin économique*, n° 4, BCE.

L'emploi des jeunes face au ralentissement de la demande de main-d'œuvre

David Chaloupka et António Dias da Silva

Le présent encadré analyse les dernières tendances dans la zone euro afin d'éclairer la récente détérioration des perspectives d'emploi des jeunes travailleurs. Les préoccupations relatives à l'emploi des jeunes se sont

particulièrement généralisées depuis 2023, à la suite de l'émergence de l'intelligence artificielle générative (IA). Une hypothèse souvent avancée est que les progrès en matière d'IA remplacent les postes de débutants, limitant les opportunités d'emploi pour les jeunes travailleurs. Le présent encadré examine dans quelle mesure des facteurs conjoncturels ou plus structurels sont à l'œuvre sur le marché du travail de la zone euro.

L'affaiblissement du marché du travail dans la zone euro depuis 2023 a eu un effet plus prononcé sur les jeunes travailleurs que sur la main-d'œuvre globale. Le ratio taux de chômage des jeunes/taux de chômage total est passé de

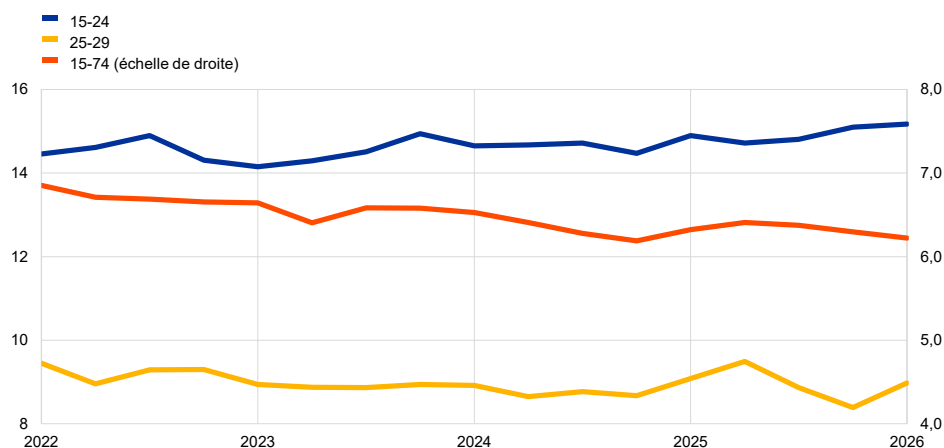
2,1 au premier trimestre 2023 à 2,4 au premier trimestre 2026, soulignant l'affaiblissement en termes relatifs de la situation des jeunes travailleurs sur le marché du travail. Au cours de cette période, le taux de chômage dans la zone euro (travailleurs âgés de 15 à 74 ans) a diminué de 0,3 point de pourcentage pour s'établir à 6,3 % (graphique A, partie a). En revanche, le taux de chômage des jeunes (groupe d'âge des 15-24 ans) s'est établi à 15,1 % au premier trimestre 2026, soit 0,6 point de pourcentage de plus que sa moyenne de 2023, ce qui suggère que les jeunes travailleurs n'ont pas bénéficié proportionnellement de l'amélioration plus large du marché du travail observée au cours de la même période. Cela est corroboré par les évolutions de la population active. La population active des jeunes n'a augmenté que de 0,5 % entre le premier trimestre 2023 et le premier trimestre 2026, contre 2,6 % pour l'ensemble de la population active, le taux d'activité des jeunes ayant diminué de 0,8 point de pourcentage, alors que le taux d'activité agrégé a augmenté dans des proportions similaires. S'agissant du groupe d'âge des 25-29 ans, dont le lien avec le marché du travail est plus fort, le taux de chômage respectif est passé de 8,9 % au premier trimestre 2023 à 9,0 % au premier trimestre 2026. De même, la croissance de l'emploi des jeunes travailleurs s'est également nettement ralentie – devenant négative au cours des derniers trimestres – après une croissance relativement forte jusqu'à mi-2023 (graphique A, partie b), tandis que la croissance de l'emploi pour le groupe d'âge des 25-29 ans s'est redressée au cours des derniers trimestres.

Graphique A

Taux de chômage et croissance de l'emploi par groupe d'âge

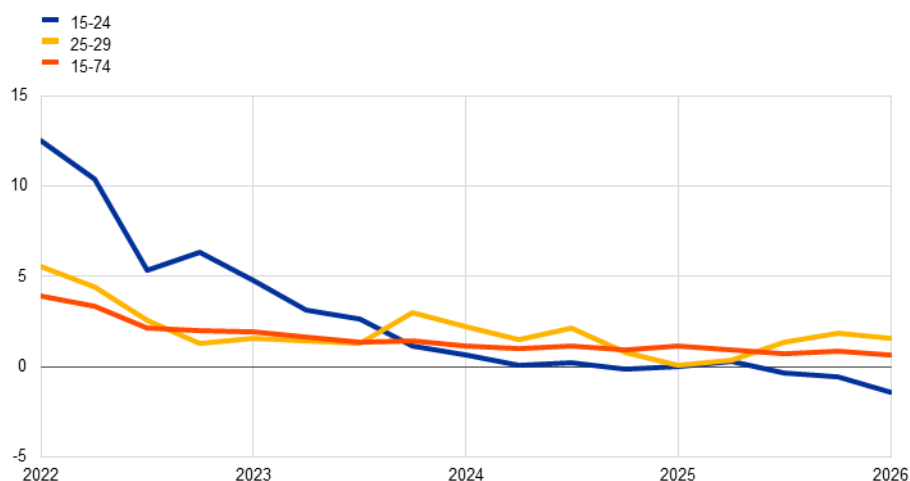
a) Taux de chômage

(en pourcentage de la population active)



b) Croissance de l'emploi

(variations annuelles en pourcentage)



Sources : Eurostat et calculs des services de la BCE.

Notes : Les dernières observations se rapportent au premier trimestre 2026. Les données trimestrielles sont corrigées des variations saisonnières.

Les performances moins favorables des jeunes travailleurs sur le marché du travail se reflètent dans leurs perceptions de leurs perspectives d'emploi.

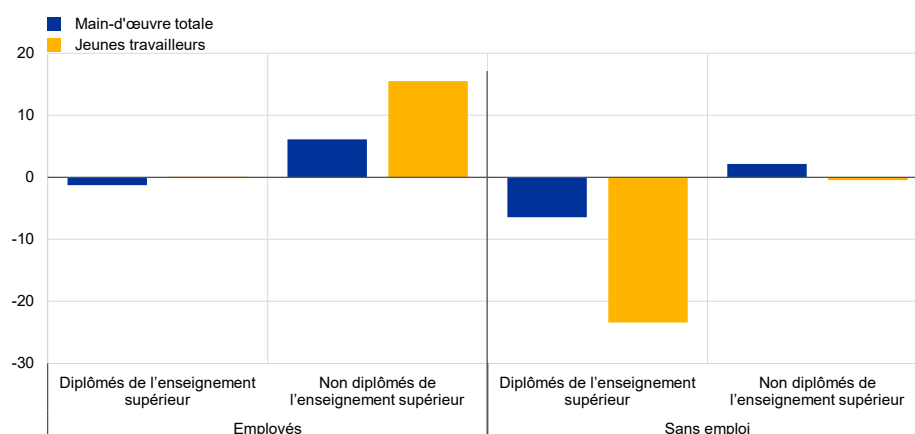
L'enquête d'octobre 2025 de la BCE sur les anticipations des consommateurs (CES) a demandé aux participants si, par rapport à la même période un an auparavant, le moment était propice ou non pour chercher un emploi. Une majorité de participants ont estimé que les conditions actuelles de recherche d'emploi n'étaient pas plus défavorables qu'un an auparavant. Toutefois, les perspectives des travailleurs sans emploi diplômés de l'enseignement supérieur sont nettement plus négatives. Parmi les jeunes travailleurs sans emploi diplômés de l'enseignement supérieur, le solde net entre les réponses positives et négatives s'est établi à – 23 %, tandis que les travailleurs n'ayant pas fait d'études supérieures ont eu tendance à exprimer des opinions moins négatives (graphique B). Les jeunes travailleurs très instruits ont

attribué leur évaluation plus négative principalement à la perception d'une pénurie d'offres d'emploi adaptées. En revanche, les jeunes travailleurs, qu'ils soient diplômés ou non de l'enseignement supérieur, ont exprimé des opinions globalement similaires concernant les conditions économiques générales et les offres salariales.

Graphique B

Perspectives relatives au marché du travail

(solde net, en points de pourcentage)



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

Note : Le graphique est fondé sur les réponses à la question « Par rapport à la même période l'année dernière, est-ce, à votre avis, un bon ou un mauvais moment pour chercher un emploi ? », intégrée en octobre 2025.

Les jeunes travailleurs ont généralement tendance à être plus exposés à une détérioration des conditions économiques. Lorsque l'activité économique se ralentit, ces travailleurs sont généralement affectés de manière disproportionnée par une contraction des opportunités d'embauche. En outre, les jeunes travailleurs sont généralement les premiers à être licenciés en période de ralentissement économique en raison de leur plus faible ancienneté et d'un plus grand nombre de contrats à durée déterminée et d'autres contrats de travail précaires. La sensibilité conjoncturelle plus élevée de l'emploi des jeunes par rapport à d'autres groupes est bien documentée (cf., par exemple, BCE, 2021).

Pour évaluer si les perspectives d'emploi des jeunes travailleurs sont inhabituellement faibles, il convient de tenir compte de la vigueur de l'économie au sens large.

Une version dynamique de la loi d'Okun établit un lien entre la croissance de l'emploi, à la fois pour les jeunes travailleurs et pour l'ensemble des travailleurs, et la croissance du PIB en volume, en tenant compte de décalages pour les deux variables. Lorsque ces variables évoluent en ligne avec les tendances historiques, le résidu de l'équation est égal à zéro. Un résidu positif indique un fort niveau d'emploi, tandis qu'un résidu négatif indique un niveau faible.

Par rapport à la croissance du PIB, les évolutions récentes de l'emploi des jeunes sont globalement en ligne avec la dynamique conjoncturelle normale.

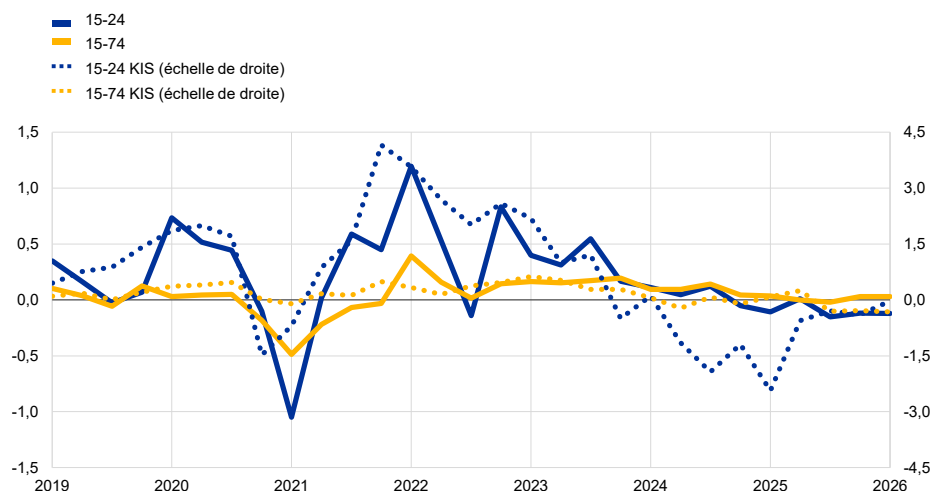
L'emploi total a été robuste en 2022-2023, mais affiche une normalisation progressive vers fin 2024 (graphique C). Pour les jeunes travailleurs, le résidu a affiché une amplitude nettement plus importante, avec de fortes créations d'emplois

en 2022-2023, suivies de résidus légèrement négatifs depuis fin 2024, cohérents avec une normalisation après une période de création d'emplois robuste.

Graphique C

Résidus des estimations dynamiques de la loi d'Okun

(en points de pourcentage)



Sources : Eurostat et calculs des services de la BCE.

Notes : Les dernières observations se rapportent au premier trimestre 2026. Moyenne mobile sur quatre trimestres. Les services à forte intensité de connaissances (*knowledge-intensive services*, KIS) comprennent les technologies de l'information et de la communication (TIC), les services financiers et les services professionnels. Les estimations reposent sur les données de la période comprise entre le premier trimestre 2008 et le premier trimestre 2026. Les résidus proviennent d'une relation dynamique de la loi d'Okun qui relie le taux de croissance trimestriel de l'emploi total au taux de croissance trimestriel simultané du PIB en volume et à un retard de la croissance de l'emploi comme de la croissance du PIB.

L'emploi dans les services à forte intensité de connaissances

(*knowledge-intensive services*, KIS) s'est modéré après plusieurs années de croissance exceptionnellement forte. Les secteurs des technologies de

l'information et de la communication (TIC), des services financiers et des services professionnels présentent un intérêt particulier, car ils sont plus susceptibles d'être exposés à l'automatisation des tâches cognitives et ont enregistré de fortes baisses de l'emploi au cours des derniers trimestres. Après deux années de robuste création d'emplois par rapport à la croissance du PIB en volume, le résidu est devenu négatif mi-2024 et ne s'est redressé que récemment. Cela est cohérent avec une correction de la forte croissance de l'emploi post-pandémie et se reflète dans le pessimisme exprimé par les jeunes travailleurs très instruits dans l'enquête CES d'octobre 2025. Les résidus pour les travailleurs diplômés de l'enseignement supérieur ont suivi une tendance similaire, devenant négatifs sur quatre trimestres avant de revenir en territoire positif à partir de mi-2025.

Les évolutions de l'emploi sont très dispersées entre les différents KIS.

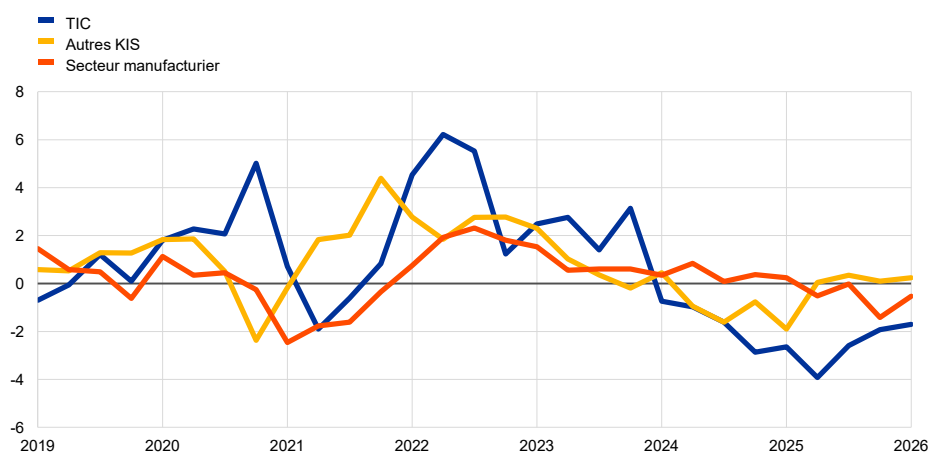
Entre le premier trimestre 2023 et le premier trimestre 2026, l'emploi des jeunes travailleurs a diminué de 18,6 % dans les TIC, de 5,3 % dans les services professionnels et de 3,1 % dans les services financiers. Lorsqu'on analyse ces évolutions par rapport à la croissance dans leurs secteurs respectifs, les résidus de la régression de la loi d'Okun sont particulièrement négatifs sur le segment des TIC, ce qui suggère une modération qui s'étend au-delà des évolutions conjoncturelles actuelles (graphique D). En revanche, les évolutions de l'emploi dans les services

professionnels et les services financiers sont désormais plus étroitement alignées sur l'activité sectorielle après les évolutions négatives observées depuis 2024. La normalisation récente a été principalement soutenue par le secteur financier, tandis que les services professionnels continuent de montrer des faiblesses. L'emploi des jeunes travailleurs a également diminué dans le secteur industriel, globalement en ligne avec la faiblesse du secteur lui-même, mais s'est encore détérioré récemment, les résidus d'Okun suggérant des évolutions de l'emploi plus négatives que celles qu'impliquent les seules évolutions conjoncturelles.

Graphique D

Résidus des estimations dynamiques de la loi d'Okun pour les jeunes travailleurs – dispersion sectorielle

(en points de pourcentage)



Sources : Eurostat et calculs des services de la BCE.

Notes : Les dernières observations se rapportent au premier trimestre 2026. Groupe d'âge des 15-24 ans. Moyenne mobile sur quatre trimestres. Les « autres KIS » recouvrent les services financiers et les services professionnels. Les estimations reposent sur les données de la période comprise entre le premier trimestre 2008 et le premier trimestre 2026. Les résidus proviennent d'une relation dynamique de la loi d'Okun qui relie le taux de croissance trimestriel de l'emploi au taux de croissance trimestriel simultané de la valeur ajoutée brute (VAB) réelle par secteur et à un retard de la croissance de l'emploi comme de la croissance de la VAB.

Dans l'ensemble, le ralentissement de l'économie de la zone euro, et donc du marché du travail, a affecté les jeunes travailleurs. Compte tenu des évolutions du PIB en volume, les perspectives actuelles sur le marché de l'emploi restent faibles. Dans le même temps, cette faiblesse a fait suite à une période de création d'emplois exceptionnellement forte et pourrait en partie être considérée comme un rééquilibrage normal (Arce et Sondermann, 2024 ; Berson *et al.*, 2024). Les données existantes ne permettent pas encore d'attribuer cette tendance à l'IA générative ou au télétravail en particulier. Plusieurs études se sont concentrées sur les États-Unis et documentent des éléments probants cohérents avec un impact négatif de l'IA générative sur les résultats en matière d'emploi des jeunes travailleurs (Brynjolfsson *et al.*, 2025 ; Dominski et Lee, 2025 ; Massenkoff et McCrory, 2026), tandis que Lambert et Schindler (2026) attribuent la baisse du recrutement en début de carrière à l'essor du télétravail plutôt qu'à l'IA générative. Pour la zone euro, les données tirées d'enquêtes montrent que les jeunes travailleurs très instruits ont tendance à avoir des opinions majoritairement positives de l'impact de l'IA sur leurs perspectives d'emploi, et les entreprises qui investissent dans l'IA font état d'une croissance plus forte de l'emploi (Dias da Silva et Weissler, 2025 ; Lebastard et Sondermann, 2026). En outre, au cours de la période 2011-2019, caractérisée par des progrès en matière

d'apprentissage profond (*deep learning*) avant l'émergence de l'IA générative, les parts d'emploi ont augmenté dans les professions qui étaient plus exposées à l'IA, en particulier dans celles qui comptaient une proportion relativement plus élevée de travailleurs plus jeunes et de travailleurs qualifiés (Albanesi *et al.*, 2025). Un suivi continu de ces évolutions s'impose à mesure que l'IA générative gagne en maturité et que ses effets sur le marché du travail deviennent plus clairs.

Bibliographie

Albanesi (S.), Dias da Silva (A.), Jimeno (J.F.), Lamo (A.) et Wabitsch (A.) (2025), « *New technologies and jobs in Europe* », *Economic Policy*, vol. 40, n° 121, janvier, p. 71-139.

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

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

Brynjolfsson (E.), Chandar (B.) et Chen (R.) (2025), « *Canaries in the Coal Mine? Six Facts about the Recent Employment Effects of Artificial Intelligence* », *Stanford Digital Economy Lab*, novembre.

Dias da Silva (A.) et Weissler (M.) (2025), « [AI adoption and employment prospects](#) », *Le blog de la BCE*, BCE, Francfort-sur-le-Main, 21 mars.

Dominski (J.) et Lee (Y.S.) (2025), « *Advancing AI Capabilities and Evolving Labor Outcomes* », arXiv, n° 2507.08244.

Banque centrale européenne (BCE) (2021), « [Employment and the conduct of monetary policy in the euro area](#) », *Occasional Paper Series*, n° 275, BCE, septembre.

Lambert (P.J.) et Schindler (Y.) (2026), « *The Broken Ladder: IA, Remote Work, and Early-Career Hiring* », *SSRN Working Paper*, mai.

Lebastard (L.) et Sondermann (D.) (2026), « [Artificial Intelligence: friend or foe for hiring in Europe today?](#) », *Le blog de la BCE*, BCE, Francfort-sur-le-Main, 4 mars.

Massenkoff (M.) et McCrory (P.) (2026), « *Labor market impacts of AI: A new measure and early evidence* », *Anthropic*, Washington D.C., 5 mars.

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

Catherine Elding, 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 76 grandes sociétés non financières opérant dans la zone euro ¹. Les échanges ont principalement eu lieu entre le 22 juin et le 1er juillet 2026, soit peu de temps après la signature du protocole d'accord entre les États-Unis et l'Iran mi-juin, protocole qui a ensuite pris fin début juillet avec la reprise des hostilités autour du détroit d'Ormuz.

Les déclarations des sociétés contactées font état d'une croissance modérée de l'activité au deuxième trimestre et s'orientent vers une dynamique globalement inchangée au troisième trimestre. Si la guerre au Moyen-Orient et la hausse des prix des carburants qui en a résulté ont entraîné une diminution des voyages et pèsent légèrement sur les dépenses de consommation, l'impact global sur l'activité semble assez limité. Cela s'explique en partie par le fait que certaines entreprises ont bénéficié d'une moindre concurrence des concurrents asiatiques (dont les coûts ont augmenté davantage ou dont l'offre a été temporairement perturbée) et d'achats de précaution en anticipation d'une hausse des prix. Cela a entraîné une évolution de la composition de la croissance vers le secteur manufacturier et au détriment des services. Toutefois, l'économie mondiale a bien résisté et les économies asiatiques ont fait preuve d'une flexibilité remarquable pour surmonter les perturbations causées par le blocage du détroit d'Ormuz, et le commerce mondial connaît à nouveau une croissance robuste.

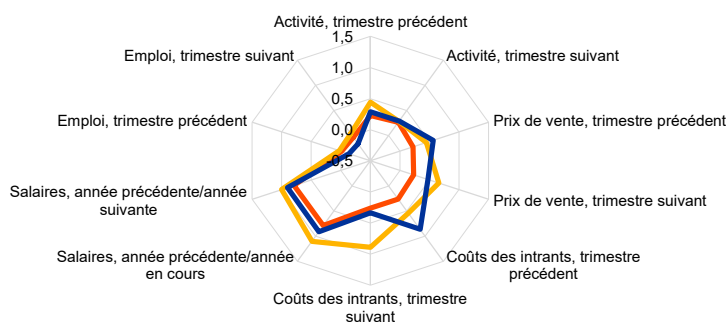
¹ Pour plus d'informations sur la nature et l'objectif de ces contacts, cf. Elding, Morris et Slavik (2021).

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)

- Campagne actuelle
- Campagne précédente
- Moyenne historique



Source : BCE.

Notes : Les scores reflètent la moyenne des scores attribués par les services de la BCE dans leur évaluation des déclarations des contacts à propos des évolutions trimestrielles de l'activité (ventes, production et commandes), des coûts des intrants (matériaux, énergie, transport, etc.) et des prix de vente, ainsi qu'à propos des évolutions annuelles des salaires. Les scores vont de -2 (baisse significative) à +2 (hausse significative). Un score de 0 indique qu'aucun changement ne s'est produit. Pour la campagne actuelle, le trimestre précédent se rapporte au deuxième trimestre 2026 et le trimestre suivant au troisième trimestre 2026, tandis que pour la campagne précédente, il s'agissait du premier et du deuxième 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.

La croissance des dépenses de consommation aurait été modeste. Les commerces de détail de produits alimentaires ont déclaré que la hausse des prix des carburants au deuxième trimestre a laissé moins d'argent pour les autres dépenses et a renforcé la tendance des consommateurs à se détourner des produits de marque au profit des marques de distributeur. En ce qui concerne l'habillement de détail, la demande diminue dans la fourchette de prix médians, tandis que les ventes de produits sans marque, de luxe et dans les magasins d'usine ont continué de croître. Concernant l'électronique grand public, la demande de produits de moyenne gamme a bénéficié d'un cycle de reprise (les articles achetés pendant la pandémie devant être remplacés). Les conditions générales du marché sont toutefois difficiles, les fabricants chinois proposant de plus en plus de produits innovants à bas prix. Près de la moitié des détaillants à qui nous avons parlé pensent que le conflit au Moyen-Orient a réduit la demande des consommateurs ; mais d'autres ont donné des évaluations plus optimistes décrivant les dépenses de consommation comme étonnamment résilientes. Ce dernier constat s'applique aux ventes de voitures, qui se sont redressées grâce aux subventions aux véhicules électriques réintroduites par certains gouvernements, à l'introduction de modèles plus abordables dans un contexte d'intensification de la concurrence des constructeurs chinois et à la hausse des prix des carburants qui améliore le sentiment à l'égard des véhicules électriques.

La guerre au Moyen-Orient a entraîné une diminution des voyages aériens, mais avec des modifications de la demande qui pourraient bénéficier au tourisme estival dans la zone euro. Selon les sociétés contactées dans le secteur

de l'aviation, les voyages à destination et en provenance des aéroports de la zone euro ont été inférieurs de 2 % à 4 % environ à ce qu'ils auraient dû être au deuxième trimestre. Cela s'explique en partie par le fait que les compagnies aériennes ont réduit leur capacité sur des liaisons moins rentables et en partie par le fait que la demande des passagers a diminué (plus que prévu) en réponse à la hausse des prix des billets. Mais avec la nouvelle baisse des prix des sièges et des pénuries de carburant moins préoccupantes, l'été s'annonce correct. En outre, les voyages se sont nettement détournés des destinations de la Méditerranée orientale au profit de destinations de vacances d'été dans la zone euro.

Les sociétés contactées soulignent l'essor de l'intelligence artificielle (IA) qui stimule l'investissement et les dépenses des entreprises, tandis que les préoccupations en matière de compétitivité ont pesé sur les dépenses d'investissement traditionnelles. Les contacts ont fait état d'une forte croissance de la demande d'infrastructures *cloud* souveraines et d'indépendance technologique, encourageant les entreprises européennes à s'associer à des fournisseurs américains pour fournir des solutions localisées. L'investissement dans les centres de données a alimenté la demande de matériaux de construction connexes ainsi qu'un essor tout au long de la chaîne d'approvisionnement en semi-conducteurs. L'adoption de l'IA transforme le modèle d'activité dans le secteur du conseil, et ses utilisations sont largement explorées dans l'ensemble de l'industrie. L'investissement dans les énergies renouvelables a constitué un autre moteur de croissance (le conflit au Moyen-Orient ayant donné un nouvel élan), tout comme la construction aéronautique et spatiale. La construction résidentielle a connu un rebond au deuxième trimestre après un premier trimestre affecté par les intempéries et augmente sous l'effet de l'amélioration de l'accessibilité financière (taux hypothécaires, prix des matériaux de construction) en 2025. Toutefois, les indicateurs d'accessibilité se détériorent à nouveau. Les perspectives d'investissement dans les machines et équipements seraient contrastées, certains contacts faisant état d'une reprise soutenue des commandes depuis fin 2025, tandis que d'autres ont perçu les dépenses d'investissement traditionnelles comme relativement stables et freinées par les coûts élevés de l'énergie, de la main-d'œuvre et de la réglementation ainsi que par l'incertitude. Cela a conduit les entreprises manufacturières européennes à concentrer davantage leurs investissements sur l'Asie ou l'Europe de l'Est plutôt que sur la zone euro.

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.

La dynamique de l'emploi est relativement atone, de nombreuses entreprises cherchant à réduire leurs coûts. C'est particulièrement le cas pour les entreprises du secteur manufacturier pour lesquelles produire dans la zone euro n'est plus compétitif, et qui réduisent ainsi leurs effectifs dans la région. L'emploi dans le secteur des services est plus stable. Dans l'ensemble de l'économie, les entreprises continuent de faire état de phases de test généralisées de cas d'usage de l'IA, en vue d'accroître la productivité et de réduire les coûts de main-d'œuvre, même si leur impact sur l'emploi agrégé reste jusqu'ici limité. En cohérence avec leurs déclarations de la précédente campagne, les agences de recrutement indiquent que leur activité a atteint un plancher (après plusieurs trimestres de contraction), bien qu'elle ait été tirée par un redressement de l'activité de placement temporaire plutôt que par des embauches permanentes.

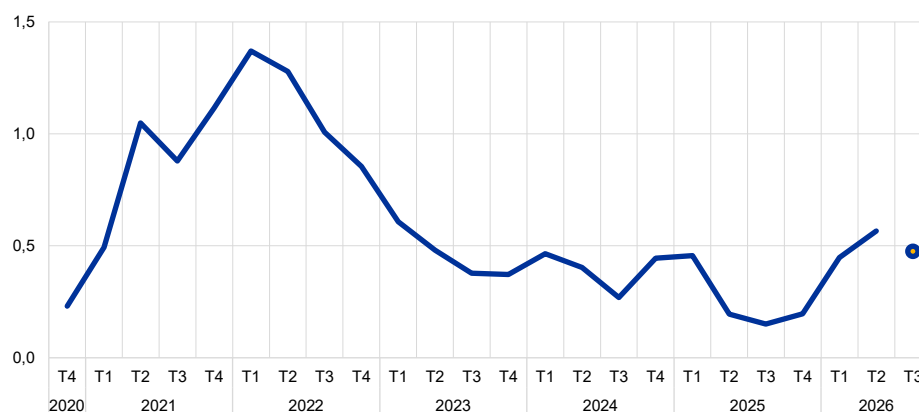
Les sociétés contactées ont déclaré des hausses plus importantes des prix de vente au deuxième trimestre, bien que moins marquées qu'anticipé dans la précédente campagne, avec une légère modération attendue pour le troisième trimestre. Les évolutions – et les anticipations – relatives aux prix et aux coûts sont fortement influencées par les événements au Moyen-Orient et par les variations du prix du pétrole qui en résultent. Près de 40 % des sociétés contactées indiquent une augmentation des prix dans leur secteur en réponse au conflit, et un nombre similaire fait état d'une contraction des marges. La plus forte augmentation des prix peut être observée dans les secteurs des biens intermédiaires et des transports, qui sont les plus directement concernés par les prix du pétrole et de ses dérivés. Les prix des produits pétrochimiques, par exemple, ont augmenté de 20 à 30 %. En amont du secteur manufacturier (biens intermédiaires et biens d'équipement), la transmission des coûts aux prix a été relativement rapide. Cela s'explique par le fait que certaines entreprises ont réagi en ajustant leurs prix plus fréquemment que d'ordinaire, tandis que d'autres (qui ont tiré les leçons de la forte poussée d'inflation entraînée par la pandémie et l'invasion de l'Ukraine par la Russie) ont ajouté à leurs contrats des clauses prévoyant la transmission automatique aux prix des coûts liés

aux matériaux, à l'énergie et à la logistique. Toutefois, pour les entreprises plus proches du consommateur, l'environnement de fixation des prix présente plus d'obstacles, et l'ajustement des prix est resté limité jusqu'à présent. Dans le commerce de détail hors produits alimentaires (et plus particulièrement dans l'électronique grand public), la concurrence des importations venues de l'Asie a contenu – ou a donné lieu à des tensions baissières sur – les prix. De plus, les consommateurs demeurent très sensibles aux prix. Si les prix du pétrole étaient restés aux niveaux observés lors du cessez-le-feu entre les États-Unis et l'Iran, cela aurait probablement limité la transmission aux prix à la consommation finaux.

Graphique C

Opinions sur les évolutions et les perspectives en matière de prix

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



Source : BCE.

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

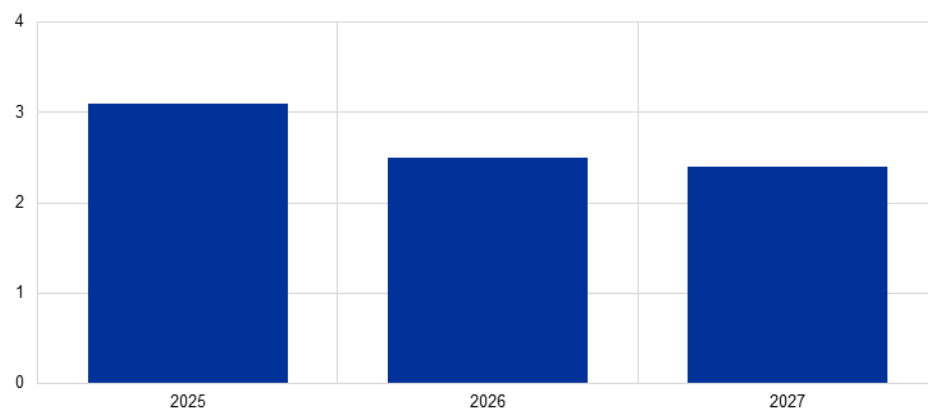
Les sociétés contactées ont continué d'anticiper un ralentissement de la croissance des salaires.

En moyenne, les indications quantitatives fournies impliquent un ralentissement de la croissance des salaires, de 3,1 % en 2025 à 2,5 % en 2026 puis à 2,4 % en 2027. Ces perceptions et anticipations sont légèrement plus basses que lors de la précédente campagne d'enquête, ce qui peut en partie refléter une composition différente du panel plutôt qu'une modification des perspectives. Près de 20 % des sociétés contactées pensent que l'accélération de l'inflation suscitée par le conflit au Moyen-Orient pourrait entraîner une hausse des demandes salariales, et environ 10 % s'attendent à ce que leurs entreprises mettent en œuvre des programmes de compensation de l'inflation. La plupart des contacts n'ont néanmoins pas anticipé d'impact notable sur la croissance des salaires, évoquant l'atonie des conditions économiques et des perspectives pour l'emploi.

Graphique D

Évaluation quantitative de la croissance des salaires

(en 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 67, 70 et 52 participants, respectivement.

Bibliographie

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

Capturer le (dés)ancrage des anticipations d'inflation et ce que nous révèlent les indicateurs tirés d'enquêtes

Colm Bates, Aidan Meyler, Giovanni Trebbi et Zivile Zekaite

À la suite du récent choc important sur les prix de l'énergie, cet encadré réévalue l'ancrage des anticipations d'inflation à plus long terme – les plus pertinentes pour le maintien de la stabilité des prix – en s'appuyant sur des enquêtes menées auprès des consommateurs, des entreprises et des prévisionnistes professionnels ^{1, 2}. La littérature économique sur les anticipations d'inflation propose un large éventail d'indicateurs permettant d'évaluer l'existence d'un ancrage à long terme (Reis, 2021 et 2026 ; Neri *et al.*, 2022 ; Workstream on inflation expectations, 2021). La cohérence de la moyenne ou la médiane des anticipations d'inflation à plus long terme avec la stabilité des prix (« *level anchoring* ») est un indicateur clé d'évaluation. D'autres indicateurs peuvent également s'avérer informatifs et constituer de possibles signes avant-coureurs d'un désancrage, en particulier à la suite d'un choc important. Par exemple, le désaccord entre les agents, l'incertitude entourant les anticipations à plus long terme et les risques extrêmes (la probabilité d'une inflation très faible ou très élevée) devraient rester contenus (« *higher-moment anchoring* »). En outre, des anticipations à plus long terme bien ancrées ne devraient pas présenter trop de co-mouvement avec les anticipations à court terme ou les chocs temporaires (« *shock anchoring* »). Toute évaluation de l'ancrage devrait être holistique plutôt que centrée sur un seul indicateur ou une seule catégorie d'agents économiques, et devrait prendre en compte les caractéristiques des agents, car les anticipations des consommateurs et des entreprises sont généralement plus dispersées que celles des prévisionnistes professionnels et présentent un biais à la hausse systématique (ce qui est un phénomène mondial) ³.

À l'heure actuelle, l'ancrage du niveau (*level anchoring*) des anticipations d'inflation à plus long terme se vérifie dans l'ensemble. Parmi les différents agents économiques, ce sont les consommateurs qui ont le plus réagi au choc récent sur les prix de l'énergie, mais la structure par terme était fortement orientée à la baisse, les anticipations à long terme n'ayant été que légèrement révisées à la hausse. Les anticipations d'inflation à long terme des entreprises et des prévisionnistes professionnels ont à peine changé après le déclenchement de la

¹ Les anticipations d'inflation tirées d'enquêtes complètent celles fondées sur les données des marchés financiers. Si les anticipations tirées d'enquêtes et celles extraites des instruments de marché présentent des avantages et des inconvénients, chacune fournit des informations précieuses aux décideurs. Pour une analyse plus détaillée, cf., par exemple, Workstream on inflation expectations (2021), en particulier la section 2.1, et Workstream 1: Changing economic and inflation environment (2025), en particulier l'encadré 4.

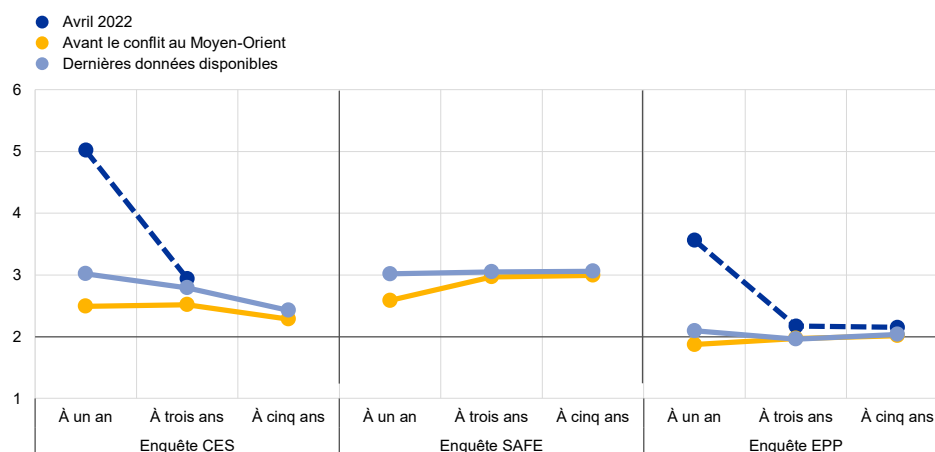
² Dans cet encadré, « anticipations à long terme » se rapporte à la fois aux anticipations d'inflation à moyen et à long terme (à trois et cinq ans).

³ Cet encadré utilise des données tirées de l'enquête de la BCE sur les anticipations des consommateurs (*Consumer Expectations Survey*, CES), de l'enquête de la Commission européenne et de la BCE sur l'accès des entreprises au financement (*Survey on the Access to Finance of Enterprises*, SAFE) et de l'enquête de la BCE auprès des prévisionnistes professionnels (*Survey of Professional Forecasters*, EPP). L'enquête EPP cible les prévisionnistes macroéconomiques professionnels travaillant pour des institutions financières et non financières en Europe.

guerre au Moyen-Orient (graphique A). Si l'ancrage du niveau des anticipations apparaît, à première vue, plus faible chez les consommateurs et les entreprises, cela peut s'expliquer en partie par le biais haussier systématique de ces deux groupes ⁴. Si l'on compare les évolutions récentes à la situation après l'invasion à grande échelle de l'Ukraine par la Russie, ce dernier choc inflationniste a également été perçu comme de courte durée, mais il est parti d'un niveau d'anticipations d'inflation plus élevé et a *in fine* persisté plus longtemps que prévu initialement (les prix du gaz naturel n'ayant atteint leur pic qu'entre août et octobre 2022 environ). En revanche, l'épisode actuel n'a jusqu'à présent entraîné que des révisions moins prononcées des anticipations d'inflation à plus long terme, avec une stabilisation ou une modération de ces anticipations pour l'ensemble des agents dans les dernières campagnes d'enquêtes.

Graphique A
Structure par terme des anticipations

(variations annuelles en pourcentages)



Sources : Enquête CES, enquête SAFE, enquête EPP et calculs des services de la BCE.

Notes : Pour l'enquête CES et l'enquête SAFE, la structure par terme se rapporte à l'anticipation médiane d'inflation ; pour l'enquête EPP, elle se rapporte à l'anticipation moyenne d'inflation. Les données relatives aux anticipations d'inflation tirées de l'enquête SAFE n'étaient pas disponibles en 2022. Les dernières données disponibles capturent les anticipations tirées de la campagne de juin 2026 pour l'enquête SAFE et l'enquête CES, et de la campagne du troisième trimestre 2026 pour l'enquête EPP.

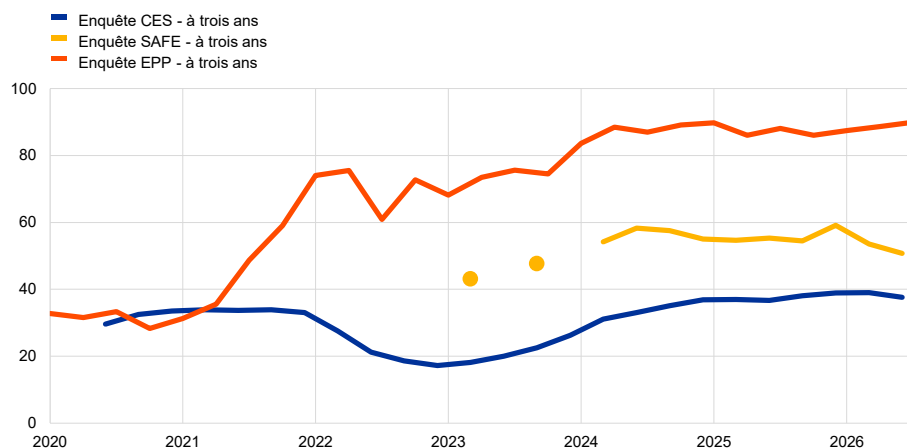
Jusqu'à présent, les parts des anticipations d'inflation cohérentes avec la cible restent supérieures aux niveaux observés en 2022-2023. Compte tenu des différences entre les agents économiques, il est utile de suivre dans le temps la part des participants dont les anticipations d'inflation sont cohérentes avec la cible (graphique B). Dans l'épisode actuel, ces parts, dont les niveaux diffèrent selon les types d'agents, n'ont jusqu'à présent pas beaucoup varié. Elles sont restées relativement élevées pour les professionnels et n'ont que légèrement baissé pour les consommateurs, tandis que la part pour les entreprises a reculé de manière plus marquée. Néanmoins, pour ces trois groupes, ces parts sont supérieures à leurs niveaux de 2022-2023.

⁴ Cf. graphique 22 et Workstream 1: Changing economic and inflation environment (2025).

Graphique B

Part des anticipations d'inflation cohérentes avec la cible

(en pourcentages de participants)



Sources : Enquête CES, enquête SAFE, enquête EPP et calculs des services de la BCE.

Notes : Pour l'enquête CES et l'enquête SAFE, la fourchette cohérente avec la cible pour les anticipations d'inflation à trois ans est définie entre 1 % et 3 %. Pour l'enquête EPP, la fourchette cohérente avec la cible pour les anticipations d'inflation à cinq ans est définie entre 1,8 % et 2,2 %. La fourchette plus large pour les consommateurs et les entreprises reflète la plus grande dispersion et le bruit de mesure généralement observés dans les anticipations des non-professionnels.

À la suite du choc le plus récent sur les prix de l'énergie, la dynamique conjointe des anticipations à court et à long terme n'indique pas un désancrage accru face au choc parmi les différents agents.

Si un choc est perçu comme temporaire, les variations des anticipations à plus long terme ne devraient pas être excessivement sensibles aux variations des anticipations à court terme ⁵. Pour les consommateurs, une analyse de régression suggère que les variations des anticipations à plus long terme sont généralement sensibles, de façon positive et significative, aux variations des anticipations à court terme (graphique C) ⁶. Récemment, cette sensibilité s'est légèrement affaiblie (les anticipations à plus long terme n'ont pas été révisées aussi fortement que celles à court terme). S'agissant des prévisionnistes professionnels, les variations des anticipations à plus long terme ne sont généralement pas sensibles aux variations de celles à court terme. Bien qu'il y ait eu des exceptions au cours des deux derniers trimestres de 2021 (au moment de l'évaluation de la stratégie), ces variations convergeaient vers l'objectif de stabilité des prix de la BCE.

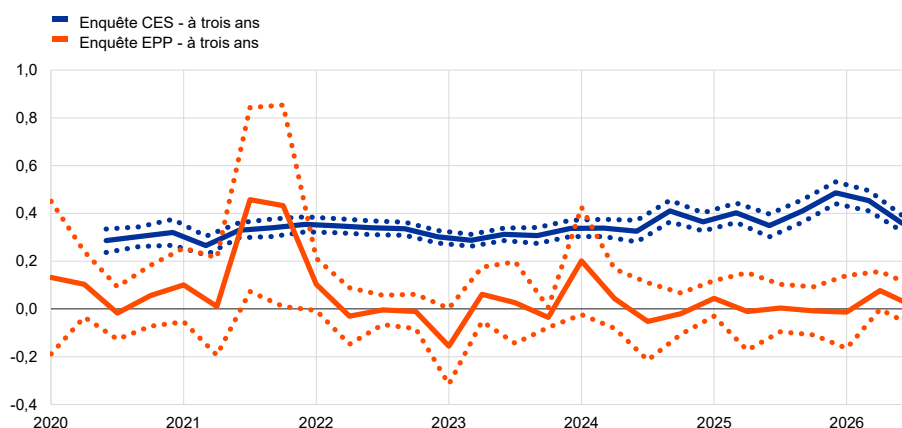
⁵ Des différences de niveau dans les sensibilités estimées peuvent être observées entre les agents, reflétant des disparités entre les groupes (Weber *et al.*, 2022).

⁶ Les sensibilités estimées ne sont pas disponibles pour les entreprises en raison de la part relativement faible et du nombre absolu limité d'entreprises ayant répondu à des enquêtes consécutives. Néanmoins, au premier trimestre 2026, si les anticipations d'inflation agrégées à un an ont été révisées à la hausse dans l'enquête SAFE (de 2,6 % à 3,0 %), celles à trois ans sont restées inchangées à 3,0 %. Cf. Fantino *et al.* (2026) pour une analyse plus détaillée.

Graphique C

Relation entre les variations des anticipations d'inflation à court terme et à plus long terme

(coefficients de régression estimés)



Sources : CES, SPF et calculs des services de la BCE.

Notes : Estimations par les moindres carrés ordinaires avec des intervalles de confiance à 95 % (lignes en pointillés), obtenues en effectuant une régression trimestre par trimestre (sur la base des vagues groupées sur trois mois avec des effets fixes individuels et de temps pour l'enquête CES) des révisions au niveau individuel des anticipations à trois ans (à cinq ans pour l'enquête EPP) entre deux enquêtes consécutives, sur les révisions des anticipations à un an.

Des niveaux stables de désaccord et une part contenue d'agents anticipant une inflation élevée suggèrent un ancrage des moments supérieurs (*higher-moment anchoring*), même si le signal est plus faible parmi les non-professionnels.

L'ancrage des moments supérieurs est lié à la dispersion, à l'asymétrie et aux valeurs aberrantes. S'agissant de la dispersion, le désaccord entre les agents, mesuré par l'intervalle interquartile de la distribution transversale des anticipations à plus long terme, n'a pas significativement évolué. Il est resté inférieur à sa moyenne de long terme chez les prévisionnistes professionnels et est également resté globalement stable chez les consommateurs et les entreprises⁷. Dans l'ensemble, le désaccord a reculé par rapport aux points hauts de 2022-2023 (graphique D, partie a). Le désaccord est également nettement plus élevé chez les consommateurs et les entreprises que chez les prévisionnistes professionnels. Au-delà du désaccord, l'incertitude entourant les anticipations déclarées (obtenue à l'aide de différentes mesures) semble s'être dans un premier temps accentuée au début de la guerre, mais elle a commencé à s'atténuer selon les dernières données pour les consommateurs et les entreprises. S'agissant des asymétries et des valeurs aberrantes, la part des participants ayant des anticipations élevées (inflation attendue supérieure à 5 % pour les entreprises et les consommateurs et supérieure à 2,5 % pour les prévisionnistes professionnels) a très légèrement augmenté chez les prévisionnistes professionnels, mais encore davantage chez les consommateurs et les entreprises, même si elle a diminué pour les entreprises au cours de la dernière vague (graphique D, partie b). Ces parts restent toutefois inférieures aux niveaux élevés de 2022-2023.

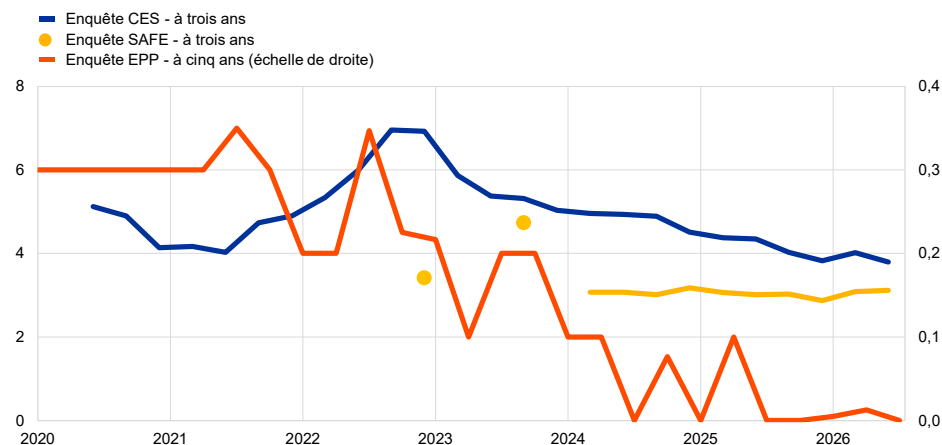
⁷ Les écarts types des anticipations ponctuelles dans la coupe transversale dressent un tableau globalement comparable.

Graphique D

Désaccord entre les agents et part de ceux anticipant une inflation élevée

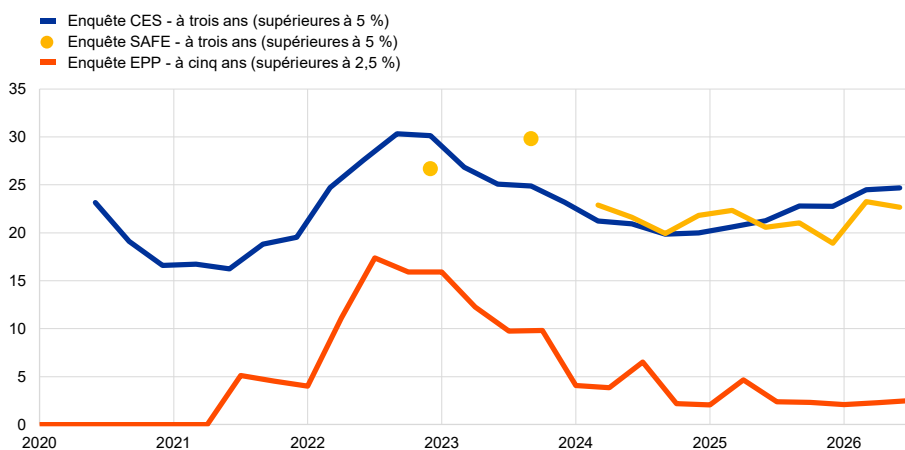
a) Intervalle interquartile des anticipations d'inflation des agents

(en points de pourcentage)



b) Part des agents anticipant une inflation élevée

(en pourcentages de participants)



Sources : Enquête CES, enquête SAFE, enquête EPP et calculs des services de la BCE.

Notes : Partie a) : Les intervalles interquartiles sont construits à partir de la différence entre le troisième et le premier quartiles des prévisions ponctuelles. Partie b) : Les parts d'inflation élevée sont calculées comme les pourcentages de participants dont les anticipations à trois ans sont supérieures à 5 % pour l'enquête CES et l'enquête SAFE, et comme le pourcentage de participants dont les anticipations à cinq ans sont supérieures à 2,5 % pour l'enquête EPP. Au troisième trimestre 2026, un seul participant à l'enquête EPP a fait état d'anticipations supérieures à 2,5 % (3,5 %). Les dernières observations se rapportent à juin 2026 pour l'enquête CES, au deuxième trimestre 2026 pour l'enquête SAFE et au troisième trimestre 2026 pour l'enquête EPP.

Même si le degré d'ancrage des anticipations à plus long terme reste proche des niveaux observés avant le choc énergétique au Moyen-Orient, un suivi attentif des anticipations d'inflation est justifié. Les anticipations d'inflation à court terme ont dans un premier temps augmenté après le déclenchement de la guerre au Moyen-Orient, tout comme certaines mesures à plus long terme, bien que de façon plus limitée. Depuis le choc initial, les données disponibles indiquent que les anticipations d'inflation issues des enquêtes se sont stabilisées ou ont été révisées à la baisse dans une certaine mesure. Il convient de suivre un large éventail d'indicateurs, car certains agents économiques pourraient montrer une sensibilité accrue aux évolutions récentes de l'inflation en raison du souvenir qu'ils gardent de la poussée inflationniste de 2022-2023.

Bibliographie

Fantino (D.), Ferrando (A.), Groß (J.), Lamboglia (S.), Lebastard (L.), Rariga (J.) et Schmidt (M.) (2026), « [How the war in the Middle East is reshaping euro area firms' expectations](#) », *Le blog de la BCE*, BCE, 26 mai.

Neri (S.), Bulligan (G.), Cecchetti (S.), Corsello (F.), Papetti (A.), Riggi (M.), Rondinelli (C.) et Tagliabracci (A.) (2022), « [On the anchoring of inflation expectations in the euro area](#) », *Questioni di Economia e Finanza (Occasional Papers)*, n° 712, Banca d'Italia, septembre.

Reis (R.) (2021), « [Losing the Inflation Anchor](#) », *Brookings Papers on Economic Activity*, septembre.

Reis (R.) (2026), « *Why did inflation rise and fall in 2021-2024? Channels and evidence from expectations* », *CEPR Discussion Paper*, n° 21277, mars.

Weber (M.), D'Acunto (F.), Gorodnichenko (Y.) et Coibion (O.) (2022), « *The subjective inflation expectations of households and firms: Measures, determinants, and policy solutions* », *Journal of Financial Stability*, vol. 36, n° 3, p. 157-184.

Workstream on inflation expectations (2021), « [Inflation expectations and their role in Eurosystem forecasting](#) », *Occasional Paper Series*, n° 264, BCE, septembre.

Workstream 1: Changing economic and inflation environment (2025), « [A strategic view on the economic and inflation environment in the euro area](#) », *Occasional Paper Series*, n° 371, BCE, juin.

L'indice ECB-BIG : suivre les conditions du crédit dans la zone euro

Anastasia Allayioti, Paola Di Casola et Giacomo Magistretti

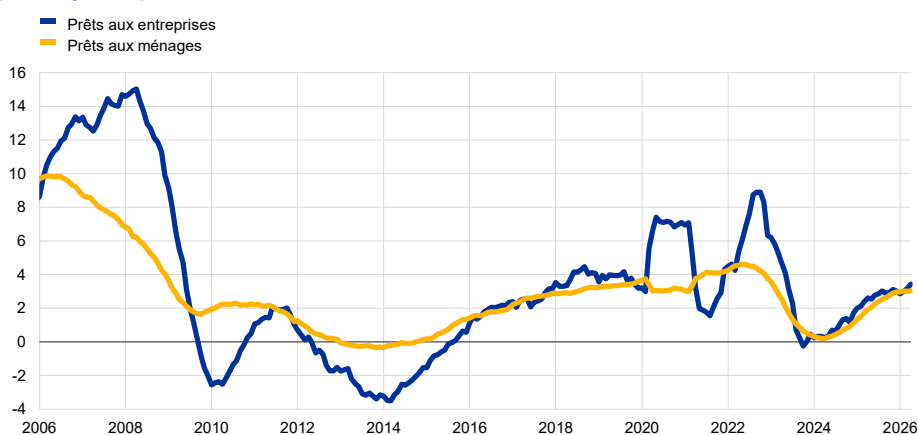
L'indice large d'évaluation de l'intermédiation élaboré par la Banque centrale européenne (*European Central Bank Broad Intermediation Gauge, ECB-BIG*) est un nouvel indicateur qui fournit une évaluation rapide des évolutions des conditions de l'intermédiation pour les banques et les non-banques. L'indice ECB-BIG suit les conditions de crédit dans la zone euro à l'aide d'un large ensemble d'indicateurs qui apportent un éclairage sur la disponibilité, les besoins et les coûts du crédit dans l'économie. Il fournit un résumé utile des conditions de crédit, en particulier lorsque les indicateurs individuels semblent envoyer des signaux contrastés. Par exemple, au début de la crise financière mondiale, la croissance des prêts bancaires accordés aux ménages avait déjà commencé à se ralentir, alors que celle des prêts bancaires consentis aux entreprises a continué de croître à un rythme régulier au cours des quelques premiers mois de 2008 avant de s'inscrire en forte baisse (graphique A, partie a). Ces derniers mois, les prêts bancaires ont continué de croître à un rythme stable, alors que les taux débiteurs ont commencé à augmenter, ce qui suggère que les conditions de crédit sont peut-être en train de se resserrer (graphique A, partie b). L'indice ECB-BIG fournit le premier résumé exhaustif de ces indicateurs ainsi que d'autres indicateurs des conditions de crédit dans la zone euro.

Graphique A

Indicateurs des conditions de crédit dans la zone euro

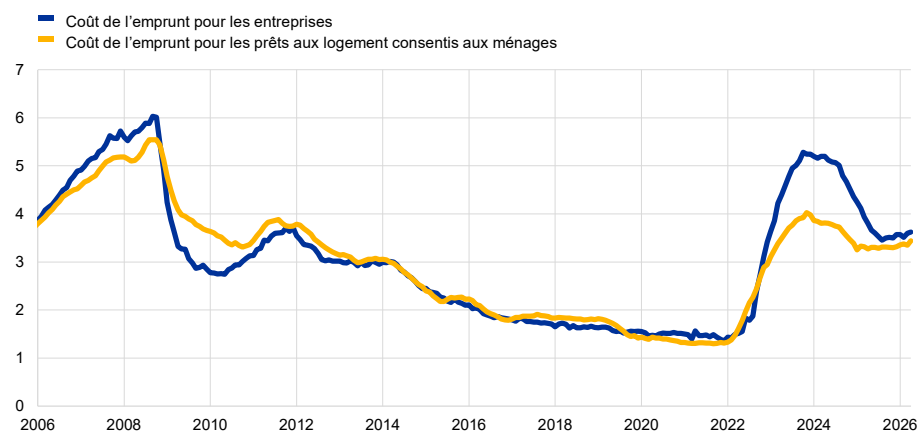
a) Croissance annuelle des prêts bancaires

(pourcentage annuel)



b) Coût de l'emprunt

(pourcentage annuel)



Sources : BCE et calculs des services de la BCE.

Notes : Dans la partie a), les prêts bancaires sont corrigés des activités de cession de prêts, de titrisation et de centralisation de trésorerie (*cash-pooling*). Les dernières observations se rapportent à avril 2026.

Le nouvel indicateur conjugue les avantages d'une approche de forme réduite et d'une méthodologie structurale.

Il est construit à l'aide de techniques de prévision conditionnelles appliquées au sein d'un modèle vectoriel autorégressif bayésien (BVAR) capable de traiter de larges ensembles de données à fréquences mixtes pour des variables financières, de crédit, et macroéconomiques. L'approche s'appuie sur Crump *et al.* (2025) qui ont développé un indice des conditions financières américaines sur la base d'un exercice de prévision conditionnel structurel au sein d'un modèle BVAR macrofinancier. Contrairement à des approches telles que les analyses en composantes principales ou les modèles à facteurs dynamiques, cette méthodologie autorise différents canaux de transmission au lieu d'imposer une relation avance/retard identique sur les variables. Nous avons étendu ce cadre pour tenir compte : a) des variables publiées à des fréquences différentes, d'après les avancées récentes de la littérature sur les modèles BVAR (Cimadomo *et al.*, 2022) ; et b) des conditions financières au sens large. L'indice ECB-BIG mesure l'impact des chocs financiers et de crédit sur l'investissement, un indicateur de l'activité économique étroitement lié aux conditions de crédit. Plus précisément, l'indice peut être défini comme la prévision intra-échantillon de l'investissement conditionnée par les chocs financier et de crédit. Il est normalisé, avec des valeurs positives (négatives) indiquant des conditions de crédit relativement restrictives (souples).

L'indice capture les interconnexions entre les variables financières et de crédit d'une part et les variables macroéconomiques d'autre part.

C'est particulièrement important parce que les variables macroéconomiques réagissent aux conditions de financement, habituellement avec un décalage, tandis que les variables financières et de crédit réagissent aux nouvelles macroéconomiques ¹. Les variables macroéconomiques incluses dans notre modèle BVAR macroéconomique-financier-de crédit sont le PIB, l'investissement, l'indice

¹ Altavilla *et al.* (2017) montrent que les surprises macroéconomiques expliquent une grande partie des fluctuations des prix des actifs.

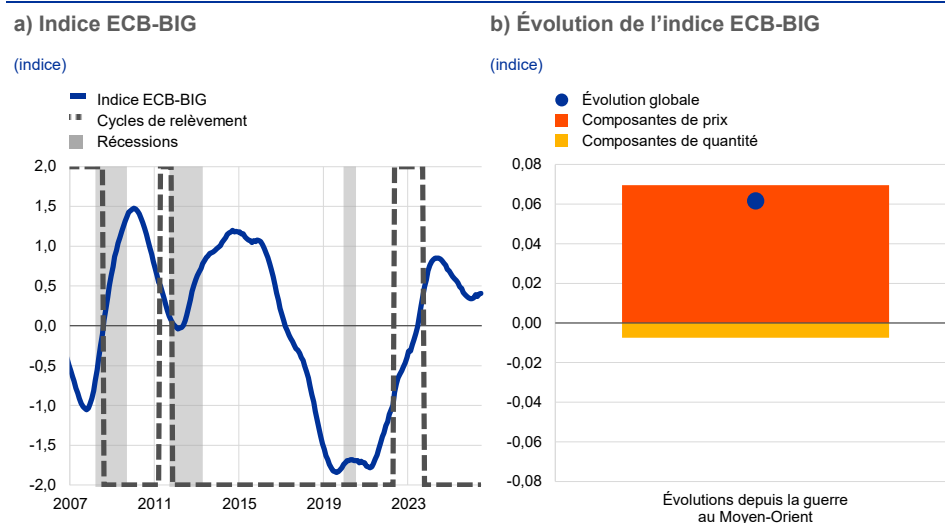
composite des directeurs d'achat, le niveau des prix, le chômage et un indice de l'incertitude en matière de politique économique ². Nous assemblons un ensemble diversifié de variables mensuelles et trimestrielles couvrant les aspects-clés des conditions de crédit dans la zone euro : a) les taux d'intérêt bancaires et les prêts bancaires consentis aux ménages et aux entreprises, b) les prêts aux entreprises accordés par les non-banques et le reste du monde, c) les titres de créance et actions émises par les entreprises, d) les critères d'octroi pour les ménages et les entreprises tirés de l'enquête sur la distribution du crédit bancaire dans la zone euro et e) les conditions des marchés financiers approximations par l'indice des conditions financières macro-financier (*Macro-Finance Financial Conditions Index*, MF-FCI) développé dans Bletzinger *et al.* (2026).

D'après l'indice ECB-BIG, les conditions d'intermédiation sont actuellement plus strictes qu'avant le début de la guerre au Moyen-Orient. L'indice a atteint un pic au cours de trois périodes principales (graphique B, partie a). Premièrement, la crise financière mondiale de 2007-2009, une période caractérisée par une forte contraction de l'offre de crédit, comme le montre l'enquête sur la distribution du crédit bancaire dans la zone euro. Pendant cette période, les établissements financiers ont été confrontés à des pénuries de liquidités, une aversion au risque accrue et un désendettement généralisé. Deuxièmement, à la suite de la crise de la dette souveraine en Europe, vers 2014, une période marquée par une fragmentation financière accrue entre les pays de la zone euro et l'émergence de risques déflationnistes. De nombreuses banques, en particulier celles situées dans les pays les plus endettés, ont réduit leur activité de prêt à cette époque, dans un contexte d'accès restreint au financement de marché et de niveaux élevés des ratios de prêts non performants. Troisièmement, le cycle de relèvement de 2022-2023, une période au cours de laquelle la BCE a rapidement augmenté les taux d'intérêt en réponse à la forte hausse de l'inflation à la suite du choc sur les prix de l'énergie résultant de l'invasion de l'Ukraine par la Russie. Plus récemment, l'indice a montré un resserrement des conditions de crédit renouvelé quoique plus limité, à la suite des chocs géopolitique et énergétique déclenchés par la guerre au Moyen-Orient. Le récent resserrement reflète les pressions résultant des composantes de prix, plus particulièrement les taux débiteurs (graphique B, partie b).

² Pour plus d'informations sur l'importance que revêt l'incertitude en matière de politique économique pour le crédit et l'investissement, cf. Allayioti *et al.* (2025).

Graphique B

Indice ECB-BIG, récessions économiques et cycles de relèvement des taux



Sources : BCE et calculs des services de la BCE.

Notes : Plus l'indice est positif (négatif), plus les conditions du crédit sont restrictives (souples). Dans la partie a), les valeurs les plus récentes sont également fondées sur les projections macroéconomiques de juin 2026 établies par les services de l'Eurosystème pour la zone euro, pour lesquelles les données réalisées manquent encore. Dans la partie b), les « Composantes de prix » incluent les taux débiteurs et le MF-FCI, les « Composantes quantité » incluent les volumes de crédit et les variations des critères d'octroi de crédit selon l'enquête sur la distribution du crédit bancaire dans la zone euro et les « Évolutions depuis la guerre au Moyen-Orient » se rapportent à l'évolution entre la prévision en temps réel pour juin et la prévision en temps réel pour février. Les dernières observations se rapportent à juin 2026.

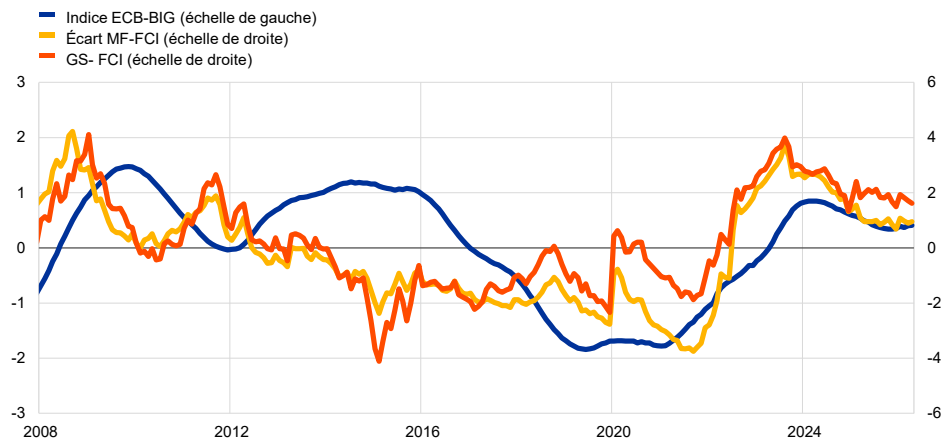
L'indice ECB-BIG complète les indicateurs de conditions financières définies de manière plus étroite, avec des résultats divergents sur certaines périodes (graphique C). Par exemple, le MF-FCI et l'indicateur des conditions financières de Goldman Sachs (GS-FCI) font état d'un assouplissement des conditions financières pour la période 2013-2014, tandis que l'indice ECB-BIG indique un durcissement des conditions d'intermédiation. Cela reflète principalement les évolutions des critères d'octroi de crédit et des volumes de crédit des banques à cette période. En outre, l'indice ECB-BIG n'a pas atteint de pic en 2020 malgré les perturbations majeures de l'activité économique provoquées par la pandémie de COVID-19, reflétant probablement les interventions sans précédent des autorités, lesquelles ont atténué la détérioration potentielle des conditions de crédit ³.

³ Pour plus de détails sur la manière dont les politiques monétaire et prudentielle ont soutenu les conditions d'octroi des prêts bancaires durant la pandémie de COVID-19, cf. Altavilla *et al.* (2023).

Graphique C

Indice ECB-BIG et indices des conditions financières

(indice)



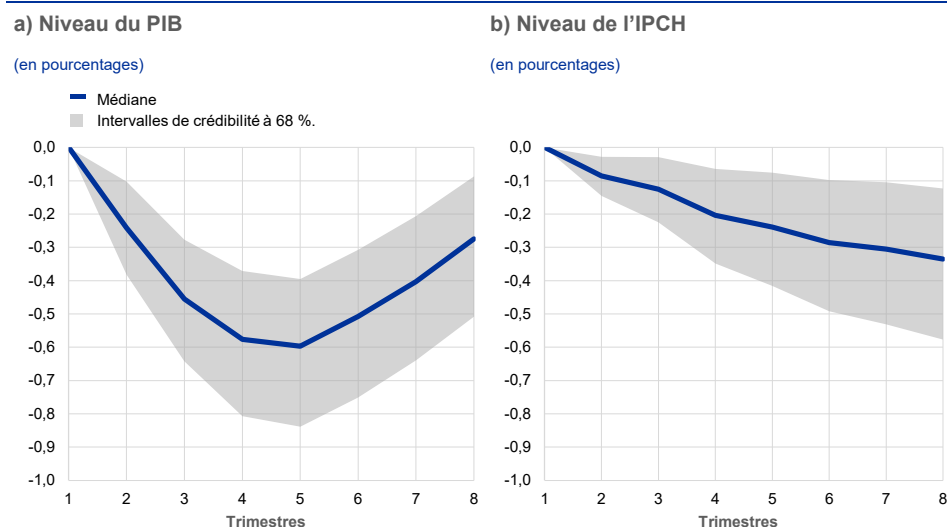
Sources : Calculs des services de la BCE et Caldara *et al.* (2020), (2026).

Notes : Plus l'indice est positif (négatif), plus les conditions de crédit sont restrictives (souples). L'indice MF-FCI est présenté comme l'écart par rapport à sa moyenne neutre de long terme, qui est la valeur vers laquelle converge l'indice une fois que l'inflation dans la zone euro est à sa cible à moyen terme et que l'écart de production est comblé. Le GS-FCI est recalculé pour obtenir la même moyenne et la même variance que l'écart MF-FCI depuis 2005. Les indices MF-FCI et GS-FCI se rapportent à la moyenne mensuelle des valeurs quotidiennes. Les dernières observations se rapportent à juin 2026.

Dans l'ensemble, un choc de resserrement de l'indice ECB-BIG a un effet de contraction sur l'économie de la zone euro. Un indicateur qui synthétise les conditions d'intermédiation a l'avantage de permettre d'évaluer les effets d'un choc sans avoir à s'occuper de multiples variables souvent fortement corrélées qui fournissent des signaux difficiles à distinguer. À l'aide d'un modèle BVAR trimestriel, nous pouvons montrer les effets macroéconomiques d'un choc de resserrement de l'indice ECB-BIG : une hausse d'un écart type de l'indice entraîne une baisse de 0,6 % du PIB en volume environ quatre trimestres après le choc, qui s'inverse progressivement par la suite, et réduit le niveau des prix (mesuré par l'indice des prix à la consommation harmonisé – IPCH) d'environ 0,3 % après huit trimestres (graphique D).

Graphique D

Impact d'un choc de resserrement sur l'indice ECB-BIG



Source : Calculs des services de la BCE.

Notes : Les parties présentent les réponses impulsionnelles à un choc d'un écart type (une unité) sur l'indice ECB-BIG. Le modèle BVAR inclut le PIB, l'investissement, l'IPCH, le taux des *swaps* au jour le jour à un an et l'indice ECB-BIG, et identifie le choc via un classement de Cholesky.

L'indice ECB-BIG introduit dans cet encadré peut constituer un instrument précieux pour éclairer les décisions de politique monétaire.

L'évaluation de la force de la transmission de la politique monétaire est l'un des éléments centraux de la stratégie de politique monétaire de la BCE (BCE, 2025). En fournissant des évaluations rapides des conditions du crédit dans la zone euro, qui sont essentielles pour comprendre la transmission de la politique monétaire, l'indice ECB-BIG peut constituer un outil utile pour déterminer le calibrage approprié de la politique monétaire.

Bibliographie

Allayioti (A.), Bozzelli (G.), Di Casola (P.), Mendicino (C.), Skoblar (A.) et Velasco (S.) (2025) « [More uncertainty, less lending: how US policy affects firm financing in Europe](#) », *Le blog de la BCE*, BCE, 2 octobre 2025.

Altavilla (C.), Barbiero (F.), Boucinha (M.) et Burlon (L.) (2023), « [The Great Lockdown: Pandemic response policies and bank lending conditions](#) », *European Economic Review*, vol. 156, juillet.

Altavilla (C.), Giannone (D.) et Modugno (M.) (2017), « [Low frequency effects of macroeconomic news on government bonds yields](#) », *Journal of Monetary Economics*, vol. 92, décembre, p. 31-46.

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

Cimadomo (J.), Giannone (D.), Lenza (M.), Monti (F.) et Sokol (A.) (2022), « [Nowcasting with large Bayesian vector autoregressions](#) », *Journal of Econometrics*, vol. 231, n° 2, décembre, p. 500-519.

Crump (R.K.), Eusepi (S.), Giannone (D.), Qian (E.) et Sbordone (A.) (2025), « [A Large Bayesian VAR of the U.S. Economy](#) », *International Journal of Central Banking*, vol. 21, n° 2, avril, p. 351-409.

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

Évaluer les possibilités de mesures budgétaires compensatoires en réponse au récent choc énergétique

Othman Bouabdallah, Cristina Checherita-Westphal et Philip Muggenthaler-Gerathewohl

Le récent choc énergétique mondial a affecté l'économie et les finances publiques des pays de la zone euro, mais avec des différences significatives par rapport à la crise énergétique de 2022¹. Cet encadré examine dans un premier temps les différences entre les conditions de la politique budgétaire qui prévalaient au début de la récente crise énergétique et celles observées après l'invasion de l'Ukraine par la Russie en février 2022. Il présente ensuite une vue d'ensemble du soutien budgétaire discrétionnaire que les gouvernements de la zone euro ont apporté depuis le choc de 2022 et évalue la marge de manœuvre pour des mesures autofinancées.

Alors que la situation budgétaire des différents pays de la zone euro semblait globalement comparable au début des chocs énergétiques de 2022 et de 2026, un examen plus approfondi révèle que la marge de manœuvre budgétaire est plus limitée aujourd'hui (graphique A, partie a). Avant l'émergence des crises, des déficits agrégés globalement similaires étaient attendus pour les gouvernements de la zone euro en 2022 et 2026, soit respectivement 3,2 % et 3,3 %. Toutefois, en 2022, la demande latente alimentée par l'épargne de précaution élevée et les mesures de soutien des revenus résultant de la pandémie de Covid-19 ont contribué à un fort redressement de la croissance, des bases d'imposition et des recettes publiques, tandis que ces conditions ne sont pas présentes en 2026. Si l'on supprime les facteurs conjoncturels et autres facteurs temporaires, le déficit budgétaire structurel de la zone euro devrait s'établir à 3,3 % pour 2026, par rapport à une projection de 2,6 % avant le choc énergétique pour 2022. En 2022, les plans des gouvernements au cours de la période d'avant la crise comportaient un resserrement de l'orientation budgétaire avec le retrait de certaines mesures de soutien liées à la pandémie, ce qui a créé une marge de manœuvre pour répondre à un choc énergétique plus important et plus généralisé que le choc actuel². En revanche, on s'attendait à ce que l'orientation budgétaire de la zone euro s'assouplisse en 2026, avant même le déclenchement de la guerre au Moyen-Orient, en grande partie en raison d'importants plans de dépenses consacrés à la défense et aux infrastructures adoptés par l'Allemagne et d'autres plus petits pays de la zone euro membres de l'Organisation du traité de l'Atlantique Nord.

¹ Pour une vue d'ensemble de ces différences, cf. Arce *et al.* (2026).

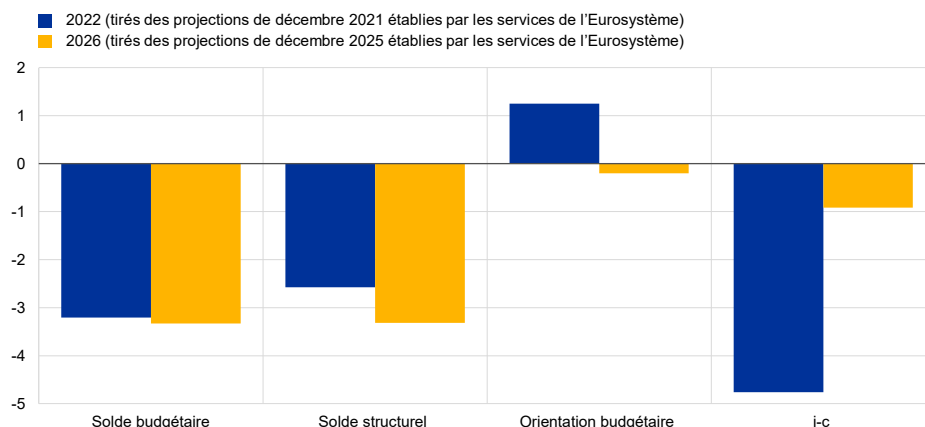
² Cf. Checherita-Westphal (2023) pour plus de détails.

Graphique A

Situation budgétaire avant les chocs énergétiques de 2022 et de 2026

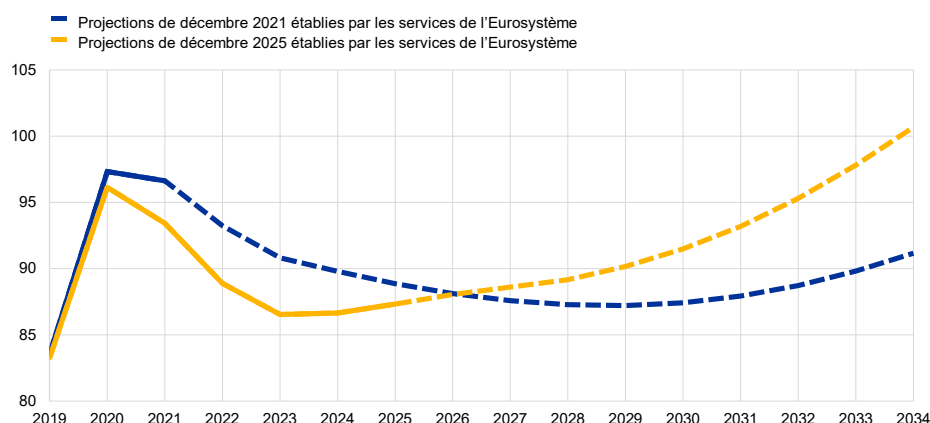
a) Indicateurs budgétaires de la zone euro

(solde budgétaire : pourcentage du PIB ; solde structurel et orientation budgétaire : pourcentage du PIB potentiel ; différentiel taux d'intérêt-croissance (i-c) : points de pourcentage)



b) Perspectives de la dette de la zone euro

(en pourcentages du PIB)



Sources : Projections macroéconomiques établies par les services de l'Eurosystème pour la zone euro, décembre 2021 et décembre 2025, et analyses de la soutenabilité de la dette qui y sont liées.

Notes : Partie a) : i-c correspond aux différentiels taux d'intérêt-croissance sur la dette publique. L'orientation budgétaire de la zone euro est mesurée comme la variation du solde primaire corrigé du cycle (également corrigé des subventions au titre du programme Next Generation EU du côté des recettes). Un chiffre négatif (positif) indique un assouplissement (resserrement) budgétaire. Partie b) : les segments en pointillés représentent les projections de ratios de dette, qui reproduisent les projections de base jusqu'à la fin des horizons respectifs (t+3) et sont prolongés en faisant l'hypothèse d'une constance des soldes structurels nets des coûts liés au vieillissement.

Les perspectives de la dette sont également moins favorables aujourd'hui, les coûts de financement plus élevés laissant moins de marge de manœuvre aux gouvernements que l'encours de dette seul ne le suggérerait (graphique A, partie b). Bien que le ratio agrégé de dette publique de la zone euro ait été globalement comparable au début des deux épisodes en 2022 et en 2026 (près de 89 % du PIB), le coût du refinancement de la dette a fortement augmenté. En 2022, les coûts de l'emprunt souverain sont ressortis à des niveaux proches de leurs points bas historiques et le net rebond de la croissance post-pandémie a contribué à des différentiels taux d'intérêt-croissance fortement négatifs (graphique A, partie a). En revanche, avec la hausse des taux directeurs et des primes de risques observée en 2026, ce coussin budgétaire a largement diminué et

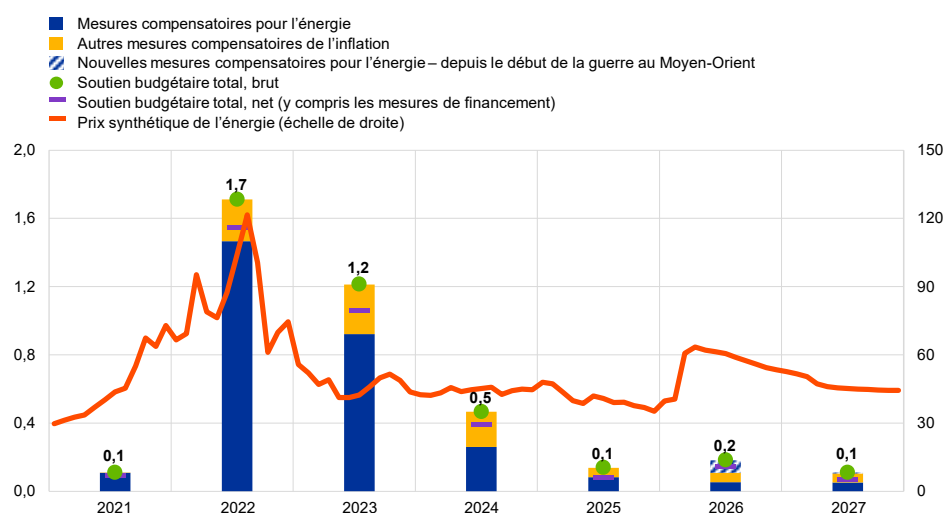
les projections à long terme relatives à la dette de la zone euro dans le cadre d'un scénario de « politique budgétaire inchangée » après 2028 vont désormais dans le sens d'une dynamique nettement plus défavorable.

Reflétant en partie les considérations énoncées précédemment, les gouvernements de la zone euro ont adopté en réponse à la guerre au Moyen-Orient un soutien budgétaire discrétionnaire d'ampleur nettement plus limitée que par le passé (graphique B). Le soutien discrétionnaire depuis le déclenchement de la guerre s'élève à environ 0,1 % du PIB au niveau agrégé pour la zone euro et a essentiellement pris la forme de mesures temporaires pour 2026 (barres rayées bleu et blanc dans le graphique B ; cf. également graphique C). Les mesures qui restent pour 2026 et 2027 sont encore en place depuis l'épisode de 2022. La nature limitée du soutien budgétaire récent reflète peut-être en partie les enseignements tirés du passé, notamment le coût élevé des mesures compensatoires prises en 2022 et en 2023. Si ces mesures ont contribué à lisser l'inflation, elles ont aussi accru sa persistance, renforçant les arguments en faveur de la préservation du signal intégré dans les prix de l'énergie, pour soutenir ainsi la transition verte européenne ³.

Graphique B

Mesures compensatoires liées à l'énergie et à l'inflation dans la zone euro depuis 2021

(échelle de gauche : en pourcentage du PIB ; échelle de droite : dollars par MWh)



Sources : Projections macroéconomiques de juin 2026 établies par les services de l'Eurosystème pour la zone euro (date d'arrêt : 27 mai 2026) et LSEG.

Notes : Les prix de l'énergie sont présentés à la date d'arrêt pour les hypothèses techniques (21 mai 2026) sous-jacentes aux projections de juin 2026. Pour 2026 et 2027, le soutien en matière d'énergie depuis le début de la guerre au Moyen-Orient (barres rayées bleu et blanc) inclut les nouvelles mesures et un impact limité du renchérissement de l'énergie sur les dispositifs de soutien dans quelques pays. Le soutien restant en 2026 et en 2027 se rapporte aux autres effets durables des mesures compensatoires pour l'énergie et l'inflation approuvées dans le contexte de la crise énergétique de 2022. Le prix synthétique de l'énergie est calculé comme une moyenne pondérée du prix du pétrole (converti en dollars par MWh) et du prix du gaz (en dollars par MWh), les pondérations étant fondées sur la part du pétrole et du gaz dans les importations d'énergie de la zone euro.

Les nouvelles mesures budgétaires comprennent principalement des réductions temporaires des taxes sur l'énergie et une hausse des subventions aux combustibles, aux transports et à l'électricité (graphique C, partie a). Ces

³ Cf., par exemple, Bańkowski *et al.* (2023a) et Banque centrale européenne (BCE, 2025).

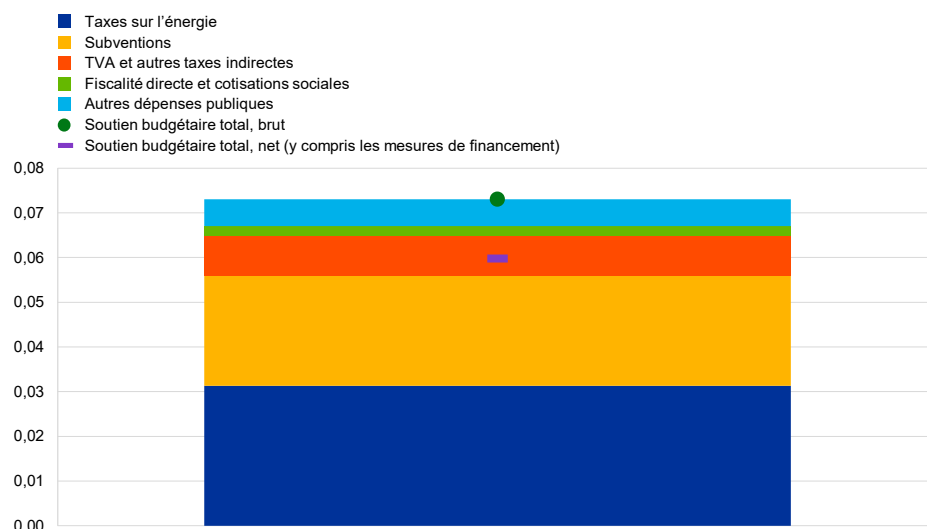
mesures ont été complétées par des réductions des taux de la taxe sur la valeur ajoutée (TVA) appliquée aux produits énergétiques dans certains pays et par d'autres mesures relatives aux dépenses et à la fiscalité. Jusqu'à présent, environ 60 % du coût budgétaire brut comprennent des mesures directes sur les prix (principalement non ciblées), tandis que le reste opère via un soutien au revenu (partiellement ciblé) ou d'autres canaux de rémunération. Environ deux tiers du soutien sont dirigés vers les ménages et un tiers vers les entreprises. Seuls quelques pays ont adopté des mesures de financement discrétionnaires, telles que des réductions des transferts budgétaires ou des hausses des autres impôts indirects, afin de couvrir une partie du coût budgétaire brut.

Graphique C

Mesures compensatoires pour l'énergie dans la zone euro en réponse à la guerre au Moyen-Orient en 2026

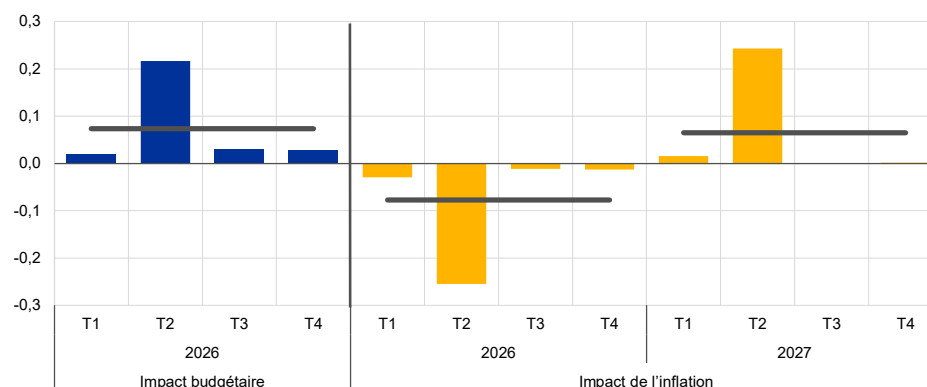
a) Taille et composition

(en pourcentage du PIB)



b) Impact budgétaire et sur l'inflation

(impact budgétaire : pourcentage du PIB ; impact de l'inflation : points de pourcentage)



Source : Projections macroéconomiques de juin 2026 établies par les services de l'Eurosystème pour la zone euro.
Notes : Partie a) : les mesures compensatoires pour l'énergie se rapportent aux mesures prises depuis le début de la guerre au Moyen-Orient jusqu'à la date d'arrêt pour les projections macroéconomiques de juin 2026 (27 mai 2026). Partie b) : soutien budgétaire total brut et son impact sur l'inflation. L'inflation est mesurée par l'indice des prix à la consommation harmonisé (IPCH). Les barres représentent l'impact en glissement annuel pour chaque trimestre et les lignes indiquent l'impact annuel moyen.

Jusqu'ici, les nouvelles mesures budgétaires sont concentrées sur le deuxième trimestre 2026, avec un impact baissier temporaire sur l'inflation (graphique C, partie b).

Dans de nombreux pays, les nouvelles mesures budgétaires discrétionnaires ont initialement été approuvées pour quelques mois seulement, même si des prolongations ont été annoncées. À la date d'arrêté pour les projections de juin 2026, les services de l'Eurosystème ont estimé une réduction de l'inflation mesurée par l'IPCH en glissement annuel de 0,2 point de pourcentage au deuxième trimestre 2026, et une hausse de même ampleur au deuxième trimestre 2027 en raison de la nature temporaire des mesures budgétaires.

La possibilité d'un autofinancement des mesures discrétionnaires actuelles ou à venir en matière d'énergie par le biais de recettes alimentées par l'inflation devrait rester limitée.

Une analyse antérieure de l'Eurosystème constate qu'il est peu probable que les chocs sur l'offre d'énergie dopent à court terme les ratios recettes/PIB et que les pressions sur les dépenses publiques devraient augmenter à moyen terme ⁴. Après un choc défavorable sur l'offre de pétrole (et en l'absence de mesures compensatoires pour l'énergie), les recettes fiscales sont susceptibles, dans un premier temps, de bénéficier de la hausse des prix de l'énergie et des bases fiscales nominales. Toutefois, il est probable que ces gains seront progressivement effacés dans la mesure où l'inflation érode le revenu disponible, entraînant ainsi une baisse de la consommation privée. Après les importants chocs défavorables sur l'offre de pétrole observés dans le passé, les ratios fiscalité indirecte/PIB ont évolué de manière très hétérogène d'un pays de la zone euro à l'autre, mais sans que se dessine de tendance générale à la hausse au niveau agrégé de la zone euro au cours des trimestres suivants (graphique D, partie a) ⁵.

⁴ Cf. BCE (2025), Burriel Llobart *et al.* (2024) et Bańkowski *et al.* (2023b).

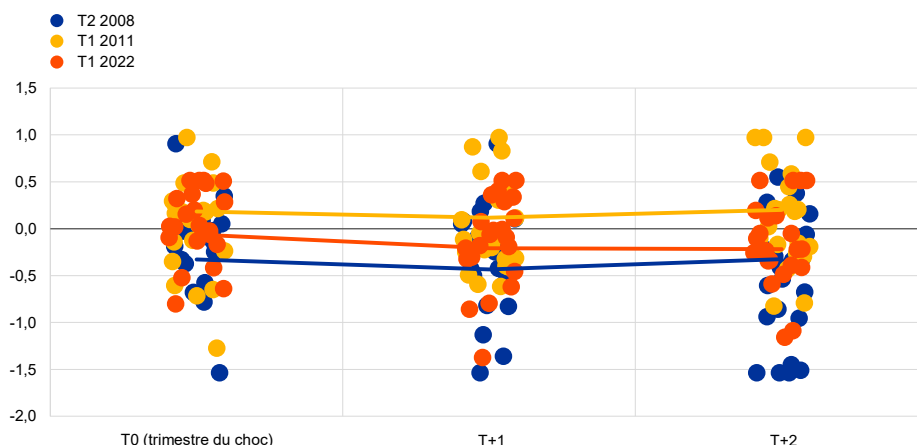
⁵ Les chocs sont tirés de Gazzani *et al.* (2024) mais limités aux chocs d'offre de pétrole mensuels les plus importants, pour lesquels les prix mensuels moyens ont dépassé 100 dollars le baril, afin de garantir la comparabilité avec la hausse des prix observée en mars 2026.

Graphique D

Évolution de la fiscalité dans la zone euro après d'importants chocs défavorables sur l'offre de pétrole

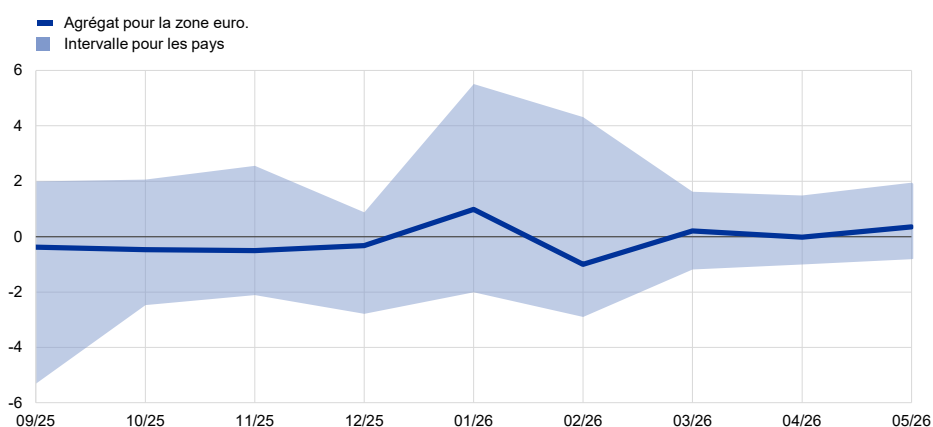
a) Variations du ratio fiscalité indirecte/PIB après les importants chocs sur l'offre de pétrole observés dans le passé dans les différents pays de la zone euro et au niveau agrégé de la zone euro

(points de pourcentage du PIB)



b) Collecte récente de la TVA

(écarts en points de pourcentage par rapport à la moyenne des dix mois précédents)



Sources : Eurostat, Projections macroéconomiques de juin 2026 établies par les services de l'Eurosystème pour la zone euro et calculs des services de la BCE.

Notes : Partie a) : variations des ratios de fiscalité indirecte après les importants chocs sur l'offre observés dans le passé, par rapport aux ratios moyens au cours des quatre trimestres avant le choc. Les points représentent les pays de la zone euro et les lignes correspondent à l'agrégat pour la zone euro. Les données sont winsorisées au 1^{er} et au 99^e percentiles. Partie b) : écart de la croissance mensuelle de la TVA en glissement annuel par rapport aux normes historiques en utilisant des distributions glissantes sur dix ans ajustées en fonction de l'écart type. La période allant de mars 2020 à juin 2021 a été exclue de la moyenne sur dix ans en raison de la volatilité élevée de la collecte de la TVA pendant cette période. Dans les deux parties, l'agrégat pour la zone euro correspond à la moyenne pondérée du PIB des différents pays de la zone euro.

Jusqu'ici en 2026, les données relatives à la TVA au niveau de la zone euro ne montrent pas de hausse des revenus à la suite du renchérissement du pétrole (graphique D, partie b). De mars à mai 2026, les recettes de la TVA dans les différents pays sont restées dans leur fourchette historique. Il est probable que les recettes tirées d'autres taxes indirectes, comme les droits d'accise sur les combustibles, soient affectées négativement à la suite de la réduction des taux d'imposition dans de nombreux pays et du fait qu'elles sont levées sur la quantité et non sur la valeur affectée par la hausse des prix.

Pour l'avenir, le récent choc sur les prix de l'énergie représente un défi pour les politiques budgétaires. La marge de manœuvre budgétaire est actuellement plus limitée que dans le passé et les possibilités d'autofinancement du soutien discrétionnaire relatif à l'énergie sont réduites. Il convient de garder à l'esprit que la soutenabilité budgétaire constitue un ancrage essentiel pour la stabilité économique plus large, le soutien budgétaire devrait par conséquent être temporaire, ciblé et adapté. Cela peut se révéler encore plus important aujourd'hui compte tenu de la nécessité de préserver la marge de manœuvre budgétaire et le signal intégré dans les prix de l'énergie, tout en protégeant les ménages et les entreprises les plus vulnérables.

Bibliographie

Arce (Ó.), Battistini (N.), Bouabdallah (O.), Lis (E.) et Mohr (M.) (2026), « [A tale of two energy crises – initial conditions matter](#) », *Le blog de la BCE*, BCE, 3 juin.

Bankowski (K.), Bouabdallah (O.), Checherita-Westphal (C.), Freier (M.), Jacquinot (P.) et Muggenthaler (P.) (2023a), « [Politique budgétaire et forte inflation](#) », *Bulletin économique*, n° 2, BCE.

Bańkowski (K.), Checherita-Westphal (C.), Jesionek (J.) et Muggenthaler (P.) (2023b), « [The effects of high inflation on public finances in the euro area](#) », *Occasional Paper Series*, n° 332, BCE, décembre.

Burriel Llombart (P.), Odendahl (F.) et Párraga Rodríguez (S.) (2024), « [Asymmetries in the transmission of energy price increases and decreases to underlying inflation in the euro area and Spain](#) », *Economic Bulletin*, n° 2024/T1, Banco de España.

Checherita-Westphal (C.) (2023), « [Impact des mesures budgétaires discrétionnaires sur la croissance du PIB en volume de 2020 à 2022](#) », in De Santis (R.A.) et Stoevsky (G.), « Le rôle de l'offre et de la demande dans la reprise post-pandémie en zone euro », *Bulletin économique*, n° 4, BCE.

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

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

Article

1 Ne pas savoir a un coût : comment l'incertitude pèse sur l'économie de la zone euro

Malin Andersson, Alina Bobasu, Lorena Saiz et Stefania Scrofani

1 Introduction

L'incertitude économique apparaît de plus en plus comme une caractéristique déterminante de l'environnement macroéconomique. Ces dernières années, l'économie de la zone euro a été exposée de façon répétée à des chocs importants et multidimensionnels, qui se sont accompagnés d'une hausse marquée de l'incertitude ainsi que d'un ralentissement perceptible, voire d'une contraction, de l'activité économique. Comprendre le rôle et l'impact économique de l'incertitude est particulièrement important dans l'environnement géopolitique actuel.

La relation entre l'incertitude et l'activité économique a été clairement établie tant dans la théorie que dans les travaux empiriques. Lorsque l'avenir devient plus difficile à prévoir, les ménages ont tendance à réduire leurs dépenses et à constituer des coussins d'épargne de précaution, tandis que les entreprises reportent ou renvoient à la baisse leurs décisions d'investissement et d'embauche. Souvent, les conditions financières se resserrent, les investisseurs exigeant une compensation plus élevée pour l'incertitude qui entoure leurs investissements, ce qui entraîne une hausse des primes de risque et rend le crédit plus coûteux ou moins accessible. L'incertitude peut s'accroître soudainement et de façon exogène, sous l'effet direct d'un événement géopolitique par exemple. Elle peut également augmenter en réaction à d'autres chocs et amplifier leurs effets directs sur l'activité économique.

Le présent article examine les évolutions récentes des indicateurs relatifs à l'incertitude pour la zone euro et évalue les implications d'une incertitude croissante pour l'activité économique. La section 2 définit le concept d'incertitude économique et illustre les évolutions récentes des mesures disponibles. La section 3 analyse les canaux de transmission par lesquels l'incertitude se propage à la consommation et à l'investissement, ainsi qu'à l'économie réelle dans son ensemble. La section 4 présente des données empiriques sur les différentes manières dont l'incertitude affecte l'activité économique réelle, et la section 5 apporte des éléments de conclusion.

2 L'incertitude économique : du concept à la mesure

L'incertitude économique correspond à la mesure dans laquelle il est difficile pour les ménages, les entreprises, les investisseurs et les décideurs d'évaluer les résultats économiques futurs. Elle apparaît lorsque l'éventail des états futurs possibles de l'économie est large, lorsque la probabilité de ces états est difficile à quantifier ou lorsque la structure sous-jacente de l'économie semble se modifier. En pratique, l'incertitude reflète un manque de clarté concernant l'évolution future de variables telles que la croissance, l'inflation, les taux d'intérêt, l'emploi, les bénéfices, les prix des actifs ou les décisions de politique économique. L'incertitude peut provenir de différentes sources incluant les chocs macroéconomiques, tels que les récessions inattendues, les poussées d'inflation ou les fluctuations des taux de change ; les évolutions politiques et les développements en matière de politique économique, y compris les différends commerciaux ou les modifications réglementaires ; les événements géopolitiques, tels que les guerres ou les attentats terroristes ; les tensions sur les marchés financiers, notamment les crises bancaires ou les fortes corrections des prix des actifs ; les évolutions technologiques et structurelles, telles que l'innovation, la numérisation et l'automatisation rapides ; ainsi que les catastrophes naturelles ou les crises sanitaires, y compris les pandémies.

L'incertitude se distingue à la fois du risque et de la confiance. Sur le plan économique, l'incertitude, au sens de Knight (1921), survient dans des situations où l'ensemble des résultats possibles et leurs probabilités sont peu clairs et difficiles à évaluer. Le risque, en revanche, apparaît lorsque la distribution des résultats est connue ou peut être raisonnablement estimée. L'incertitude se distingue également de la confiance. La confiance est liée aux anticipations relatives au résultat le plus probable, c'est-à-dire qu'elle reflète les croyances des ménages et des entreprises sur l'orientation de l'économie. L'incertitude, quant à elle, capture l'étendue de la distribution des résultats possibles, ou du degré de désaccord entre les ménages et les entreprises concernant l'éventail des résultats futurs possibles, indépendamment de l'anticipation centrale.

L'incertitude peut agir comme une source exogène de fluctuations macroéconomiques. Lorsqu'un événement entraîne une accentuation brutale de l'incertitude, l'avenir devient soudain plus difficile à évaluer. Cela peut se produire indépendamment de toute détérioration préalable des conditions économiques, de sorte que l'augmentation des approximations de l'incertitude qui y est associée ne peut être entièrement attribuée à d'autres chocs exogènes. L'incertitude accrue qui a entouré la politique commerciale en 2018 et 2025 fournit des exemples clairs de tels chocs d'incertitude, l'incertitude en matière de politique commerciale ayant fortement augmenté à la suite de modifications des droits de douane américains annoncées de façon inattendue, puis intensifiées et renégociées par la suite.

L'incertitude peut également évoluer en réaction à d'autres chocs dans l'économie. Dans certains cas, elle peut amplifier les effets d'autres chocs, tels qu'un effondrement de la demande ou une perturbation de l'offre de pétrole. La crise financière mondiale de 2008-2009, par exemple, illustre une hausse endogène de

l'incertitude. Le choc financier a constitué le déclencheur initial, avec des effets de contraction sur l'économie qui ont été accentués par l'incertitude accrue entourant la durée et la profondeur de la crise ainsi que sa propagation ¹. Toutefois, l'incertitude peut également amoindrir les effets d'autres chocs, tels qu'un choc lié à une politique monétaire accommodante, en incitant les ménages et les entreprises à la prudence. Ce comportement prudent pourrait limiter la réactivité de l'économie, atténuant les effets stimulants attendus de la politique économique.

Cet article se concentre principalement sur l'incertitude comme source exogène de fluctuations macroéconomiques, et donc comme choc exogène.

Ces chocs sont difficiles à isoler sur le plan méthodologique et sont par conséquent estimés à l'aide de différentes stratégies d'identification et hypothèses.

L'incertitude économique, n'étant pas observable, est mesurée à l'aide de différentes approximations dont la méthodologie et la portée varient ². Il

n'existe pas de mesure objective unique, mais les mesures indirectes de l'incertitude peuvent généralement être regroupées en quatre grandes catégories.

Les **mesures textuelles** incluent l'indice de l'incertitude relative à la politique économique (*economic policy uncertainty*, EPU) développé par Baker *et al.* (2016), ainsi que les indices de l'incertitude relative à la politique commerciale (*trade policy uncertainty*, TPU) et les indices du risque géopolitique élaborés par Caldara *et al.* (2020) et Caldara et Iacoviello (2022). Ces mesures visent à capturer l'incertitude entourant les évolutions politiques et géopolitiques à travers les médias, les téléconférences sur les résultats et d'autres sources textuelles. Leur précision et leur fiabilité peuvent toutefois être affectées par l'évolution du langage au fil du temps et par les biais inhérents aux sources d'information sur lesquelles elles s'appuient, ainsi que par des décomptes de mots imprécis utilisés comme mesures d'intensité. Par exemple, l'indice TPU a tendance à être très volatil et peut capturer non seulement des chocs liés à l'incertitude, mais également les changements effectifs de politique économique et les évolutions de l'attention accordée par les médias ³.

Les **indicateurs tirés d'enquêtes** reflètent séparément les perceptions des entreprises et des ménages. Les enquêtes de la Commission européenne, par exemple, demandent aux chefs d'entreprise et aux consommateurs d'indiquer dans quelle mesure il leur est difficile de faire des prévisions concernant la situation de l'entreprise et les finances du ménage, afin de capturer l'incertitude. Toutefois, ces mesures mensuelles ne permettent pas nécessairement de rendre compte en temps utile de l'incertitude liée à des événements qui évoluent rapidement.

¹ Cf. Bloom (2014).

² Dans la pratique, une forte hausse de l'une de ces mesures peut refléter l'effet combiné d'un véritable choc d'incertitude exogène et d'autres perturbations concomitantes – telles qu'une détérioration des fondamentaux économiques ou un déplacement de la demande agrégée – ce qui rend difficile de distinguer l'influence de l'incertitude de celle de l'environnement macroéconomique plus large dans lequel elle survient.

³ Dans Bobasu et Pierluigi (2026), l'analyse utilise une mesure ajustée de l'incertitude en matière de politique commerciale qui élimine l'influence de l'attention médiatique, des taux effectifs des droits de douane, des conditions financières et des tensions sur les chaînes d'approvisionnement afin de remédier à ces limites.

Les **indicateurs extraits des instruments de marchés financiers**, tels que les mesures de la volatilité implicite des marchés boursiers, réagissent rapidement aux nouvelles informations, fournissant des signaux en temps réel et à haute fréquence sur le niveau d'incertitude des intervenants de marché. Un exemple courant en est l'indice VSTOXX qui retrace la volatilité implicite tirée des contrats d'options EURO STOXX 50 assortis d'échéances allant d'un mois à deux ans, ce qui lui permet de servir de mesure prospective et à haute fréquence de l'incertitude des investisseurs concernant les sociétés de premier ordre (*blue-chip*) de la zone euro. Autre exemple, l'indicateur composite de tension systémique (*Composite Indicator of Systemic Stress*, CISS), qui agrège 15 mesures individuelles de tension financière dans cinq compartiments de marché, en tenant compte de leurs corrélations croisées variables dans le temps ⁴. Les pics observés dans ces indicateurs peuvent toutefois refléter des modifications de l'aversion au risque ou du sentiment des investisseurs plutôt qu'une véritable incertitude macroéconomique, ce qui rend leur interprétation plus difficile.

Enfin, les **mesures fondées sur des modèles** permettent de capturer le degré d'imprévisibilité des résultats macroéconomiques. La mesure élaborée par Jurado *et al.* (2015), par exemple, définit l'incertitude comme la volatilité des erreurs de prévision à trois mois pour un large éventail d'indicateurs économiques. Le désaccord sur les prévisions constitue également une mesure fondée sur des modèles couramment utilisée comme approximation de l'incertitude économique. Par exemple, une augmentation de la dispersion des prévisions des participants à l'enquête menée par Consensus Economics signale en général qu'il est devenu plus difficile d'évaluer les perspectives économiques. Ce type de mesure capture toutefois les divergences d'opinion entre les prévisionnistes, plutôt que l'incertitude entourant chaque prévision individuelle, et doit donc être interprété avec prudence.

Si les mesures reflétant l'incertitude politique et géopolitique à long terme sont restées à des niveaux durablement élevés, celles qui sont plus étroitement liées à la situation financière et économique à court terme ont diminué par rapport à leurs pics atteints pendant la pandémie pour revenir à des niveaux plus habituels et relativement bas ⁵. Parmi les mesures textuelles, l'indice EPU a augmenté sous l'effet de nombreux chocs (graphique 1). Depuis 2019, il est resté au-dessus des normes historiques et a augmenté progressivement. La mesure de l'incertitude économique de la Commission européenne, tirée d'enquêtes, a fortement augmenté pendant la pandémie, puis de nouveau lors de l'invasion de l'Ukraine par la Russie (graphique 1). L'indice TPU a atteint un pic autour des annonces de droits de douane en 2018, puis de nouveau plus récemment en 2025 (graphique 2). Les indicateurs de l'incertitude extraits des instruments de marchés financiers ont eu tendance à atteindre leurs points hauts lors d'épisodes de tensions financières élevées (graphique 3). Les mesures de l'incertitude macroéconomique fondées sur des modèles, telles que celles de Jurado *et al.* (2015), ainsi que la mesure capturant le désaccord sur les prévisions, indiquent que le déclenchement de la pandémie de COVID-19 en Europe constitue

⁴ Cf. Holló *et al.* (2012).

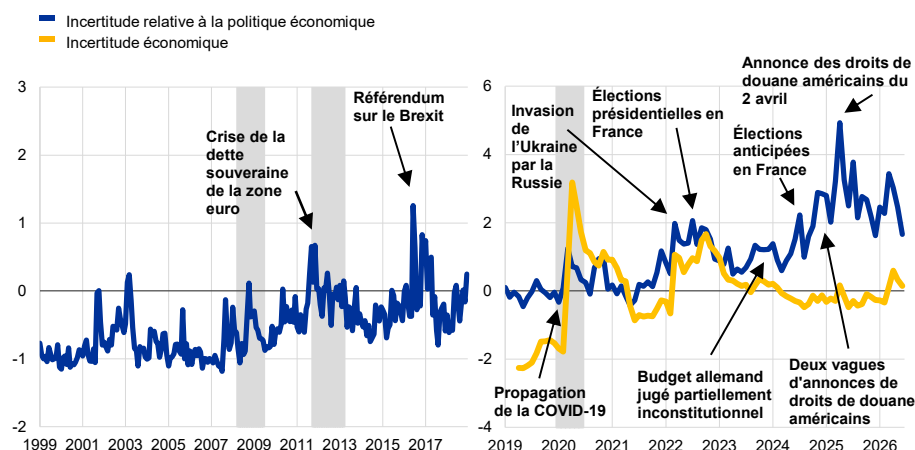
⁵ Cf. Andersson *et al.* (2025).

le choc d'incertitude le plus important au cours de la période récente, dépassant même la crise financière mondiale (graphique 4). En dehors de ces deux événements majeurs, ces deux mesures sont restées plus stables que les approximations textuelles et celles extraites des instruments de marché.

Graphique 1

Incertitude relative à la politique économique et incertitude tirée d'enquêtes

(indice normalisé)



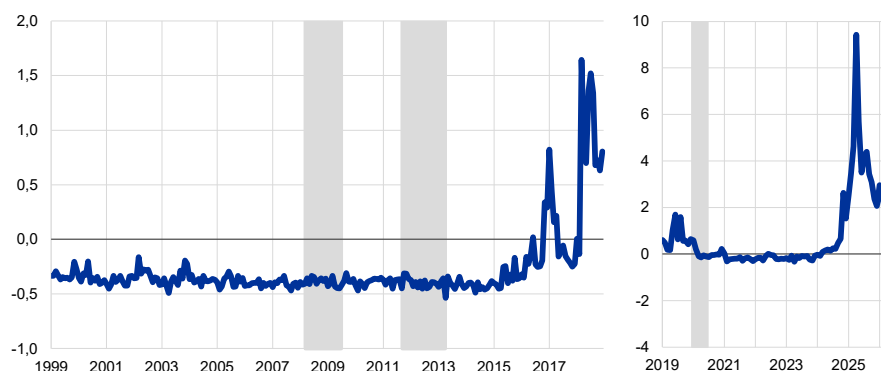
Sources : Baker *et al.* (2016) et calculs des services de la BCE.

Notes : Les zones grisées correspondent aux récessions identifiées dans la zone euro par le Centre de recherche sur la politique économique (CEPR). Les données portent sur la période à compter de 2001 pour les quatre plus grands pays de la zone euro, pondérés en fonction de leur PIB respectif en 2025. Avant 2001, la série se fonde sur les trois plus grands pays de la zone euro (Allemagne, France et Italie), les données relatives à l'Espagne n'étant pas disponibles. Les deux séries sont normalisées sur leurs échantillons respectifs. La série sur l'incertitude de la Commission européenne débute en avril 2019. Il s'agit d'une moyenne pondérée des séries par secteur pour l'industrie (40 %), les services (30 %), les consommateurs (20 %), la construction (5 %) et le commerce de détail (5 %), exprimée en soldes en points de pourcentage. La série a été normalisée sur son échantillon respectif. Seuls les chocs d'incertitude figurant dans les estimations principales – cf. graphique 5 – ont été identifiés. Les dernières observations se rapportent à juin 2026.

Graphique 2

Incertitude en matière de politique commerciale

(indice normalisé)



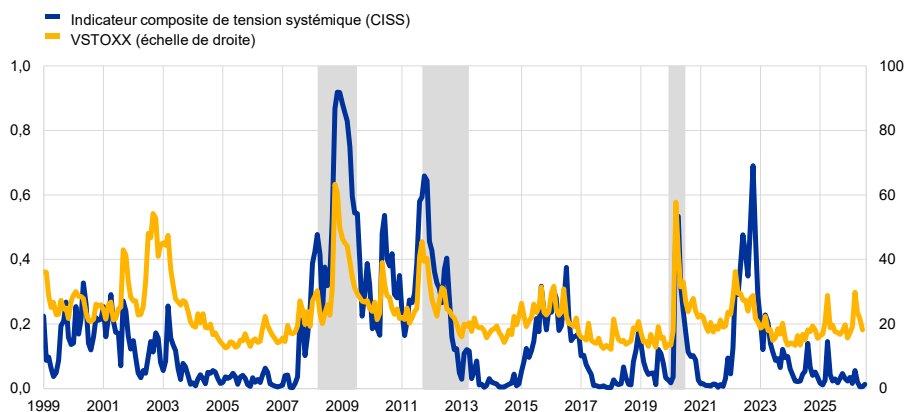
Sources : Caldara *et al.* (2020) et calculs des services de la BCE.

Notes : Les zones grisées représentent les récessions de la zone euro telles qu'identifiées par le CEPR. Le graphique montre l'indice TPU de Caldara *et al.* (2020) pour les États-Unis. Il est divisé en deux parties afin de refléter le niveau global plus élevé de l'indicateur au cours de la période la plus récente. Les dernières observations se rapportent à juin 2026.

Graphique 3

Mesures de l'incertitude économique extraites des instruments de marchés financiers

(échelle de gauche : échelle normalisée ; échelle de droite : indice)



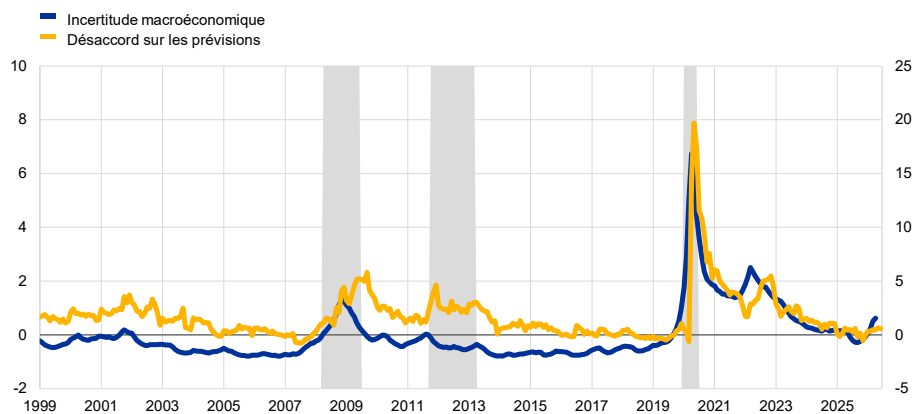
Sources : Haver Analytics et BCE.

Notes : Les zones grisées représentent les récessions de la zone euro telles qu'identifiées par le CEPR. Le CISS est mesuré sur une échelle normalisée comprise entre 0 et 1. L'indice VSTOXX montre la volatilité implicite dérivée de huit sous-indices VSTOXX, reflétant respectivement les prochaines échéances effectives à 1, 2, 3, 6, 9, 12, 18 et 24 mois des contrats d'options Euro Stoxx 50 sur l'Eurex Exchange. Les dernières observations se rapportent à juin 2026 pour le CISS et à juillet 2026 pour l'indice VSTOXX.

Graphique 4

Mesures statistiques et fondées sur des modèles de l'incertitude économique

(indices normalisés)



Sources : Jurado *et al.* (2015) et calculs des services de la BCE.

Notes : Les zones grisées représentent les récessions de la zone euro telles qu'identifiées par le CEPR. Les séries sont normalisées sur leurs échantillons respectifs. La mesure de l'incertitude macroéconomique est tirée de Jurado *et al.* (2015), qui définissent l'incertitude comme la volatilité des erreurs de prévision à trois mois pour un large éventail d'indicateurs économiques. Le désaccord sur les prévisions dans la zone euro est mesuré comme la moyenne non pondérée des écarts types des prévisions pour l'année suivante fournies par les membres du panel de Consensus Economics concernant la croissance du PIB en volume, la consommation privée, l'investissement fixe, les prix à la consommation, la production industrielle et les taux d'intérêt à long terme. Les dernières observations se rapportent à avril 2026 pour la mesure de l'incertitude macroéconomique et à juin 2026 pour le désaccord sur les prévisions.

3 Canaux de transmission de l'incertitude à l'activité réelle

La littérature académique a identifié un ensemble de canaux de transmission par lesquels les chocs d'incertitude entraînent une baisse de l'activité économique réelle, le premier étant le canal des « options réelles ». Les fondements théoriques de ce canal reposent sur l'irréversibilité de la plupart des dépenses en capital et sur la valeur de l'option d'attendre. Bernanke (1983) montre que lorsque les décisions d'investissement sont irréversibles, les entreprises confrontées à une incertitude accrue sont incitées à reporter leurs décisions, c'est-à-dire à adopter une attitude attentiste jusqu'à ce que la situation soit plus claire, ce qui entraîne une baisse conjoncturelle des dépenses en capital. Bloom (2009) démontre qu'une incertitude plus forte pousse les entreprises à suspendre temporairement les investissements et le recrutement, ce qui entraîne un profil d'évolution caractéristique en forme de V pour la production et l'emploi. Toutefois, le canal des options réelles n'agit pas exclusivement comme un frein pour l'investissement. Pour les entreprises à forte intensité en actifs incorporels, les investissements précoces dans la recherche et le développement (R&D) ou le capital organisationnel ouvrent de futures opportunités compétitives qui, autrement, seraient définitivement exclues. Cela s'explique par la nature cumulative et dépendante de la trajectoire d'accumulation de capital incorporel, ce qui incite les entreprises à maintenir ces dépenses et à conserver des sureffectifs en période de ralentissement économique (Dixit et Pindyck, 1994).

Un deuxième canal bien établi concerne l'épargne de précaution. L'incertitude accrue pousse les ménages à réduire leur consommation et à accumuler de l'épargne, avec pour conséquence une demande retardée et durablement faible (Coibion *et al.*, 2024). Cet effet est susceptible d'être particulièrement prononcé pour les achats de biens durables importants, tels que le logement et l'automobile, pour lesquels les dépenses sont élevées et difficiles à inverser.

Le troisième canal, qui amplifie l'effet initial des options réelles, est le canal des frictions financières. Caldara *et al.* (2016) montrent que par le canal des frictions financières, les chocs d'incertitude sont fortement associés à un élargissement des *spreads* de crédit et à une réduction de la capacité à supporter les risques de prêteurs tels que les banques. Cela accroît la prime sur le financement externe, augmente les coûts d'emprunt et aggrave l'effet direct d'attentisme sur l'investissement par le biais d'un durcissement de l'offre de crédit. Alfaro *et al.* (2024) proposent le terme de « multiplicateur financier de l'incertitude » pour décrire le rôle des frictions financières dans l'amplification des effets réels des chocs d'incertitude.

Enfin, les ménages et les entreprises sont susceptibles d'adapter leur comportement dans le temps, en particulier lorsque l'incertitude reste élevée sur une longue période. Si l'incertitude devient une « nouvelle normalité », les ménages et les entreprises pourraient ajuster leurs anticipations et leurs cadres décisionnels en conséquence. Les entreprises, par exemple, pourraient faire preuve d'une plus grande flexibilité dans leurs opérations, en instaurant des processus de production plus agiles ou en diversifiant les chaînes d'approvisionnement pour

réduire leur exposition à un environnement volatil (Namdar *et al.*, 2025). Les entreprises confrontées à une incertitude persistante pourraient également investir dans des technologies améliorant l'efficacité et la compétitivité (Bloom, 2009 ; Dixit et Pindyck, 1994) ⁶. Les ménages pourraient optimiser leurs habitudes d'épargne et de consommation pour mieux affronter les environnements incertains, en détenant des coussins d'épargne de précaution plus importants afin de lisser leur consommation dans le temps.

4 Données empiriques relatives aux effets de l'incertitude sur l'activité économique réelle pour la zone euro

Cette section emploie un modèle vectoriel autorégressif bayésien structurel (SVAR) qui intègre des restrictions de signe et restrictions narratives pour identifier l'impact sur l'économie de l'incertitude relative à la politique économique. Identifier la contribution indépendante de l'incertitude représente un défi méthodologique majeur, qui nécessite des hypothèses supplémentaires quant aux déterminants des indicateurs de l'incertitude à des dates données. Les restrictions narratives et de signe aident à identifier les variations exogènes de l'incertitude. Les restrictions narratives, qui s'appuient sur l'approche proposée par Antolín-Díaz et Rubio-Ramírez (2018), requièrent que le choc d'incertitude identifié explique l'essentiel de la dynamique de l'incertitude relative à la politique économique dans les épisodes spécifiés. Pour répondre à l'inquiétude selon laquelle la méthode fondée sur les restrictions narratives pourrait ne pas résoudre entièrement l'endogénéité entre l'incertitude et d'autres variables économiques, cette section examine également les résultats d'une approche complémentaire de l'identification de type proxy-SVAR.

Au sein du large éventail de mesures de l'incertitude disponibles, l'analyse empirique se concentre principalement sur l'indice EPU. Contrairement aux mesures de la volatilité financière telles que l'indice VSTOXX, les pics de l'indice EPU sont principalement déterminés par les évolutions politiques et institutionnelles, dont la chronologie peut être exogène au cycle d'activité ⁷. L'indice EPU est également l'un des indicateurs les plus exhaustifs, puisqu'il agrège les signaux d'information dans de nombreux domaines dont les politiques budgétaires et commerciales, ce qui le rend particulièrement adapté à la mesure de l'incertitude au cours de la période récente. Dans le même temps, il reste particulièrement pertinent à l'heure actuelle, car il est resté élevé ces dernières années.

Les résultats du modèle empirique montrent que les hausses de l'incertitude ont un impact négatif sur l'activité économique de la zone euro. Les restrictions narratives définissent plusieurs épisodes au cours desquels une forte hausse de l'incertitude relative à la politique économique dans la zone euro était clairement due

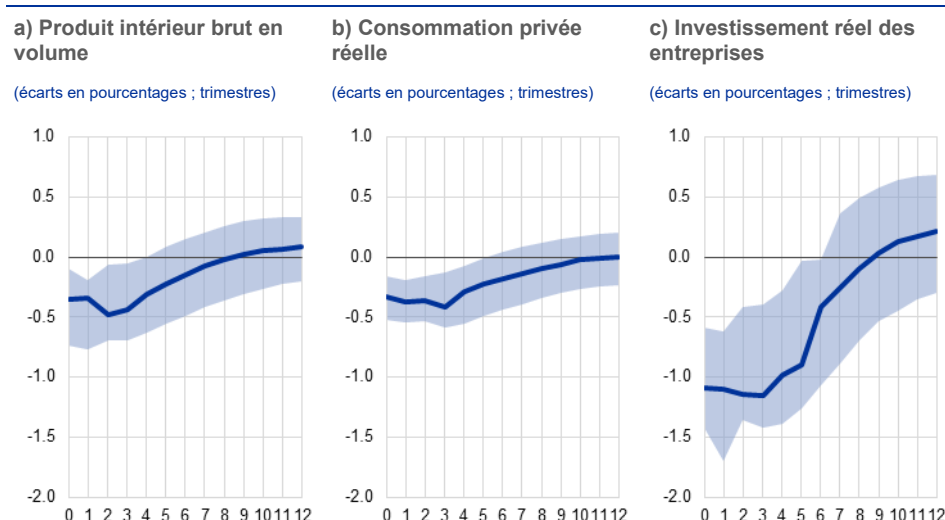
⁶ Dans le même temps, l'élasticité de l'investissement face aux variations de ses facteurs déterminants pourrait être plus faible en période d'incertitude élevée que lorsque l'incertitude est à un niveau normal.

⁷ Cf. Azqueta-Gavaldón *et al.* (2026).

à des sources exogènes (graphique 1) ⁸. L'indice EPU augmente à chacune de ces dates, fournissant des points d'ancrage robustes et cohérents entre eux pour l'identification. Les résultats du modèle SVAR fondé sur des restrictions narratives révèlent que l'impact négatif de ces épisodes sur la croissance du PIB en volume résulte principalement de la baisse de l'investissement des entreprises et, dans une moindre mesure, de la consommation privée (graphique 5) ⁹. Les effets les plus importants sont enregistrés pour les deux composantes de la demande intérieure après environ trois trimestres. La consommation privée baisse de 0,4 % au point bas et commence à se redresser progressivement par la suite. L'investissement des entreprises, en revanche, diminue de 1,2 % et reste modéré sur une période un peu plus longue à la suite du choc.

Graphique 5

Incidence d'une hausse de l'incertitude relative à la politique économique : estimations fondées sur un modèle dans le cadre d'un modèle SVAR fondé sur des restrictions narratives



Source : Calculs des services de la BCE.

Notes : Réponses impulsionnelles à un choc d'incertitude sur la politique économique d'un écart type identifié par le biais de restrictions de signe et de restrictions narratives dans un modèle SVAR bayésien estimé sur la base des données trimestrielles de la zone euro sur la période allant du premier trimestre 2001 au premier trimestre 2026. Le modèle inclut sept variables – l'indice EPU, la croissance du PIB en volume, la croissance de la consommation privée, la croissance de l'investissement, la hausse de l'IPCH, le rendement des actions et la moyenne des taux d'intérêt à court et long termes –, avec quatre retards et un a priori du Minnesota. L'identification se fait par le biais de restrictions narratives et de signes, d'après Antolin-Díaz et Rubio-Ramírez (2018). Ces restrictions nécessitent que le choc d'incertitude explique l'essentiel de la dynamique de l'indice EPU dans les épisodes spécifiés : la crise de la dette souveraine de la zone euro, le référendum sur le Brexit, le déclenchement de la pandémie de COVID-19, l'invasion de l'Ukraine par la Russie, les élections présidentielles de 2022 en France, la décision de la Cour constitutionnelle allemande en novembre 2023 déclarant le budget partiellement inconstitutionnel, les élections anticipées de juin et juillet 2024 en France, et trois vagues successives d'escalade de la politique commerciale américaine fin 2024 et en 2025. Le modèle identifie en outre un choc de demande et un choc d'offre. Les zones ombrées indiquent les intervalles de confiance à 68 %.

L'estimation du modèle suggère également que les chocs d'incertitude liée à la politique économique ont fortement pesé sur l'activité de la zone euro en 2025. Le cadre narratif suggère que les chocs d'incertitude ont retranché 0,4 point de pourcentage au PIB en volume pour la période allant du premier trimestre 2025 au premier trimestre 2026, l'impact émanant principalement de

⁸ Les dix épisodes d'incertitude identifiés couvrent à la fois des chocs historiques bien établis et des évolutions politiques et commerciales plus récentes. Cf. notes du graphique 5.

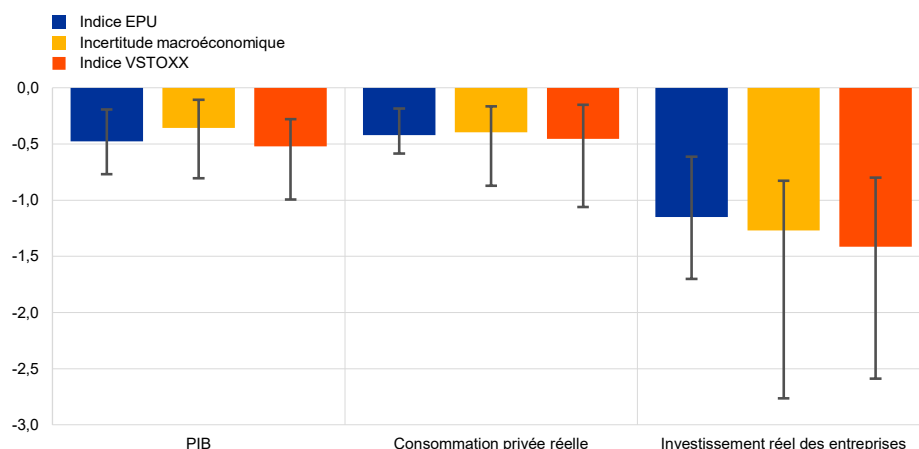
⁹ En outre, la décomposition de la variance des erreurs de prévision confirme que les chocs d'incertitude représentent une part non négligeable des fluctuations de la production, expliquant environ 12 % de la variance des erreurs de prévision pour la croissance du PIB en volume de la zone euro à court terme.

l'investissement des entreprises et, dans une moindre mesure, du canal de la consommation privée. Compte tenu des effets persistants des chocs d'incertitude et des niveaux actuellement élevés de l'incertitude relative à la politique économique résultant de la guerre au Moyen-Orient, cette incertitude devrait continuer à exercer un frein sur l'activité économique réelle tout au long de 2026.

L'utilisation d'un cadre similaire avec des mesures alternatives de l'incertitude confirme l'impact macroéconomique estimé. À titre d'analyse de robustesse, une mesure fondée sur des restrictions narratives pour l'indice VSTOXX et sur la mesure mise au point par Jurado *et al.* (2015) est calibrée sur les pics en glissement trimestriel les plus importants enregistrés par chaque indicateur au cours de la période d'échantillonnage. Ces pics diffèrent de ceux employés dans le scénario de base de l'indice EPU, et reflètent par conséquent les dimensions distinctes de l'incertitude couvertes par chaque mesure ¹⁰. Malgré ces différences d'identification, les réponses impulsionnelles pour les trois mesures montrent de manière systématique que les chocs d'incertitude exercent un frein significatif sur la croissance du PIB en volume de la zone euro, principalement par le biais de l'investissement des entreprises et, dans une moindre mesure, de la consommation privée (graphique 6).

Graphique 6
Impact d'une hausse des mesures alternatives de l'incertitude

(déviations en pourcentages au point bas)



Sources : Baker *et al.* (2026), Haver Analytics, Jurado *et al.* (2015) et calculs des services de la BCE.

Notes : Réponses impulsionnelles normalisées à un choc d'incertitude d'un écart type identifié via des restrictions narratives et de signe dans un modèle SVAR bayésien, estimé sur la base de données trimestrielles pour la zone euro sur la période allant du premier trimestre 2001 au premier trimestre 2026. Le modèle intègre une mesure de l'incertitude à la fois (cf. notes du graphique 5 pour plus de détails) et suit la même approche que celle décrite dans le corps du texte pour l'indice EPU. Le graphique montre les intervalles de confiance à 68 %. La mesure de l'incertitude macroéconomique est tirée de Jurado *et al.* (2015).

¹⁰ Pour l'indice VSTOXX, les cinq pics les plus importants correspondent à la chute de Lehman Brothers et à la crise financière mondiale, à l'éclatement de la bulle internet, au déclenchement de la pandémie de COVID-19, au pic de la crise de la dette souveraine dans la zone euro et à l'invasion de l'Ukraine par la Russie – des épisodes principalement provoqués par de fortes tensions sur les marchés financiers. Pour la mesure de l'incertitude macroéconomique de Jurado *et al.* (2015), les épisodes dominants sont le déclenchement de la pandémie de COVID-19, qui donne les pics de loin les plus importants dans cet indice, suivi de la crise financière mondiale et de l'invasion de l'Ukraine par la Russie.

Une identification par proxy-SVAR fournit une validation croisée complémentaire et robuste de l'approche narrative.

En suivant Mertens et Ravn (2013) et Stock et Watson (2018), un modèle proxy-SVAR est estimé pour répondre aux préoccupations relatives à une éventuelle simultanéité entre l'incertitude et les variables économiques, en utilisant les réactions exogènes des prix de l'or comme instrument pour les chocs d'incertitude ¹¹. Une approximation instrumentale est construite, en s'appuyant sur l'argument selon lequel une incertitude inattendue pousse les investisseurs vers l'or, indépendamment des perturbations simultanées de la demande, de l'offre et de la politique monétaire ¹². L'approximation obtenue couvre 21 observations entre 2000 et 2025, intégrant ainsi les chocs résultant de la crise financière mondiale, de la crise de la dette souveraine de la zone euro, du référendum sur le Brexit et de l'annonce américaine relative aux droits de douane du 2 avril 2025 ¹³.

Les résultats du cadre proxy-SVAR confirment que les chocs d'incertitude liés à la politique économique pèsent fortement sur l'activité dans la zone euro, l'investissement affichant la contraction la plus nette et la plus prolongée (graphique 7). Un choc sur l'indice EPU d'un écart type entraîne une baisse du PIB en volume d'environ 1 % à son point bas, avant une reprise progressive sur sept trimestres. La consommation privée diminue d'environ 0,7 % à son point bas, reflétant la prudence des ménages face à l'incertitude accrue. La contraction de l'investissement des entreprises est beaucoup plus marquée, de 2 % environ, et même s'il y a un rebond après six trimestres, celui-ci n'a pas d'importance statistique. Ce profil est cohérent avec le mécanisme des options réelles, par lequel les entreprises confrontées à des engagements de capital irréversibles préfèrent reporter leurs dépenses jusqu'à ce que l'incertitude se dissipe. Cela signifie que l'investissement des entreprises réagit à un choc de manière plus prononcée et globalement plus prolongée que des catégories de dépenses plus réversibles ou plus flexibles. Ces résultats corroborent globalement le modèle de restrictions de signe et de restrictions narratives, confirmant que les effets estimés ne constituent pas un artefact des hypothèses d'identification. Même si les ampleurs sont légèrement plus élevées dans l'approche proxy SVAR, la direction et l'ordre relatif des réactions entre les différentes composantes de dépenses sont cohérents entre les deux stratégies d'identification.

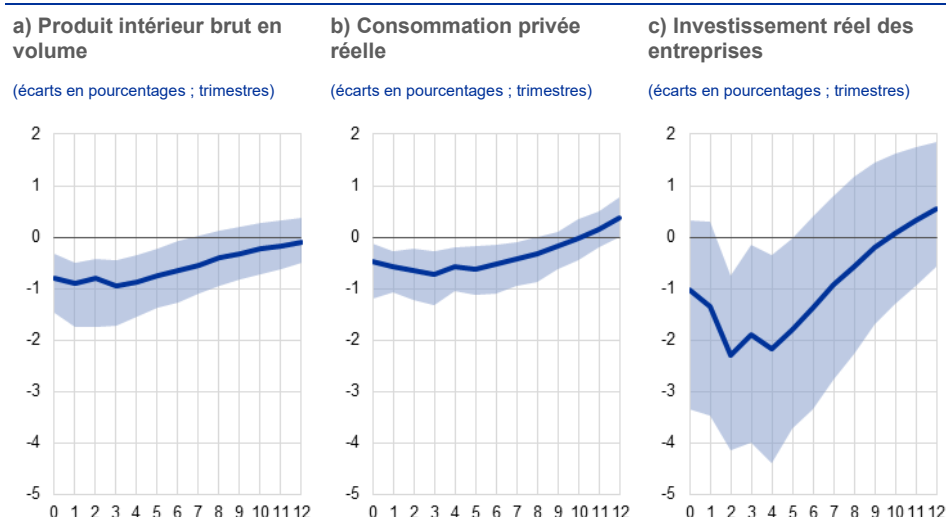
¹¹ Cf. également Bobasu *et al.* (2024).

¹² Cf. Piffer et Podstawski (2018).

¹³ L'approximation tirée des prix de l'or remplit les deux conditions requises pour un instrument externe valable. Premièrement, elle est fortement corrélée au choc d'incertitude – comme le confirme une F-statistique de premier niveau de 17,9, largement supérieure au seuil de 10 au-dessous duquel les instruments sont considérés comme trop faibles pour fournir des estimations fiables (Staiger et Stock, 1997). Deuxièmement, elle remplit la condition d'exogénéité, ce qui garantit que les effets estimés peuvent être attribués à l'incertitude plutôt qu'à d'autres facteurs concurrents, comme le confirment les tests de corrélation.

Graphique 7

Estimations fondées sur des modèles des effets de l'incertitude relative à la politique économique dans le cadre d'un modèle proxy-SVAR



Sources : Baker *et al.* (2016), Eurostat, base de données des projections macroéconomiques établies par les services de la BCE et de l'Eurosystème, et calculs des services de la BCE.

Notes : Réponses impulsionnelles à un choc d'incertitude liée à la politique économique d'un écart type. Le modèle inclut sept variables : l'indice EPU, la croissance du PIB en volume, la croissance de la consommation privée, la croissance de l'investissement, la hausse de l'IPCH, le rendement des actions et la moyenne des taux d'intérêt à court et long termes. Il est estimé pour la période allant du premier trimestre 1999 au premier trimestre 2026, avec quatre décalages. Les zones ombrées indiquent les intervalles de confiance à 68 %. Des variables muettes pour les premier et deuxième trimestres 2020 sont incluses comme facteurs de régression exogènes afin d'absorber les valeurs aberrantes liées à la pandémie sans les attribuer au choc d'incertitude liée à la politique économique. L'indice EPU est instrumenté à l'aide d'une variable proxy construite à partir des variations des prix de l'or autour de certains événements sources d'incertitude pertinents pour la zone euro. Cette variable proxy est construite à l'aide d'une base de données de 170 événements géopolitiques et économiques survenus entre 2000 et 2025, en ne gardant que les trimestres pendant lesquels l'indice EPU a augmenté de manière significative (c'est-à-dire lorsque la variation trimestrielle a dépassé sa moyenne plus un demi-écart type) et lorsque la réaction associée des prix quotidiens de l'or était positive, garantissant que seules les hausses exogènes de l'incertitude soient prises en compte. Les rendements logarithmiques des prix de l'or calculés au niveau de chaque événement sont additionnés au cours des trimestres retenus pour obtenir la série d'approximations trimestrielle finale. Seules les réactions positives de l'or sont conservées, les réactions négatives les jours d'événement source d'incertitude étant ambiguës, dans la mesure où elles peuvent refléter une appréciation du dollar, des prises de bénéfices ou des mesures de soutien publiques plutôt qu'une véritable impulsion d'incertitude.

Une évaluation plus granulaire des composantes de la consommation et de l'investissement indique des réactions différentes face à l'incertitude.

Une décomposition de l'investissement des entreprises en actifs corporels et incorporels révèle des réactions différentes face à l'incertitude. L'investissement dans les actifs incorporels, notamment dans les technologies liées à l'IA, montre une plus grande résilience que l'investissement dans les actifs corporels au cours des épisodes récents de forte incertitude (cf. encadré 1). S'agissant de la consommation privée, l'incertitude pèse sur les dépenses des ménages en biens et services, mais l'effet initial est particulièrement important pour les biens durables, tels que les voitures. Dans le même temps, la consommation de biens durables se redresse rapidement après un choc d'incertitude, tandis que les dépenses en services restent atones plus longtemps (cf. encadré 2).

Encadré 1

L'incertitude affecte-t-elle différemment l'investissement des entreprises en actifs corporels et incorporels ?

Lorena Saiz et Stefania Scrofani

Comme indiqué dans la section 4 de l'article, l'investissement des entreprises est la composante de la demande agrégée la plus sensible à l'incertitude. Compte tenu de la part croissante des actifs incorporels dans la composition de l'investissement des entreprises ces dernières années, le présent encadré examine si l'incertitude a une incidence différente sur les investissements corporels et incorporels, en utilisant à la fois des données macroéconomiques agrégées et des microdonnées au niveau des entreprises.

Un canal bien établi par lequel l'incertitude affecte l'investissement des entreprises est l'irréversibilité, dont le degré détermine la sensibilité des investissements à l'incertitude ¹⁴. Les investissements corporels, dans les machines, les équipements, les infrastructures, et autres actifs similaires, impliquent souvent des coûts initiaux importants et des délais de récupération longs, ce qui les rend très sensibles à l'incertitude. Les investissements incorporels, tels que dans la recherche et le développement (R&D), les logiciels, la propriété intellectuelle, le capital organisationnel, etc., sont souvent plus spécifiques aux entreprises et plus difficiles à utiliser comme garantie, et impliquent des coûts quasi-fixes difficiles à recouvrer. Ces caractéristiques suggèrent que l'investissement incorporel peut également être très sensible à l'incertitude.

Toutefois, les données empiriques suggèrent que les investissements incorporels sont généralement moins sensibles à l'incertitude à court terme que les investissements corporels. Au niveau macroéconomique, les chocs d'incertitude entraînent une diminution de l'investissement corporel – approximé par les dépenses en capital consacrées aux machines et équipements – tandis que la réaction de l'investissement incorporel – approximé par les dépenses en droits de propriété intellectuelle – est beaucoup plus faible (graphique A, partie a). Une tendance similaire peut être observée en utilisant des données au niveau des entreprises. Les dépenses en capital consacrées aux actifs corporels diminuent nettement plus que les investissements incorporels, même en contrôlant pour les déterminants habituels de l'investissement tels que les performances financières, l'endettement, la liquidité et la taille des entreprises (graphique A, partie b).

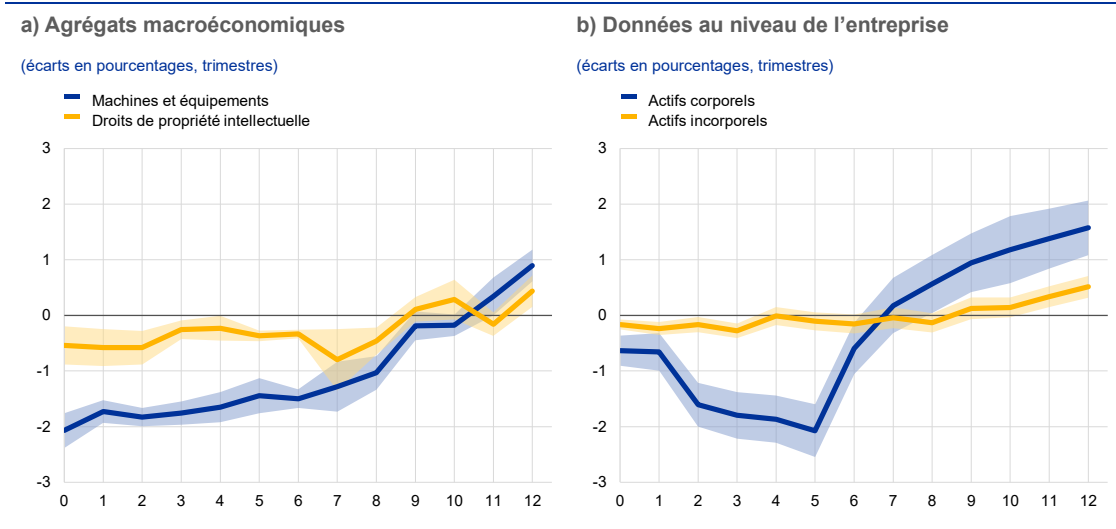
Deux mécanismes permettent d'expliquer ce paradoxe apparent. Premièrement, les investissements incorporels sont généralement de long terme, et visent à améliorer l'efficacité, à réduire les coûts ou à créer des avantages concurrentiels qui génèrent des rendements dans un éventail de scénarios futurs possibles (Zhang, 2026). En outre, les actifs incorporels spécifiques aux entreprises entraînent des frictions d'ajustement plus fortes : interrompre la R&D peut détruire les connaissances accumulées, tandis que le capital organisationnel à forte intensité de main-d'œuvre encourage le maintien de sureffectifs en période de ralentissement économique

¹⁴ Dibiasi *et al.* (2025) mènent une expérimentation auprès de participants occupant des postes de direction en Suisse. Ils constatent qu'une augmentation exogène de l'incertitude réduit significativement l'investissement attendu des dirigeants à court et moyen terme. Toutefois, les coûts d'ajustement estimés varient fortement selon les types de capital et les secteurs.

(Crouzet et Eberly, 2026)¹⁵. Le second mécanisme, qui renforce cette asymétrie, est le canal du financement, dans la mesure où l'investissement incorporel s'appuie davantage sur les fonds internes et les fonds propres, ce qui le protège d'un durcissement des conditions de crédit (Gareis et Mayer, 2023). En résumé, l'incertitude semble affecter différemment les investissements corporels et incorporels en raison de leurs caractéristiques et canaux de financement distincts.

Graphique A

Impact des chocs d'incertitude sur les investissements corporels et incorporels, par type de données



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

Notes : Les graphiques montrent les réponses impulsionnelles à un choc d'incertitude d'un écart type. Le choc d'incertitude utilisé est celui identifié à l'aide des restrictions de signes narratifs dans le corps du texte. Les résultats de la partie a) sont fondés sur un modèle de projections locales pour un panel des cinq principaux pays de la zone euro (Allemagne, Espagne, France, Italie et Pays-Bas). Les résultats de la partie b) sont fondés sur un modèle de projections locales pour un échantillon d'entreprises non financières de la zone euro provenant de la base de données Worldscope pour laquelle des données trimestrielles sur les dépenses en R&D sont disponibles. Dans la partie b), l'investissement incorporel est approximé par les dépenses en R&D (capital lié aux connaissances) et 30 % des frais de vente, généraux et administratifs (capital organisationnel). Les investissements corporels et incorporels sont mesurés par rapport au total des actifs des entreprises augmentés de la R&D capitalisée et du capital organisationnel, comme dans Zhang (2026). Les variables de la partie a) et de la partie b) sont transformées en logarithmes. Les zones ombrées indiquent les intervalles de confiance à 68 %.

Encadré 2

L'incertitude affecte-t-elle différemment les dépenses des ménages en biens et services ?

Alina Bobasu

L'incertitude pèse sur les dépenses des ménages, mais ses effets ne sont pas uniformes. Cet encadré analyse la manière dont l'incertitude croissante influence les décisions de consommation, en se concentrant sur les différences entre les catégories (sur la base du système de classification COICOP) en fonction de leur degré de durabilité.

La sensibilité d'une catégorie de consommation donnée aux chocs d'incertitude dépend principalement de la mesure dans laquelle les achats peuvent être reportés et des coûts d'ajustement associés. Les biens durables sont par nature stockables et ont une longue durée de vie, ce qui signifie que le moment de leur acquisition est hautement flexible. Les particuliers

¹⁵ Zhang (2026) montre que l'incertitude accrue oriente les ressources vers le secteur incorporel compte tenu des rendements plus élevés des investissements liés la nature à long terme de la production incorporelle. D'autre part, Crouzet et Eberly (2026) soulignent les coûts élevés de l'inversion des dépenses en capital, ce qui signifie que, lorsque l'incertitude augmente, il est intéressant d'attendre que les conditions s'améliorent. Toutefois, l'investissement en R&D génère des informations précieuses sur le coût final du projet, ce qui signifie que, même lorsque l'incertitude est élevée, les entreprises sont incitées à investir le plus tôt possible.

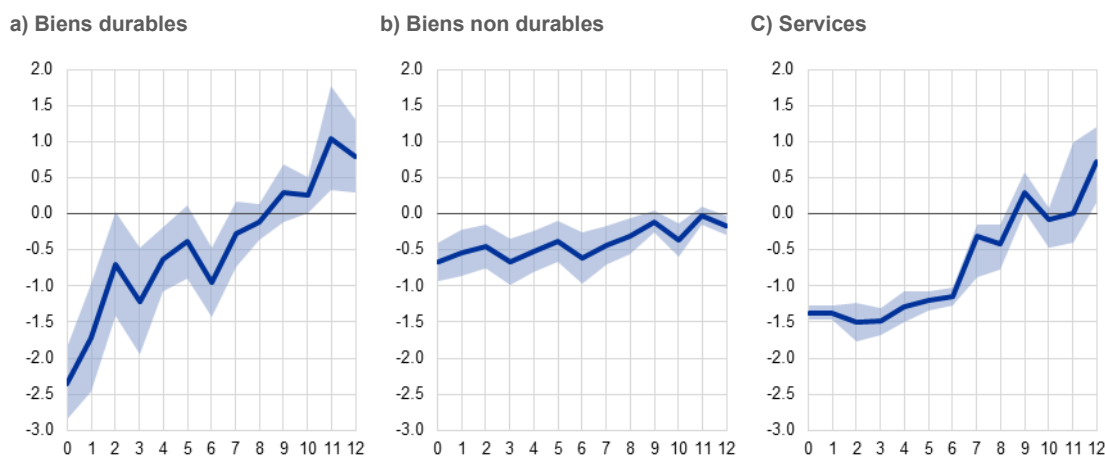
peuvent reporter les décisions d'achat de biens durables tels que les logements, les voitures et les meubles, et la valeur attachée à l'option consistant à attendre augmente considérablement lorsque l'incertitude sur le revenu est plus grande. Les dépenses en biens non durables et en services tels que la nourriture et les soins de santé sont structurellement plus difficiles à reporter, de sorte que l'effet d'options réelles de l'incertitude est plus faible pour ces catégories. En conséquence, la littérature empirique constate systématiquement un gradient dans la sensibilité de la consommation aux chocs d'incertitude, allant des biens durables, qui sont les plus sensibles, aux services essentiels, qui sont les moins sensibles. Cette tendance reflète l'interaction entre la « possibilité de reporter » (*postponability*) et les coûts d'ajustement entre les différentes catégories de dépenses.

Selon les résultats d'un modèle de projections locales en panel, les chocs d'incertitude exercent un effet négatif et statistiquement significatif sur les trois composantes de la consommation privée, l'ampleur et la persistance de la réaction variant avec le degré de durabilité et de « possibilité de report » de la catégorie (graphique A)¹⁶. La consommation de biens durables diminue le plus à la suite d'un choc d'incertitude, ce qui est cohérent avec le mécanisme des options réelles décrit ci-dessus. La réaction négative maximale des biens durables dépasse celle des biens non durables et des services, mais les effets sont de plus courte durée.

Graphique A

Impact des chocs d'incertitude relative à la politique économique sur les composantes de la consommation privée

(écarts en pourcentages, trimestres)



Sources : Eurostat et calculs des services de la BCE.

Notes : Le graphique montre les résultats d'un modèle de projections locales en panel pour les cinq plus grands pays de la zone euro (Allemagne, Espagne, France, Italie et Pays-Bas) à l'aide d'un échantillon (asymétrique), allant du premier trimestre 1999 au premier trimestre 2026 et tenant compte des effets fixes par pays. Le modèle inclut les composantes de la consommation privée réelle (biens durables, biens non durables et services) comme variables dépendantes. Le PIB en volume, la moyenne des taux à court et à long terme et l'inflation ont été ajoutés au modèle en tant que variables de contrôle. Les chocs d'incertitude sont ceux estimés par l'approche fondée sur les restrictions de signe et les restrictions narratives. Les projections locales sont estimées à l'aide de quatre décalages pour les variables de contrôle et pour chaque variable dépendante successive. Les zones ombrées indiquent les intervalles de confiance à 68 %, reflétant l'incertitude de l'échantillonnage autour des coefficients de régression estimés. Les fonctions de réponse impulsionnelle ne sont pas directement comparables aux réactions de la consommation agrégée de la zone euro présentées dans le corps du texte, qui sont estimées à partir d'un modèle différent et en utilisant des données pour l'ensemble de la zone euro.

La consommation de biens non durables réagit également négativement aux chocs d'incertitude, mais dans une moindre mesure que celle de biens durables. La réaction est néanmoins persistante, le niveau de consommation de biens non durables demeurant inférieur au niveau de base pendant plusieurs trimestres avant de se redresser progressivement après le choc initial. La consommation de services affiche une dynamique intéressante. La baisse à l'impact est

¹⁶ Cf. Jordà (2005).

relativement prononcée et persistante, suivie d'une reprise lente et relativement prolongée, en ligne avec la dynamique observée pour la consommation privée totale décrite dans le corps du texte.

Globalement, la reprise plus rapide des dépenses en biens durables par rapport aux biens non durables et aux services reflète probablement deux mécanismes qui se renforcent mutuellement. Premièrement, le report des achats durables génère une demande latente qui se libère rapidement une fois l'incertitude dissipée – une dynamique d'ajustement des stocks formalisée par Caballero (1991) et cohérente avec les indications d'une approche attentiste présentées dans Bloom (2009). Deuxièmement, les dépenses en biens durables sont fréquemment financées par le crédit à la consommation, et l'assouplissement des conditions financières qui accompagne souvent la dissipation d'un choc d'incertitude donne une impulsion supplémentaire à une reprise rapide des dépenses (Ludvigson, 1999). En revanche, les dépenses non réalisées dans les services – et en particulier dans les activités de loisirs – ne sont généralement pas effectuées une fois l'occasion passée, de sorte que la reprise dans les services est lente et étalée sur de nombreux trimestres (Carroll, 1997). Une dimension complémentaire de l'hétérogénéité s'inscrit dans la distinction entre dépenses de première nécessité et dépenses discrétionnaires, les ménages réduisant leurs dépenses à la fois pour les biens durables et pour les services (Andreolli *et al.*, 2025a, 2025b). Dans un contexte d'incertitude, les ménages donnent la priorité aux dépenses essentielles – la nourriture, les services collectifs, les soins de santé – tout en réduisant fortement les dépenses sur les postes discrétionnaires tels que l'hébergement, les loisirs et les services culturels ¹⁷.

5 Conclusions

L'incertitude élevée a des effets négatifs importants et persistants sur l'activité économique de la zone euro et amplifie les fluctuations du cycle d'activité. Les chocs d'incertitude pèsent lourdement sur l'investissement des entreprises, qui se contracte fortement à l'impact et reste faible pendant plusieurs trimestres. Cela est cohérent avec le mécanisme des options réelles, par lequel les entreprises reportent leurs décisions irréversibles en matière de dépenses en capital lorsqu'elles sont confrontées à une incertitude accrue quant à la demande future et aux conditions de la politique économique. La consommation privée réagit plus modérément, même si la réponse n'est pas négligeable – en particulier pour les dépenses en biens durables, qui affichent une contraction initiale plus forte mais une reprise plus rapide que les dépenses en biens non durables. Cela reflète la plus grande disposition des consommateurs à reporter les achats discrétionnaires importants, puis à les effectuer une fois l'incertitude dissipée.

Dans l'environnement actuel, l'incertitude demeure un facteur important de détermination des perspectives économiques dans la zone euro. Avec des mesures textuelles de l'incertitude géopolitique et de la politique commerciale qui se situent à des niveaux élevés – reflétant entre autres les conflits géopolitiques et les tensions commerciales – et compte tenu de l'impact persistant des chocs

¹⁷ Andreolli *et al.* (2025a, 2025b) montrent que les dépenses discrétionnaires (y compris en biens durables et à 35 % en services) déterminent effectivement l'essentiel du cycle de consommation agrégée, les catégories discrétionnaires enregistrant une contraction bien plus marquée que celles les biens de première nécessité à la suite de chocs macroéconomiques.

d'incertitude, il y a des raisons de penser que l'incertitude continuera de peser sur l'activité pendant le reste de l'année. L'une des principales conclusions de cette analyse est que les chocs d'incertitude n'affectent pas tous les types d'investissement de la même manière : l'investissement en actifs incorporels semble moins sensible à ces chocs. Dans la mesure où la part des actifs incorporels dans la composition de l'investissement continue de croître, la réaction agrégée de l'investissement aux chocs d'incertitude pourrait devenir plus modérée au fil du temps. Un tel changement de composition pourrait donc agir comme un stabilisateur progressif du cycle d'investissement, même si l'incertitude elle-même reste un déterminant important des fluctuations macroéconomiques. En tout état de cause, l'élargissement de la boîte à outils analytiques de la BCE – y compris l'analyse de scénarios fondée sur des modèles et les outils de prévision en temps réel – a renforcé la capacité de l'Eurosystème à suivre et à évaluer en temps réel l'impact de l'incertitude sur l'activité économique réelle.

Bibliographie

- Alfaro (I.), Bloom (N.) et Lin (X.) (2024), « *The finance uncertainty multiplier* », *Journal of Political Economy*, vol. 132, n° 2, février, p. 577-615.
- Andersson (M.), Bobasu (A.) et De Santis (R.A.) (2025), « *Quels sont les signaux économiques tirés des mesures de l'incertitude ?* », *Bulletin économique*, n° 8, BCE.
- Andreolli (M.), Rickard (N.) et Surico (P.) (2025a), « *Non-essential business cycles* », *Discussion Paper*, n° 19773, CEPR.
- Andreolli (M.), Rickard (N.), Surico (P.) et Vergeat (C.) (2025b), « *Discretionary spending is the cycle, and why it matters for monetary policy* », Forum de la BCE consacré à l'activité de banque centrale.
- Antolín-Díaz (J.) et Rubio-Ramírez (J.F.) (2018) « *Narrative sign restrictions for SVARs* », *American Economic Review*, vol. 108, n° 10, octobre, p. 2802-2829.
- Azqueta-Gavaldón (A.), Diakonova (M.), Ghirelli (C.) et Pérez (J.J.) (2026), « *Diverging signals from economic uncertainty measures: uncovering coherence through news narratives* », *Working Papers*, n° 2614, Banco de España.
- Baker (S.R.), Bloom (N.) et Davis (S.J.) (2016), « *Measuring economic policy uncertainty* », *The Quarterly Journal of Economics*, vol. 131, n° 4, novembre, p. 1593-1636.
- Bernanke (B.S.) (1983), « *Irreversibility, uncertainty, and cyclical investment* », *The Quarterly Journal of Economics*, vol. 98, n° 1, février, p. 85-106.
- Bloom (N.) (2009), « *The impact of uncertainty shocks* », *Econometrica*, vol. 77, n° 3, mai, p. 623-685.
- Bloom (N.) (2014), « *Fluctuations in uncertainty* », *Journal of Economic Perspectives*, vol. 28, n° 2, printemps, p. 153-176.

- Bobasu (A.) et Pierluigi (B.) (2026), « [Comment l'incertitude relative à la politique commerciale affecte-t-elle l'activité économique de la zone euro ?](#) », *Bulletin économique*, n° 2, BCE.
- Bobasu (A.), Quaglietti (L.) et Ricci (M.) (2024), « [Tracking global economic uncertainty: implications for the euro area](#) », *FMI Economic Review*, vol. 72, n° 2, juin, p. 820-857.
- Caballero (R.J.) (1991), « [Durable goods: an explanation for their slow adjustment](#) », *NBER Working Paper*, n° 3748, juin.
- Caldara (D.), Fuentes-Albero (C.), Gilchrist (S.) et Zakrajšek (E.) (2016), « [The macroeconomic impact of financial and uncertainty shocks](#) », *European Economic Review*, vol. 88, n° C, p. 185-207.
- Caldara (D.), Iacoviello (M.), Molligo (P.), Prestipino (A.) et Raffo (A.) (2020), « [The economic effects of trade policy uncertainty](#) », *Journal of Monetary Economics*, vol. 109, p. 38-59.
- Caldara (D.) et Iacoviello (M.), « [Measuring geopolitical risk](#) », *American Economic Review*, vol. 112, n° 4, avril, p. 1194-1225.
- Carroll (C.D.) (1997), « [Buffer-stock saving and the life cycle/permanent income hypothesis](#) », *The Quarterly Journal of Economics*, Président et membres du Conseil d'administration (Fellows) de l'université Harvard, vol. 112, n° 1, p. 1-55.
- Coibion (O.), Georgarakos (D.), Gorodnichenko (Y.), Kenny (G.) et Weber (M.) (2024), « [The effect of macroeconomic uncertainty on household spending](#) », *The American Economic Review*, vol. 114, n° 3, p. 645-677.
- Crouzet (N.) et Eberly (J.C.) (2026), « [R&D Uncertainty and Cycles](#) », *NBER Working Paper*, n° 34838, février.
- Dibiasi (A.), Mikosch (H.) et Sarferaz (S.) (2025), « [Uncertainty shocks, adjustment costs, and firm beliefs: Evidence from a representative survey](#) », *American Economic Journal: Macroeconomics*, vol. 17, n° 3, juillet, p. 36-73.
- Dixit (A.) et Pindyck (R.) (1994), « [Investment under uncertainty](#) », Princeton University Press.
- Gareis (J.) et Mayer (E.) (2023), « [Financial shocks and the relative dynamics of tangible and intangible investment: Evidence from the euro area](#) », *Macroeconomic Dynamics*, vol. 27, n°5, p. 1455-1480.
- Holló (D.), Kremer (M.) et Lo Duca (M.), « [CISS – a composite indicator of systemic stress in the financial system](#) », *Working Paper Series*, n° 1426, BCE.
- Jorda (Ò.) (2005), « [Estimation and inference of impulse responses by local projections](#) », *American Economic Review*, vol. 95, n° 1, p. 161-182.

Jurado (K.), Ludvigson (S.C.) et Ng (S.), « [Measuring uncertainty](#) », *American Economic Review*, vol. 105, n° 3, mars, p. 1177-1216.

Knight (F.H.) (1921), « [Risk, uncertainty and profit](#) », Houghton Mifflin Company, Boston et New York.

Ludvigson (S.) (1999), « [Consumption and credit: A model of time-varying liquidity constraints](#) », *The Review of Economics and Statistics*, vol. 81, n° 3, août, p. 434-447.

Mertens (K.) et Ravn (M.O.) (2013), « [The dynamic effects of personal and corporate income tax changes in the United States](#) », *American Economic Review*, vol. 103, n° 4, p. 1212-1247.

Namdar (J.), Modi (S.) et Blackhurst (J.) (2025), « [Diversify or concentrate? Supply chain responses to policy uncertainty](#) », *Journal of Supply Chain Management*, Institute for Supply Management, vol. 61, n° 1, janvier, p. 62-82.

Piffer (M.) et Podstawski (M.) (2018), « [Identifying uncertainty shocks using the price of gold](#) », *The Economic Journal*, vol. 128, n° 616, p. 3266-3284.

Staiger (D.) et Stock (J.H.) (1997), « [Instrumental variables regression with weak instruments](#) », *NBER Working Paper*, n° t0151.

Stock (J.H.) et Watson (M.W.) (2018), « [Identification and estimation of dynamic causal effects in macroeconomics using external instruments](#) », *The Economic Journal*, vol. 128, n° 610, p. 917-948.

Zhang (S.) (2026), « [Uncertainty shocks in an intangible economy](#) », *Journal of Economic Dynamics and Control*, vol. 182, n° C, 105230.

Statistiques

(disponible en anglais uniquement)

Statistics

Contents

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

Further information

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

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

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

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

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

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

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

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

Conventions used in the tables

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

Composition of euro area data

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

1 External environment

1.1 Main trading partners, GDP and CPI

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

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	14 761,3	14 234,3	7 804,4	3 115,3	3 240,2	1 652,3	943,2	638,2	74,4	-527,0	7 438,9	6 911,9
2024	15 346,3	14 694,1	8 094,7	3 279,2	3 231,0	1 644,3	941,4	638,8	89,3	-652,2	7 569,6	6 917,4
2025	15 907,9	15 330,3	8 380,8	3 430,2	3 390,5	1 703,3	971,3	709,1	128,8	-577,6	7 746,8	7 169,2
2025 Q2	3 959,9	3 811,1	2 085,2	851,2	838,0	422,9	241,2	172,1	36,7	-148,8	1 929,8	1 781,0
Q3	3 990,0	3 848,6	2 101,0	861,6	850,7	428,2	245,0	175,8	35,3	-141,4	1 934,6	1 793,2
Q4	4 033,5	3 894,2	2 123,3	876,8	862,5	435,8	248,4	176,5	31,7	-139,3	1 940,2	1 800,9
2026 Q1	4 050,0	3 919,5	2 147,6	878,0	865,4	433,7	250,3	179,7	28,5	-130,4	1 954,1	1 823,7
as percentage of GDP												
2025	100,0	96,4	52,7	21,6	21,3	10,7	6,1	4,5	0,8	-3,6	-	-
Chain-linked volumes (prices for the previous year)												
quarter-on-quarter percentage changes												
2025 Q2	0,0	0,2	0,3	0,4	-1,2	0,2	1,2	-7,5	-	-	-0,4	0,0
Q3	0,3	0,6	0,2	0,7	1,0	0,5	1,3	1,8	-	-	0,4	1,0
Q4	0,2	0,3	0,4	0,6	0,8	1,2	0,8	-0,2	-	-	0,0	0,3
2026 Q1	0,0	0,3	0,3	0,6	-0,3	-1,2	0,5	0,9	-	-	-0,4	0,3
annual percentage changes												
2023	0,4	0,1	0,5	1,4	2,6	1,2	3,0	5,8	-	-	-1,2	-2,0
2024	1,0	0,8	1,3	2,3	-2,2	-2,5	-1,7	-2,5	-	-	0,9	0,4
2025	1,2	2,0	1,4	1,4	2,9	1,2	2,0	8,7	-	-	1,9	3,5
2025 Q2	1,4	2,5	1,7	1,3	3,6	1,0	0,7	15,9	-	-	0,7	2,9
Q3	1,2	1,7	1,3	1,3	3,1	2,1	3,7	4,7	-	-	2,3	3,6
Q4	1,1	1,7	1,3	1,5	3,1	2,8	3,3	3,7	-	-	2,3	3,7
2026 Q1	0,5	1,5	1,1	2,3	0,3	0,6	3,8	-5,1	-	-	-0,3	1,7
contributions to quarter-on-quarter percentage changes in GDP; percentage points												
2025 Q2	0,0	0,2	0,1	0,1	-0,3	0,0	0,1	-0,4	0,3	-0,2	-	-
Q3	0,3	0,6	0,1	0,1	0,2	0,1	0,1	0,1	0,1	-0,3	-	-
Q4	0,2	0,3	0,2	0,1	0,2	0,1	0,0	0,0	-0,2	-0,1	-	-
2026 Q1	0,0	0,3	0,1	0,1	-0,1	-0,1	0,0	0,0	0,1	-0,3	-	-
contributions to annual percentage changes in GDP; percentage points												
2023	0,4	0,1	0,3	0,3	0,6	0,1	0,2	0,2	-1,1	0,4	-	-
2024	1,0	0,7	0,7	0,5	-0,5	-0,3	-0,1	-0,1	0,1	0,3	-	-
2025	1,2	1,9	0,7	0,3	0,6	0,1	0,1	0,4	0,2	-0,6	-	-
2025 Q2	1,4	2,4	0,9	0,3	0,8	0,1	0,0	0,6	0,4	-1,0	-	-
Q3	1,2	1,7	0,7	0,3	0,7	0,2	0,2	0,2	0,1	-0,5	-	-
Q4	1,1	1,6	0,7	0,3	0,7	0,3	0,2	0,2	0,0	-0,6	-	-
2026 Q1	0,5	1,4	0,6	0,5	0,1	0,1	0,2	-0,2	0,3	-0,9	-	-

Sources: Eurostat and ECB calculations.

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

2) Including acquisitions less disposals of valuables.

2 Economic activity

2.2 Value added by economic activity

(quarterly data seasonally adjusted; annual data unadjusted)

	Gross value added (basic prices)											Taxes less subsidies on products
	Total	Agriculture, forestry and fishing	Manufacturing energy and utilities	Construction	Trade, transport, accommodation and food services	Information and communication	Finance and insurance	Real estate	Professional, business and support services	Public administration, education, health and social work	Arts, entertainment and other services	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
Current prices (EUR billions)												
2023	13 352,5	225,2	2 637,4	713,9	2 490,0	703,1	604,5	1 482,6	1 614,0	2 468,3	413,4	1 408,9
2024	13 816,2	235,9	2 623,8	728,0	2 574,2	744,5	638,2	1 535,8	1 685,6	2 614,8	435,5	1 530,1
2025	14 288,5	247,2	2 677,4	759,6	2 651,5	782,0	657,8	1 567,4	1 748,5	2 745,3	451,8	1 619,4
2025 Q2	3 559,0	62,5	666,3	189,7	662,2	193,7	162,5	391,2	434,8	683,2	112,8	400,9
Q3	3 580,9	62,7	663,8	191,2	665,2	197,2	165,5	392,8	440,3	688,7	113,6	409,1
Q4	3 624,4	61,0	675,1	193,7	671,5	199,6	167,5	397,0	444,6	700,1	114,3	409,1
2026 Q1	3 633,2	59,7	669,6	193,8	677,3	200,0	171,5	398,7	446,2	701,3	115,0	416,8
as percentage of value added												
2025	100,0	1,7	18,7	5,3	18,6	5,5	4,6	11,0	12,2	19,2	3,2	-
Chain-linked volumes (prices for the previous year)												
quarter-on-quarter percentage changes												
2025 Q2	0,0	-0,2	-1,9	0,4	0,8	0,8	-0,7	0,4	0,5	0,4	0,3	0,0
Q3	0,4	0,3	0,9	0,0	0,1	1,4	0,1	0,0	0,4	0,2	0,0	0,0
Q4	0,2	0,4	-0,9	0,6	0,2	0,7	0,9	0,6	0,1	0,5	0,3	0,5
2026 Q1	-0,1	0,0	-0,6	-0,8	0,0	0,3	-0,1	0,3	0,2	0,0	0,2	0,5
annual percentage changes												
2023	0,7	-2,9	-1,7	1,8	-0,2	7,1	-2,9	2,2	1,8	1,0	3,7	-1,7
2024	1,0	0,3	0,1	-1,5	1,0	3,2	1,5	1,0	1,4	1,8	2,0	0,9
2025	1,2	2,0	1,1	0,6	1,5	3,9	0,1	0,9	1,0	1,2	0,3	1,5
2025 Q2	1,2	2,3	1,1	0,5	1,7	4,1	-0,3	1,0	0,7	1,2	0,8	2,6
Q3	1,2	2,2	0,7	1,2	1,6	4,2	0,1	0,9	1,2	1,1	-0,7	1,0
Q4	1,2	1,8	0,4	1,9	1,5	3,8	0,7	0,9	1,2	1,0	0,6	0,0
2026 Q1	0,5	0,4	-2,5	0,2	1,1	3,2	0,1	1,3	1,2	1,1	0,8	1,0
contributions to quarter-on-quarter percentage changes in value added; percentage points												
2025 Q2	0,0	0,0	-0,4	0,0	0,1	0,0	0,0	0,0	0,1	0,1	0,0	-
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	0,0	0,0	0,0	0,1	0,0	0,1	0,0	-
2026 Q1	-0,1	0,0	-0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	-
contributions to annual percentage changes in value added; percentage points												
2023	0,7	-0,1	-0,3	0,1	0,0	0,4	-0,1	0,2	0,2	0,2	0,1	-
2024	1,0	0,0	0,0	-0,1	0,2	0,2	0,1	0,1	0,2	0,3	0,1	-
2025	1,2	0,0	0,2	0,0	0,3	0,2	0,0	0,1	0,1	0,2	0,0	-
2025 Q2	1,2	0,0	0,2	0,0	0,3	0,2	0,0	0,1	0,1	0,2	0,0	-
Q3	1,2	0,0	0,1	0,1	0,3	0,2	0,0	0,1	0,1	0,2	0,0	-
Q4	1,2	0,0	0,1	0,1	0,3	0,2	0,0	0,1	0,1	0,2	0,0	-
2026 Q1	0,5	0,0	-0,5	0,0	0,2	0,2	0,0	0,1	0,1	0,2	0,0	-

Sources: Eurostat and ECB calculations.

2 Economic activity

2.3 Employment ¹⁾

(quarterly data seasonally adjusted; annual data unadjusted)

	Total	By employment status		By economic activity									
		Employ- ees	Self- employed	Agricul- ture forestry and fishing	Manufac- turing, energy and utilities	Const- ruction	Trade, transport, accom- modation and food services	Inform- ation and commu- nica- tion	Finance and in- surance	Real estate	Professional business and support services	Public adminis- tration, education, health and social work	Arts, enter- tainment and other services
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
Persons employed													
as a percentage of total persons employed													
2023	100,0	85,9	14,1	3,1	14,2	6,4	24,3	3,4	2,3	1,1	14,1	24,7	6,5
2024	100,0	85,9	14,1	3,0	14,1	6,4	24,3	3,4	2,3	1,0	14,1	24,8	6,5
2025	100,0	85,9	14,1	2,9	13,9	6,4	24,3	3,4	2,3	1,1	14,1	25,0	6,6
annual percentage changes													
2023	1,5	1,6	1,0	-1,1	0,8	1,6	2,0	3,8	0,8	1,9	1,8	1,3	1,8
2024	1,0	1,0	0,6	-1,6	0,3	1,1	1,0	2,2	1,6	-0,5	0,7	1,5	1,3
2025	0,8	0,7	1,0	-1,6	-0,4	1,2	0,7	0,0	1,3	2,4	1,0	1,4	1,4
2025 Q2	0,8	0,7	1,1	-1,9	-0,5	1,1	1,0	0,4	1,3	3,2	1,0	1,3	1,2
Q3	0,7	0,7	1,1	-1,5	-0,4	1,4	0,6	-0,3	1,4	2,5	0,9	1,3	1,4
Q4	0,7	0,6	1,3	-0,8	-0,5	1,5	0,5	-1,0	1,3	0,9	1,3	1,2	1,4
2026 Q1	0,6	0,4	1,5	-0,9	-0,2	1,9	0,4	-1,7	1,2	1,0	0,8	1,0	0,7
Hours worked													
as a percentage of total hours worked													
2023	100,0	81,9	18,1	3,9	14,7	7,3	25,1	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	25,1	3,7	2,4	1,1	14,1	22,1	5,9
2025	100,0	82,0	18,0	3,7	14,4	7,3	25,0	3,7	2,4	1,1	14,2	22,2	6,0
annual percentage changes													
2023	1,7	2,0	0,4	-1,8	1,0	1,5	2,1	4,0	0,9	1,6	2,2	1,8	2,5
2024	1,1	1,3	0,7	-1,0	0,2	1,0	1,1	2,4	1,7	0,1	1,4	1,8	1,7
2025	0,4	0,5	0,0	-2,3	-0,8	0,9	0,0	0,0	1,0	1,7	0,8	1,2	2,0
2025 Q2	0,3	0,4	0,0	-2,6	-1,1	1,1	0,2	0,2	0,8	2,3	0,6	0,9	2,0
Q3	0,7	0,7	0,8	-2,2	-0,2	1,4	0,5	-0,4	1,0	3,4	1,1	1,4	2,1
Q4	0,7	0,8	0,4	-1,5	-0,2	1,4	0,2	-0,3	1,6	-0,8	1,5	1,5	2,1
2026 Q1	0,5	0,5	0,8	-1,2	0,1	1,2	0,4	-1,8	0,7	0,7	0,8	1,2	0,7
Hours worked per person employed													
annual percentage changes													
2023	0,2	0,4	-0,6	-0,7	0,3	-0,1	0,1	0,2	0,1	-0,2	0,3	0,4	0,7
2024	0,2	0,2	0,0	0,6	-0,1	-0,1	0,1	0,2	0,1	0,6	0,6	0,3	0,4
2025	-0,4	-0,3	-1,0	-0,8	-0,4	-0,4	-0,6	-0,1	-0,4	-0,7	-0,2	-0,2	0,6
2025 Q2	-0,5	-0,3	-1,1	-0,6	-0,6	0,0	-0,8	-0,2	-0,4	-0,9	-0,3	-0,4	0,8
Q3	0,0	0,1	-0,3	-0,7	0,2	0,0	-0,1	0,0	-0,3	0,8	0,2	0,1	0,7
Q4	0,0	0,2	-0,8	-0,7	0,3	-0,1	-0,4	0,6	0,3	-1,7	0,1	0,3	0,7
2026 Q1	0,0	0,1	-0,7	-0,3	0,3	-0,7	0,0	-0,1	-0,6	-0,3	0,0	0,2	0,0

Sources: Eurostat and ECB calculations.

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

2 Economic activity

2.4 Labour force, unemployment and job vacancies

(seasonally adjusted, unless otherwise indicated)

	Labour force, millions	Under-employment, % of labour force	Unemployment ¹⁾											Job vacancy rate ³⁾
			Total		Long-term unemployment, % of labour force ²⁾	By age				By gender				
						Adult		Youth		Male		Female		
			Millions	% of labour force		Millions	% of labour force	Millions	% of labour force	Millions	% of labour force	% of total posts		
	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	172,769	2,9	11,295	6,6	2,4	8,990	5,7	2,305	14,5	5,711	6,2	5,584	6,9	3,0
2024	174,342	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	175,916	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 Q2	175,902	2,8	11,240	6,4	2,1	8,884	5,6	2,356	14,7	5,843	6,2	5,397	6,5	2,2
Q3	176,000	2,8	11,299	6,4	2,0	8,910	5,6	2,389	14,9	5,819	6,2	5,481	6,6	2,1
Q4	176,295	2,8	11,074	6,3	2,0	8,662	5,4	2,412	15,1	5,718	6,1	5,357	6,5	2,2
2026 Q1	176,393	2,8	11,044	6,3	2,0	8,641	5,4	2,403	15,1	5,641	6,0	5,403	6,5	2,3
2025 Dec.	-	-	11,087	6,3	-	8,696	5,4	2,391	15,1	5,740	6,1	5,347	6,5	-
2026 Jan.	-	-	11,058	6,3	-	8,674	5,4	2,384	15,0	5,716	6,1	5,341	6,5	-
Feb.	-	-	11,223	6,4	-	8,828	5,5	2,395	15,1	5,777	6,2	5,447	6,6	-
Mar.	-	-	11,136	6,3	-	8,759	5,4	2,377	15,1	5,722	6,1	5,414	6,5	-
Apr.	-	-	11,041	6,2	-	8,717	5,4	2,325	14,7	5,677	6,1	5,364	6,5	-
May	-	-	10,986	6,2	-	8,673	5,4	2,313	14,7	5,652	6,0	5,334	6,4	-

Sources: Eurostat and ECB calculations.

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

2) Not seasonally adjusted.

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

2.5 Short-term business statistics

	Industrial production						Construc- tion production	Retail sales				Services produc- tion ¹⁾	New passenger car regis- trations
	Total (excluding construction)		Main Industrial Groupings					Total	Food, beverages, tobacco	Non- food	Fuel		
	Total	Manu- facturing	Inter- mediate goods	Capital goods	Consumer goods	Energy							
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
% of total in 2021	100,0	88,7	32,4	33,2	22,5	11,9	100,0	100,0	38,1	54,4	7,5	100,0	100,0
annual percentage changes													
2023	-1,7	-1,3	-6,1	3,1	-1,0	-5,4	2,4	-1,9	-2,4	-1,2	-1,6	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	-0,1
2025	1,6	1,7	-0,7	1,1	5,4	1,0	2,2	2,4	1,4	3,2	2,4	2,1	1,1
2025 Q2	1,5	1,4	-1,4	1,0	5,6	1,7	2,5	3,1	2,1	3,8	4,1	2,2	-2,1
Q3	1,5	1,7	-0,7	1,0	5,0	0,6	2,6	1,9	0,9	2,9	1,6	2,5	6,4
Q4	1,9	1,9	0,5	2,7	2,4	1,4	2,0	2,3	1,3	3,0	1,8	0,9	3,9
2026 Q1	-1,7	-2,1	-1,5	1,3	-7,9	2,5	-2,8	1,9	1,2	2,8	0,7	0,8	3,7
2025 Dec.	2,2	2,6	1,3	5,5	-0,1	-0,8	0,7	2,0	1,5	2,4	1,9	0,7	0,4
2026 Jan.	-1,1	-2,2	-1,8	0,0	-5,3	5,8	-5,5	2,1	1,8	2,8	0,7	1,0	1,3
Feb.	-1,0	-1,1	-1,7	1,9	-5,3	1,3	-3,8	1,2	1,0	1,7	0,3	1,0	2,2
Mar.	-2,8	-3,0	-1,1	1,9	-12,4	0,0	-0,1	2,3	0,9	3,8	1,1	0,4	7,6
Apr.	0,4	0,4	0,6	3,4	-4,9	1,9	0,2	0,9	1,2	1,7	-5,0	1,8	5,0
May	-1,2	-1,3	1,2	2,6	-9,9	1,3	1,2	1,6	2,4	2,3	-4,6	.	7,0
month-on-month percentage changes (s.a.)													
2025 Dec.	-0,3	-0,4	0,0	-0,2	0,4	0,2	0,2	0,0	0,3	-0,3	0,3	0,3	-5,7
2026 Jan.	-1,1	-1,7	-1,2	-2,0	-4,2	4,1	-1,1	0,2	0,6	0,1	-1,1	0,8	-0,3
Feb.	0,3	0,8	0,5	1,0	1,2	-2,3	-0,4	-0,4	-0,4	-0,4	0,2	-0,3	2,2
Mar.	0,3	0,4	0,9	1,4	-4,0	-1,7	1,9	0,8	-0,1	1,5	0,9	0,1	2,4
Apr.	0,3	0,5	0,8	-0,3	1,6	-0,2	0,1	-0,3	0,8	-0,6	-3,6	0,7	0,1
May	-0,2	-0,4	-0,3	0,3	0,6	2,2	0,4	0,2	0,6	0,1	-0,5	.	0,6

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	118,3	14,3	60,1	-4,7	7,5	4,8	17,1	.
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 Q3	95,9	-9,9	77,8	-13,6	-2,9	-6,7	3,8	89,9
Q4	97,1	-8,5	77,9	-12,9	-1,5	-6,5	4,9	89,9
2026 Q1	97,8	-7,1	78,0	-13,7	-1,9	-6,4	5,3	89,7
Q2	94,0	-7,8	78,2	-19,1	-3,8	-10,2	2,5	89,8
2026 Jan.	99,0	-6,9	78,0	-12,5	-1,3	-6,1	6,5	89,7
Feb.	98,0	-7,3	.	-12,4	-2,2	-5,4	4,6	.
Mar.	96,4	-7,0	.	-16,3	-2,2	-7,6	4,7	.
Apr.	93,3	-7,6	78,2	-20,5	-2,9	-10,0	1,6	89,8
May	93,7	-7,9	.	-19,0	-3,9	-10,9	2,6	.
June	95,0	-7,7	.	-17,7	-4,5	-9,7	3,2	.

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	14,1	84,4	1,3	1,9	2,5	4,0	1,6	37,6	6,3	68,5	1,9	3,4	0,9
2024	14,9	81,4	2,3	2,2	-7,5	5,6	4,7	36,0	4,6	67,0	1,9	1,0	1,0
2025	14,7	81,2	0,9	2,6	2,9	4,9	4,5	35,9	4,3	65,4	2,2	6,6	1,5
2025 Q2	14,9	81,4	1,3	2,7	2,0	5,5	5,2	35,8	4,1	66,3	2,7	10,8	1,7
Q3	14,8	81,3	0,4	2,6	4,3	4,9	4,8	35,8	4,3	65,9	2,4	5,9	1,6
Q4	14,7	81,2	1,0	2,6	6,7	4,9	4,5	35,9	4,3	65,4	2,2	1,8	1,5
2026 Q1	14,5	81,0	0,7	2,8	4,3	3,9	3,2	35,7	4,5	65,5	2,2	1,1	1,5

Sources: ECB and Eurostat.

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

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

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

4) Defined as consolidated loans and debt securities liabilities.

2 Economic activity

2.8 Euro area balance of payments, current and capital accounts

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

	Current account											Capital account ¹⁾	
	Total			Goods		Services		Primary income		Secondary income			
	Credit 1	Debit 2	Balance 3	Credit 4	Debit 5	Credit 6	Debit 7	Credit 8	Debit 9	Credit 10	Debit 11	Credit 12	Debit 13
2025 Q2	1 505,4	1 427,8	77,6	719,4	633,6	390,7	355,2	346,2	344,0	49,1	94,9	20,0	19,9
Q3	1 483,9	1 427,0	56,9	723,7	633,1	387,6	358,1	323,8	339,7	48,8	96,1	24,5	22,3
Q4	1 495,4	1 432,4	63,0	712,7	636,7	391,2	345,6	343,2	346,7	48,3	103,5	42,2	20,5
2026 Q1	1 526,6	1 448,7	78,0	714,1	653,2	405,8	367,6	356,4	326,2	50,4	101,6	37,0	26,8
2025 Dec.	498,0	479,3	18,8	239,7	220,1	129,0	114,1	113,6	111,5	15,7	33,5	22,1	10,6
2026 Jan.	505,0	466,2	38,8	234,4	205,0	135,6	121,3	118,2	106,4	16,8	33,5	15,2	13,7
Feb.	512,5	487,3	25,2	240,3	219,2	135,2	124,3	119,8	110,4	17,2	33,4	10,4	8,2
Mar.	509,2	495,1	14,1	239,3	228,9	135,1	122,1	118,4	109,4	16,4	34,6	11,4	4,9
Apr.	523,1	505,6	17,5	252,1	233,9	136,0	120,9	118,3	118,6	16,6	32,2	6,7	3,8
May	525,0	499,9	25,1	251,5	235,6	137,9	123,6	120,4	108,0	15,2	32,7	7,3	5,5
12-month cumulated transactions													
2026 May	6 054,1	5 782,5	271,6	2 892,3	2 606,7	1 590,0	1 432,9	1 376,0	1 345,1	195,8	397,9	124,8	86,1
12-month cumulated transactions as a percentage of GDP													
2026 May	37,8	36,1	1,7	18,0	16,3	9,9	8,9	8,6	8,4	1,2	2,5	0,8	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.)					
	Exports	Imports	Total				Memo item:	Total				Memo items:	
			Total	Intermediate goods	Capital goods	Consumption goods	Manu- facturing	Total	Intermediate goods	Capital goods	Consumption goods	Manu- facturing	Oil
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
Values (EUR billions; annual percentage changes for columns 1 and 2)													
2025 Q2	-0,1	1,9	721,9	337,3	138,7	228,9	600,4	693,9	382,1	118,3	177,1	506,8	59,9
Q3	1,4	2,4	724,6	339,8	146,0	222,6	601,0	695,6	379,7	121,3	177,4	511,8	64,6
Q4	0,3	0,4	719,7	332,1	145,0	223,8	592,9	692,9	375,0	124,1	173,9	516,5	57,6
2026 Q1	-6,3	-0,7	724,9	341,9	144,4	220,2	588,7	709,1	389,0	127,6	177,2	519,7	64,5
2025 Dec.	3,5	4,9	242,3	111,3	49,4	75,0	199,6	233,9	126,2	42,0	59,3	175,1	19,7
2026 Jan.	-7,4	-7,0	238,0	112,2	47,3	73,2	194,7	227,6	122,8	41,5	57,7	169,3	18,9
Feb.	-6,7	-2,1	240,2	113,0	47,8	73,3	196,1	234,3	129,6	41,9	58,4	172,7	19,3
Mar.	-4,9	6,5	246,7	116,8	49,3	73,8	198,0	247,2	136,6	44,2	61,1	177,7	26,3
Apr.	4,9	9,4	254,3	122,4	50,1	75,1	204,8	253,4	142,9	44,5	60,1	177,2	31,6
May	0,1	10,0	255,7	.	.	.	204,8	260,6	.	.	.	178,9	.
Volume indices (2000 = 100; annual percentage changes for columns 1 and 2)													
2025 Q2	-2,8	1,3	93,6	86,7	89,6	108,6	93,5	100,8	95,3	101,5	110,7	101,3	135,7
Q3	0,1	3,4	94,6	87,4	95,1	105,7	94,9	102,0	96,5	104,4	111,1	102,6	140,7
Q4	-0,9	2,8	92,3	84,1	91,7	105,6	91,8	102,3	95,5	106,6	109,9	103,8	141,1
2026 Q1	-5,4	1,2	92,2	84,7	92,6	104,4	90,8	101,6	94,9	106,8	110,5	103,2	145,0
2025 Nov.	-4,7	2,3	93,6	85,6	91,9	106,7	93,0	104,5	97,2	108,5	112,6	105,0	143,6
Dec.	2,7	8,9	90,9	82,5	91,2	104,5	90,6	103,0	96,3	106,0	111,2	105,5	146,2
2026 Jan.	-7,1	-3,6	91,1	82,9	92,1	104,7	90,9	99,3	91,0	103,2	108,5	100,8	139,5
Feb.	-5,0	0,7	92,8	86,0	92,8	104,9	91,8	101,9	95,6	106,3	109,4	103,3	144,8
Mar.	-4,2	6,2	92,6	85,1	92,9	103,6	89,7	103,6	98,1	110,9	113,5	105,4	150,6
Apr.	2,2	2,6	95,1	89,1	94,2	105,1	93,7	102,3	96,0	109,8	111,1	103,8	146,1

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	Unpro- cessed food	Non- energy indus- trial goods	Energy (n.s.a.)	Services	Total HICP excluding adminis- tered prices	Adminis- tered prices	
		Total	Total excluding food and energy											
		1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
% of total in 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 Q3	100,4	2,1	2,3	1,2	3,2	0,6	0,8	1,1	0,3	0,3	0,8	2,0	2,7	
Q4	100,6	2,1	2,4	0,9	3,4	0,5	0,4	0,3	0,0	-0,1	0,9	2,0	2,3	
2026 Q1	100,9	2,0	2,3	1,0	3,3	0,8	0,1	1,8	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	0,7	0,3	6,3	0,8	3,0	3,2	
2026 Jan.	100,1	1,7	2,2	0,4	3,2	0,2	0,1	0,7	0,1	0,8	0,1	1,6	1,8	
Feb.	100,7	1,9	2,4	0,7	3,3	0,3	-0,1	0,7	0,2	0,6	0,4	1,8	2,4	
Mar.	102,0	2,6	2,3	2,0	3,2	0,8	0,1	0,3	0,0	7,0	0,2	2,6	2,5	
Apr.	103,0	3,0	2,2	3,1	3,0	0,5	0,0	0,7	0,2	3,0	0,3	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	0,2	3,2	3,2	
June	103,0	2,8	2,4	2,3	3,2	-0,1	0,0	-0,5	-0,1	-1,8	0,2	2,7	3,3	
		Goods						Services						
	Food (including alcoholic beverages and tobacco)			Industrial goods			Housing		Transport	Communi- cation	Recreation and personal care	Miscel- laneous		
	Total	Processed food	Unpro- cessed food	Total	Non- energy industrial goods	Energy	Total	Rents						
	14	15	16	17	18	19	20	21	22	23	24	25		
% of total in 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 Q3	3,1	2,8	4,2	0,1	0,7	-1,6	3,2	2,9	3,7	-0,9	3,2	3,8		
Q4	2,5	2,3	3,0	0,1	0,5	-1,1	3,2	3,0	3,7	0,6	3,7	3,7		
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		
2026 Jan.	2,6	2,0	4,2	-0,9	0,4	-4,0	3,2	3,0	2,7	0,0	3,8	3,3		
Feb.	2,5	1,8	4,6	-0,4	0,7	-3,1	3,1	2,8	3,4	0,1	4,0	3,2		
Mar.	2,4	1,7	4,2	1,8	0,5	5,1	3,1	2,7	3,5	0,4	3,6	3,2		
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		

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⁾										Construc- tion ²⁾	Residential property prices	Experimental indicator of commercial property prices ³⁾
	Total (index: 2021 = 100)	Total		Industry excluding construction and energy					Energy				
		Total	Manu- facturing	Total	Inter- mediate goods	Capital goods	Consumer goods						
							Total	Food, beverages and tobacco		Non- food			
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
% of total in 2021	100,0	100,0	77,8	72,3	30,9	19,3	22,2	15,7	6,5	27,7			
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 Q2	123,5	0,6	-0,1	1,1	0,2	1,7	2,3	2,1	1,4	-0,4	0,6	5,3	3,3
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	1,9
2026 Q1	126,5	-1,1	1,4	1,2	1,6	1,6	1,3	-0,2	1,7	-5,7	2,0	4,7	.
2025 Dec.	124,7	-2,0	0,3	1,0	0,8	1,7	1,9	0,6	1,8	-8,4	-	-	-
2026 Jan.	125,6	-2,1	0,2	1,2	1,5	1,6	1,4	0,1	1,6	-8,9	-	-	-
Feb.	124,8	-3,0	0,3	1,1	1,3	1,6	1,2	-0,2	1,7	-11,7	-	-	-
Mar.	129,0	2,0	3,7	1,4	2,0	1,7	1,1	-0,5	1,7	4,0	-	-	-
Apr.	129,9	5,0	6,1	2,3	3,9	2,2	0,8	-0,8	1,9	12,5	-	-	-
May	130,1	5,9	6,2	2,8	5,5	2,2	0,7	-1,0	2,1	14,0	-	-	-

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 columns 1 to 12 include Bulgaria.

3.3 Commodity prices and GDP deflators

(annual percentage changes, unless otherwise indicated)

	GDP deflators								Oil prices (Brent spot, US Dollar)	Non-energy commodity prices (EUR)					
	Total (s.a.; index: 2020 100) =	Total	Domestic demand				Exports ¹⁾	Imports ¹⁾		Import-weighted ²⁾			Use-weighted ²⁾		
			Total	Private consumption	Government consumption	Gross fixed capital formation				Total	Food	Non-food	Total	Food	Non-food
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15
% of total										100,0	45,5	54,6	100,0	50,4	49,6
2023	114,1	6,2	4,8	6,3	3,8	4,1	0,7	-2,1	83,7	-13,0	-13,7	-12,3	-13,7	-14,0	-13,4
2024	117,4	2,9	2,4	2,4	2,9	2,0	0,8	-0,3	82,0	2,9	2,8	3,0	3,9	4,3	3,5
2025	120,2	2,4	2,3	2,1	3,1	2,0	0,4	0,1	69,9	-0,6	0,2	-1,2	-1,1	-0,6	-1,6
2025 Q3	120,4	2,4	2,3	2,2	2,9	1,9	-0,1	-0,5	69,9	-1,9	-1,9	-1,9	-3,0	-3,2	-2,9
Q4	121,4	2,6	2,5	2,4	3,5	2,0	-0,4	-1,0	64,3	-4,8	-9,5	-0,8	-7,3	-11,7	-2,8
2026 Q1	121,9	2,4	1,9	2,3	2,1	2,1	0,5	-0,5	82,9	-6,7	-17,3	2,8	-8,0	-14,5	-0,9
Q2	.	.	.	.	.	.	.	.	109,4	6,2	-5,8	16,7	5,3	-3,3	14,4
2026 Jan.	-	-	-	-	-	-	-	-	68,2	-4,2	-18,5	8,8	-6,7	-16,9	4,5
Feb.	-	-	-	-	-	-	-	-	73,3	-12,4	-21,6	-4,1	-13,3	-18,4	-7,9
Mar.	-	-	-	-	-	-	-	-	105,7	-3,2	-11,5	4,0	-3,5	-7,7	0,8
Apr.	-	-	-	-	-	-	-	-	133,1	4,4	-8,4	15,9	3,9	-4,5	13,1
May	-	-	-	-	-	-	-	-	111,7	6,5	-7,0	18,6	5,9	-3,4	15,9
June	-	-	-	-	-	-	-	-	86,0	7,6	-1,8	15,5	6,0	-2,0	14,1

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	46,2	47,1	23,8	38,4	63,9
2023	9,0	28,8	19,6	15,0	75,6
2024	6,1	14,6	15,1	4,7	55,9
2025	9,0	16,9	13,9	4,7	48,9
2025 Q3	8,0	16,7	13,4	3,0	48,0
Q4	10,2	17,7	13,6	7,9	48,4
2026 Q1	14,4	18,5	14,3	8,8	46,7
Q2	26,2	27,5	15,8	16,7	56,5
2026 Jan.	11,1	17,1	14,2	8,7	46,9
Feb.	12,3	17,8	13,9	6,7	45,8
Mar.	19,7	20,6	14,7	11,1	47,5
Apr.	29,7	27,9	17,1	19,2	56,5
May	26,7	27,4	16,0	17,2	57,4
June	22,3	27,2	14,1	13,5	55,5

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

3.5 Labour cost indices

(annual percentage changes, unless otherwise indicated)

	Total (index: 2020=100)	Total	By component		For selected economic activities		Memo Indicator negotiated wages ¹⁾	item: of
			Wages and salaries	Employers' social contributions	Business economy	Mainly non-business economy		
	1	2	3	4	5	6	7	
% of total in 2020	100,0	100,0	75,3	24,7	69,0	31,0		
2023	110,7	4,8	4,6	5,4	5,1	4,1		4,3
2024	115,9	4,7	4,8	4,6	4,8	4,6		4,6
2025	120,2	3,6	3,5	4,0	3,8	3,3		2,8
2025 Q2	124,7	4,1	4,1	4,2	4,4	3,3		4,0
Q3	116,2	3,5	3,3	4,1	3,5	3,5		1,9
Q4	127,1	3,4	3,1	4,3	3,2	3,7		2,9
2026 Q1	116,2	3,2	3,4	2,9	3,2	3,3		2,5

Sources: Eurostat and ECB calculations.

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

3 Prices and costs

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

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

	Total (index: 2020 =100)	Total	By economic activity									
			Agriculture, forestry and fishing	Manu- facturing, energy and utilities	Con- struction	Trade, transport, accom- modation and food services	Information and commu- nication	Finance and insurance	Real estate	Professional, business and support services	Public ad- ministration, education, health and social work	Arts, enter- tainment and other services
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
Unit labor costs												
2023	109,5	6,5	6,7	8,4	4,7	7,8	1,3	10,5	3,1	6,0	5,1	3,5
2024	114,4	4,5	3,3	4,6	7,0	4,3	2,9	4,6	2,1	4,0	4,5	4,4
2025	118,3	3,4	0,6	2,1	4,6	3,0	0,4	4,6	4,7	3,9	4,4	4,8
2025 Q2	117,7	3,4	0,1	2,2	5,4	2,8	0,3	5,4	5,0	4,8	4,2	4,6
Q3	118,6	3,5	0,4	2,9	4,1	2,9	0,2	4,5	5,6	3,6	4,1	6,3
Q4	119,6	3,4	0,8	2,6	2,9	2,6	-0,6	4,3	4,1	3,2	4,8	4,0
2026 Q1	120,4	3,6	2,1	5,7	4,7	2,9	-0,8	4,5	4,0	3,2	3,4	3,9
Compensation per employee												
2023	115,0	5,3	4,7	5,8	4,9	5,5	4,4	6,5	3,5	6,0	4,8	5,4
2024	120,3	4,5	5,3	4,4	4,2	4,3	3,9	4,4	3,6	4,7	4,8	5,1
2025	124,9	3,9	4,3	3,7	4,0	3,8	4,2	3,3	3,1	3,9	4,2	3,6
2025 Q2	124,4	4,0	4,4	3,9	4,8	3,6	4,0	3,8	2,7	4,5	4,1	4,2
Q3	125,6	4,0	4,2	4,1	3,9	3,9	4,7	3,1	3,8	3,9	4,0	4,2
Q4	126,7	3,8	3,5	3,6	3,3	3,6	4,2	3,6	4,1	3,0	4,6	3,2
2026 Q1	127,5	3,5	3,4	3,2	3,0	3,7	4,2	3,4	4,3	3,6	3,4	4,1
Labour productivity per person employed												
2023	105,0	-1,1	-1,9	-2,4	0,2	-2,1	3,1	-3,6	0,4	0,0	-0,3	1,9
2024	105,1	0,1	1,9	-0,2	-2,6	0,0	1,0	-0,1	1,5	0,7	0,3	0,7
2025	105,6	0,5	3,6	1,6	-0,6	0,8	3,8	-1,2	-1,5	0,0	-0,2	-1,1
2025 Q2	105,7	0,6	4,3	1,6	-0,6	0,7	3,7	-1,6	-2,2	-0,2	-0,1	-0,4
Q3	105,8	0,5	3,8	1,1	-0,2	1,0	4,5	-1,3	-1,6	0,3	-0,1	-2,1
Q4	105,8	0,3	2,7	0,9	0,3	1,0	4,8	-0,6	0,0	-0,2	-0,2	-0,8
2026 Q1	105,8	-0,1	1,3	-2,3	-1,6	0,7	5,1	-1,1	0,2	0,4	0,1	0,1
Compensation per hour worked												
2023	108,8	4,9	4,4	5,5	4,5	5,1	4,3	6,2	3,6	5,4	4,3	4,6
2024	113,4	4,3	5,0	4,4	4,4	4,1	3,8	4,3	3,2	3,8	4,5	4,8
2025	118,1	4,1	4,5	4,1	4,2	4,2	4,4	3,8	4,4	4,2	4,3	3,0
2025 Q2	117,4	4,3	4,3	4,4	4,4	4,0	4,2	4,2	4,0	5,0	4,5	3,5
Q3	118,3	3,9	5,0	3,8	3,9	3,7	5,1	3,7	4,4	4,0	3,9	3,7
Q4	118,9	3,6	3,5	3,2	3,4	3,9	3,7	3,3	6,1	2,7	4,2	2,2
2026 Q1	120,0	3,4	3,8	3,0	3,9	3,7	4,4	3,9	4,8	3,4	3,1	3,9
Hourly labour productivity												
2023	99,1	-1,3	-1,2	-2,7	0,3	-2,2	2,9	-3,7	0,6	-0,3	-0,7	1,2
2024	99,0	-0,1	1,3	-0,1	-2,5	-0,1	0,8	-0,2	0,9	0,1	0,0	0,2
2025	99,8	0,8	4,4	2,0	-0,3	1,4	3,9	-0,9	-0,8	0,2	0,0	-1,6
2025 Q2	99,7	1,0	5,0	2,2	-0,6	1,5	3,9	-1,2	-1,3	0,1	0,3	-1,2
Q3	99,7	0,5	4,5	1,0	-0,2	1,1	4,5	-0,9	-2,5	0,1	-0,2	-2,7
Q4	99,4	0,3	3,4	0,6	0,5	1,4	4,1	-0,9	1,8	-0,3	-0,5	-1,4
2026 Q1	99,6	0,0	1,6	-2,6	-0,9	0,8	5,2	-0,5	0,5	0,4	-0,1	0,2

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 Jan.	1,93	1,96	2,03	2,14	2,25	3,66	0,73
Feb.	1,93	1,95	2,01	2,14	2,22	3,67	0,73
Mar.	1,93	1,93	2,11	2,32	2,57	3,65	0,73
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

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 Jan.	1,97	1,98	2,05	2,38	2,90	0,92	0,82	1,21	2,03	2,22	2,97	3,77
Feb.	1,96	1,95	1,98	2,23	2,73	0,78	0,52	1,09	1,96	2,08	2,74	3,59
Mar.	2,09	2,50	2,59	2,69	3,07	0,58	0,71	1,20	2,74	2,63	3,04	3,75
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

Source: ECB calculations.

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

2) ECB calculations based on underlying data provided by Euro MTS Ltd and ratings provided by Fitch Ratings.

4.3 Stock market indices

(index levels in points; period averages)

	Dow Jones EURO STOXX Indices												United States	Japan
	Benchmark		Main industry indices											
	Broad index	50	Basic materials	Consumer services	Consumer goods	Oil and gas	Financials	Industrials	Technology	Utilities	Telecoms	Health care	Standard & Poor's 500	Nikkei 225
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
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 Jan. Feb. Mar. Apr. May June	628,1	5 951,6	940,4	271,3	150,5	162,5	385,3	1 281,0	1 284,1	526,6	343,5	908,5	6 929,1	53 077,3
	640,9	6 051,7	1 028,4	262,6	162,5	184,9	388,5	1 294,1	1 265,9	559,5	390,5	903,5	6 893,8	56 480,9
	606,2	5 693,8	978,4	237,0	154,6	201,2	358,9	1 194,9	1 213,6	561,9	402,5	821,8	6 654,4	53 964,9
	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
	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
	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

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					
	Overnight	Redeemable at notice of up to 3 months	With an agreed maturity of:				By initial period of rate fixation		APRC ³⁾		By initial period of rate fixation				APRC ³⁾	Composite cost-of-borrowing indicator
			Up to 2 years	Over 2 years			Floating rate and up to 1 year	Over 1 year			Floating rate and up to 1 year	Over 1 and up to 5 years	Over 5 and up to 10 years	Over 10 years		
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16
2025 June	0,27	1,44	1,78	2,19	7,40	16,48	6,68	7,47	8,17	4,10	3,61	3,41	3,47	3,12	3,58	3,30
July	0,25	1,43	1,74	2,19	7,28	16,44	6,68	7,53	8,18	4,11	3,56	3,38	3,45	3,12	3,57	3,28
Aug.	0,25	1,22	1,72	2,16	7,28	16,40	7,12	7,54	8,25	4,15	3,59	3,40	3,46	3,18	3,62	3,31
Sep.	0,25	1,21	1,76	2,14	7,34	16,42	6,75	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	16,41	6,19	7,45	8,07	4,17	3,53	3,35	3,48	3,15	3,58	3,30
Dec.	0,25	1,22	1,78	2,27	7,23	16,42	6,36	7,24	7,91	4,01	3,55	3,37	3,48	3,13	3,59	3,32
2026 Jan.	0,25	1,23	1,79	2,30	7,27	16,49	7,17	7,62	8,37	4,13	3,51	3,37	3,51	3,23	3,65	3,35
Feb.	0,25	1,17	1,80	2,24	7,26	16,42	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	16,47	7,02	7,50	8,16	4,12	3,50	3,35	3,52	3,24	3,64	3,35
Apr.	0,26	1,17	1,88	2,40	7,23	16,44	7,11	7,65	8,34	4,30	3,56	3,43	3,61	3,31	3,72	3,44
May ^(a)	0,27	1,17	1,93	2,36	7,19	16,42	7,15	7,66	8,42	4,38	3,60	3,47	3,65	3,32	3,76	3,48

Source: ECB.

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

2) Including non-profit institutions serving households.

3) Annual percentage rate of charge (APRC).

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

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

	Deposits			Revolving loans and overdrafts	Other loans by size and initial period of rate fixation									Composite cost-of-borrowing indicator
	Over-night	With an agreed maturity of:			Up to EUR 0.25 million			over EUR 0.25 and up to 1 million			over EUR 1 million			
		Up 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 June	0,53	1,93	2,58	3,82	3,70	4,19	4,89	3,54	3,40	3,63	3,29	3,41	3,54	3,61
July	0,51	1,88	2,49	3,68	3,52	4,06	4,76	3,55	3,41	3,61	3,24	3,41	3,47	3,52
Aug.	0,51	1,88	2,29	3,65	3,59	4,04	4,75	3,54	3,41	3,64	3,07	3,35	3,63	3,46
Sep.	0,52	1,90	2,30	3,69	3,59	4,11	4,90	3,50	3,37	3,62	3,14	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	3,64	3,67	4,18	4,88	3,49	3,44	3,59	3,15	3,33	3,55	3,50
Dec.	0,52	1,94	2,48	3,68	3,65	4,09	4,82	3,53	3,40	3,64	3,31	3,54	3,60	3,57
2026 Jan.	0,52	1,90	2,42	3,68	3,59	4,07	4,71	3,58	3,40	3,71	3,30	3,45	3,57	3,57
Feb.	0,52	1,90	2,36	3,66	3,66	4,14	4,80	3,55	3,42	3,70	3,19	3,16	3,62	3,51
Mar.	0,54	1,95	2,52	3,67	3,64	4,30	4,83	3,55	3,52	3,71	3,29	3,62	3,59	3,60
Apr.	0,54	1,99	2,72	3,70	3,70	4,33	4,84	3,60	3,59	3,81	3,31	3,50	3,68	3,62
May ^(a)	0,53	2,03	2,61	3,72	3,78	4,47	5,05	3,64	3,74	3,88	3,28	3,57	3,74	3,64

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
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
Short-term														
2023	1 575,2	623,6	164,6	104,6	85,2	701,8	659,1	537,2	242,2	117,8	91,3	48,7	128,5	104,6
2024	1 599,7	581,0	206,1	121,2	70,8	741,8	674,7	517,2	206,4	133,5	104,2	40,1	137,2	110,1
2025	1 616,6	576,2	217,2	135,6	77,3	745,8	662,7	555,5	227,0	151,9	123,8	42,0	134,6	107,8
2026 Jan.	1 685,9	606,8	215,7	125,5	88,8	774,6	672,7	626,5	251,2	162,8	127,6	45,1	167,4	138,7
Feb.	1 689,4	623,6	220,4	127,6	92,2	753,2	659,4	558,1	231,4	153,4	124,9	41,3	132,1	99,8
Mar.	1 666,4	581,2	220,8	130,2	90,7	773,7	682,6	626,8	234,8	174,6	144,9	48,2	169,2	144,3
Apr.	1 665,9	578,6	200,9	109,9	100,5	786,0	700,2	629,9	222,4	171,2	134,8	62,4	173,8	144,8
May	1 679,1	583,0	203,5	108,3	97,1	795,5	710,1	593,6	218,3	171,7	130,2	53,2	150,4	123,9
June	1 722,0	620,9	203,4	101,4	90,3	807,4	726,3	637,4	252,1	183,6	138,3	52,2	149,5	132,1
Long-term														
2023	19 445,4	4 456,3	3 255,6	1 429,7	1 544,6	10 188,9	9 449,7	322,0	93,4	68,3	31,0	21,2	139,2	130,7
2024	20 554,6	4 773,9	3 528,6	1 524,1	1 644,8	10 607,3	9 835,4	351,0	89,2	86,1	35,2	27,0	148,7	138,0
2025	21 434,3	4 890,5	3 785,7	1 691,8	1 745,1	11 012,9	10 220,2	384,6	93,2	102,6	44,6	31,1	157,8	146,7
2026 Jan.	21 749,5	4 947,3	3 790,0	1 685,5	1 768,0	11 244,2	10 430,3	537,8	146,7	91,4	29,5	36,5	263,2	236,0
Feb.	22 006,5	4 992,8	3 817,1	1 690,0	1 779,8	11 416,7	10 590,0	387,9	88,5	88,0	32,8	23,1	188,3	174,5
Mar.	21 703,5	4 941,0	3 808,5	1 709,6	1 736,9	11 217,1	10 400,6	444,1	113,5	128,5	62,8	20,9	181,2	163,9
Apr.	21 791,0	5 006,1	3 826,5	1 714,8	1 753,4	11 205,0	10 388,2	440,0	130,7	93,8	36,2	34,1	181,3	170,8
May	22 038,0	5 047,8	3 876,9	1 733,8	1 779,6	11 333,7	10 505,2	439,7	113,6	103,6	37,2	45,2	177,4	164,9
June	22 345,1	5 127,8	3 917,6	1 750,3	1 802,2	11 497,6	10 652,5	479,9	136,1	103,8	37,6	42,4	197,7	181,1

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	21 020,5	5 079,9	3 420,2	1 534,3	1 629,9	10 890,6	10 108,8	9 642,3	625,3	1 386,1	7 630,4
2024	22 154,3	5 354,9	3 734,7	1 645,3	1 715,6	11 349,0	10 510,1	10 143,4	753,4	1 581,0	7 808,6
2025	23 050,9	5 466,7	4 002,9	1 827,4	1 822,5	11 758,8	10 882,9	11 700,9	1 315,7	1 847,8	8 536,9
2026 Jan.	23 435,4	5 554,2	4 005,7	1 811,0	1 856,8	12 018,7	11 103,0	11 940,9	1 363,8	1 826,7	8 749,8
Feb.	23 695,9	5 616,4	4 037,5	1 817,5	1 872,1	12 169,9	11 249,4	12 295,8	1 320,4	1 874,3	9 100,6
Mar.	23 369,9	5 522,2	4 029,3	1 839,8	1 827,6	11 990,8	11 083,2	11 328,2	1 177,3	1 769,4	8 381,0
Apr.	23 457,0	5 584,6	4 027,4	1 824,7	1 853,9	11 991,0	11 088,4	11 920,7	1 269,2	1 835,0	8 816,0
May	23 717,1	5 630,8	4 080,4	1 842,2	1 876,7	12 129,2	11 215,3	12 301,1	1 328,5	1 841,6	9 130,7
June	24 067,1	5 748,6	4 121,0	1 851,8	1 892,5	12 305,0	11 378,8	12 605,8	1 424,1	1 926,3	9 255,0
Growth rate ¹⁾											
2025 Nov.	5,5	4,0	9,9	11,7	4,1	5,0	4,8	0,0	0,4	-0,7	0,1
Dec.	5,3	3,3	10,3	12,4	4,0	4,9	4,8	0,1	2,9	-1,7	0,1
2026 Jan.	5,5	3,3	9,9	11,2	4,7	5,3	5,0	0,0	2,6	-1,9	0,0
Feb.	5,4	3,8	9,5	10,7	4,8	5,0	4,8	0,0	2,3	-1,9	0,1
Mar.	5,5	3,0	9,5	10,6	4,3	5,5	5,4	0,2	2,3	-1,6	0,3
Apr.	5,5	5,1	8,5	8,7	4,6	4,9	4,9	0,1	1,6	-2,4	0,4
May	5,3	4,0	8,4	9,4	3,5	5,2	5,2	0,0	1,6	-2,6	0,4
June	5,6	4,9	7,6	6,8	3,7	5,5	5,4	0,2	1,1	-2,2	0,6

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	93,6	98,0	89,0	65,0	87,1	122,1	94,0
2024	98,2	94,0	98,3	89,5	64,4	88,1	124,4	94,2
2025	100,4	96,0	100,4	91,9	62,3	90,3	128,3	96,1
2025 Q3	102,1	97,7	102,1	93,5	63,4	92,1	130,8	97,9
Q4	101,9	97,4	101,9	93,4	62,5	91,9	130,7	97,5
2026 Q1	101,4	97,2	101,6	93,1	63,9	92,0	130,3	97,2
Q2	100,8	97,0	101,9	.	.	.	129,7	96,8
2026 Jan.	101,8	97,5	101,8	-	-	-	130,7	97,4
Feb.	101,8	97,4	101,5	-	-	-	130,7	97,3
Mar.	100,8	96,9	101,4	-	-	-	129,6	96,8
Apr.	101,3	97,6	102,1	-	-	-	130,2	97,4
May	100,8	96,9	101,9	-	-	-	129,7	96,7
June	100,3	96,4	101,6	-	-	-	129,0	96,1
<i>Percentage change versus previous month</i>								
2026 June	-0,5	-0,5	-0,3	-	-	-	-0,5	-0,6
<i>Percentage change versus previous year</i>								
2026 June	-0,8	-0,2	0,3	-	-	-	-0,1	-0,6

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 Q3	8,360	24,498	7,464	395,800	172,286	4,258	0,866	5,0703	11,121	0,935	1,168
Q4	8,250	24,272	7,469	386,506	179,223	4,237	0,875	5,0884	10,952	0,930	1,163
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
2026 Jan.	8,181	24,278	7,470	384,178	183,939	4,213	0,868	5,0919	10,681	0,927	1,174
Feb.	8,168	24,260	7,470	378,607	183,452	4,218	0,870	5,0945	10,635	0,914	1,182
Mar.	7,970	24,438	7,472	389,186	183,399	4,271	0,866	5,0954	10,761	0,909	1,156
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
<i>Percentage change versus previous month</i>											
2026 June	-1,6	-0,4	0,0	-1,2	0,2	0,4	-0,2	0,2	0,9	0,6	-1,3
<i>Percentage change versus previous year</i>											
2026 June	-5,6	-2,4	0,2	-12,0	11,2	-0,2	1,6	3,9	-0,5	-1,9	0,0

Source: ECB.

4 Financial market developments

4.10 Euro area balance of payments, financial account

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

	Total ¹⁾			Direct investment		Portfolio investment		Net financial derivatives	Other investment		Reserve assets	Memo: Gross external debt
	Assets	Liabilities	Net	Assets	Liabilities	Assets	Liabilities		Assets	Liabilities		
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
Outstanding amounts (international investment position)												
2025 Q2	35 885,5	34 552,7	1 332,8	12 598,6	9 747,0	14 352,2	16 775,2	2,9	7 469,8	8 030,5	1 462,1	16 902,4
Q3	36 820,9	35 270,8	1 550,1	12 645,5	9 803,7	15 080,5	17 416,7	-11,4	7 484,0	8 050,5	1 622,2	17 013,6
Q4	37 696,7	36 045,6	1 651,1	12 883,2	9 857,0	15 500,5	18 128,4	-3,2	7 541,3	8 060,2	1 774,9	16 959,7
2026 Q1	38 475,1	36 677,5	1 797,6	12 933,3	9 896,0	15 575,6	18 269,6	20,0	8 038,1	8 511,9	1 908,1	17 524,9
Outstanding amounts as percentage of GDP												
2026 Q1	240,2	228,9	11,2	80,7	61,8	97,2	114,0	0,1	50,2	53,1	11,9	109,4
Transactions												
2025 Q2	337,8	250,5	87,3	-18,6	-45,8	215,6	203,8	-20,1	152,1	92,4	8,7	-
Q3	316,1	263,1	53,0	45,1	35,3	281,9	203,8	-4,4	-12,5	24,0	5,9	-
Q4	406,9	312,2	94,7	209,4	-3,3	142,6	277,5	-24,3	70,5	38,0	8,6	-
2026 Q1	628,9	596,7	32,2	66,3	55,7	219,5	274,3	-11,4	348,8	266,7	5,7	-
2025 Dec.	-26,7	-56,4	29,6	119,9	-21,9	61,4	152,9	-18,4	-194,8	-187,4	5,2	-
2026 Jan.	370,7	356,0	14,7	10,7	-4,8	170,0	100,9	-23,6	212,6	259,9	1,1	-
Feb.	305,3	283,9	21,4	15,4	14,7	112,0	132,3	-8,5	184,1	136,9	2,3	-
Mar.	-47,1	-43,2	-3,9	40,2	45,8	-62,5	41,1	20,7	-47,9	-130,1	2,3	-
Apr.	183,4	146,5	36,8	21,1	16,4	46,8	35,8	14,7	103,7	94,3	-3,0	-
May	192,3	198,9	-6,6	4,4	-0,6	69,6	73,8	17,4	94,7	125,7	6,2	-
12-month cumulated transactions												
2026 May	1 937,5	1 651,7	285,7	334,7	64,2	888,5	1 005,0	-12,8	702,2	582,5	24,8	-
12-month cumulated transactions as percentage of GDP												
2026 May	12,1	10,3	1,8	2,1	0,4	5,5	6,3	-0,1	4,4	3,6	0,2	-

Source: ECB.

1) Net financial derivatives are included in total assets.

5 Financing conditions and credit developments

5.1 Monetary aggregates ¹⁾

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

	M3											Total
	M2						M3-M2					
	M1			M2-M1			Total					
	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	8 820,5	10 354,5	2 305,6	2 451,9	4 757,5	15 112,0	183,5	743,6	69,4	996,6	16 108,6
2024	1 554,5	9 048,7	10 603,2	2 544,5	2 456,1	5 000,6	15 603,8	253,8	885,7	33,2	1 172,7	16 776,5
2025	1 587,5	9 505,0	11 092,5	2 419,9	2 564,8	4 984,7	16 077,2	258,4	855,7	11,9	1 126,0	17 203,3
2025 Q2	1 563,9	9 242,9	10 806,8	2 401,6	2 514,5	4 916,2	15 723,0	257,5	918,6	28,1	1 204,2	16 927,2
Q3	1 574,9	9 321,2	10 896,2	2 348,8	2 543,7	4 892,6	15 788,7	258,6	922,6	12,3	1 193,5	16 982,2
Q4	1 587,5	9 505,0	11 092,5	2 419,9	2 564,8	4 984,7	16 077,2	258,4	855,7	11,9	1 126,0	17 203,3
2026 Q1 ^(p)	1 602,1	9 683,8	11 285,9	2 422,7	2 574,0	4 996,7	16 282,5	223,3	900,9	40,9	1 165,1	17 447,6
2025 Dec.	1 587,5	9 505,0	11 092,5	2 419,9	2 564,8	4 984,7	16 077,2	258,4	855,7	11,9	1 126,0	17 203,3
2026 Jan.	1 597,0	9 625,9	11 222,9	2 411,1	2 569,2	4 980,3	16 203,2	231,7	858,8	38,3	1 128,8	17 332,0
Feb.	1 598,0	9 636,8	11 234,8	2 435,6	2 574,5	5 010,2	16 245,0	207,6	884,1	18,6	1 110,2	17 355,2
Mar.	1 602,1	9 683,8	11 285,9	2 422,7	2 574,0	4 996,7	16 282,5	223,3	900,9	40,9	1 165,1	17 447,6
Apr.	1 602,9	9 660,6	11 263,5	2 445,8	2 579,5	5 025,3	16 288,7	200,8	900,7	44,7	1 146,1	17 434,8
May ^(p)	1 606,4	9 721,7	11 328,1	2 473,1	2 580,6	5 053,7	16 381,8	213,3	911,6	45,5	1 170,4	17 552,2
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	181,6	202,8	205,5	6,8	212,3	415,0	75,6	131,5	-36,4	170,7	585,7
2025	33,0	465,4	498,4	-123,3	101,4	-21,9	476,5	9,2	-5,2	-13,2	-9,2	467,3
2025 Q2	5,7	141,3	147,0	-75,8	26,1	-49,7	97,3	18,3	19,2	-13,1	24,5	121,8
Q3	11,0	80,4	91,4	-52,6	29,2	-23,4	68,1	1,4	1,4	-13,3	-10,5	57,5
Q4	12,6	149,3	161,9	56,6	21,1	77,7	239,6	-0,1	-34,2	2,3	-31,9	207,7
2026 Q1 ^(p)	7,0	95,5	102,5	-18,4	8,7	-9,7	92,8	-8,9	43,2	29,8	64,2	156,9
2025 Dec.	2,1	35,1	37,1	19,2	5,4	24,7	61,8	7,4	-11,8	-8,4	-12,8	49,0
2026 Jan.	2,0	47,2	49,1	-25,6	4,2	-21,4	27,7	0,5	2,3	25,4	28,2	55,9
Feb.	1,0	8,8	9,8	23,5	5,2	28,7	38,5	-24,5	24,8	-19,1	-18,8	19,7
Mar.	4,1	39,5	43,6	-16,4	-0,7	-17,1	26,5	15,1	16,1	23,5	54,7	81,2
Apr.	0,8	-29,3	-28,5	25,2	5,6	30,8	2,3	-21,8	-1,4	1,0	-22,3	-20,0
May ^(p)	3,5	59,3	62,8	26,8	1,1	27,9	90,8	12,4	10,1	1,6	24,1	114,9
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	2,0	8,9	0,3	4,5	2,7	41,6	17,6	-54,4	17,2	3,6
2025	2,1	5,2	4,7	-4,9	4,1	-0,4	3,1	3,7	-0,6	-51,9	-0,8	2,8
2025 Q2	1,9	5,3	4,8	-5,4	3,4	-1,1	2,9	26,2	11,9	-53,2	11,0	3,4
Q3	2,1	5,5	5,0	-8,4	4,5	-2,1	2,7	11,2	7,0	-72,8	4,3	2,8
Q4	2,1	5,2	4,7	-4,9	4,1	-0,4	3,1	3,7	-0,6	-51,9	-0,8	2,8
2026 Q1 ^(p)	2,3	5,1	4,7	-3,6	3,4	-0,1	3,2	3,9	3,5	28,8	4,2	3,2
2025 Dec.	2,1	5,2	4,7	-4,9	4,1	-0,4	3,1	3,7	-0,6	-51,9	-0,8	2,8
2026 Jan.	2,2	5,8	5,3	-5,1	4,0	-0,6	3,4	0,7	0,5	10,4	0,6	3,2
Feb.	2,0	5,3	4,8	-3,4	3,8	0,2	3,3	-10,4	0,5	-27,7	-2,4	2,9
Mar.	2,3	5,1	4,7	-3,6	3,4	-0,1	3,2	3,9	3,5	28,8	4,2	3,2
Apr.	2,3	4,0	3,8	-1,7	3,3	0,9	2,9	-11,8	3,3	33,4	0,9	2,7
May ^(p)	2,4	4,3	4,0	-0,1	3,0	1,4	3,2	-3,2	3,4	47,6	3,2	3,2

Sources: ECB.

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

5 Financing conditions and credit developments

5.2 Deposits in M3 ¹⁾

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

	Non-financial corporations ²⁾					Households ³⁾					Financial corporations other than MFIs and ICPFs ²⁾	Insurance corporations and pension funds	Other general government ⁴⁾
	Total	Overnight	With an agreed maturity of up to 2 years	Redeemable at notice of up to 3 months	Repos	Total	Overnight	With an agreed maturity of up to 2 years	Redeemable at notice of up to 3 months	Repos			
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
Outstanding amounts													
2023	3 318,2	2 403,6	772,2	130,9	11,6	8 406,2	5 105,6	1 014,1	2 285,3	1,3	1 268,0	226,7	542,4
2024	3 417,1	2 479,2	793,5	133,3	11,1	8 733,8	5 188,4	1 255,1	2 289,0	1,3	1 372,2	231,6	548,3
2025	3 505,8	2 575,3	774,3	150,4	5,9	8 990,0	5 472,2	1 136,3	2 380,2	1,3	1 474,9	224,2	553,2
2025 Q2	3 438,0	2 506,4	778,5	143,8	9,3	8 844,8	5 334,0	1 174,5	2 335,2	1,1	1 356,2	233,3	544,1
Q3	3 468,6	2 538,4	778,4	145,7	6,0	8 903,2	5 400,7	1 138,3	2 363,0	1,1	1 334,0	229,4	537,2
Q4	3 505,8	2 575,3	774,3	150,4	5,9	8 990,0	5 472,2	1 136,3	2 380,2	1,3	1 474,9	224,2	553,2
2026 Q1 ^(p)	3 568,1	2 626,1	786,5	152,4	3,1	9 101,3	5 564,3	1 150,9	2 385,4	0,7	1 435,8	244,0	554,5
2025 Dec.	3 505,8	2 575,3	774,3	150,4	5,9	8 990,0	5 472,2	1 136,3	2 380,2	1,3	1 474,9	224,2	553,2
2026 Jan.	3 536,1	2 600,5	778,3	152,7	4,5	9 080,3	5 552,9	1 144,8	2 381,6	1,0	1 403,5	239,5	578,6
Feb.	3 557,7	2 610,2	790,3	152,5	4,6	9 105,6	5 572,1	1 147,8	2 384,9	0,9	1 380,4	244,2	566,6
Mar.	3 568,1	2 626,1	786,5	152,4	3,1	9 101,3	5 564,3	1 150,9	2 385,4	0,7	1 435,8	244,0	554,5
Apr.	3 572,1	2 612,4	800,8	153,6	5,3	9 136,6	5 585,3	1 159,6	2 390,9	0,8	1 387,5	237,1	553,3
May ^(p)	3 606,8	2 623,2	823,7	153,9	6,0	9 163,7	5 608,0	1 164,9	2 389,9	0,9	1 409,3	245,0	564,0
Transactions													
2023	-38,3	-313,8	271,4	-1,6	5,6	13,9	-459,3	571,7	-98,9	0,5	-47,9	-2,1	-29,6
2024	89,5	69,8	16,5	3,1	0,2	290,2	48,7	236,1	5,3	0,1	82,8	3,8	3,2
2025	115,8	111,9	-12,3	17,0	-0,8	262,4	295,0	-116,4	83,9	-0,1	75,9	-4,9	3,4
2025 Q2	33,3	34,4	-5,2	4,8	-0,8	53,5	80,3	-47,6	20,8	0,0	12,0	6,5	4,7
Q3	35,2	32,6	0,2	2,0	0,4	59,1	67,2	-35,9	27,8	0,0	-24,8	-3,8	-7,2
Q4	39,6	38,7	-3,6	4,6	-0,2	86,4	71,6	-2,6	17,2	0,2	90,8	-5,0	15,1
2026 Q1 ^(p)	34,7	26,5	9,0	2,0	-2,8	54,0	49,8	-0,2	5,0	-0,6	-23,5	12,7	-1,0
2025 Dec.	15,9	12,2	1,9	1,6	0,2	26,3	20,7	0,0	5,3	0,4	39,3	2,7	-17,1
2026 Jan.	9,3	5,5	2,7	2,4	-1,3	33,6	38,3	-5,6	1,1	-0,3	-48,6	8,8	23,2
Feb.	20,5	9,0	11,6	-0,2	0,1	24,7	18,8	2,7	3,3	-0,1	-24,6	4,5	-12,0
Mar.	5,0	12,0	-5,3	-0,1	-1,5	-4,3	-7,3	2,7	0,5	-0,2	49,7	-0,6	-12,1
Apr.	6,0	-12,4	15,0	1,2	2,2	26,1	11,4	9,1	5,4	0,2	-44,5	-6,6	-1,3
May ^(p)	34,0	10,3	22,7	0,3	0,7	26,2	21,9	5,2	-0,9	0,1	20,9	7,8	10,7
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	6,4	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	5,3	-2,1	0,6
2025 Q2	1,8	4,3	-6,8	13,2	-9,4	3,3	4,9	-2,6	2,8	-8,6	7,6	7,2	2,0
Q3	3,1	5,5	-5,6	15,4	-9,2	3,2	6,1	-9,4	3,9	-0,5	2,7	0,0	-2,6
Q4	3,4	4,5	-1,6	12,7	-8,4	3,0	5,7	-9,3	3,7	-4,3	5,3	-2,1	0,6
2026 Q1 ^(p)	4,2	5,3	0,0	9,7	-50,6	2,9	5,1	-7,1	3,1	-37,9	3,9	4,6	2,2
2025 Dec.	3,4	4,5	-1,6	12,7	-8,4	3,0	5,7	-9,3	3,7	-4,3	5,3	-2,1	0,6
2026 Jan.	3,6	5,2	-2,6	12,9	-38,4	3,2	6,1	-9,2	3,5	-15,6	4,2	3,2	4,8
Feb.	3,9	5,2	-1,1	11,9	-37,1	3,2	5,8	-8,0	3,3	-19,1	1,8	4,0	3,4
Mar.	4,2	5,3	0,0	9,7	-50,6	2,9	5,1	-7,1	3,1	-37,9	3,9	4,6	2,2
Apr.	3,8	4,4	1,2	9,4	-24,6	2,9	4,7	-5,1	3,0	-8,4	-0,2	-3,5	2,0
May ^(p)	4,2	4,3	3,0	8,5	3,9	2,9	4,6	-3,6	2,6	-12,9	2,3	3,6	3,4

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 ³⁾	To financial corporations other than MFIs and ICPFs ³⁾	To insurance corporations and pension funds		
	1	2	3	4	Total	Adjusted loans ²⁾	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	6 251,1	986,9	5 238,3	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	6 294,5	1 020,5	5 247,8	16 247,7	13 630,3	13 903,7	5 294,8	6 853,2	1 334,8	147,4	1 572,1	1 045,3
2025 Q2	6 274,4	1 007,9	5 240,6	15 955,8	13 410,2	13 679,7	5 214,8	6 767,1	1 283,8	144,5	1 571,0	974,6
Q3	6 287,6	1 017,1	5 244,4	16 020,7	13 447,1	13 719,9	5 243,5	6 808,9	1 258,7	136,1	1 566,9	1 006,6
Q4	6 294,5	1 020,5	5 247,8	16 247,7	13 630,3	13 903,7	5 294,8	6 853,2	1 334,8	147,4	1 572,1	1 045,3
2026 Q1 ^(a)	6 307,6	1 047,7	5 233,6	16 437,9	13 815,9	14 086,8	5 356,8	6 933,3	1 373,4	152,4	1 571,8	1 050,2
2025 Dec.	6 294,5	1 020,5	5 247,8	16 247,7	13 630,3	13 903,7	5 294,8	6 853,2	1 334,8	147,4	1 572,1	1 045,3
2026 Jan.	6 371,8	1 039,7	5 305,8	16 359,0	13 711,5	13 983,7	5 310,7	6 898,5	1 351,0	151,2	1 588,3	1 059,2
Feb.	6 327,9	1 045,0	5 256,6	16 402,3	13 753,1	14 016,8	5 335,7	6 918,8	1 346,1	152,5	1 585,5	1 063,6
Mar.	6 307,6	1 047,7	5 233,6	16 437,9	13 815,9	14 086,8	5 356,8	6 933,3	1 373,4	152,4	1 571,8	1 050,2
Apr.	6 270,9	1 048,8	5 195,8	16 404,2	13 820,5	14 092,4	5 380,7	6 940,0	1 351,7	148,1	1 529,2	1 054,5
May ^(a)	6 306,0	1 049,2	5 230,5	16 478,3	13 886,3	14 159,9	5 404,8	6 958,3	1 373,8	149,4	1 530,1	1 061,8
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	-62,9	286,9	228,9	274,3	76,6	45,2	106,2	0,9	10,9	47,1
2025	49,9	33,4	16,2	455,4	406,1	440,4	144,4	187,4	65,5	8,7	-4,7	54,0
2025 Q2	-17,0	11,1	-28,1	105,0	95,5	106,9	26,7	45,8	15,2	7,8	9,9	-0,4
Q3	19,1	8,3	10,7	65,5	45,2	47,5	32,3	44,7	-23,4	-8,4	-6,7	26,9
Q4	10,2	4,7	5,4	181,9	167,1	176,9	57,6	48,4	49,8	11,2	5,8	9,1
2026 Q1 ^(a)	14,4	24,8	-10,4	158,3	153,2	149,5	48,1	57,2	47,3	0,5	0,5	4,6
2025 Dec.	-3,5	-4,6	1,1	40,9	55,4	62,4	32,2	19,3	-6,2	10,0	-16,2	1,7
2026 Jan.	49,5	17,3	32,1	75,1	49,6	47,6	-0,7	17,4	33,4	-0,6	15,2	10,3
Feb.	-61,3	5,2	-66,5	34,2	41,7	32,0	29,4	20,7	-9,7	1,3	-5,2	-2,3
Mar.	26,3	2,3	24,0	49,0	61,9	69,9	19,5	19,0	23,6	-0,2	-9,5	-3,4
Apr.	-40,6	1,2	-41,8	-11,6	33,4	34,7	22,6	20,0	-5,0	-4,2	-42,8	-2,2
May ^(a)	18,8	-0,4	19,2	69,7	67,5	69,5	25,7	19,0	21,5	1,3	-0,8	3,0
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 Q2	0,1	2,7	-0,4	2,7	2,8	3,0	2,4	2,1	7,5	11,0	0,8	4,7
Q3	0,6	3,8	0,0	2,7	2,7	2,8	2,7	2,5	3,7	2,0	0,1	7,3
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 ^(a)	0,4	4,9	-0,4	3,2	3,5	3,5	3,2	2,9	6,9	8,1	0,6	4,1
2025 Dec.	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 Jan.	0,9	4,3	0,3	3,1	3,2	3,4	2,7	2,8	6,9	7,0	0,8	5,4
Feb.	0,1	4,4	-0,8	3,0	3,1	3,3	3,0	2,8	4,8	9,2	0,7	4,4
Mar.	0,4	4,9	-0,4	3,2	3,5	3,5	3,2	2,9	6,9	8,1	0,6	4,1
Apr.	-0,4	4,8	-1,4	2,9	3,4	3,5	3,4	2,9	5,6	5,2	-2,3	5,3
May ^(a)	0,1	3,9	-0,7	3,3	3,8	3,9	3,8	3,0	7,5	5,0	-2,3	5,0

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	950,2	1 121,7	3 222,9	6 853,2	7 111,6	777,2	5 403,4	672,7
2025 Q2	5 214,8	5 250,8	929,9	1 115,0	3 169,9	6 767,1	7 016,7	757,7	5 333,4	676,1
Q3	5 243,5	5 281,7	926,6	1 126,6	3 190,3	6 808,9	7 061,1	767,3	5 369,2	672,4
Q4	5 294,8	5 324,3	950,2	1 121,7	3 222,9	6 853,2	7 111,6	777,2	5 403,4	672,7
2026 Q1 ^(p)	5 356,8	5 383,3	966,6	1 141,4	3 248,7	6 933,3	7 188,7	796,3	5 465,3	671,7
2025 Dec.	5 294,8	5 324,3	950,2	1 121,7	3 222,9	6 853,2	7 111,6	777,2	5 403,4	672,7
2026 Jan.	5 310,7	5 341,2	953,7	1 122,6	3 234,4	6 898,5	7 156,3	789,3	5 436,1	673,1
Feb.	5 335,7	5 356,7	953,3	1 129,5	3 253,0	6 918,8	7 175,0	791,5	5 453,9	673,4
Mar.	5 356,8	5 383,3	966,6	1 141,4	3 248,7	6 933,3	7 188,7	796,3	5 465,3	671,7
Apr.	5 380,7	5 409,2	970,1	1 148,0	3 262,6	6 940,0	7 193,4	798,3	5 480,7	661,0
May ^(p)	5 404,8	5 442,2	980,7	1 157,0	3 267,1	6 958,3	7 209,8	801,8	5 496,8	659,7
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	31,9	35,2	77,4	187,4	205,0	38,8	148,3	0,3
2025 Q2	26,7	37,7	9,3	8,3	9,2	45,8	47,5	6,9	37,7	1,1
Q3	32,3	33,6	-1,5	11,6	22,2	44,7	46,8	11,2	36,3	-2,8
Q4	57,6	49,4	26,5	-4,4	35,6	48,4	61,7	12,0	34,5	2,0
2026 Q1 ^(p)	48,1	45,3	10,7	20,3	17,2	57,2	53,3	9,3	45,8	2,1
2025 Dec.	32,2	28,4	13,6	-0,4	19,1	19,3	20,8	2,7	16,7	-0,1
2026 Jan.	-0,7	-0,4	-6,0	0,4	4,9	17,4	16,5	1,2	16,0	0,2
Feb.	29,4	19,0	3,7	7,7	18,0	20,7	18,9	2,6	17,8	0,3
Mar.	19,5	26,6	13,0	12,1	-5,7	19,0	17,9	5,4	12,0	1,6
Apr.	22,6	23,6	4,5	7,5	10,5	20,0	18,6	3,3	15,7	1,0
May ^(p)	25,7	33,8	11,3	8,4	5,9	19,0	17,3	4,0	16,3	-1,3
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	3,5	3,2	2,5	2,8	3,0	5,2	2,8	0,0
2025 Q2	2,4	2,8	4,0	4,1	1,3	2,1	2,3	4,5	2,1	-0,3
Q3	2,7	2,9	2,9	4,5	2,1	2,5	2,6	5,0	2,5	-0,1
Q4	2,8	3,0	3,5	3,2	2,5	2,8	3,0	5,2	2,8	0,0
2026 Q1 ^(p)	3,2	3,2	4,9	3,2	2,7	2,9	3,0	5,2	2,9	0,4
2025 Dec.	2,8	3,0	3,5	3,2	2,5	2,8	3,0	5,2	2,8	0,0
2026 Jan.	2,7	2,8	3,1	2,9	2,4	2,8	3,0	5,0	2,8	0,0
Feb.	3,0	3,0	3,5	3,1	2,8	2,8	3,0	5,0	2,8	0,1
Mar.	3,2	3,2	4,9	3,2	2,7	2,9	3,0	5,2	2,9	0,4
Apr.	3,4	3,4	4,8	4,0	2,8	2,9	3,0	5,3	2,9	0,5
May ^(p)	3,8	4,0	6,3	4,7	2,9	3,0	3,1	5,6	3,0	0,4

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			
	Liabilities to central government ²⁾	Longer-term liabilities to other euro area residents					Net external assets	Other		
		Total	Deposits with an agreed maturity of over 2 years	Deposits redeemable at notice of over 3 months	Debt securities with a maturity of over 2 years	Capital and reserves		Total	Repos with central counter-parties ³⁾	Reverse repos to central counter-parties ³⁾
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
Outstanding amounts										
2023	476,9	7 338,3	1 827,0	90,5	2 415,1	3 005,6	1 853,9	271,3	152,1	152,6
2024	395,9	7 851,0	1 842,3	117,2	2 590,7	3 300,8	2 664,2	320,1	140,4	136,0
2025	398,3	8 372,3	1 872,6	131,7	2 621,5	3 746,5	3 241,2	190,5	323,3	235,1
2025 Q2	410,9	7 908,1	1 833,7	129,6	2 562,0	3 382,8	2 829,8	186,1	177,9	165,9
Q3	430,1	8 092,7	1 842,7	132,5	2 589,9	3 527,6	3 052,8	144,0	168,3	168,2
Q4	398,3	8 372,3	1 872,6	131,7	2 621,5	3 746,5	3 241,2	190,5	323,3	235,1
2026 Q1 ^(p)	427,7	8 547,7	1 890,8	133,2	2 650,7	3 873,0	3 532,7	144,8	396,2	257,3
2025 Dec.	398,3	8 372,3	1 872,6	131,7	2 621,5	3 746,5	3 241,2	190,5	323,3	235,1
2026 Jan.	481,5	8 589,8	1 883,4	131,5	2 613,7	3 961,2	3 529,9	142,7	400,5	250,3
Feb.	426,4	8 697,5	1 884,9	132,1	2 626,2	4 054,4	3 616,4	132,6	404,5	255,9
Mar.	427,7	8 547,7	1 890,8	133,2	2 650,7	3 873,0	3 532,7	144,8	396,2	257,3
Apr.	426,1	8 514,6	1 849,9	132,9	2 667,3	3 864,6	3 519,2	181,2	386,6	277,0
May ^(p)	429,3	8 556,9	1 853,4	134,8	2 700,9	3 867,7	3 556,4	197,8	416,8	272,8
Transactions										
2023	-199,0	325,0	24,9	40,2	227,5	32,5	437,1	-192,5	17,1	9,0
2024	-80,6	279,4	15,2	26,7	164,7	72,8	530,5	30,7	-11,7	-16,7
2025	1,9	192,9	33,2	16,3	104,8	38,5	298,0	-141,2	17,7	29,2
2025 Q2	22,7	39,8	4,3	7,9	33,7	-6,1	126,9	-30,6	-5,0	4,7
Q3	19,2	38,1	9,2	3,6	29,1	-3,8	63,7	-33,4	-9,6	2,3
Q4	-32,8	108,4	24,0	-0,8	32,8	52,4	84,1	7,0	-10,2	-3,0
2026 Q1 ^(p)	19,0	44,2	14,3	1,3	20,5	8,1	139,1	-91,7	71,2	21,0
2025 Dec.	-24,8	40,7	-4,1	0,0	12,3	32,5	16,8	10,7	-84,3	-31,8
2026 Jan.	73,5	-15,0	9,4	-0,3	3,0	-27,1	59,2	-69,4	76,0	13,5
Feb.	-55,1	31,9	0,9	0,6	8,4	22,1	24,2	-0,5	4,0	6,1
Mar.	0,6	27,3	4,0	1,0	9,0	13,2	55,7	-21,9	-8,8	1,4
Apr.	-1,7	-14,7	-39,2	-0,3	24,6	0,1	-15,1	30,9	-9,6	22,5
May ^(p)	3,2	50,5	3,2	2,0	32,1	13,4	49,2	30,9	30,2	-4,2
Growth rates										
2023	-29,6	4,7	1,4	80,3	10,7	1,1	-	-	12,4	6,0
2024	-16,9	3,8	0,8	29,5	6,9	2,2	-	-	-7,7	-10,9
2025	0,5	2,4	1,8	14,0	4,1	1,0	-	-	36,6	26,4
2025 Q2	-0,5	2,4	0,6	19,4	3,6	1,9	-	-	-2,6	-6,0
Q3	6,1	2,1	0,8	17,9	3,3	1,5	-	-	-9,0	-10,7
Q4	0,5	2,4	1,8	14,0	4,1	1,0	-	-	36,6	26,4
2026 Q1 ^(p)	7,6	2,8	2,8	9,9	4,6	1,3	-	-	27,9	16,1
2025 Dec.	0,5	2,4	1,8	14,0	4,1	1,0	-	-	36,6	26,4
2026 Jan.	15,1	2,2	2,5	11,8	4,1	0,3	-	-	45,1	24,1
Feb.	0,2	2,5	2,4	11,3	4,2	1,0	-	-	21,9	16,6
Mar.	7,6	2,8	2,8	9,9	4,6	1,3	-	-	27,9	16,1
Apr.	-3,7	2,8	0,7	7,7	5,7	1,5	-	-	17,3	17,4
May ^(p)	-7,2	2,9	0,9	7,2	5,8	1,8	-	-	35,7	12,9

Sources: ECB.

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

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

3) Not adjusted for seasonal effects.

6 Fiscal developments

6.1 Deficit/surplus

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

	Deficit (-)/surplus (+)					Memo item:
	Total	Central government	State government	Local government	Social security funds	Primary deficit (-)/surplus (+)
	1	2	3	4	5	6
2022	-3,4	-3,7	0,0	0,0	0,3	-1,7
2023	-3,5	-3,5	-0,2	-0,2	0,4	-1,8
2024	-3,0	-2,6	-0,2	-0,3	0,1	-1,2
2025	-2,9	-2,6	-0,2	-0,3	0,2	-1,0
2025 Q2	-2,9	.	.	.	.	-1,0
Q3	-3,0	.	.	.	.	-1,1
Q4	-3,0	.	.	.	.	-1,1
2026 Q1	-3,1	.	.	.	.	-1,2

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

6.2 Revenue and expenditure

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

	Revenue						Expenditure						
	Total	Current revenue				Capital revenue	Total	Current expenditure					Capital expenditure
		Total	Direct taxes	Indirect taxes	Net social contributions			Total	Compensation of employees	Intermediate consumption	Interest	Social benefits	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
2022	46,4	45,7	13,2	12,9	14,5	0,8	49,8	44,6	9,8	5,9	1,7	22,3	5,2
2023	45,8	44,9	13,1	12,4	14,4	0,9	49,3	43,9	9,8	5,9	1,7	22,2	5,3
2024	46,3	45,5	13,3	12,4	14,7	0,8	49,4	44,4	10,0	6,0	1,9	22,7	5,0
2025	46,8	46,0	13,3	12,4	15,1	0,8	49,7	44,6	10,1	5,9	1,9	22,9	5,1
2025 Q2	46,7	45,8	13,3	12,4	14,9	0,8	49,6	44,6	10,0	5,9	1,9	22,9	5,0
Q3	46,7	46,0	13,3	12,5	15,0	0,8	49,7	44,7	10,0	6,0	1,9	22,9	5,1
Q4	47,0	46,1	13,4	12,5	15,1	0,8	49,9	44,8	10,1	6,0	1,9	23,0	5,1
2026 Q1	47,0	46,2	13,4	12,5	15,2	0,8	50,1	44,9	10,1	6,0	1,9	23,1	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 deposits	Loans	Debt securities	Resident creditors		Non-resident creditors	Up to 1 year	Over 1 year	Up to 1 year	Over 1 and up to 5 years	Over 5 years	Euro or participating currencies	Other currencies
					Total	MFIs								
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
2022	88,9	2,6	13,1	4,8	52,1	39,2	36,8	8,6	80,3	15,9	28,1	44,9	88,0	0,9
2023	86,5	2,4	12,1	4,6	48,9	35,5	37,6	7,7	78,8	14,8	27,8	43,9	85,7	0,8
2024	86,6	2,1	11,7	4,8	46,5	33,5	40,1	7,7	78,9	14,3	28,0	44,2	85,8	0,8
2025	87,4	2,1	11,8	4,6	44,4	31,3	43,0	7,6	79,8	14,6	28,2	44,6	86,7	0,7
2025 Q2	87,8	2,2	11,6	73,9	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
Q3	88,2	2,2	11,7	74,2	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
Q4	87,7	2,1	11,8	73,7	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
2026 Q1	88,9	2,3	11,7	74,9	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.

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	-2,4	1,8	-0,3	-0,4	-0,5	-0,1	0,1	0,1	0,6	-0,5	-3,8	2,6
2024	0,0	1,2	0,3	0,0	-0,4	0,1	0,2	0,1	0,2	0,1	-1,4	3,1
2025	0,9	1,0	1,2	0,7	0,4	0,0	0,2	0,2	0,3	0,2	-1,4	3,8
2025 Q2	0,5	1,0	0,8	0,6	0,3	0,0	0,1	0,1	0,2	-0,1	-1,3	3,5
Q3	1,0	1,1	1,0	0,6	0,4	0,0	0,2	0,1	0,2	0,2	-1,2	3,8
Q4	1,1	1,1	1,2	0,7	0,4	0,0	0,2	0,2	0,3	0,2	-1,2	3,9
2026 Q1	1,7	1,2	1,5	0,9	0,4	0,1	0,2	0,2	0,3	0,3	-1,1	4,3

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

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

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

6.5 Government debt securities ¹⁾

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

	Debt service due within 1 year ²⁾					Average residual maturity in years ³⁾	Average nominal yields ⁴⁾						
	Total	Principal		Interest			Outstanding amounts					Transactions	
		Total	Maturities of up to 3 months	Total	Maturities of up to 3 months		Total	Floating rate	Zero coupon	Fixed rate		Issuance	Redemption
										Total	Maturities of up to 1 year		
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
2023	12,7	11,4	4,1	1,3	0,3	8,1	2,0	1,2	1,9	2,0	1,6	3,6	2,0
2024	12,3	10,9	4,0	1,4	0,4	8,2	2,1	1,3	1,9	2,2	1,9	3,5	2,9
2025	12,5	11,0	3,9	1,5	0,4	8,2	2,2	1,2	1,5	2,3	1,7	2,8	2,5
2025 Q3	12,7	11,2	3,5	1,4	0,4	8,2	2,2	1,3	1,5	2,2	1,9	2,9	2,6
Q4	12,5	11,0	3,9	1,5	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	1,7	2,3	1,6	2,9	2,2
2026 Jan.	12,6	11,2	4,4	1,5	0,4	8,2	2,2	1,2	1,6	2,3	1,7	2,8	2,5
Feb.	12,7	11,2	4,2	1,5	0,4	8,2	2,2	1,2	1,5	2,3	1,6	2,8	2,4
Mar.	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
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	12,4	10,8	3,5	1,6	0,4	8,3	2,2	1,3	1,6	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	1,7	2,3	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	-0,9	1,6	-2,6	-4,6	-4,7	0,0	-8,1	2,7
2023	-4,1	-2,0	-2,5	-2,7	1,4	-1,4	-3,3	-5,4	-1,1	-7,1	1,7
2024	-4,4	-3,0	-2,7	-1,1	4,1	1,3	-3,2	-5,8	-2,3	-3,4	4,1
2025	-5,2	-3,5	-2,7	-2,0	1,8	1,7	-2,4	-5,1	-3,0	-3,1	3,4
2025 Q2	-4,7	-3,4	-2,2	-1,5	3,9	2,1	-3,3	-5,6	-2,9	-3,2	3,9
Q3	-5,0	-2,7	-2,2	-1,5	1,2	2,5	-3,0	-5,5	-2,8	-3,3	3,4
Q4	-5,2	-3,5	-2,8	-2,0	1,9	1,7	-2,4	-5,1	-3,1	-3,1	3,4
2026 Q1	-5,2	-4,6	-3,1	-1,8	2,0	1,5	-2,4	-5,1	-3,2	-3,0	3,3
Government debt											
2022	103,3	22,5	64,4	19,2	43,0	177,8	109,3	111,4	68,5	138,4	80,1
2023	102,5	22,9	62,3	20,2	41,8	164,3	105,2	109,5	60,9	133,9	71,1
2024	103,9	23,8	62,2	23,5	38,3	154,2	101,6	112,6	57,4	134,7	62,7
2025	107,9	29,9	63,5	24,1	32,9	146,1	100,7	115,6	56,3	137,1	55,0
2025 Q2	106,2	26,3	62,3	23,2	34,4	152,0	103,4	115,4	57,4	138,1	61,1
Q3	107,1	28,4	63,0	22,8	34,5	149,8	103,1	117,3	57,1	137,5	60,3
Q4	107,9	29,9	63,5	24,1	34,8	146,1	100,7	115,7	56,3	137,1	55,0
2026 Q1	109,1	28,5	64,4	25,2	37,0	143,5	101,6	117,6	58,4	138,9	54,6

	Latvia	Lithuania	Luxembourg	Malta	Netherlands	Austria	Portugal	Slovenia	Slovakia	Finland
	12	13	14	15	16	17	18	19	20	21
Government deficit (-)/surplus (+)										
2022	-4,9	-0,7	0,2	-5,3	0,0	-3,4	-0,3	-3,0	-1,6	-0,2
2023	-2,3	-0,7	-0,7	-4,4	-0,4	-2,6	1,1	-2,6	-5,3	-2,9
2024	-1,8	-1,3	0,9	-3,4	-0,7	-4,6	0,6	-0,9	-5,3	-4,4
2025	-2,5	-1,8	-2,0	-2,2	-1,6	-4,2	0,7	-2,5	-4,5	-3,4
2025 Q2	-2,0	-1,8	-0,2	-4,3	-1,4	-5,0	0,7	-1,7	-4,8	-4,0
Q3	-2,6	-1,8	-0,8	-4,2	-1,5	-4,7	0,2	-1,5	-4,6	-3,8
Q4	-2,5	-1,8	-1,8	-2,2	-1,6	-4,2	0,7	-2,5	-4,5	-3,8
2026 Q1	-2,3	-1,7	-2,4	-3,2	-1,7	-3,9	0,5	-2,7	-4,4	-4,1
Government debt										
2022	44,4	38,3	24,9	50,3	48,4	78,1	111,2	72,8	57,8	74,0
2023	44,4	37,1	24,7	46,9	45,8	77,8	96,9	68,3	55,8	77,0
2024	46,2	38,0	26,3	45,9	43,8	80,0	93,5	66,4	59,7	82,4
2025	46,9	39,5	26,5	46,4	44,4	81,5	89,7	65,7	61,4	88,5
2025 Q2	47,6	39,0	25,0	46,6	43,0	82,0	96,5	69,5	62,9	88,4
Q3	44,8	40,6	27,5	46,4	42,7	83,4	97,4	67,7	62,3	86,7
Q4	46,9	39,5	26,5	46,4	44,7	81,3	89,7	65,7	61,4	88,5
2026 Q1	46,9	42,3	29,2	45,9	43,8	83,3	91,0	64,8	62,5	89,7

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'arrêt des statistiques figurant dans cette publication est le 22 juillet 2026.

ISSN 2363-3425 (PDF)

Numéro de catalogue UE QB-01-26-055-FR-N (PDF)

Directeur de la publication : Claude Piot

Secrétaire général