



BANQUE CENTRALE EUROPÉENNE

EUROSYSTEME

Bulletin économique

Numéro 4 / 2026



Sommaire

Évolutions économiques, financières et monétaires	3
Synthèse	3
1 Environnement extérieur	9
2 Activité économique	15
3 Prix et coûts	24
4 Évolutions sur les marchés financiers	32
5 Conditions de financement et évolutions du crédit	37
6 Évolutions budgétaires	42
Encadrés	46
1 L'IA et le marché du travail américain : effets sur la croissance de l'emploi	46
2 Comment les marchés financiers américains réagissent-ils à l'impact des chocs géopolitiques sur l'offre de pétrole ?	52
3 Les aides d'État dans l'UE : un paysage en évolution	59
4 Renchérissement du pétrole lié à la guerre au Moyen-Orient : évaluer les facteurs défavorables pour la croissance de la zone euro	65
5 Analyser les évolutions du marché du travail de la zone euro à l'aide des annonces de restructuration	71
6 Qu'est-ce qui a maintenu la hausse des prix des biens à un bas niveau ? Le rôle de l'exposition aux importations de la Chine	77
7 Conditions de la liquidité et opérations de politique monétaire du 11 février au 5 mai 2026	84
8 La réduction du solde du compte des transactions courantes de la zone euro en 2025	90
Article	97
1 Cinq ans d'enquête de la BCE auprès des analystes monétaires : évolution et enseignements	97
Encadré 1 L'enquête SMA et les sondages auprès des fournisseurs de données privés : comparaison de la composition des panels et de la conception des enquêtes	100

Encadré 2	Ce que les règles de Taylor nous enseignent sur les anticipations de politique monétaire fondées sur l'enquête SMA	104
------------------	--	-----

Statistiques		113
---------------------	--	-----

Évolutions économiques, financières et monétaires

Synthèse

Le Conseil des gouverneurs entend mener sa politique monétaire pour assurer la stabilisation de l'inflation au niveau de l'objectif de 2 % à moyen terme. Conformément à cet engagement, il a décidé, lors de sa réunion du 11 juin 2026, d'augmenter les trois taux d'intérêt directeurs de la BCE de 25 points de base. La guerre au Moyen-Orient génère des tensions sur l'inflation, et la décision de relever les taux directeurs est robuste à un ensemble de scénarios évaluant l'évolution possible du choc et ses répercussions potentielles sur les perspectives à moyen terme pour la zone euro.

Le scénario de base des projections macroéconomiques de juin 2026 établies par les services de l'Eurosystème pour la zone euro table sur une inflation totale moyenne de 3,0 % en 2026, 2,3 % en 2027 et 2,0 % en 2028. S'agissant de l'inflation hors énergie et produits alimentaires, le scénario de base table sur une hausse moyenne de 2,5 % en 2026 et 2027, et 2,2 % en 2028. Par rapport aux projections macroéconomiques de mars 2026 établies par les services de la BCE pour la zone euro, les services de l'Eurosystème ont revu à la hausse leur projection de référence pour l'inflation en 2026 et 2027, en raison d'une trajectoire plus élevée des prix de l'énergie, qui, dans une certaine mesure, devrait alimenter la hausse des prix des produits alimentaires, des biens et des services. Le scénario de base anticipe une croissance économique moyenne de 0,8 % en 2026, 1,2 % en 2027 et 1,5 % en 2028. Cela représente une révision à la baisse pour 2026 et 2027, reflétant des effets plus prononcés de la guerre sur les marchés des matières premières, les revenus réels et la confiance.

Les perspectives demeurent incertaines, avec des risques haussiers pour l'inflation et des risques baissiers pour la croissance économique. Les implications complètes de la guerre pour l'inflation et la croissance à moyen terme dépendront de l'intensité et de la durée du choc sur les prix de l'énergie, ainsi que de l'ampleur de ses effets indirects et de second tour. Cette incertitude se reflète également dans le large éventail de résultats concernant l'inflation et la croissance dans les scénarios illustratifs élaborés et mis à jour par les services de l'Eurosystème, tels que publiés dans le cadre des [projections de juin 2026](#) sur le site internet de la BCE.

Avec sa décision prise ce 11 juin, le Conseil des gouverneurs reste en bonne position pour faire face à l'incertitude provoquée par la guerre. Il surveillera de près la situation et 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

Après correction d'un facteur temporaire en Irlande, l'économie de la zone euro a crû au premier trimestre 2026, soutenue par la demande intérieure et les exportations. Toutefois, la guerre au Moyen-Orient pèse sur l'activité et les résultats d'enquêtes signalent un ralentissement, en particulier dans le secteur des services. L'activité manufacturière a bien résisté jusqu'à présent. Cela s'explique en partie par le fait que les entreprises ont constitué des stocks pour faire face aux pressions sur les chaînes d'approvisionnement. Cela reflète également une augmentation des dépenses consacrées à la défense.

Le marché du travail reste solide. Le chômage, à 6,3 % en avril 2026, reste proche de ses points bas historiques. De nouveaux emplois ont été créés au premier trimestre, bien qu'à un rythme plus lent qu'au dernier trimestre 2025. La demande de main-d'œuvre s'est encore ralentie, et les entreprises et les ménages s'attendent à un affaiblissement du marché du travail.

Pour la période à venir, les services de l'Eurosystème prévoient que la demande intérieure sera plus faible qu'anticipé en mars 2026, la guerre pesant sur la confiance et la hausse des coûts de l'énergie érodant les revenus réels. Dans le même temps, les bilans des ménages sont solides dans l'ensemble, et la consommation devrait rester le principal moteur de la croissance. La hausse des coûts de l'énergie et la baisse de confiance pèseront sur l'investissement privé à court terme, qui devrait toutefois être soutenu par les investissements des entreprises dans les nouvelles technologies numériques. L'augmentation des dépenses publiques dans la défense et les infrastructures devrait continuer de stimuler l'investissement public. Ces facteurs devraient permettre d'amortir légèrement les retombées de la guerre.

Le Conseil des gouverneurs a souligné le besoin urgent de renforcer l'économie de la zone euro tout en maintenant des finances publiques saines. La soutenabilité budgétaire constitue un point d'ancrage essentiel pour la stabilité économique plus large. Les mesures budgétaires prises face au choc des prix de l'énergie devraient être temporaires, ciblées et adaptées, comme l'a souligné la Commission européenne dans son paquet de printemps du Semestre européen 2026. Les réformes visant à renforcer le potentiel de croissance de la zone euro et à accélérer la transition énergétique afin de réduire la dépendance aux combustibles fossiles sont plus vitales que jamais. L'achèvement de l'union pour l'épargne et l'investissement est fondamental pour financer l'innovation, soutenir les transitions écologique et numérique et améliorer la productivité. L'euro numérique et la monnaie de banque centrale interbancaire tokenisée consolideront l'autonomie stratégique, la compétitivité et l'intégration financière de l'Europe, et stimuleront l'innovation dans le domaine des paiements. Il est donc essentiel d'adopter rapidement le règlement

établissant l'euro numérique. La simplification et l'harmonisation des règles dans l'ensemble du marché unique de l'UE favoriseront une croissance plus rapide des entreprises européennes.

Inflation

L'inflation s'est accélérée, ressortant à 3,2 % en mai 2026, après 3,0 % en avril. La hausse des prix de l'énergie s'est légèrement renforcée, à 10,9 % en avril, tandis que l'inflation dans le secteur alimentaire s'est ralentie, de 2,4 %, à 2,0 %. L'inflation hors énergie et produits alimentaires s'est redressée à 2,5 %, après 2,2 % en avril, le renchérissement des biens s'étant faiblement accentué, à 0,9 %, et l'inflation dans les services s'étant accélérée, de 3,0 % à 3,5 %.

Les tensions d'origine interne sur les coûts se sont atténuées au premier trimestre 2026, sous l'effet d'une croissance plus lente des salaires et des bénéfices. L'outil de suivi des salaires de la BCE et les résultats des enquêtes sur les anticipations relatives aux salaires continuent de signaler que la croissance des salaires devrait se modérer au cours de l'année. Toutefois, se procurer de nouveaux intrants devient plus onéreux pour les entreprises, qui prévoient par conséquent de relever leurs prix de vente. De plus, certains indicateurs de l'inflation sous-jacente ont déjà augmenté en raison du choc énergétique. Les anticipations d'inflation à des horizons plus courts demeurent bien supérieures aux niveaux observés avant le déclenchement de la guerre au Moyen-Orient. Dans le même temps, 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 l'objectif à moyen terme.

Le renchérissement de l'énergie accentuera encore l'inflation durant l'été et la maintiendra bien au-dessus de l'objectif au cours du premier semestre 2027. Il aura également une incidence sur la hausse des prix des produits alimentaires, des biens et des services. L'inflation devrait ensuite revenir au niveau de l'objectif au second semestre 2027, sous l'effet de la baisse des prix de l'énergie et du ralentissement de la hausse des autres prix. Toutefois, la guerre au Moyen-Orient demeure une source majeure d'incertitude. Plus les prix de l'énergie resteront longtemps à des niveaux élevés, plus ils seront susceptibles de pousser à la hausse l'inflation au sens large à travers les effets indirects et de second tour. Le Conseil des gouverneurs suivra donc 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, principalement en raison de la guerre au Moyen-Orient, qui a accentué la volatilité de l'environnement politique mondial. Une perturbation prolongée des approvisionnements en énergie pourrait entraîner une hausse des prix de l'énergie

plus forte et plus durable qu'anticipé actuellement. Ces facteurs éroderaient encore plus les revenus réels et rendraient les entreprises et les ménages plus réticents à investir et à dépenser. Le frein à la croissance s'intensifierait si la fermeture d'importantes routes maritimes venait à causer de sévères pénuries d'intrants essentiels qui forcerait les entreprises de la zone euro à réduire leur production. 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'adaptent plus rapidement que prévu aux perturbations causées par la guerre au Moyen-Orient ou si la guerre se terminait promptement et durablement. De plus, les dépenses prévues en matière de défense et d'infrastructures, les réformes visant à améliorer la productivité et l'adoption par les entreprises de la zone euro de nouvelles technologies pourraient soutenir la croissance davantage que prévu. Une plus forte intégration du marché unique serait aussi de nature à stimuler la croissance au-delà des anticipations actuelles.

Les risques pesant sur les perspectives d'inflation sont orientés à la hausse. Si les prix de l'énergie augmentaient davantage et plus durablement qu'envisagé actuellement, l'accélération de l'inflation dans la zone euro serait encore plus forte. Une telle dynamique pourrait être renforcée et devenir plus persistante si la hausse des prix de l'énergie se diffusait davantage qu'attendu aux autres prix et aux salaires, si les anticipations d'inflation à long terme augmentaient de ce fait ou si les chaînes d'approvisionnement mondiales étaient plus largement perturbées. Les tensions commerciales actuelles pourraient aussi 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 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 légèrement plus faible si les conséquences économiques de la guerre au Moyen-Orient étaient de plus courte durée qu'anticipé actuellement ou si les effets indirects et de second tour s'avéraient 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 sont restées globalement inchangées depuis la réunion du Conseil des gouverneurs du 30 avril 2026, mais demeurent plus strictes qu'avant la guerre. Le coût du financement par endettement de marché est passé à 4,0 % en avril, contre 3,9 % en mars. Les taux d'intérêt bancaires appliqués aux entreprises se sont maintenus à 3,6 % en avril et les taux hypothécaires à 3,4 %.

Le taux de croissance annuel des prêts bancaires aux entreprises a augmenté en avril à 3,4 %, après 3,2 % en mars, tandis que celui des émissions d'obligations d'entreprises a atteint 4,6 %. En avril, l'encours des prêts hypothécaires s'est de nouveau accru de 3,0 %.

Conformément à sa stratégie de politique monétaire, le Conseil des gouverneurs a procédé à une évaluation approfondie des liens entre politique monétaire et stabilité financière. Les banques de la zone euro sont résilientes, soutenues par des ratios de fonds propres et de liquidité solides, ainsi que par une qualité des actifs et une rentabilité robustes. Cependant, une baisse marquée et soudaine des prix des actifs, potentiellement amplifiée par le secteur financier non bancaire et la détérioration de la qualité des actifs, en particulier dans les secteurs sensibles à l'énergie et aux échanges commerciaux, ferait peser des risques sur la stabilité financière. Plus les conflits géopolitiques actuels dureront, plus ces risques s'intensifieront. La politique macroprudentielle reste la première ligne de défense contre l'accumulation de vulnérabilités financières, en renforçant la capacité de résistance et en préservant la marge de manœuvre macroprudentielle.

Décisions de politique monétaire

Lors de sa réunion du 11 juin 2026, le Conseil des gouverneurs a décidé d'augmenter les trois taux d'intérêt directeurs de la BCE de 25 points de base. En conséquence, les taux d'intérêt de la facilité de dépôt, des opérations principales de refinancement et de la facilité de prêt marginal ont été relevés à respectivement 2,25 %, 2,40 % et 2,65 % à compter du 17 juin 2026.

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 l'objectif 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.

1 Environnement extérieur

L'activité économique mondiale a bien résisté début 2026, mais la guerre prolongée au Moyen-Orient pèse sur les perspectives via le renchérissement de l'énergie, le durcissement des conditions financières et l'incertitude accrue. Au début de l'année, l'activité économique mondiale et les échanges commerciaux ont été soutenus par une forte production manufacturière et des investissements liés à l'IA. De plus, l'activité a été soutenue par la constitution de stocks de précaution de biens sensibles à l'énergie, particulièrement visible aux États-Unis, en Chine et dans d'autres économies émergentes d'Asie. L'impact direct de la guerre au Moyen-Orient sur le commerce hors énergie et le transport maritime a été limité jusqu'à présent, mais les tensions sur l'offre se sont intensifiées pour le pétrole, les combustibles raffinés et d'autres biens sensibles à l'énergie. Dans le même temps, l'inflation mondiale a augmenté, la hausse des coûts de l'énergie ayant commencé à alimenter des tensions plus larges sur les prix. Par conséquent, les projections macroéconomiques pour la zone euro de juin 2026 établies par les services de l'Eurosystème font état d'une croissance mondiale plus faible en 2026 que lors de l'exercice de projections précédent, parallèlement à une inflation mondiale plus élevée en 2026 et en 2027.

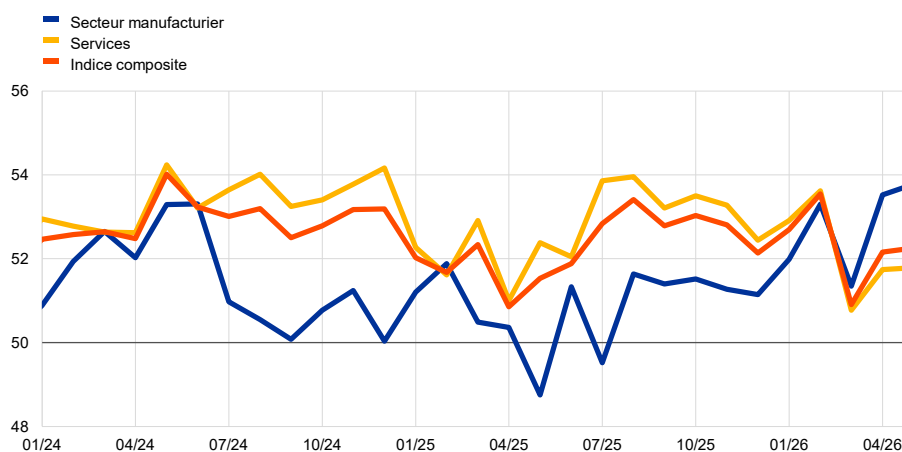
L'activité économique mondiale a bien résisté début 2026, soutenue par la production manufacturière et la constitution de stocks de précaution de biens sensibles à l'énergie. Les dernières données disponibles relatives aux comptes nationaux suggèrent que la production économique mondiale a augmenté de 0,7 % en rythme trimestriel au premier trimestre 2026, après 0,8 % au quatrième trimestre 2025. Les indicateurs tirés d'enquêtes font état d'une résilience persistante au début du deuxième trimestre 2026, l'indice composite des directeurs d'achat (PMI) pour la production mondiale ayant enregistré un rebond en avril et en mai 2026 après une forte baisse en mars (graphique 1, partie a). Ce redressement résulte principalement du secteur manufacturier, tandis que la reprise dans le secteur des services a été plus modérée. Dans les conférences téléphoniques sur les résultats des secteurs de l'énergie et des secteurs à forte intensité énergétique, les références à l'« anticipation de l'activité », aux « stocks de sécurité » et à des termes liés ont nettement augmenté, ce qui suggère que les entreprises ont constitué des coussins en réponse à l'incertitude accrue associée à la guerre au Moyen-Orient et aux perturbations potentielles de l'offre (graphique 1, partie b). Selon les projections macroéconomiques pour la zone euro de juin 2026 établies par les services de l'Eurosystème, la forte croissance au premier trimestre 2026 et les facteurs temporaires qui soutiennent l'activité économique mondiale atténuent en partie les effets négatifs de la guerre au Moyen-Orient à court terme, mais ne devraient pas empêcher un ralentissement généralisé de l'activité en 2026.

Graphique 1

Indice des directeurs d'achat (PMI) pour la production mondiale (hors zone euro) et références des téléconférences sur les résultats des entreprises mondiales

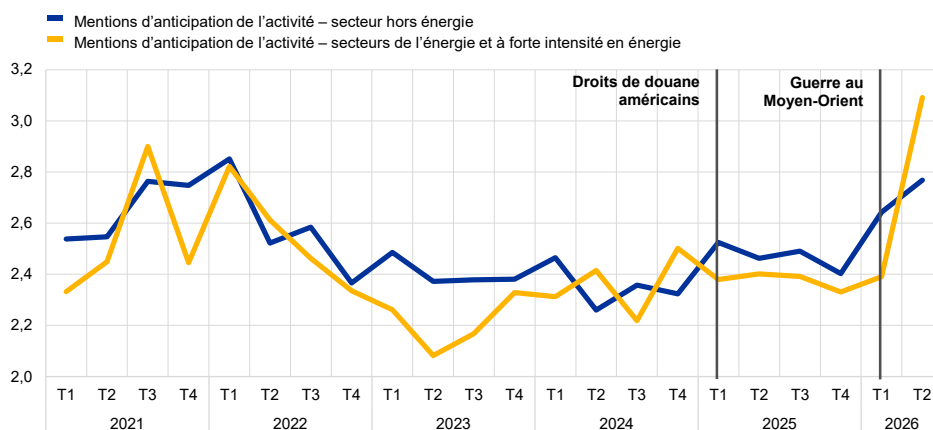
a) PMI

(indices de diffusion)



b) Téléconférences sur les résultats des entreprises

(nombre de phrases par téléconférence sur les résultats)



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

Notes : Dans la partie a), la ligne horizontale à 50 marque la ligne de référence neutre qui sépare l'expansion et la contraction. Dans la partie b), les téléconférences sur les résultats se rapportent au nombre moyen de fois où les entreprises dans le monde mentionnent « anticipation de l'activité » et les termes associés au cours de leurs téléconférences sur les résultats. Les secteurs de l'énergie et les secteurs à forte intensité énergétique comprennent les combustibles fossiles, les énergies renouvelables, l'uranium, les produits chimiques, les transports, la vente au détail de produits alimentaires et de médicaments et les ressources appliquées. Les droits de douane américains correspondent à la première vague majeure de droits de douane introduite lors du second mandat du président Trump. La guerre au Moyen-Orient désigne le début du conflit. Les dernières observations se rapportent à mai 2026 pour la partie a) et au 15 mai 2026 pour la partie b).

Les perspectives de croissance économique mondiale se sont affaiblies, le conflit au Moyen-Orient pesant sur les prix de l'énergie et les conditions financières et amplifiant donc l'incertitude.

Les perturbations liées au détroit d'Ormuz et l'absence d'un accord de paix final ont continué d'exercer des pressions à la hausse sur les prix de l'énergie, en particulier sur les prix du pétrole. Même si la robustesse des investissements liés à l'IA, la capacité de résistance des flux commerciaux et les mesures de soutien prises par les pouvoirs publics apportent un certain répit, la hausse des coûts de l'énergie et le durcissement des conditions financières devraient peser de plus en plus sur la demande privée à l'avenir. La

croissance du PIB mondial en volume hors zone euro devrait se ralentir, revenant de 3,6 % en 2025 à 3,0 % en 2026, avant de se redresser progressivement pour s'établir à 3,2 % en 2027 et à 3,3 % en 2028 ¹.

Les prix des matières premières demeurent très volatils, les marchés de l'énergie continuant d'être déterminés par le blocus du détroit d'Ormuz et les anticipations concernant un éventuel accord de paix final étant fluctuantes.

Les prix du pétrole ont baissé de 15 % pour s'établir à 94 dollars le baril au cours de la période sous revue (du 19 mars au 10 juin 2026), tout en restant supérieurs de 32 % aux niveaux d'avant la guerre. Cette baisse initiale a fait suite à l'annonce d'un cessez-le-feu entre les États-Unis et l'Iran en avril, et l'affaiblissement des prix du pétrole qui a suivi a reflété de nouvelles anticipations selon lesquelles un cessez-le-feu prolongé pourrait ouvrir la voie à un accord de paix plus large entre les deux pays. Néanmoins, les prix du pétrole sont restés très volatils tout au long de la période sous revue, les exportations de biens énergétiques transitant par le détroit d'Ormuz continuant d'être confrontés à de graves perturbations. Les contraintes persistantes sur le transit par le détroit d'Ormuz durcissent mécaniquement les conditions de l'offre mondiale d'énergie, exerçant ainsi une pression à la hausse durable sur les prix de l'énergie. Les prix du gaz en Europe ont également fortement baissé, de 21 %. Comme sur les marchés du pétrole, les anticipations d'un cessez-le-feu prolongé ont été les principaux déterminants de la baisse des prix du gaz au cours de la période sous revue. De plus, l'atonie des importations de gaz naturel liquéfié (GNL) en direction de l'Asie a contribué à contenir les tensions à la hausse sur les prix du gaz en mars et en avril 2026, reflétant des conditions météorologiques plus clémentes et une substitution accrue du charbon au gaz en Chine. La situation reste toutefois très volatile et incertaine, les flux de GNL continuant également d'être perturbés ². Les prix des produits alimentaires sont restés globalement stables, la baisse des prix du café – soutenue par la forte production au Brésil – ayant été largement contrebalancée par la hausse des prix du cacao dans un contexte d'inquiétudes relatives à une saison El Niño potentiellement forte plus tard dans l'année. Les prix des métaux ont augmenté de 13 %, en raison de perturbations de l'approvisionnement en aluminium au Moyen-Orient et d'anticipations d'une baisse de la production de cuivre au Chili.

Les tensions sur l'offre se sont accrues, mais les données actuelles indiquent des pénuries concentrées de certains intrants plutôt que des perturbations généralisées de la logistique mondiale.

Les délais de livraison des fournisseurs ressortant de l'indice des directeurs d'achat (PMI) se sont allongés en avril, en particulier dans la zone euro et au Royaume-Uni, les entreprises faisant état d'une aggravation des pénuries de pétrole, de polymères et de produits chimiques. Même si ces pénuries restent au-dessus des niveaux normaux, les données ne font pas encore état de perturbations généralisées de la logistique mondiale. Le transport par

¹ Pour plus de précisions, cf. l'encadré 1 des « [Projections macroéconomiques pour la zone euro établies par les services de l'Eurosystème, juin 2026](#) », publié sur le site internet de la BCE le 11 juin 2026.

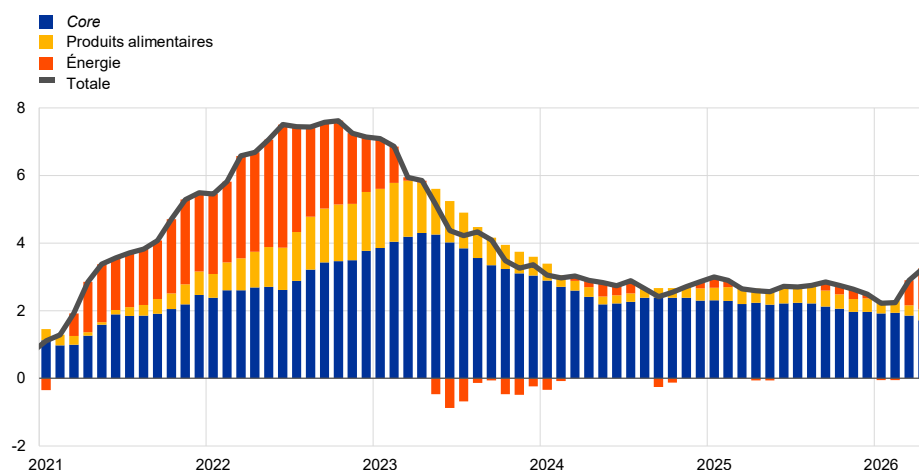
² Il convient de noter que cette section traite des variations des prix au comptant entre mars et juin 2026. Elles sont susceptibles de différer des évolutions des hypothèses techniques entre les exercices de projection de mars et de juin 2026 en raison de différences dans les dates d'arrêtés des marchés, ainsi que de l'utilisation des prix au comptant et des prix des contrats à terme pour le pétrole sur plusieurs jours ouvrables durant le processus d'élaboration des projections.

conteneurs à l'extérieur du détroit d'Ormuz est resté largement inchangé. À cet égard, la situation actuelle ressemble davantage à un choc d'offre isolé sur les intrants qu'aux plus larges perturbations logistiques générales observées en 2021 et 2022. Toutefois, les pénuries physiques pourraient s'intensifier si la fermeture du détroit d'Ormuz persistait, en particulier pour le pétrole, les carburants raffinés et les autres intrants à forte intensité énergétique. Cela continue de représenter un risque à la baisse significatif pour l'activité économique et un risque à la hausse pour l'inflation mondiale.

L'inflation mondiale s'est accentuée en avril et les tensions sur les prix se sont depuis intensifiées à mesure que le choc énergétique commençait à se propager. L'inflation totale mondiale dans les pays membres de l'Organisation de coopération et de développement économiques (OCDE) hors Turquie est passée de 3,3 % en mars 2026 à 3,5 % en avril, reflétant principalement une inflation plus forte dans le secteur de l'énergie (graphique 2) ³. Le choc énergétique devrait également pousser l'inflation *core* à la hausse via une augmentation des coûts de production. L'indice PMI mondial relatif aux prix des intrants dans le secteur manufacturier a augmenté en avril, suggérant qu'une part plus importante des entreprises a fait état d'une hausse du coût des intrants, tandis que les indicateurs relatifs aux prix des intrants dans les services ont augmenté plus modérément. Étant donné que les indicateurs PMI mesurent la part des participants ayant déclaré des hausses des prix plutôt que l'ampleur des variations de prix, ces données font état de tensions plus larges sur les prix. L'inflation mondiale hors zone euro devrait atteindre 3,5 % en 2026, avant de revenir à 3,0 % en 2027 et à 2,5 % en 2028.

Graphique 2
Inflation mesurée par 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 avril 2026.

³ Les projections macroéconomiques établies par les services de l'Eurosystème pour l'inflation totale mesurée par l'IPC incluent un ensemble plus large de pays, y compris les grandes économies émergentes comme la Chine, l'Inde, le Brésil et la Russie, qui ne sont pas prises en compte dans l'inflation mesurée par l'IPC pour la zone OCDE.

La croissance des importations mondiales a surpris à la hausse au premier trimestre, mais la dynamique devrait s'affaiblir avec la dissipation des effets de constitution de stocks. Les données des comptes nationaux font état d'une croissance robuste au premier trimestre 2026, soutenue par le dynamisme des importations aux États-Unis, en Chine, en Corée du Sud et dans d'autres économies avancées d'Asie. Cette vigueur de la croissance des importations reflète la bonne résistance de l'activité économique, les échanges commerciaux liés à l'IA et la constitution de stocks de précaution de biens sensibles à l'énergie, ces derniers diminuant probablement au cours des prochains trimestres. Cela étant, la dynamique des importations mondiales devrait s'affaiblir au deuxième trimestre, la guerre au Moyen-Orient pesant sur les économies à forte intensité énergétique par le biais de la hausse des coûts de l'énergie, du fret et de l'assurance. La croissance des importations mondiales hors zone euro devrait revenir à 4,2 % en 2026, avant de se ralentir encore en 2027 et en 2028. Cela reflète des données disponibles plus solides et une dynamique commerciale sous-jacente plus résiliente, qui sont soutenues par le renforcement des échanges commerciaux liés à l'IA et aux intrants liés à la technologie.

Aux États-Unis, la croissance du PIB en volume a rebondi au premier trimestre 2026, mais la dynamique sous-jacente de la demande privée s'est affaiblie. La croissance du PIB s'est redressée pour s'établir à 0,4 % en rythme trimestriel, après 0,1 % au quatrième trimestre 2025, l'activité économique ayant rebondi à la suite de la fermeture des services du gouvernement fédéral. Cette reprise a été soutenue par la consommation et l'investissement publics, tandis que la consommation privée s'est ralentie. L'investissement fixe privé est resté solide, soutenu par les dépenses liées à l'IA en équipements informatiques et en logiciels, même si la contribution nette que l'activité liée à l'IA apporte à la croissance du PIB reste modeste, compte tenu de son contenu élevé en importations. À plus long terme, la croissance aux États-Unis devrait rester globalement en ligne avec son potentiel. Le renchérissement du pétrole et le durcissement des conditions financières devraient peser sur la consommation privée, même si cela devrait être contrebalancé par d'importants investissements dans le domaine de l'IA.

L'inflation aux États-Unis s'est accélérée en avril, l'impact du renchérissement du pétrole se généralisant, en dépit d'un ralentissement de la transmission des droits de douane. L'inflation mesurée par l'indice des prix à la consommation (IPC) est passée de 3,3 % en mars 2026 à 3,8 % en avril, la hausse des prix de l'énergie s'étant fortement accentuée, à 17,9 % après 12,5 % en mars. Les prix de détail de l'essence ont continué d'augmenter en mai pour atteindre des niveaux observés pour la dernière fois mi-2022, ce qui suggère, à court terme, de nouvelles pressions à la hausse sur l'inflation dans le secteur de l'énergie. Les tensions sur les prix semblaient également se généraliser, sous l'effet de la hausse des prix du transport de fret et du transport aérien de passagers. L'IPC hors énergie et l'inflation core ont également légèrement augmenté. Cette hausse s'est produite en dépit d'un ralentissement de la répercussion des droits de douane, le renchérissement des biens de consommation hors produits alimentaires, énergie et voitures et camions d'occasion ayant semble-t-il atteint un pic en mars 2026. La hausse des prix du pétrole a également fait augmenter les anticipations d'inflation des consommateurs.

Les enquêtes PMI indiquent des tensions croissantes sur les prix, notamment dans les secteurs manufacturiers. La hausse des dépenses de consommation personnelles devrait continuer de s'accélérer jusqu'au premier trimestre 2027 et ne revenir vers la cible de 2 % du Système fédéral de réserve qu'en 2028.

En Chine, la dynamique économique s'est ralentie au début du deuxième trimestre 2026, après un premier trimestre solide. La croissance du PIB en volume a augmenté de 1,3 %, en rythme trimestriel, au premier trimestre 2026, soutenue par la bonne résistance des exportations et par des mesures de politique économique utiles. Toutefois, les données d'avril indiquent un ralentissement généralisé. Cela reflète une baisse des ventes au détail et de l'investissement, et le taux de croissance de la production industrielle est revenu à 4,1 % en rythme annuel – son rythme le plus faible depuis mi-2023 – le renchérissement du pétrole ayant pesé sur l'activité dans les secteurs à forte intensité énergétique. Le secteur de l'immobilier résidentiel est resté un frein, avec des baisses des prix des logements se révélant persistantes et une modération des indicateurs plus larges relatifs à l'immobilier. Les exportations ont continué de soutenir l'activité économique, à la faveur des échanges commerciaux liés à l'IA, pour les semi-conducteurs par exemple, et des prix compétitifs, tandis que la demande intérieure est restée faible. Les tensions inflationnistes résultant du choc énergétique ont jusqu'à présent été plus visibles dans les prix à la production que dans les prix à la consommation. L'inflation totale mesurée par l'IPC a légèrement augmenté, ressortant à 1,2 % en glissement annuel en avril, tandis que la hausse des prix à la production s'est fortement accélérée, à 2,8 %. Cela suggère que la hausse des coûts de l'énergie pèse plus directement sur l'industrie et les secteurs à forte intensité énergétique que sur les ménages. Dans l'ensemble, l'activité économique devrait se ralentir progressivement, la capacité de résistance des exportations n'atténuant que partiellement la faiblesse de la demande intérieure et l'ajustement en cours dans le secteur immobilier.

Au Royaume-Uni, l'activité économique s'est fortement redressée au premier trimestre 2026, mais ce rebond devrait se révéler temporaire. La croissance du PIB s'est accélérée, à 0,6 % en rythme trimestriel, soutenue par la consommation tant privée que publique, tandis que l'investissement a diminué et que les exportations nettes ont freiné la croissance. Les indicateurs à court terme disponibles signalent une dynamique plus faible au début du deuxième trimestre, le renchérissement de l'énergie et l'incertitude pesant sur la confiance. L'inflation totale a baissé en avril, reflétant principalement une baisse de l'inflation dans le secteur des services, mais devrait de nouveau augmenter, avec la hausse des coûts de l'énergie qui se répercutera sur les factures des ménages lorsque le plafonnement des prix de l'énergie sera révisé. Dans l'ensemble, la dynamique de croissance devrait se modérer après le rebond du premier trimestre, et de nouvelles tensions inflationnistes devraient apparaître au cours des prochains mois.

2 Activité économique

L'économie de la zone euro (hors données irlandaises volatiles) a enregistré une croissance modérée au premier trimestre 2026, soutenue par la demande intérieure et les exportations. Le marché du travail reste résilient, avec la création de nouveaux emplois au premier trimestre, mais à un rythme plus lent qu'au quatrième trimestre 2025. Avec le déclenchement de la guerre au Moyen-Orient, les indicateurs à court terme relatifs à l'activité ont diminué depuis mars, indiquant un affaiblissement des dépenses de consommation, une détérioration du climat économique et un allongement des délais de livraison des fournisseurs. Ensemble, ces évolutions suggèrent que la guerre au Moyen-Orient pèse à la fois sur l'activité actuelle et attendue. La détérioration du sentiment dans son ensemble est en grande partie attribuable aux ménages et au secteur des services. À moyen terme, la demande intérieure devrait être soutenue par une reprise du revenu réel, elle-même favorisée par la baisse 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'intelligence artificielle et à la transition énergétique.

Cette perspective se reflète largement dans les projections macroéconomiques de juin 2026 pour la zone euro établies par les services de l'Eurosystème, qui tablent sur une croissance annuelle moyenne du PIB en volume de 0,8 % en 2026, 1,2 % en 2027 et 1,5 % en 2028. Cela implique une légère révision à la baisse pour 2026 et 2027, reflétant un effet plus prononcé qu'anticipé de la guerre sur les marchés des matières premières, les revenus réels et la confiance. La guerre au Moyen-Orient a considérablement accentué l'incertitude entourant les perspectives, créant des risques à la hausse pour l'inflation et des risques à la baisse pour la croissance économique. Compte tenu des niveaux très élevés d'incertitude concernant l'impact de la guerre, qui dépendra fortement de la durée et de l'intensité du conflit, le scénario de base est accompagné de scénarios alternatifs actualisés à visée illustrative, publiés avec les projections des services de l'Eurosystème sur le site internet de la BCE ⁴.

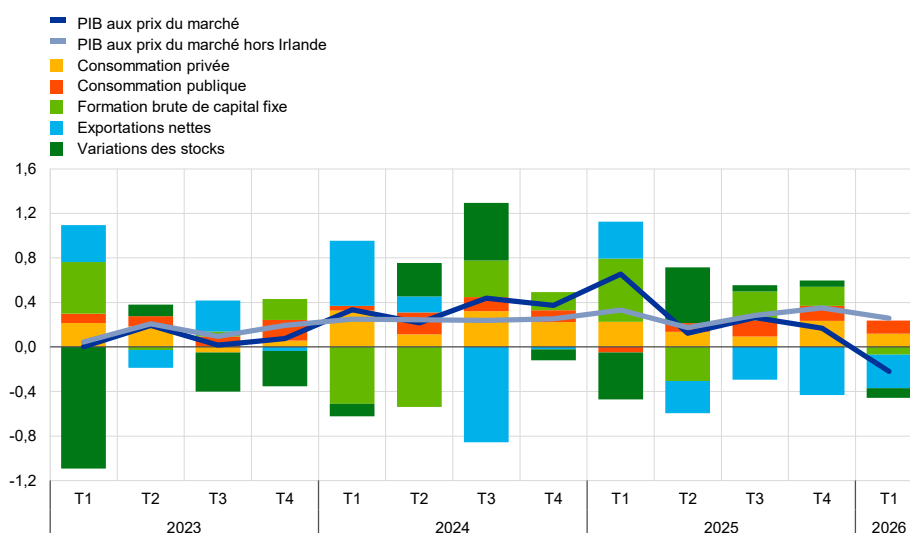
L'économie de la zone euro (hors données irlandaises volatiles) a enregistré une croissance modérée au premier trimestre 2026. Selon la dernière estimation d'Eurostat, le PIB en volume de la zone euro a baissé de 0,2 % en rythme trimestriel au premier trimestre 2026, après une hausse de 0,2 % au quatrième trimestre 2025. Toutefois, si l'on exclut l'Irlande, le PIB en volume a augmenté de 0,3 %, en légère baisse par rapport au quatrième trimestre 2025 (0,4 %). La dynamique des composantes de la demande intérieure s'est ralentie au premier trimestre (graphique 3). La croissance de la consommation privée et de la consommation publique s'est affaiblie, et l'investissement s'est contracté. Dans le même temps, les variations des stocks ont légèrement diminué, contribuant négativement à la croissance du PIB. Bien que les exportations nettes soient négatives dans les chiffres globaux, elles deviennent positives en excluant les flux commerciaux irlandais volatils. La production au premier trimestre a été largement tirée par les

⁴ Cf. « [Projections macroéconomiques pour la zone euro établies par les services de l'Eurosystème, juin 2026](#) », publiées sur le site internet de la BCE le 11 juin 2026.

services, soutenus une fois de plus par le secteur des services d'information et de communication. La dynamique dans le secteur de la construction s'est ralentie en raison de conditions météorologiques défavorables dans certaines parties de l'Europe, entraînant une contraction de l'activité de construction après quatre trimestres de croissance. Les évolutions dans le secteur manufacturier ont fortement varié au sein de la zone euro et ont été très affectées par la volatilité dans certains pays, avec en particulier une baisse de 35 % déclarée par l'Irlande. Si le secteur reste confronté à des facteurs défavorables liés à la hausse des droits de douane et à l'incertitude géopolitique, il est dans le même temps soutenu par la production dans le secteur de la défense. En dépit des différences notables entre pays, la plupart des États membres ont affiché une croissance positive du PIB au premier trimestre 2026.

Graphique 3
PIB en volume de la zone euro et ses composantes

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



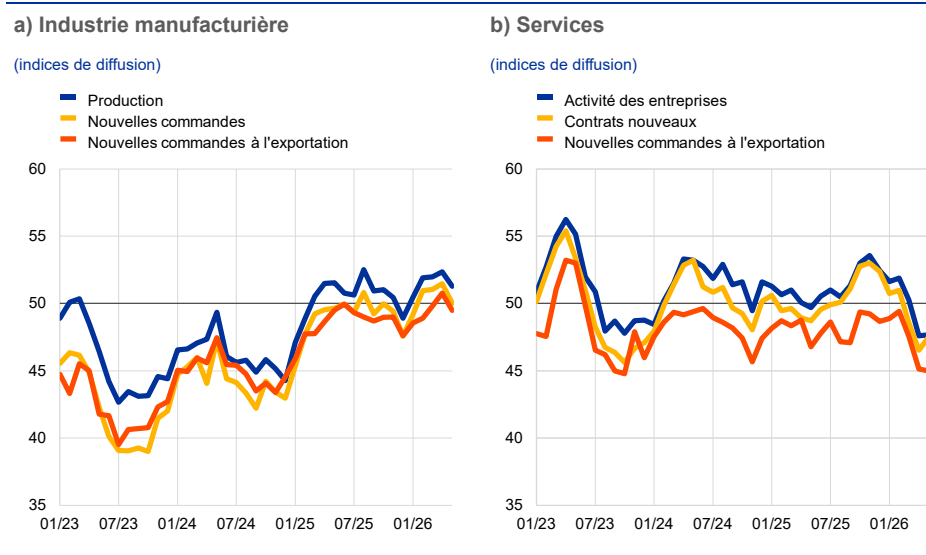
Sources : Eurostat et calculs de la BCE.

Notes : Le graphique montre 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 à court terme ont diminué depuis mars, indiquant clairement l'effet négatif de la guerre au Moyen-Orient sur l'activité économique. L'indice composite rapide des directeurs d'achat (PMI) relatif à la production dans la zone euro a encore diminué en mai, demeurant ainsi en contraction pendant deux mois consécutifs. La baisse cumulée de 51,9 à 48,6 enregistrée entre février et mai 2026 met en évidence l'impact négatif de la guerre au Moyen-Orient sur les perceptions de la production. Même si cette baisse a résulté à la fois du secteur manufacturier et des services, la baisse cumulée dans le secteur des services a été nettement plus prononcée, l'indice relatif à l'activité dans les services atteignant des niveaux qui n'avaient pas été observés depuis début 2021 (graphique 4). Les enquêtes de la Commission européenne auprès des entreprises et des consommateurs dressent un tableau similaire, la majeure partie de la détérioration du sentiment dans son ensemble provenant des ménages et du secteur des services. Les données de l'indice PMI montrent également que les résultats d'enquêtes plus prospectifs pour

les nouvelles commandes se sont détériorés parallèlement à la production, tandis que les délais de livraison des fournisseurs se sont encore allongés, les retards étant à leur niveau le plus élevé depuis juin 2022.

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



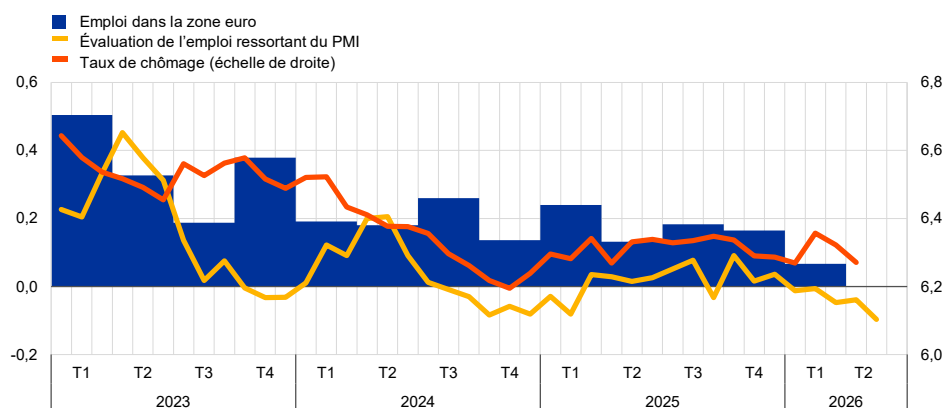
Source : S&P Global Market Intelligence.
Note : Les dernières observations se rapportent à mai 2026.

Le taux de chômage reste faible, mais la création d'emplois est en recul et la demande de main-d'œuvre continue de se ralentir. Le taux de chômage s'est établi à 6,3 % en mars et avril, demeurant globalement stable depuis mi-2024 (graphique 5). Si le nombre total d'heures travaillées a diminué de 0,2 % en rythme trimestriel au premier trimestre 2026, l'emploi a continué de croître, soutenu par une augmentation de la population active. Ainsi, le nombre moyen d'heures travaillées par salarié a diminué. Cependant, le rythme de la création d'emplois s'est encore ralenti début 2026, à 0,1 % en rythme trimestriel et 0,5 % en rythme annuel, après des hausses de 0,7 % en 2025, 0,8 % en 2024 et 1,4 % en 2023. Le ralentissement progressif de la croissance de l'emploi reflète en partie une baisse continue 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 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 pourcentages ; indice de diffusion ; échelle de droite : en pourcentages de la population active)



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

Notes : Les deux lignes indiquent les évolutions mensuelles tandis que les barres représentent des données trimestrielles. Le PMI est exprimé comme un écart par rapport à 50, puis divisé par 10 pour évaluer la croissance de l'emploi en rythme trimestriel. Les dernières observations se rapportent au premier trimestre 2026 pour l'emploi, à mai 2026 pour l'évaluation de l'emploi ressortant du PMI et à avril 2026 pour le taux de chômage dans la zone euro.

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. Il a continué de diminuer pour s'établir à 49,0 en mai, après 49,6 en avril, suggérant un emploi globalement inchangé au deuxième trimestre de l'année. L'indice se situe désormais à son plus bas niveau depuis novembre 2020. L'indice PMI relatif à l'emploi dans le secteur des services a baissé en mai 2026 pour s'établir à 49,4, c'est-à-dire en territoire indiquant une contraction, tandis que celui relatif à l'emploi dans le secteur manufacturier s'est encore détérioré, ressortant à 47,8. En outre, les annonces de restructuration au niveau des entreprises publiées par les médias suggèrent une dynamique modérée de l'emploi au deuxième trimestre 2026, en particulier dans le secteur manufacturier (cf. encadré 5).

La consommation privée s'est modérée au premier trimestre 2026, et cette dynamique devrait encore s'affaiblir à court terme.

La consommation privée a augmenté de 0,2 % en rythme trimestriel au premier trimestre de l'année, à la suite d'une croissance plus forte (0,4 %) observée au trimestre précédent (graphique 6, partie a). Les dépenses intérieures ont été principalement soutenues par les services, grâce au tourisme, mais cette progression a été en partie contrebalancée par les biens, qui ont été tirés vers le bas par les dépenses en biens non durables. S'agissant du deuxième trimestre, les indicateurs à haute fréquence font état d'un ralentissement marqué de la dynamique de la consommation, à mesure que l'impact économique de la guerre au Moyen-Orient se transmet (cf. encadré 4). Les ventes au détail ont diminué de 0,4 % en rythme mensuel en avril, se situant légèrement au-dessous de leur niveau moyen au premier trimestre (graphique 6, partie b). L'indicateur de la Commission européenne relatif à la confiance des consommateurs a fortement diminué en avril et en mai en moyenne, principalement en raison des anticipations des ménages relatives aux achats importants individuels et des

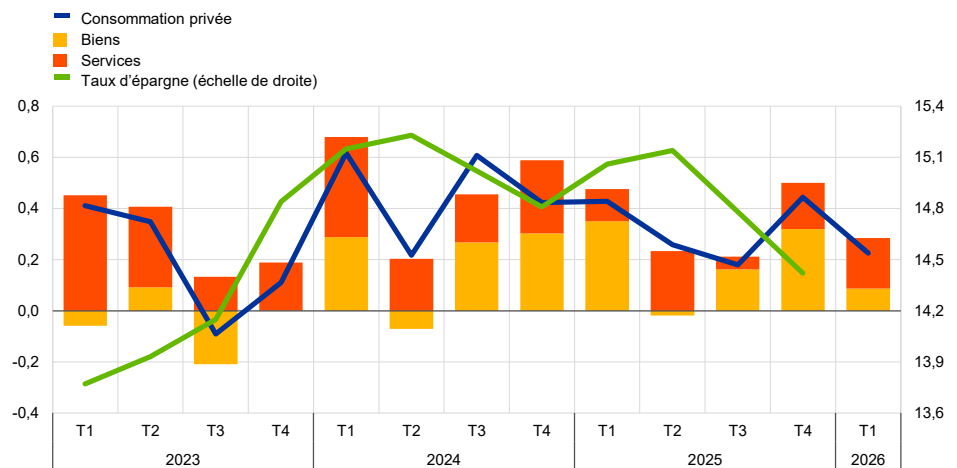
perspectives économiques globales. Sur la base des enquêtes de la Commission européenne auprès des entreprises dans les différents secteurs, l'activité attendue des consommateurs a également fortement diminué en avril et en mai, en particulier dans les secteurs du commerce de détail, de l'hébergement et de la restauration, ainsi que des services de voyages. Ces signaux ont été confirmés par l'enquête sur les anticipations des consommateurs (*Consumer Expectations Survey*, CES), qui indique un fort recul de la confiance des consommateurs et une perte de dynamisme des dépenses en vacances et en articles de luxe en avril, les ménages à revenus élevés ayant retardé leurs dépenses discrétionnaires. À plus long terme, la flambée des prix de l'énergie et l'incertitude suscitées par la guerre au Moyen-Orient devraient avoir un impact négatif sur la consommation privée. Ces effets négatifs sur la consommation peuvent être amortis par les bilans robustes, qui ont largement effacé les pertes de patrimoine net réel après la forte inflation en 2022. Toutefois, ces pertes restent importantes pour les actifs liquides, tels que les dépôts, ainsi que pour les ménages situés dans la partie inférieure de la distribution du patrimoine, qui affichent généralement une plus forte propension marginale à consommer. Par conséquent, les effets d'amortissement des bilans sur la consommation privée pourraient être plus faibles que lors de l'épisode de 2022.

Graphique 6

Consommation et épargne des ménages ; confiance des consommateurs, activité attendue et incertitude, et ventes au détail

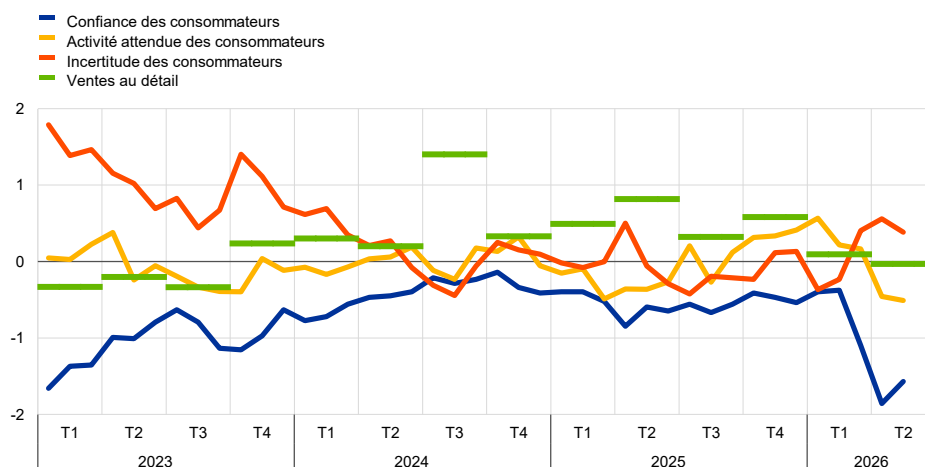
a) Consommation et épargne des ménages

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



b) Confiance des consommateurs, activité attendue et incertitude, et ventes au détail

(soldes normalisés en pourcentages ; ventes au détail : variations trimestrielles en pourcentages)



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

Notes : Dans la partie a), les niveaux de consommation réelle de biens et de services domestiques sont recalculés pour correspondre au niveau de la consommation privée réelle dans les principaux comptes nationaux. Dans la partie b), l'« activité attendue des consommateurs » se rapporte à une moyenne 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. L'« incertitude des consommateurs » correspond à l'indice d'incertitude économique pour les consommateurs de la Commission européenne. Toutes les séries sont normalisées pour l'ensemble de l'échantillon à partir de janvier 1999, à l'exception de la rubrique « Incertitude des consommateurs », qui est normalisée pour l'ensemble de l'échantillon à partir d'avril 2019, en raison de la disponibilité des données. Les dernières observations se rapportent au premier trimestre 2026 dans la partie a), et au deuxième trimestre 2026 (sur la base d'avril 2026) pour les ventes au détail et mai 2026 pour toutes les autres rubriques dans la partie b).

L'investissement des entreprises a légèrement augmenté au premier trimestre 2026, mais la guerre au Moyen-Orient devrait peser plus lourdement sur le deuxième trimestre.

L'investissement hors construction (hors droits de propriété intellectuelle irlandais volatils) a augmenté de 0,4 % en rythme trimestriel au premier trimestre de l'année, avec des contributions positives des actifs incorporels et des machines et équipements (graphique 7, partie a). Toutefois, ce résultat agrégé masque une hétérogénéité importante entre les pays, même parmi les principales économies (l'Allemagne a affiché une baisse de 0,7 % en rythme trimestriel, contre une croissance de 1,8 % pour l'Italie). À plus long terme, l'investissement des entreprises devrait se ralentir au deuxième trimestre, l'incertitude accrue liée à la guerre pesant sur la confiance dans le secteur des biens d'équipement ainsi que sur la production et les anticipations en la matière des producteurs d'actifs corporels et incorporels. En ce sens, l'indice PMI relatif aux nouvelles commandes dans ces deux segments est revenu au-dessous du seuil de croissance en mai. Tant que la guerre se poursuivra, les risques à la baisse pesant sur les perspectives d'investissement pour le reste de 2026 devraient s'intensifier. L'enquête semestrielle relative à l'investissement menée en mars et en avril par la Commission européenne indique une croissance annuelle faible mais positive pour 2026. Au moment de l'enquête, les entreprises ne s'attendaient en grande partie qu'à des perturbations temporaires liées à la guerre, fondant leurs plans d'investissement pour l'année sur des fondamentaux solides identifiés avant la guerre (notamment l'amélioration des bénéfices des entreprises, la solidité des bilans et les faibles ratios dette/service de la dette). Toutefois, avec la poursuite de la guerre, les risques à la baisse devraient augmenter, dans un contexte d'incertitude élevée, de croissance plus faible de la demande, de hausse des coûts

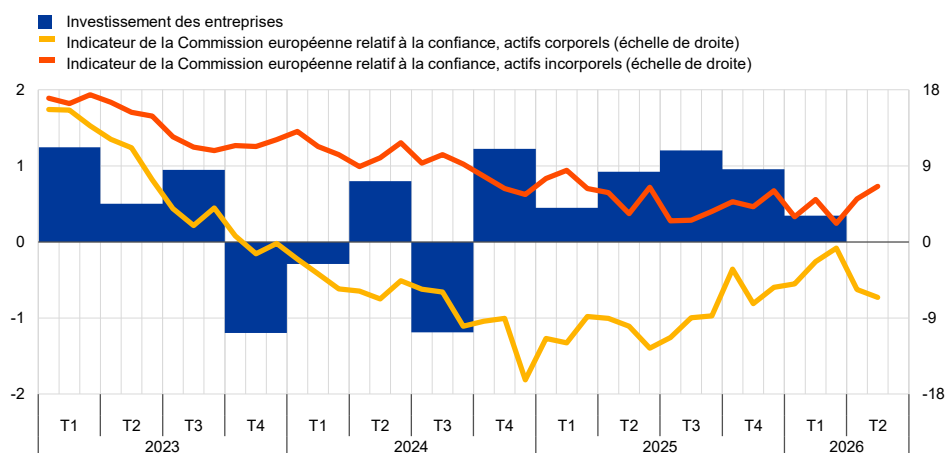
et de durcissement des conditions de financement. Néanmoins, les conditions sous-jacentes demeurent réunies pour une reprise de l'investissement des entreprises une fois le conflit résolu. Il s'agit notamment des besoins numériques actuels et de l'augmentation des dépenses en matière de défense et d'infrastructures, soutenues par la poursuite des fonds au titre du programme *Next Generation EU* (cf. également la section 6 « Évolutions budgétaires » du présent *Bulletin économique*).

Graphique 7

Dynamique de l'investissement réel et données d'enquêtes

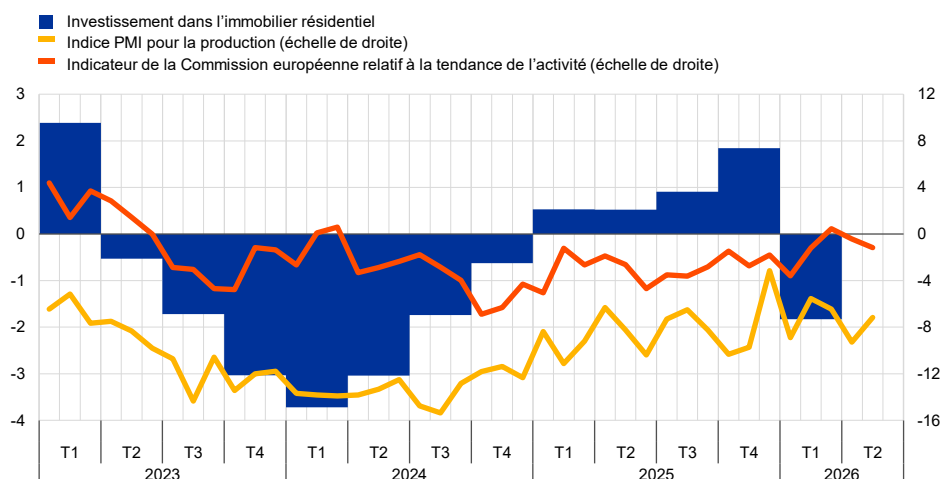
a) Investissement des entreprises

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



b) Investissement dans l'immobilier résidentiel

(variations trimestrielles en pourcentages ; soldes en pourcentages 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) ; 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, le conseil et les autres activités informatiques (NACE J62) ; et les activités de service 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 la moyenne pondérée de l'évaluation de la tendance de l'activité par les secteurs de la construction de bâtiments et de la construction spécialisée par rapport aux trois mois précédents, recalculée pour avoir le même écart type que le PMI. La courbe correspondant au PMI relatif à la production se rapporte à l'activité dans l'immobilier résidentiel. Les dernières observations se rapportent au premier trimestre 2026 pour l'investissement, à mai 2026 pour l'indice PMI relatif à la production et à mai pour les indicateurs de la Commission européenne.

L'investissement dans l'immobilier résidentiel a fortement baissé au premier trimestre 2026, mais devrait revenir à un rythme de croissance positif à court terme.

L'investissement dans l'immobilier résidentiel a diminué de 1,8 % en rythme trimestriel au premier trimestre 2026, après avoir augmenté au cours des quatre trimestres précédents (graphique 7, partie b). Cette baisse s'explique en partie par des conditions météorologiques défavorables, comme le reflète également la part inhabituellement élevée de gestionnaires dans la construction de bâtiments et la construction spécialisée faisant état de contraintes liées aux conditions météorologiques au cours des deux premiers mois de l'année, selon l'enquête de la Commission européenne. Avec la normalisation des conditions météorologiques par rapport au premier trimestre, l'investissement dans l'immobilier résidentiel devrait avoir rebondi au deuxième trimestre. Cette évaluation est confortée par la poursuite de la tendance haussière des permis de construire pour des logements, qui se sont établis en moyenne, en janvier et février, 5 % environ au-dessus du niveau moyen atteint au quatrième trimestre 2025, ce qui indique un renforcement de l'activité en préparation dans la construction de logements. Dans le même temps, la guerre au Moyen-Orient semble peser sur la reprise de l'investissement dans l'immobilier résidentiel, en raison de tensions croissantes du côté de l'offre et d'un affaiblissement de la demande. Les indicateurs d'activité tirés d'enquêtes – y compris l'indicateur de la Commission européenne relatif aux tendances récentes de l'activité dans la construction de bâtiments et la construction spécialisée, et l'indice PMI relatif à la production de logements – se sont affaiblis après le déclenchement de la guerre. En outre, les données de l'enquête PMI indiquent une nette intensification des tensions sur les coûts des consommations intermédiaires, tandis que l'enquête de la Commission européenne indique des intentions plus faibles des ménages d'acheter ou de construire un logement et d'entreprendre des travaux de rénovation au cours des 12 prochains mois. Ces évolutions devraient peser sur la dynamique de l'investissement dans l'immobilier résidentiel à court terme. Néanmoins, les indicateurs disponibles ne font pas actuellement état d'une nouvelle baisse de l'investissement dans l'immobilier résidentiel.

Après un résultat positif au premier trimestre 2026, les perspectives relatives aux exportations de la zone euro se sont détériorées, freinées par le secteur des services et l'atténuation du soutien apporté par la constitution de stocks de précaution.

Les exportations totales de la zone euro, hors Irlande, ont augmenté de 0,7 % au premier trimestre 2026. Cette hausse résulte d'une baisse plus modérée des exportations de biens, qui se sont ralenties à 0,1 %, et d'une croissance robuste des exportations de services de 2,7 % en rythme trimestriel. Les indicateurs tirés d'enquêtes relatifs aux commandes à l'exportation dans le secteur manufacturier font état d'une expansion au début du deuxième trimestre, en partie sous l'effet de la constitution de stocks de précaution, qui a soutenu les exportations de biens en mars. Dans le même temps, les commandes à l'exportation de services dans la zone euro ont diminué à leur rythme le plus rapide depuis octobre 2023, en raison de baisses particulièrement prononcées des nouvelles commandes dans le secteur du tourisme et des transports. La croissance des importations de la zone euro a stagné au premier trimestre, dans un contexte de baisse des importations en provenance des États-Unis, tandis que celles en provenance de Chine ont continué d'augmenter, même si les importations en provenance d'autres économies

asiatiques ont diminué. La détérioration des termes de l'échange est restée modérée au premier trimestre, mais devrait se renforcer avec l'augmentation des prix à l'importation de l'énergie et la diminution des tensions désinflationnistes en provenance de Chine, la perte maximale étant projetée autour de 0,4 % du PIB en 2026, contre 1,7 % du PIB en 2022.

Les perspectives économiques pour la zone euro demeurent très incertaines compte tenu des conséquences négatives de la guerre au Moyen-Orient, du blocus du détroit d'Ormuz et de la forte volatilité des prix du pétrole. Certains des risques identifiés dans les projections de mars 2026 se sont en partie concrétisés, et notamment la hausse des prix du pétrole, l'apparition de goulets d'étranglement au niveau de l'offre et l'intégration d'un impact prolongé de la guerre dans les anticipations des marchés.

Les projections de base tablent sur une croissance annuelle du PIB en volume de 0,8 % en 2026, 1,2 % en 2027 et 1,5 % en 2028. La croissance du PIB a été légèrement révisée à la baisse pour 2026 et 2027, reflétant l'impact plus fort que prévu initialement de la guerre au Moyen-Orient, tandis que pour 2028, elle est légèrement révisée à la hausse pour tenir compte de la dissipation de cet impact. Les hypothèses alternatives concernant l'ampleur et la persistance de la guerre au Moyen-Orient et le choc sur les prix de l'énergie, son impact sur l'environnement international et l'incertitude, ainsi que sa propagation via des effets inflationnistes indirects et de second tour, conduiraient à des résultats macroéconomiques très différents. Pour illustrer cette incertitude, les services de l'Eurosystème ont préparé trois scénarios alternatifs : un scénario plus modéré, un scénario défavorable et un scénario sévère (cf. « [Projections macroéconomiques pour la zone euro établies par les services de l'Eurosystème, juin 2026](#) »).

3 Prix et coûts

L'inflation totale annuelle dans la zone euro, mesurée par l'indice des prix à la consommation harmonisé (IPCH), est de 1,2 point de pourcentage au-dessus de la cible du Conseil des gouverneurs de 2 % à moyen terme. Elle a augmenté, ressortant à 3,2 % en mai 2026, après 3,0 % en avril, sous l'effet d'une hausse des prix de l'énergie et de l'inflation mesurée par l'IPCH hors énergie et produits alimentaires (IPCHX), tandis que l'inflation pour les produits alimentaires a diminué ⁵. L'inflation mesurée par l'IPCHX s'est redressée, ressortant à 2,5 % en mai après 2,2 % en avril, sous l'effet d'une hausse des prix des biens et des services. Les indicateurs de l'inflation sous-jacente ont récemment augmenté légèrement. La croissance annuelle de la rémunération par tête a diminué pour s'établir à 3,5 % au premier trimestre 2026, après 3,7 % au dernier trimestre 2025.

D'après les projections macroéconomiques de juin 2026 établies par les services de l'Eurosystème pour la zone euro, l'inflation totale devrait s'établir en moyenne à 3,0 % en 2026, avant de revenir à 2,3 % en 2027 et 2,0 % en 2028. Par rapport aux projections de mars 2026 établies par les services de la BCE pour la zone euro, l'inflation totale en 2026 et 2027 a été révisée à la hausse en raison d'une trajectoire plus élevée des prix de l'énergie, qui, dans une certaine mesure, devrait alimenter la hausse des prix des produits alimentaires, des biens et des services. Les risques à la hausse pesant sur l'inflation reflètent les conséquences de la guerre au Moyen-Orient. Les perspectives d'inflation dépendant de l'intensité et de la durée du choc sur les prix de l'énergie, ainsi que de l'ampleur de ses effets indirects et de second tour, la projection de base est complétée par des scénarios illustratifs actualisés qui sont publiés dans les projections de juin 2026 sur le site internet de la BCE ⁶.

L'inflation mesurée par l'IPCH dans la zone euro s'est établie à 3,2 % en mai 2026, après 3,0 % en avril (graphique 8). Cette augmentation a résulté d'une hausse des prix de l'énergie et de l'inflation mesurée par l'IPCHX, tandis que le renchérissement des produits alimentaires a diminué. Le taux de variation annuel des prix de l'énergie a légèrement augmenté, ressortant à 10,9 % en mai, après 10,8 % en avril, reflétant un fort effet de base haussier, tandis que la hausse des prix de l'énergie a diminué de 1,1 % en glissement mensuel. La hausse des prix des produits alimentaires s'est ralentie, revenant de 2,4 % en avril à 2,0 % en mai. S'agissant de la composante produits alimentaires, l'inflation pour les produits alimentaires transformés et non transformés a diminué au cours de la même période. Le taux de variation annuel des prix des produits alimentaires transformés est revenu de 4,6 % à 4,2 %, tandis que celui des prix des produits alimentaires non transformés est revenu de 1,6 % à 1,1 %. L'inflation mesurée par l'IPCHX s'est redressée à 2,5 % en mai, après 2,2 % en avril, en raison de l'accélération de la hausse des prix des biens industriels non énergétiques et des services. La hausse des prix des biens industriels non énergétiques s'est légèrement accélérée, passant

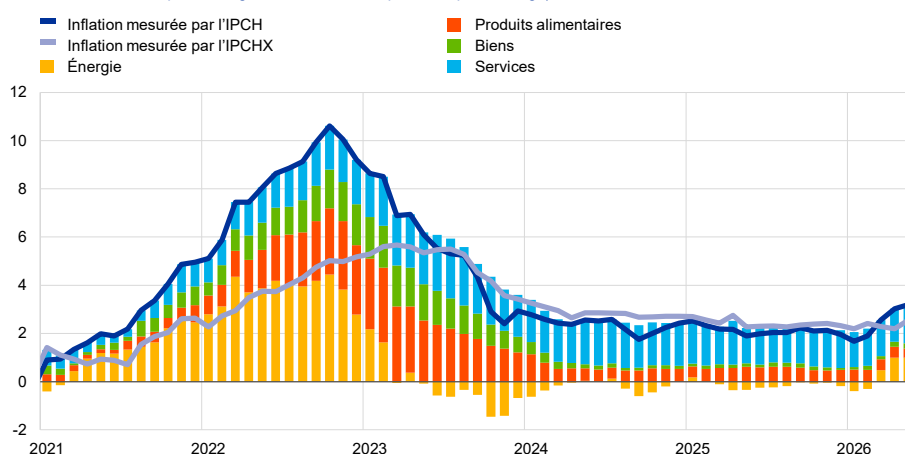
⁵ La date d'arrêté des données figurant dans le présent Bulletin économique est le 10 juin 2026. Selon la publication de l'ensemble des données relatives à l'IPCH par Eurostat le 17 juin 2026, l'inflation annuelle dans la zone euro s'est inscrite à 3,2 % en mai 2026.

⁶ Cf. les « [Projections macroéconomiques pour la zone euro établies par les services de l'Eurosystème, juin 2026](#) », publiées sur le site internet de la BCE le 11 juin 2026.

de 0,8 % en avril à 0,9 % en mai, la hausse des prix des services passant de 3,0 % à 3,5 % sur la même période. Bien qu'une ventilation détaillée ne soit pas encore disponible, l'accélération de la hausse des prix des services reflète probablement des tensions plus fortes sur les prix dans les transports et les services liés aux voyages, où la répercussion de la hausse des coûts de l'énergie tend à être plus prononcée.

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 : Les « biens » se rapportent aux biens industriels non énergétiques ; l'IPCHX correspond à l'IPCH hors énergie et produits alimentaires. Les dernières observations se rapportent à mai 2026 (estimation rapide).

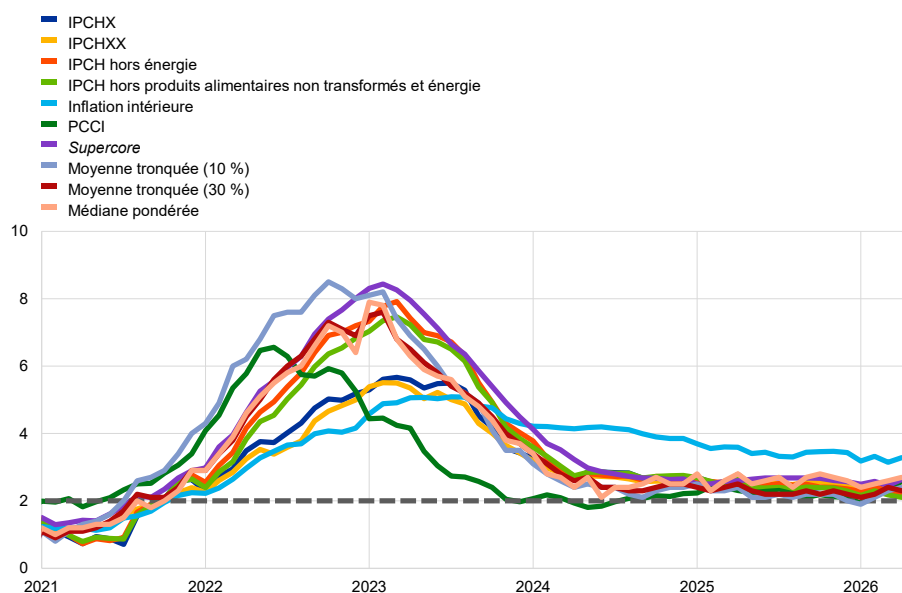
Les mesures de l'inflation sous-jacente ont légèrement augmenté récemment (graphique 9)⁷. Après des signaux contrastés en avril 2026, les mesures reposant sur des exclusions disponibles ont augmenté en mai. En avril, les indicateurs de l'inflation sous-jacente se situaient entre 2,1 % et 2,6 %, toutes les mesures de l'inflation sous-jacente fondées sur des modèles enregistrant une hausse. La composante persistante et commune (PCCI) de l'inflation est ressortie à 2,6 % en avril après 2,4 % en mars. Dans le même temps, la PCCI hors énergie a augmenté, à 2,3 %, après 2,2 %. L'indicateur *Supercore*, qui comprend les rubriques de l'IPCH sensibles au cycle d'activité, a légèrement augmenté, pour s'établir à 2,6 %, après 2,5 % sur la même période.

⁷ Les résultats des indicateurs sous-jacents de l'inflation sont désormais fondés sur la classification européenne des fonctions de consommation des ménages, version 2 (ECOICOP 2), qui inclut des pondérations historiques révisées et l'ajout d'une nouvelle rubrique pour les jeux de hasard dans la couverture des produits de l'IPCH. Ces changements méthodologiques entraînent une perte de comparabilité par rapport aux résultats antérieurs, même si celle-ci devrait être limitée pour les principaux agrégats. Pour plus de détails, cf. Eurostat, *Questions & Answers on the improvements in the Harmonised Index of Consumer Prices (HICP) effective January 2026*, Commission européenne, Luxembourg, 25 février 2026. La méthodologie de calcul de l'indicateur *Supercore* a également été affinée.

Graphique 9

Indicateurs de l'inflation sous-jacente

(variations annuelles en pourcentage)



Sources : Eurostat et calculs de la BCE.

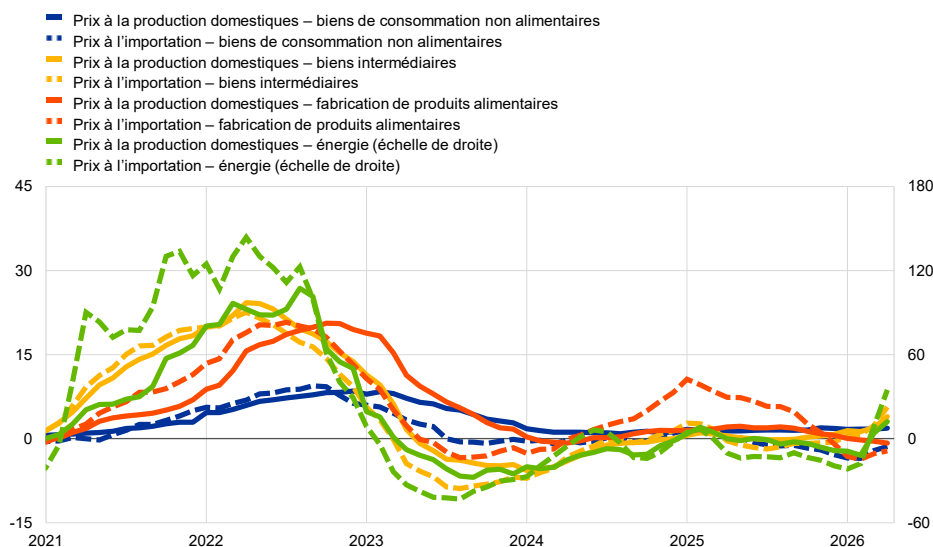
Notes : La ligne grise en pointillés représente la cible d'inflation de 2 % à moyen terme du Conseil des gouverneurs. IPCHX correspond à l'IPCH hors énergie et produits alimentaires ; IPCHXX correspond à l'IPCHX hors postes liés aux voyages, habillement et chaussure. Les dernières observations se rapportent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

Les indicateurs relatifs aux tensions en amont sur les prix des biens ont fait état d'un renforcement des tensions inflationnistes à la plupart des stades de la chaîne des prix en avril (graphique 10). En amont de la chaîne des prix, la hausse des prix à la production de l'énergie s'est fortement accentuée, à 12,3 % en avril 2026, après 4,0 % en mars, et les prix à l'importation de l'énergie ont quadruplé, à 34,8 % en avril, après 8,7 % en mars. Les tensions demeurent élevées pour les biens intermédiaires, en raison des fortes hausses des prix à la production domestiques et des prix à l'importation, qui ont bondi de 3,9 % et 5,7 %, respectivement. Globalement, en aval de la chaîne des prix, les indicateurs de tensions en amont pour les biens de consommation ont signalé un renforcement des tensions inflationnistes avec des hausses des prix à l'importation (- 1,4 %) et des prix à la production domestiques des biens de consommation non alimentaires (1,9 %). Dans le même temps, les tensions en amont sur les produits alimentaires sont restées faibles. Pour les produits alimentaires manufacturés, le taux de croissance annuelle des prix à la production a continué de baisser, atteignant - 0,8 % et prolongeant sa tendance baissière progressive observée depuis septembre 2025, alors que la variation annuelle des prix à l'importation des produits alimentaires manufacturés a augmenté depuis mars 2026 pour atteindre - 2,2 % en avril, après - 3,6 % en février. En raison de la guerre en cours au Moyen-Orient, les évolutions des prix de l'énergie et des produits alimentaires, ainsi que les tensions en amont plus généralement, font l'objet d'un suivi attentif.

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 avril 2026.

Les tensions d'origine interne sur les coûts, mesurées par la croissance du déflateur du PIB, ont diminué pour s'établir à 2,3 % au premier trimestre 2026 après 2,6 % au trimestre précédent (graphique 11). Cela reflète une baisse des contributions des profits unitaires (de 0,5 % à -0,1 %), tandis que les contributions des coûts unitaires de main-d'œuvre ont augmenté et que les contributions des impôts unitaires nets sont restées inchangées. L'augmentation du taux de croissance annuel des coûts unitaires de main-d'œuvre (de 3,2 % à 3,7 %) a résulté d'un ralentissement de la croissance de la productivité du travail (de 0,5 % à -0,2 %). Toutefois, elle a été partiellement contrebalancée par une baisse du taux de croissance annuel de la rémunération par tête (de 3,7 % à 3,5 %). Cette baisse reflète un recul du taux de croissance des salaires négociés, qui s'est ralenti à 2,5 % au premier trimestre 2026, après 2,9 % au quatrième trimestre 2025, et a été partiellement compensé par une augmentation de la contribution de la composante glissement des salaires à 1,4 point de pourcentage, contre 1,1 point de pourcentage sur la même période. Pour l'avenir, l'outil de suivi des salaires de la BCE, qui a été mis à jour à l'aide des données relatives aux accords salariaux négociés jusqu'à fin mai 2026, suggère que les tensions sur les salaires négociés s'atténueront au premier semestre 2026 avant de se stabiliser à des niveaux plus faibles pour finir l'année autour de 2,6 %, après 3,0 % en 2025⁸. Les projections macroéconomiques de juin 2026 prévoient un ralentissement du taux de croissance annuel de la rémunération par tête, qui passerait de 3,9 % en 2025 à 3,2 % en 2026 avant de se maintenir autour de ce niveau en 2027 et 2028, en ligne avec les signes

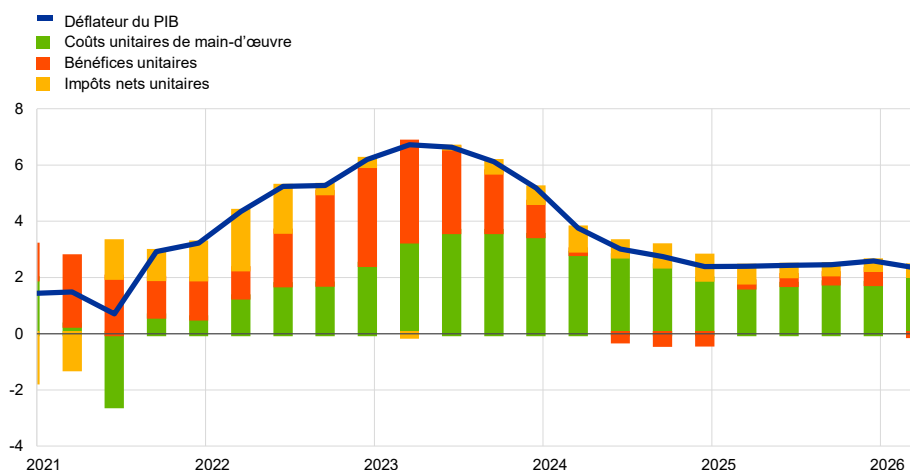
⁸ Pour plus de détails, cf. « [Publication de nouvelles données : l'outil de suivi des salaires de la BCE continue de suggérer une atténuation des tensions sur les salaires négociés en 2026](#) », communiqué de presse, BCE, 23 mars 2026.

d'atténuation des tensions sur les salaires observés dans les données récentes et les accords salariaux.

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, tandis que la productivité du travail apporte une contribution négative. Les dernières observations se rapportent au premier trimestre 2026.

Au cours de la période sous revue, du 19 mars au 10 juin 2026, les mesures de la compensation de l'inflation extraites des instruments de marché à court terme ont peu évolué, en termes nets, en dépit d'une volatilité notable en cours de période résultant des fluctuations des prix du pétrole liées à la guerre au Moyen-Orient, tandis que les anticipations d'inflation à plus long terme sont restées fermement ancrées autour de 2 % (graphique 12, partie a). Les perspectives d'inflation à court terme des investisseurs ont fortement varié au cours de la période sous revue. Toutefois, elles sont finalement revenues à des niveaux proches de ceux observés au moment de la réunion du Conseil des gouverneurs du 19 mars 2026, les prix du pétrole s'étant modérés en mai sous l'effet d'espoirs d'un accord de paix qui mettrait fin à la guerre au Moyen-Orient. À la fin de la période sous revue, le taux des *swaps* indexés sur l'inflation à un an dans un an n'avait que légèrement augmenté, à 2,2 %. Pour les échéances à moyen et long terme, les mesures de compensation de l'inflation ont affiché un profil relativement stable, le taux des *swaps* indexés sur l'inflation à cinq ans dans cinq ans étant globalement inchangé au cours de la période sous revue, à 2,2 % environ. Une fois corrigées des primes de risque sur l'inflation, c'est-à-dire la compensation dont les investisseurs ont besoin pour faire face au risque que les évolutions futures de l'inflation puissent différer des anticipations, les mesures des anticipations d'inflation à moyen et long terme extraites des instruments de marché sont encore plus proches de la cible d'inflation de 2 %. Dans l'enquête de la BCE auprès des prévisionnistes professionnels pour le deuxième trimestre 2026 et l'enquête réalisée en avril 2026 par la BCE auprès des analystes monétaires, la moyenne et la médiane des anticipations d'inflation à plus long terme sont restées à 2 %.

Graphique 12

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

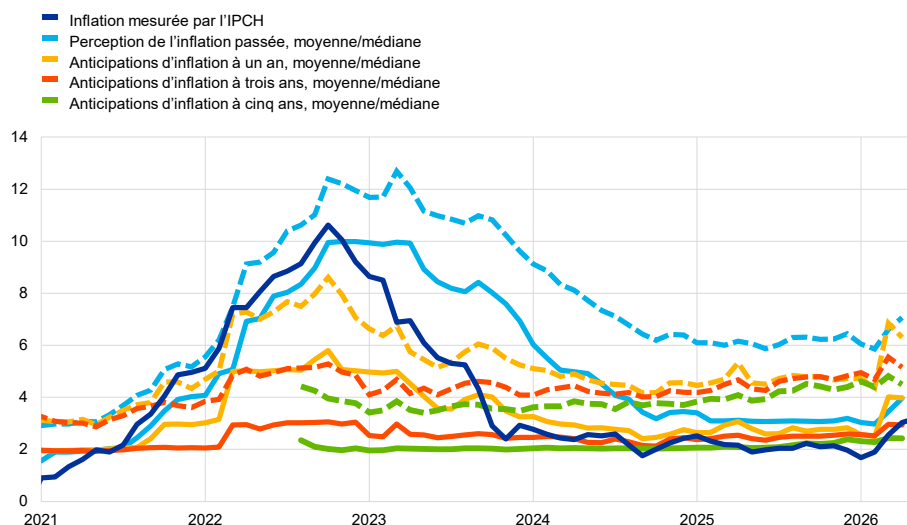
a) Mesures de la compensation de l'inflation extraites des instruments de marché

(variations annuelles en pourcentage)



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

(variations annuelles en pourcentage)



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

Notes : La partie a) présente les taux à terme des *swaps* indexés sur l'inflation à différents horizons pour la zone euro. La ligne verticale grise indique le début de la période sous revue, le 19 mars 2026. Dans la partie b), les lignes en pointillés montrent le taux moyen et les lignes continues, le taux médian. Les dernières observations se rapportent au 10 juin 2026 pour la partie a) et la partie b), à mai 2026 (estimation rapide) pour l'inflation mesurée par l'IPCH et à avril 2026 pour les mesures restantes.

Les anticipations d'inflation à court et moyen terme des consommateurs se sont globalement stabilisées en avril 2026, tandis que les perceptions de l'inflation passée se sont redressées (graphique 12, partie b). Selon l'enquête de la BCE sur les anticipations des consommateurs pour avril 2026, le taux médian de l'inflation perçue sur les 12 derniers mois a augmenté à 4,0 %, contre 3,5 % en mars ⁹. Les anticipations médianes d'inflation au cours des 12 prochains mois sont

⁹ Les travaux de terrain pour l'enquête de la BCE d'avril 2026 sur les anticipations des consommateurs se sont achevés le 4 mai 2026.

restées stables à 4,0 %, tandis que celles à trois ans ont légèrement diminué, ressortant à 2,9 % après 3,0 % en mars. Les anticipations médianes à cinq ans sont restées inchangées à 2,4 %.

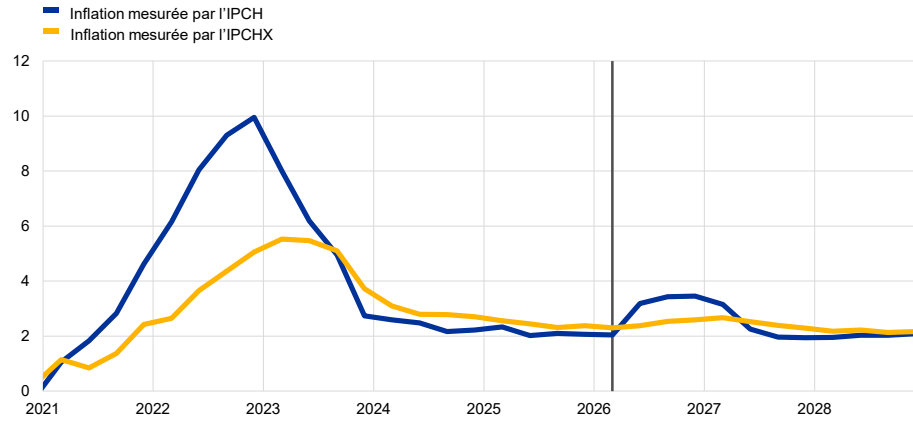
Les projections macroéconomiques de juin 2026 prévoient que l'inflation totale devrait augmenter, passant de 2,1 % en 2025 à 3,0 % en 2026 avant de diminuer à 2,3 % en 2027, puis de revenir à 2,0 % en 2028 (graphique 13).

L'inflation totale mesurée par l'IPCH devrait culminer à 3,4 % aux troisième et quatrième trimestres 2026 et rester supérieur à 3,0 % jusqu'à début 2027, sous l'effet d'une forte hausse des prix de l'énergie résultant du conflit au Moyen-Orient. Au deuxième trimestre 2027, l'IPCH devrait fortement diminuer pour s'établir à 2,3 % et se stabiliser autour de 2,0 % à moyen terme. Les baisses des prix des matières premières énergétiques, intégrées dans les prix des contrats à terme, ainsi que d'importants effets de base, impliquent que la hausse des prix de l'énergie se ralentirait, devenant négative en 2027, puis repartirait à la hausse en 2028, en raison de l'introduction du système d'échange de quotas d'émission 2 de l'UE (SEQE-2). La hausse des prix des produits alimentaires devrait s'accélérer à court terme, avant de se ralentir vers 2 % plus tard dans l'horizon de projection. De même, l'IPCHX devrait augmenter pour atteindre un pic à 2,7 % début 2027, principalement sous l'effet d'une hausse prononcée des biens industriels non énergétiques, puis se modérer à partir du deuxième trimestre de l'année pour atteindre 2,2 % en 2028. Par rapport aux projections de mars 2026, l'inflation totale mesurée par l'IPCH a été révisée à la hausse de 0,4 point de pourcentage pour 2026 et de 0,3 point de pourcentage pour 2027. Pour 2028, elle a été révisée à la baisse de 0,1 point de pourcentage. L'inflation mesurée par l'IPCHX a été révisée à la hausse de 0,2, 0,3 et 0,1 point de pourcentage, respectivement, pour 2026, 2027 et 2028, reflétant une hausse plus forte des prix des services et des biens industriels non énergétiques. Compte tenu de l'incertitude entourant la guerre au Moyen-Orient et de son impact sur les prix de l'énergie et sur l'économie, les projections sont complétées par un ensemble de scénarios illustratifs actualisés, qui diffèrent sur trois points principaux : l'ampleur du choc énergétique, le degré d'incertitude et la force de la transmission du choc énergétique aux prix hors énergie.

Graphique 13

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

(variations annuelles en pourcentage)



Sources : Eurostat et [Projections macroéconomiques pour la zone euro établies par les services de l'Eurosystème, juin 2026](#).

Notes : La ligne verticale grise indique le dernier trimestre avant le début de l'horizon de projection. Les dernières observations se rapportent au premier trimestre 2026 pour les données historiques et au quatrième trimestre 2028 pour les projections. Les projections macroéconomiques de juin 2026 ont été finalisées le 27 mai 2026 et la date d'arrêt des hypothèses techniques est le 21 mai 2026. Les données historiques et projetées relatives à l'inflation mesurée par l'IPCH et l'IPCHX sont déclarées trimestriellement.

Évolutions sur les marchés financiers

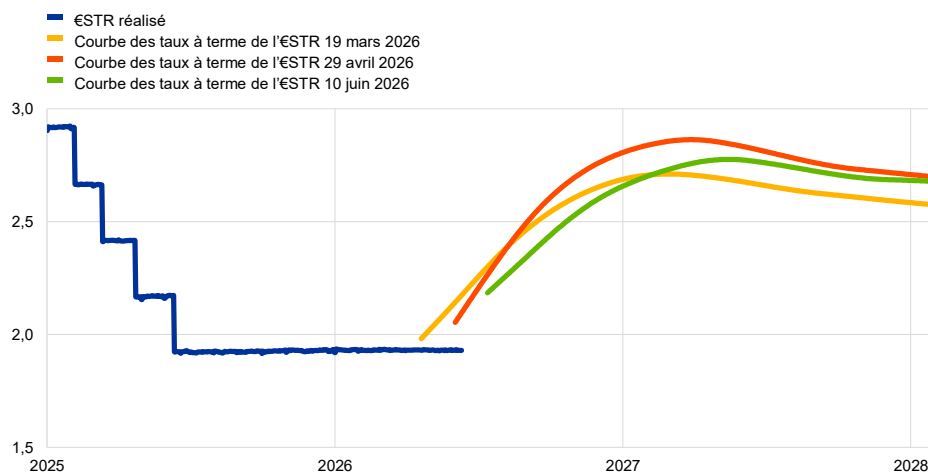
Les marchés financiers de la zone euro ont enregistré une volatilité élevée au cours de la période sous revue allant du 19 mars au 10 juin 2026, les intervenants de marché réévaluant en permanence l'évolution de la guerre au Moyen-Orient et ses répercussions économiques. Les taux sans risque et les rendements souverains ont augmenté au cours de la première moitié de la période sous revue, le conflit ayant poussé les prix du pétrole à leurs plus hauts niveaux depuis juin 2022, mais ils se sont ensuite globalement repliés, les espoirs émergents d'un accord de paix ayant fait redescendre les prix de l'énergie qui se situaient auparavant à un pic. À la fin de la période sous revue, la courbe à terme du taux à court terme de l'euro (€STR) intégrait environ 70 points de base de relèvements cumulés des taux directeurs à fin 2026, soit peu de changement par rapport au niveau indiqué le 19 mars. Dans le même temps, les taux sans risque à long terme ont terminé la période sous revue en hausse. Les marchés des obligations souveraines de la zone euro ont généralement bien résisté, les rendements évoluant largement de manière proportionnelle aux taux sans risque. Les actions de la zone euro ont enregistré des gains importants en raison d'une période de bénéfices robuste, en particulier dans les secteurs technologique et financier. Toutefois, elles ont affiché des performances inférieures à celles des valeurs américaines, qui ont bénéficié plus nettement du redressement des actions liées à l'intelligence artificielle (IA). Les écarts de rendement des obligations d'entreprises se sont resserrés à la fois au sein du compartiment bien noté (investment-grade) et du compartiment à rendement élevé (high-yield). Sur les marchés des changes, l'euro a été globalement stable vis-à-vis du dollar américain (+ 0,4 %) ainsi qu'en termes pondérés des échanges commerciaux (– 0,1 %).

Les taux sans risque à court terme de la zone euro ont globalement peu évolué jusqu'à la fin de la période sous revue, dans un contexte de volatilité liée à la guerre en cours au Moyen-Orient, tandis que les taux sans risque à long terme ont augmenté (graphique 14). L'€STR de référence s'est établi à 1,93 % à la fin de la période sous revue, à la suite de la décision du Conseil des gouverneurs, lors de ses réunions du 19 mars 2026 et du 30 avril 2026, de laisser inchangés les trois taux directeurs de la BCE. L'excédent de liquidité a diminué d'environ 148 milliards d'euros, pour revenir à 2 216 milliards, ce qui reflète principalement la baisse continue des portefeuilles de titres détenus à des fins de politique monétaire. Les taux à très court terme ont augmenté entre les réunions du Conseil des gouverneurs de mars et d'avril en raison des inquiétudes relatives à une potentielle escalade de la guerre au Moyen-Orient, atteignant un pic le 29 avril. Ils ont par la suite renoué avec leurs niveaux antérieurs, car des espoirs se sont fait jour quant à la résolution des tensions au Moyen-Orient et à la modération des prix mondiaux de l'énergie. La courbe à terme de l'€STR à la fin de la période sous revue implique des hausses cumulées des taux d'intérêt d'environ 70 points de base d'ici la fin de l'année, comparables aux niveaux intégrés le 19 mars. Au-delà de 2026, les taux à terme de l'€STR à la fin de la période sous revue ont légèrement augmenté par rapport à mars. Le taux nominal des *swaps* au jour le jour (OIS) à dix ans a augmenté de près de 15 points de base au cours de la période sous revue, pour s'établir à 2,9 %.

Graphique 14

Taux à terme de l'€STR

(pourcentage par année)



Sources : Bloomberg Finance L.P. et calculs de la BCE.
Note : La courbe à terme est estimée à l'aide des taux OIS (€STR) au comptant.

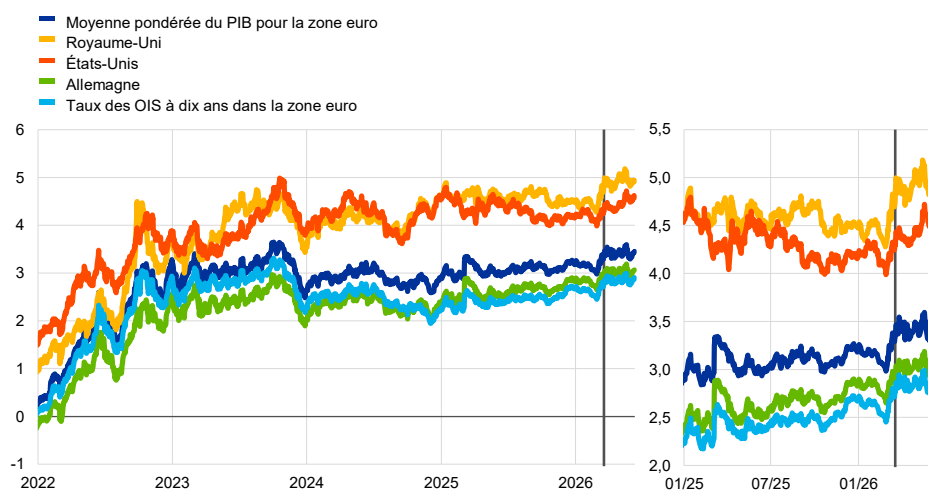
Les rendements des obligations souveraines à long terme de la zone euro ont légèrement augmenté au cours de la période sous revue, les écarts de rendement par rapport aux taux sans risque ayant peu évolué, tandis que les pays plus lourdement endettés ont connu une certaine volatilité (graphiques 15 et 16).

Le rendement pondéré du PIB des obligations souveraines à dix ans de la zone euro a légèrement augmenté, pour s'établir à 3,5 % 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. Les emprunteurs souverains qui sont particulièrement exposés au choc énergétique au Moyen-Orient ou dont les niveaux de dette sont plus élevés ont enregistré une volatilité légèrement plus prononcée en cours de période. Le rendement des titres du Trésor américain à dix ans a augmenté de 30 points de base environ, pour s'établir à 4,6 %. Les rendements des obligations d'État (*gilt*) britanniques à dix ans ont fluctué de manière significative au cours de la période, atteignant des niveaux supérieurs à 5,0 % avant de terminer à un niveau supérieur d'environ 10 points de base, à 4,9 %.

Graphique 15

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

(pourcentage annuel)



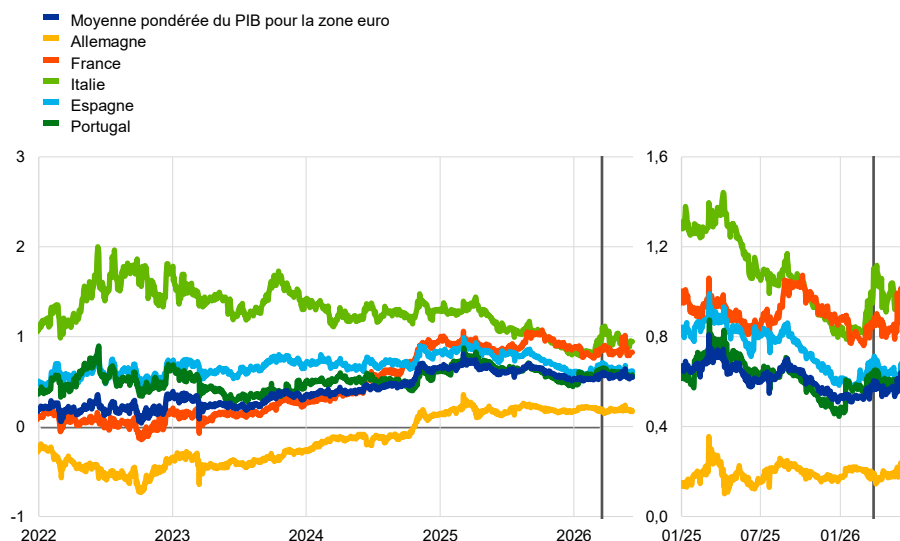
Sources : LSEG et calculs de la BCE.

Notes : La ligne verticale grise indique le début de la période sous revue (19 mars 2026). Les dernières observations se rapportent au 10 juin 2026.

Graphique 16

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

(points de pourcentage)



Sources : LSEG et calculs de la BCE.

Notes : La ligne verticale grise indique le début de la période sous revue (19 mars 2026). Les dernières observations se rapportent au 10 juin 2026.

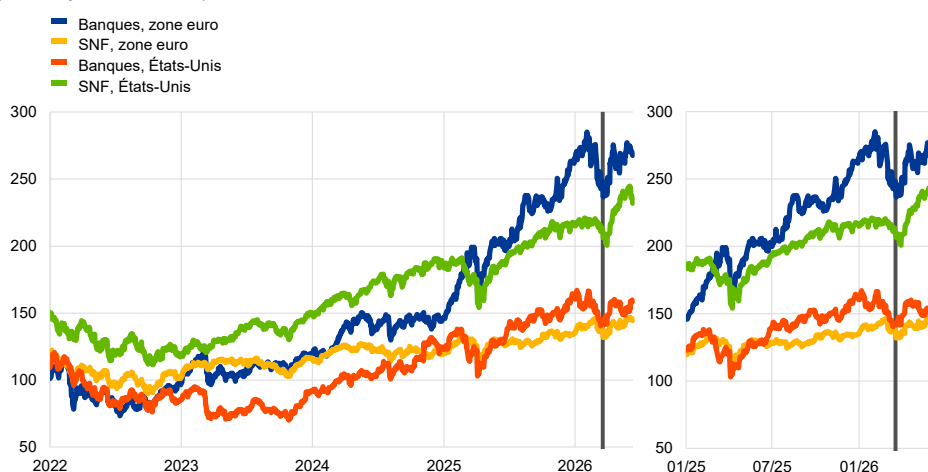
Les actions de la zone euro ont rebondi au cours de la période sous revue, effaçant les pertes enregistrées au cours du premier mois de la guerre au Moyen-Orient, les bénéfices des entreprises ayant continué de bien résister et l'appétence pour le risque s'étant améliorée à la suite de l'annonce du cessez-

le-feu le 8 avril (graphique 17). Globalement, au cours de la période sous revue, les marchés d'actions de la zone euro ont gagné 7,7 %, le sous-indice relatif aux sociétés non financières (SNF) ayant augmenté de 7,5 % et les cours des actions bancaires de 11 %. Aux États-Unis, l'indice boursier large a augmenté de 10 %, les SNF et les banques affichant des hausses de 10,4 % et 11,5 %, respectivement. Les entreprises cotées de part et d'autre de l'Atlantique ont déclaré de solides bénéfices, en particulier dans le secteur technologique, renforçant l'optimisme quant à la mise en place d'infrastructures d'IA au niveau mondial. Cependant, les anticipations optimistes d'une croissance des bénéfices à long terme des entreprises liées à l'IA aux États-Unis ont soutenu la surperformance des actions américaines par rapport aux actions de la zone euro.

Graphique 17

Indices boursiers dans la zone euro et aux États-Unis

(indice : 2 janvier 2020 = 100)



Sources : LSEG et calculs de la BCE.

Notes : La ligne verticale grise indique le début de la période sous revue (19 mars 2026). Les dernières observations se rapportent au 10 juin 2026.

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.

La 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 initiale provoquée par le déclenchement de la guerre. Le resserrement a été plus prononcé sur le compartiment à haut rendement, au sein duquel les écarts de rendement ont diminué d'environ 40 points de base. Les écarts de rendement des obligations bien notées ont diminué d'environ 10 points de base pour les SNF et les entreprises financières.

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

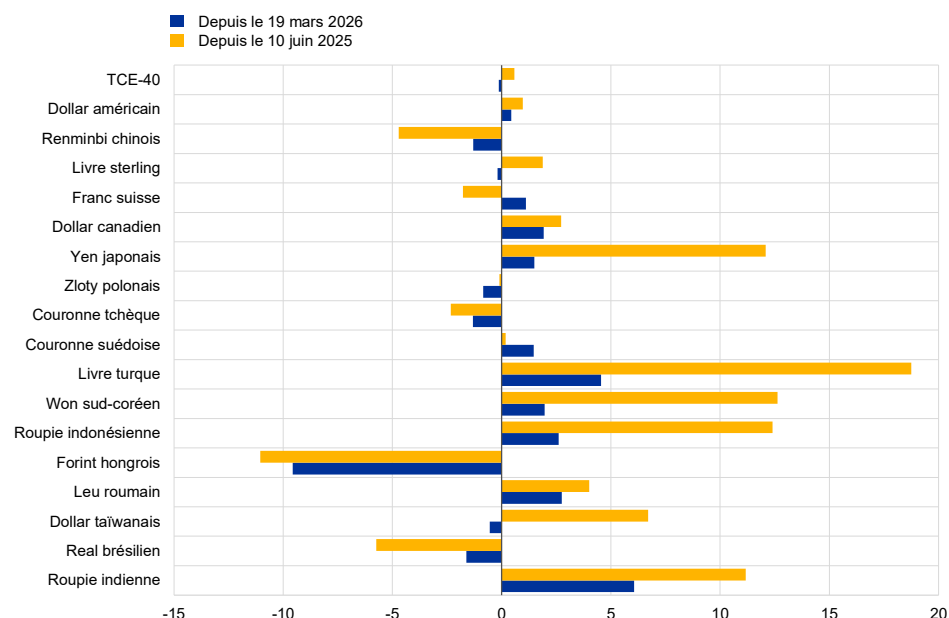
Le taux de change effectif nominal de l'euro, mesuré par rapport aux monnaies des 40 principaux partenaires commerciaux de la zone euro, est resté globalement stable au cours de la période sous revue (-0,1 %). L'euro a peu évolué par rapport au dollar, s'établissant à 1,15 dollar pour un euro (+0,4 %) à la fin de la

période. Après s'être initialement affaibli vis-à-vis du dollar américain à la suite du déclenchement de la guerre au Moyen-Orient, l'euro a commencé à se redresser après l'accord de cessez-le-feu début avril. Il s'est par la suite encore affaibli, l'incertitude persistant autour d'un potentiel accord de paix, qui a continué d'exercer une pression à la hausse sur les prix de l'énergie. Depuis lors, la paire de devises s'est négociée dans une fourchette étroite comprise entre 1,15 et 1,18 dollar pour un euro. L'euro s'est apprécié vis-à-vis du yen japonais (+ 1,5 %), qui s'est affaibli de manière continue tout au long de la période et n'a rebondi que temporairement à la suite des interventions des autorités japonaises sur le marché des changes. En revanche, l'euro a perdu du terrain face au forint hongrois (– 9,6 %) après les élections législatives en Hongrie qui ont soutenu le forint, et s'est aussi affaibli face au real brésilien (– 1,6 %) et au renminbi chinois (– 1,3 %).

Graphique 18

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

(variations en pourcentage)



Source : Calculs de la BCE.

Notes : Le « TCE-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 10 juin 2026.

5

Conditions de financement et évolutions du crédit

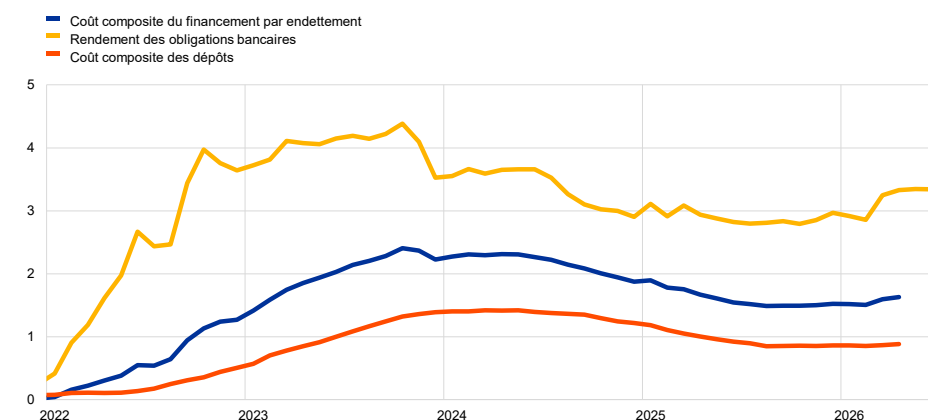
À la suite du déclenchement de la guerre au Moyen-Orient, les conditions de financement pour les entreprises et les ménages se sont durcies. En avril, les taux débiteurs bancaires appliqués aux entreprises sont demeurés à 3,6 %, et les taux hypothécaires sont restés constants, à 3,4 %. Au cours de la période sous revue allant du 19 mars au 10 juin 2026, le coût de l'endettement de marché des sociétés non financières a peu varié, tandis que le coût des fonds propres a augmenté, sous l'effet des niveaux plus élevés de la prime de risque sur actions et des taux sans risque. La croissance des prêts aux entreprises s'est poursuivie en avril, atteignant 3,4 %, tandis que celle des prêts aux ménages est restée stable à 3 %. Le taux de croissance annuel de l'agrégat monétaire large (M3) s'est inscrit en baisse, à 2,7 %.

Les coûts de financement des banques ont légèrement augmenté à la suite du déclenchement de la guerre au Moyen-Orient. La hausse relativement modeste du coût composite du financement par endettement pour les banques de la zone euro – à 1,6 % en avril après 1,5 % en février (graphique 19) – s'explique principalement par les évolutions des taux sans risque. 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, se stabilisant vers la fin du mois d'avril. Dans le même temps, le taux de dépôt composite est resté stable, à 0,9 % en avril. Les taux d'intérêt sur les dépôts à vue et les comptes d'épargne sont demeurés inchangés, tout comme les taux interbancaires, tandis que les taux sur les dépôts à terme ont quelque peu augmenté par rapport à mars.

Graphique 19

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 avril 2026 pour le coût composite du financement par endettement et le coût composite des dépôts, et au 10 juin 2026 pour les rendements des obligations bancaires.

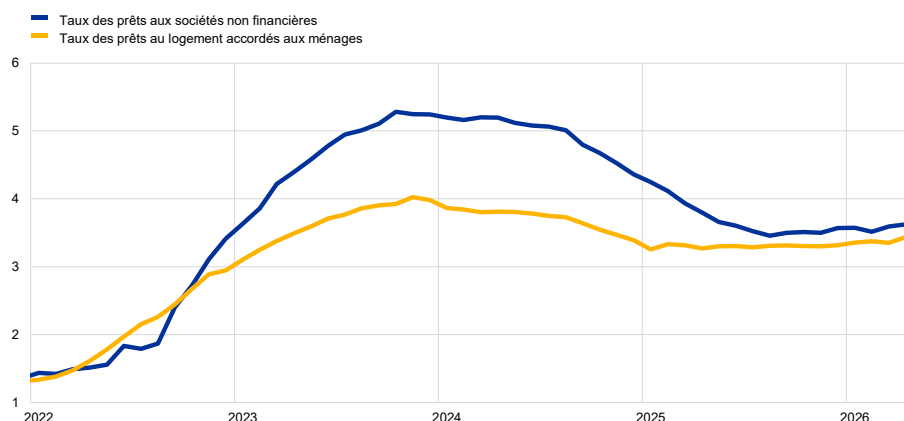
Les taux débiteurs bancaires appliqués aux entreprises ont globalement légèrement augmenté à la suite du déclenchement de la guerre au Moyen-

Orient, tout comme les taux appliqués aux ménages (graphique 20). Le coût de l'emprunt bancaire pour les sociétés non financières a augmenté de 11 points de base depuis février pour s'établir à 3,6 % en avril, soit environ 170 points de pourcentage de moins que son pic d'octobre 2023. Les taux ont augmenté pour les prêts assortis de périodes de fixation à moyen terme (entre un et cinq ans) et sont restés globalement inchangés pour les prêts assortis de périodes de fixation à plus court terme (inférieures à un an) et à plus long terme (supérieures à cinq ans). L'écart entre les taux d'intérêt appliqués aux prêts aux entreprises de petite et de grande taille est resté globalement stable, à des niveaux faibles. Le coût de l'emprunt pour les ménages a légèrement augmenté, de 7 points de base depuis février pour s'établir à 3,4 % en avril, soit environ 60 points de base au-dessous de son pic de novembre 2023. Cette évolution reflète une hausse des taux sur l'ensemble des périodes de fixation, les taux des prêts à moyen et long termes augmentant davantage que ceux des prêts à court terme.

Graphique 20

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

(pourcentages annuels)



Sources : BCE et calculs de la BCE.

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

Au cours de la période sous revue allant du 19 mars au 10 juin 2026, le coût de l'endettement de marché émis par les entreprises a peu évolué, tandis que le coût du financement par fonds propres a 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 – s'est établi à 6,2 % en avril 2026 pour le deuxième mois de suite (graphique 21)¹⁰. Après une hausse significative en mars, le coût des fonds propres a encore augmenté en avril. L'impact de cette augmentation du coût des fonds propres et d'une hausse parallèle en avril du coût de l'emprunt bancaire à long terme sur le coût total du financement a été compensé par une baisse du coût de l'endettement de marché, qui s'explique par la compression des écarts de rendement des obligations émises par les sociétés non

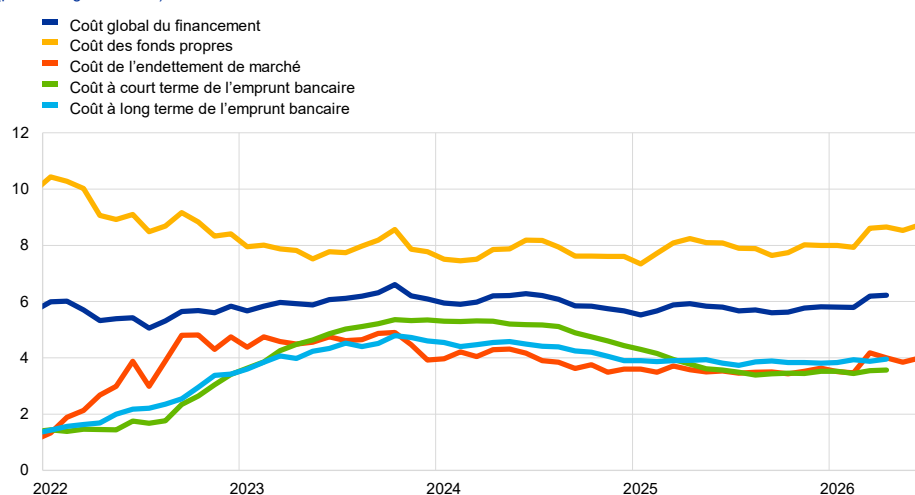
¹⁰ En raison de décalages dans la disponibilité des données relatives au coût de l'emprunt auprès des banques, les données relatives au coût total du financement des sociétés non financières ne sont disponibles que jusqu'à avril 2026.

financières. Sur l'ensemble de la période sous revue, le coût de l'endettement de marché est resté pratiquement inchangé grâce à la baisse des écarts de rendement des obligations d'entreprises, qui a compensé la hausse des taux sans risque (cf. section 4). La hausse du coût du financement par fonds propres est principalement imputable à une prime de risque sur actions plus élevée ; la hausse des taux sans risque à long terme y a également contribué, mais dans une moindre mesure.

Graphique 21

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.

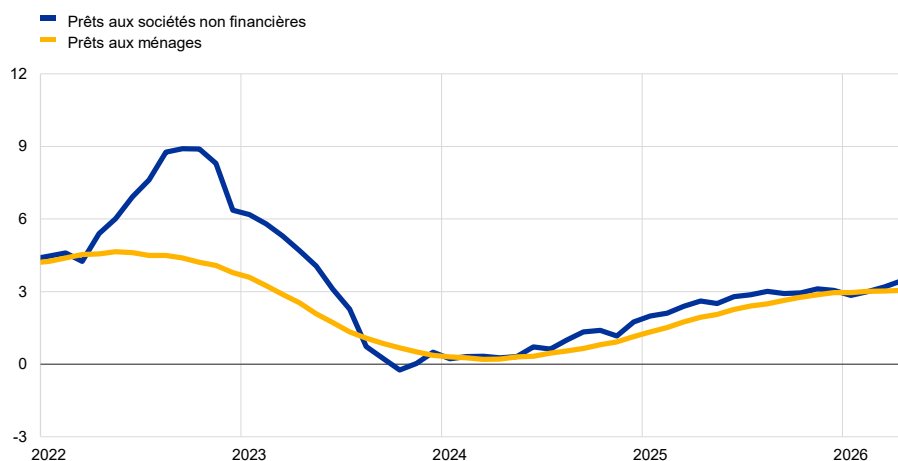
Notes : Le coût total du financement des sociétés non financières est fondé sur des données mensuelles et calculé comme une moyenne des coûts à court et à long terme de l'emprunt auprès des banques (données moyennes mensuelles), et des coûts de l'endettement de marché et des fonds propres (données de fin de mois), pondérés par leurs encours respectifs. Les dernières observations se rapportent au 10 juin 2026 pour le coût de l'endettement de marché et le coût des fonds propres (données quotidiennes) et à avril 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 poursuivie en avril, tandis que celle des prêts aux ménages a été stable (graphique 22). Le financement externe des entreprises s'est renforcé depuis le début de la guerre au Moyen-Orient, sous l'effet des emprunts auprès des banques, en particulier les prêts à court et moyen termes, et d'un rebond des émissions nettes de titres de créance. Le taux de croissance annuel des prêts bancaires aux sociétés non financières s'est élevé à 3,4 % en avril, après 3,2 % en mars, soit un niveau toujours inférieur à sa moyenne historique de 4,3 % depuis 1999. Dans le même temps, le taux de croissance annuel du financement par endettement des entreprises a augmenté pour s'établir à 3,7 % en avril, après 3,4 % en mars, par rapport à 2,8 % en janvier. En revanche, le taux de croissance annuel des prêts aux ménages est resté stable, à 3,0 % en avril, un niveau également inférieur à sa moyenne historique de 4,1 % depuis début 1999. La croissance des prêts aux ménages a été principalement soutenue par une forte croissance des crédits à la consommation et, dans une moindre mesure, des prêts hypothécaires. En revanche, la croissance des autres formes de prêts aux ménages, y compris les prêts aux entrepreneurs individuels, est demeurée faible. Selon la dernière [enquête de la BCE sur les anticipations des](#)

consommateurs d'avril 2026, la guerre au Moyen-Orient a pesé sur les anticipations des ménages concernant l'accès au crédit, qui ont atteint en avril leur niveau le plus tendu depuis le pic du dernier cycle de relèvement des taux directeurs en décembre 2023.

Graphique 22 Prêts des IFM dans la zone euro

(variations annuelles en pourcentage)



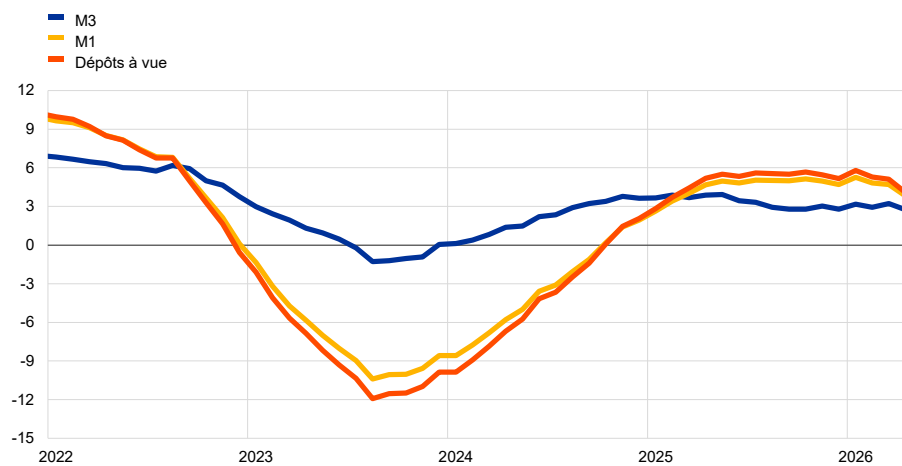
Sources : BCE et calculs de la BCE.

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 avril 2026.

Le taux de croissance annuel de l'agrégat monétaire large (M3) a reculé en avril, dans un contexte de sorties de dépôts importantes des intermédiaires financiers non bancaires (graphique 23). La croissance annuelle de M3 est revenue à 2,7 % en avril, après 3,2 % en mars, revenant au niveau observé pendant la majeure partie du second semestre 2025 et demeurant nettement inférieure à sa moyenne historique de 5,2 % depuis début 1999. 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 diminué, revenant de 4,7 % en mars à 3,8 % en avril, dans un contexte de sorties de dépôts importantes des intermédiaires financiers non bancaires, inversant les entrées observées le mois précédent. Du point de vue des contreparties, la création monétaire a été soutenue par les prêts bancaires, tandis que les flux monétaires extérieurs nets sortant de la zone euro et la réduction du bilan de l'Eurosystème ont pesé sur la croissance de l'agrégat M3.

Graphique 23 M3, M1 et dépôts à vue

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



Source : BCE.

Note : Les dernières observations se rapportent à avril 2026.

6 Évolutions budgétaires

D'après les projections macroéconomiques de juin 2026 établies par les services de l'Eurosystème, le déficit budgétaire des administrations publiques de la zone euro, qui se montait à 2,9 % du PIB en 2025, devrait augmenter sensiblement pour atteindre 3,6 % du PIB en 2026 et culminer à 3,7 % en 2027. L'orientation budgétaire de la zone euro devrait se relâcher en 2026 puis se durcir à nouveau en 2027 et en 2028. L'assouplissement prévu en 2026 est principalement imputable aux investissements publics et aux transferts budgétaires, la hausse des investissements reflétant surtout des dépenses élevées en matière de défense et d'infrastructures, ainsi que des projets relevant du programme Next Generation EU (NGEU). Le resserrement attendu en 2027 et en 2028 tient principalement à des facteurs non discrétionnaires. Le ratio dette/PIB de la zone euro devrait suivre une trajectoire haussière l'amenant à 90 % du PIB en 2028, les déficits primaires persistants et les ajustements dette-déficit positifs l'emportant sur les effets favorables, bien qu'en recul, des différentiels entre les taux d'intérêt et la croissance. Au titre de son paquet de printemps du Semestre européen 2026 publié le 3 juin, la Commission européenne note que les mesures visant à renforcer la sécurité énergétique et à réduire la dépendance vis-à-vis des combustibles fossiles pourraient bénéficier de la flexibilité offerte par le cadre.

D'après les projections macroéconomiques de juin 2026 établies par les services de l'Eurosystème, le solde budgétaire des administrations publiques de la zone euro devrait sensiblement se dégrader. Le déficit atteindrait en effet un sommet en 2027, largement au-dessus du seuil de 3 % (graphique 24) ¹¹. Si l'on examine les évolutions antérieures, le déficit budgétaire de la zone euro s'était légèrement contracté, de 3,0 % du PIB en 2024 à 2,9 % du PIB en 2025. Dans les prochaines années, il devrait augmenter sensiblement pour atteindre 3,6 % du PIB en 2026, culminer à 3,7 % en 2027, puis reculer légèrement à 3,6 % en 2028. La détérioration du solde budgétaire sur l'horizon de projection s'explique en majeure partie par la hausse régulière des paiements d'intérêts. Par ailleurs, l'érosion plus marquée du déficit budgétaire en 2026 reflète l'assouplissement de l'orientation budgétaire – mesurée par le solde primaire corrigé du cycle, déduction faite des subventions accordées dans le cadre du programme NGEU – ainsi qu'une légère dégradation de la composante conjoncturelle, qui rend compte de l'évolution de l'écart de production ¹². La composante conjoncturelle se détériorerait encore légèrement en 2027 – contribuant à un creusement du déficit –, avant de s'inverser

¹¹ Cf. les « [Projections macroéconomiques pour la zone euro établies par les services de l'Eurosystème, juin 2026](#) », publiées sur le site internet de la BCE le 11 juin 2026.

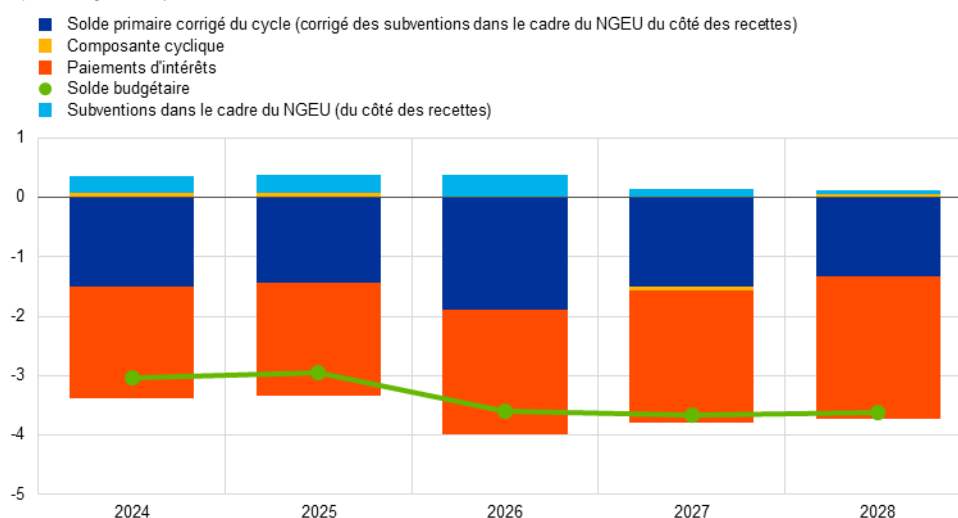
¹² L'orientation budgétaire reflète la direction et l'ampleur de la relance économique induite par les politiques budgétaires, au-delà de la réaction automatique des finances publiques au cycle conjoncturel. Elle est mesurée ici comme la variation du ratio du solde primaire corrigé du cycle, déduction faite du soutien des pouvoirs publics au secteur financier. Étant donné que les recettes budgétaires plus élevées liées aux subventions du programme NGEU provenant du budget de l'UE n'ont pas pour effet de comprimer la demande, le solde primaire corrigé du cycle est ajusté afin d'exclure lesdites recettes. Pour plus de détails concernant l'orientation budgétaire de la zone euro, cf. l'article intitulé « [L'orientation budgétaire de la zone euro](#) », *Bulletin économique*, n° 4, BCE, 2016.

en 2028, lorsque, conjuguée au resserrement budgétaire prévu, elle conduira à une légère amélioration de la situation budgétaire. Par rapport aux projections macroéconomiques de mars 2026 établies par les services de la BCE pour la zone euro, le ratio de déficit budgétaire s'est avéré inférieur de 0,1 point de pourcentage en 2025 et devrait être supérieur de 0,2 point de pourcentage en 2026, tandis qu'il resterait globalement inchangé en 2027 et en 2028.

Graphique 24

Solde budgétaire et ses composantes

(en pourcentage du PIB)



Sources : Calculs de la BCE et projections macroéconomiques pour la zone euro établies par les services de l'Eurosystème, juin 2026.

Note : Les données se rapportent au secteur agrégé des administrations publiques des 21 États membres de la zone euro.

Après s'être légèrement resserrée en 2025, l'orientation budgétaire agrégée de la zone euro devrait se relâcher en 2026 avant de se durcir quelque peu en 2027 et en 2028.

L'assouplissement attendu pour 2026 devrait se chiffrer à 0,5 point de pourcentage du PIB, principalement sous l'effet d'une hausse des investissements publics et des transferts aux ménages. L'augmentation des investissements reflète un renforcement des dépenses en matière de défense et d'infrastructures en Allemagne et dans un certain nombre d'autres pays de plus petite taille, ainsi que les dépenses financées par le programme NGEU, même si ces dernières devraient largement s'annuler au cours des années suivantes. Le resserrement de l'orientation budgétaire prévu en 2027 et en 2028 tiendra principalement à des facteurs non discrétionnaires, notamment le freinage budgétaire et le découplage des bases d'imposition par rapport au PIB¹³. Comparativement aux projections macroéconomiques de mars 2026 établies par les services de la BCE, l'orientation budgétaire devrait être un peu plus souple en 2026 et plus stricte dans une mesure similaire en 2027, avant de demeurer inchangée en 2028. Ces révisions reflètent principalement les nouvelles mesures temporaires de soutien à l'énergie adoptées par les gouvernements depuis le début de la guerre

¹³ Par « freinage budgétaire », on entend la hausse des recettes fiscales qui survient lorsque les bases d'imposition nominales augmentent mais que les paramètres d'un système fiscal progressif ne sont pas ajustés en conséquence.

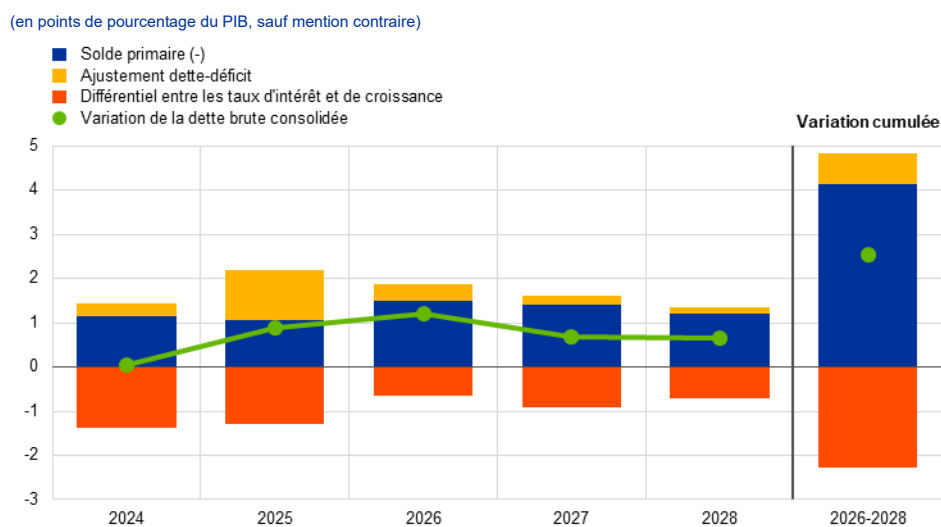
au Moyen-Orient (qui représentent environ 0,1 % du PIB), ainsi que l'évolution de la consommation publique.

Le ratio dette/PIB de la zone euro devrait emprunter une trajectoire ascendante sur l'horizon de projection, pour atteindre 90 % du PIB en 2028 (graphique 25).

La réduction significative du ratio dette/PIB observée entre 2021 et 2023, qui avait été presque exclusivement attribuable à des différentiels favorables entre les taux d'intérêt et la croissance, a pris fin en 2024. Le ratio dette/PIB devrait passer de 87,4 % en 2025 à 90,0 % en 2028. Cette hausse reflète la persistance des déficits primaires et des ajustements dette-déficit modestes mais systématiquement positifs, qui ne sont que partiellement contrebalancés par des différentiels entre les taux d'intérêt et la croissance toujours favorables, bien qu'en recul. Par rapport aux projections macroéconomiques de mars 2026 établies par les services de la BCE, le ratio de la dette de l'ensemble des administrations publiques a été revu à la hausse sur l'ensemble de l'horizon de projection, principalement en raison de différentiels entre les taux d'intérêt et la croissance moins favorables et d'ajustements dette-déficit-dette plus importants.

Graphique 25

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



Sources : Calculs de la BCE et projections macroéconomiques pour la zone euro établies par les services de l'Eurosystème, juin 2026.

Note : Les données se rapportent au secteur agrégé des administrations publiques des 21 États membres de la zone euro.

La Commission a publié son paquet de printemps du Semestre européen 2026 le 3 juin ¹⁴. À ce jour, le Conseil a approuvé l'activation de la clause dérogatoire nationale pour 14 pays de la zone euro, la demande de l'Espagne ayant été

approuvée lors de la réunion du Conseil « Affaires économiques et financières » du 12 juin ¹⁵. Le Conseil a également clos la procédure de déficit excessif (PDE) mise en place pour Malte. Après avoir pris en compte, le cas échéant, la flexibilité

¹⁴ Pour de plus amples détails, cf. « 2026 European Semester: Spring package ».

¹⁵ La clause dérogatoire nationale a été activée pour la Belgique, la Bulgarie, l'Allemagne, l'Estonie, la Grèce, l'Espagne, la Croatie, la Lettonie, la Lituanie, l'Autriche, le Portugal, la Slovaquie et la Finlande. De plus amples informations sur la [clause dérogatoire nationale pour les dépenses de défense](#) sont disponibles sur le site internet du Conseil.

offerte par la clause dérogatoire nationale, la Commission estime que les pays de la zone euro soumis à une procédure de déficit excessif (PDE) ont pris des mesures efficaces ¹⁶. Elle examine l'opportunité d'ouvrir une procédure à l'encontre de la Bulgarie. En outre, la Commission remarque que les mesures visant à renforcer la résilience structurelle du système énergétique européen et à accélérer la transition vers l'abandon des combustibles fossiles pourraient bénéficier de la flexibilité existante offerte dans ce cadre. Plus précisément, elle propose d'élargir le champ d'application de la clause dérogatoire nationale afin de permettre la mise en place de mesures temporaires visant à réduire la dépendance à l'égard des combustibles fossiles importés, tout en maintenant la flexibilité existante en matière de dépenses de défense. Elle propose que, dans le cadre du plafond existant de 1,5 % du PIB fixé pour les dépenses de défense supplémentaires au titre de la clause dérogatoire nationale, un plafond annuel spécifique de 0,3 % du PIB soit appliqué aux mesures de soutien liées à l'énergie sur la période 2026-2028, sous réserve d'un plafond cumulé de 0,6 % du PIB sur la même période.

¹⁶ Les pays de la zone euro actuellement soumis à une procédure de déficit excessif sont la Belgique, la France, l'Italie, l'Autriche, la Slovaquie et la Finlande. La Commission s'attend à ce que l'Italie corrige son déficit excessif en 2026, conformément au délai fixé par le Conseil.

Encadrés

1 L'IA et le marché du travail américain : effets sur la croissance de l'emploi

Isabella Moder et Til Pommer

À mesure que les entreprises du monde entier adoptent des outils d'IA, l'impact de l'IA sur les marchés du travail fait l'objet de vastes débats ¹. Si l'IA pourrait perturber considérablement les marchés du travail, ses effets sur l'emploi agrégé semblent jusqu'à présent modérés. Toutefois, de plus en plus d'éléments montrent que l'IA affecte négativement l'emploi pour des sous-catégories professionnelles spécifiques, en particulier les travailleurs juniors dans des professions très exposées ². Le présent encadré analyse les effets de l'IA sur la croissance de l'emploi ces dernières années, en se concentrant sur les États-Unis, où ces effets se sont probablement manifestés plus tôt que dans d'autres grandes économies, étant donné que le pays accueille certaines des entreprises les plus avancées en matière d'adoption précoce de l'IA et qu'il dispose d'un marché du travail relativement flexible.

L'impact de l'IA sur la croissance de l'emploi peut être à la fois positif et négatif, comme souligné dans la littérature récente sur le sujet. Un cadre bien connu élaboré par Acemoglu et Restrepo (2018) établit une distinction entre l'effet positif des nouvelles technologies sur la croissance de l'emploi via une hausse de la productivité et l'effet négatif qu'elles créent lorsqu'elles entraînent des suppressions d'emplois, l'impact net sur l'emploi dans un pays dépendant de l'importance relative de ces effets. Il est difficile d'évaluer empiriquement l'impact de l'IA sur l'emploi à ce stade précoce (Lane, 2026). Hampole *et al.* (2025) montrent que si, aux États-Unis, l'adoption de l'IA à l'échelle de l'entreprise génère des effets positifs sur l'emploi, ces effets masquent une importante hétérogénéité entre les catégories professionnelles. Les premières données pour l'Union européenne suggèrent que les entreprises qui adoptent des technologies d'IA enregistrent des gains de productivité plus élevés, sans que la technologie ne remplace la main-d'œuvre à court terme (Aldasoro *et al.*, 2026). Ces conclusions sont en ligne avec les résultats d'une enquête récente de la BCE qui montrent que les entreprises présentant des niveaux élevés d'adoption de l'IA ou d'investissement lié à l'IA sont plus susceptibles d'employer du personnel supplémentaire (Lebastard et Sondermann, 2026).

Aux États-Unis, le nombre d'emplois dans les professions présentant un risque élevé de substitution par l'IA a diminué ces dernières années. En

¹ L'encadré se concentre sur les effets de l'adoption de l'IA sur le marché du travail du côté de la demande et ne capture pas explicitement les créations d'emploi potentielles du côté de l'offre, telles que la création d'emplois liée à l'investissement dans le développement et le déploiement de l'IA.

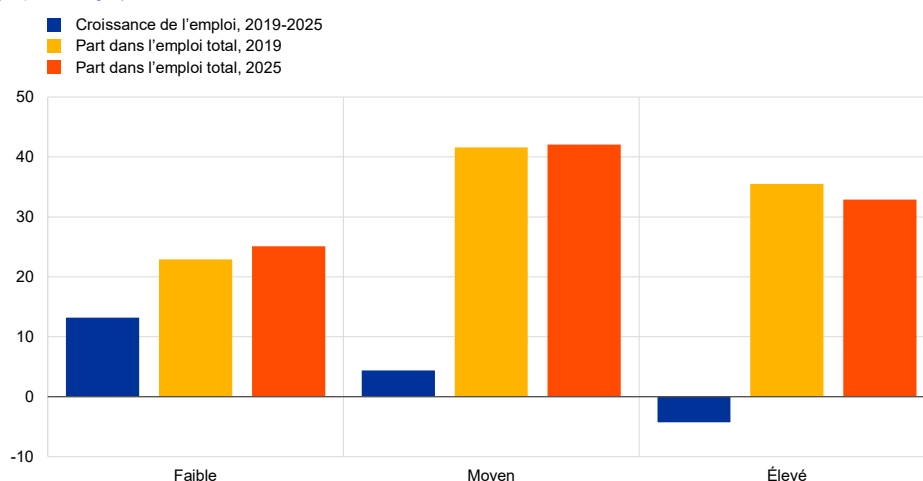
² Cf. par exemple Brynjolfsson *et al.* (2025) pour une analyse des données sur l'emploi aux États-Unis. Notez que Lambert et Schindler (2026) remettent en cause la conclusion selon laquelle l'IA générative remplace les travailleurs juniors. Ils constatent que l'exposition à l'IA générative est fortement corrélée à un autre choc post-pandémie : le télétravail.

appliquant un indice développé par Pizzinelli *et al.* (2023) pour mesurer le risque de substitution par l'IA, chaque profession est classée selon trois catégories, correspondant à un risque faible, moyen et élevé de substitution par l'IA ³. Un calcul de la croissance moyenne de l'emploi pour chacune de ces catégories aux États-Unis suggère que le taux d'emploi pour les postes présentant un risque élevé de substitution par l'IA (par exemple, économistes, graphistes) a diminué de plus de 4 % en moyenne entre 2019 et 2025 (graphique A) ⁴. En revanche, le taux d'emploi pour les postes présentant un faible risque de substitution par l'IA (par exemple, électriciens, enseignants du secondaire) a augmenté de 13 % sur la même période. En conséquence, la composition de l'emploi aux États-Unis a changé. La part des postes à faible risque dans le taux d'emploi total aux États-Unis est passée de 23 % à 25 %, tandis que la part des postes à haut risque est revenue de 35 % à 33 %.

Graphique A

Croissance de l'emploi et part des professions classées selon leur risque de substitution par l'IA dans le taux d'emploi total – États-Unis

(en pourcentages)



Sources : Bureau des statistiques du travail, Pizzinelli *et al.* (2023) et calculs des services de la BCE.

Une analyse empirique confirme que l'IA a déjà entraîné une réallocation des emplois au sein du marché du travail américain. L'impact du risque de substitution par l'IA sur la croissance de l'emploi est estimé en utilisant la même classification des professions selon leur risque de substitution par l'IA que

³ Pizzinelli *et al.* (2023) adaptent l'indice largement utilisé créé par Felten *et al.* (2021) en tenant compte de la complémentarité des professions avec l'IA et en supposant qu'une moindre complémentarité avec l'IA, associée à une exposition élevée à l'IA, comporte un risque plus élevé de substitution par l'IA et donc de perte d'emploi. Par exemple, selon cet indice étendu, un programmeur informatique et un professeur d'informatique ont le même niveau d'exposition à l'IA. Toutefois, l'IA étant plus complémentaire des tâches de l'enseignant, celui-ci a un risque de substitution d'emploi plus faible que le programmeur informatique. Pizzinelli *et al.* nomment leur indice « exposition professionnelle corrigée de la complémentarité de l'IA ». Pour faciliter la lecture, il est appelé « risque de substitution par l'IA » dans cet encadré. Il convient également de noter que l'IA ne comprend pas seulement les grands modèles de langage, mais également d'autres fonctionnalités – déjà disponibles – telles que la reconnaissance d'images et la traduction automatique.

⁴ L'accent étant mis sur les évolutions récentes, la dernière année antérieure à la pandémie (2019) est prise comme année de référence pour l'analyse. Toutefois, l'IA a probablement déjà eu un impact sur le marché du travail américain avant 2019.

précédemment. L'analyse utilise la méthode des doubles différences et estime séparément l'impact du risque de substitution par l'IA d'une profession sur la croissance de l'emploi pour chaque année (2020-2025) par rapport à l'année de référence (2019). Elle inclut également une constante et des effets fixes sectoriels correspondant aux sous-secteurs du système de classification des industries de l'Amérique du Nord (SIAN) à trois chiffres, en contrôlant par les chocs (par exemple, COVID-19), les évolutions sectorielles et les hétérogénéités non observées ⁵. Les résultats indiquent un écart croissant entre la hausse de l'emploi dans les professions présentant un risque élevé de substitution par l'IA et dans les professions présentant un risque faible de substitution par l'IA (graphique B) ⁶. Toutes choses égales par ailleurs, entre 2019 et 2025, les emplois présentant un risque de substitution élevé ont augmenté d'environ 15 points de pourcentage de moins que les emplois présentant un risque de substitution faible. Cela est en ligne avec les études montrant que l'IA affecte la croissance de l'emploi pour des sous-catégories professionnelles spécifiques. Dans l'ensemble, même si les conséquences de l'IA sur l'emploi agrégé demeurent non concluantes à ce jour, l'analyse constate qu'elle a eu un impact relatif sur la croissance de l'emploi aux États-Unis depuis 2019 ⁷. Cet impact s'est accéléré depuis le lancement de ChatGPT fin 2022.

⁵ Par exemple, une baisse des emplois dans le secteur manufacturier pourrait ne pas être liée à l'IA et résulter plutôt d'autres évolutions structurelles telles que la délocalisation. Dans la mesure où certains emplois manufacturiers présentent un risque élevé de substitution par l'IA (par exemple, la gestion des stocks ou la sélection des commandes), une telle baisse pourrait être attribuée à tort à l'IA.

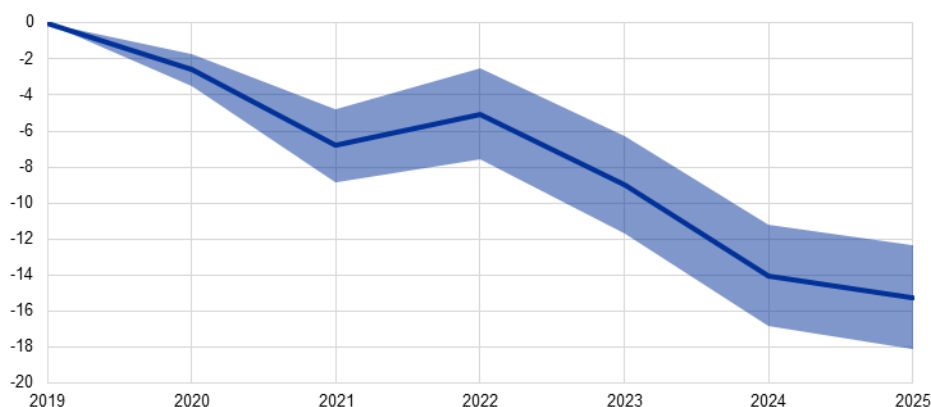
⁶ Il convient de noter que le cadre ne contrôle pas explicitement par l'adoption de l'IA.

⁷ Massenkoff et McCrory (2026) effectuent une analyse similaire pour les taux de chômage aux États-Unis et ne constatent aucune hausse significative du chômage des travailleurs des professions les plus exposées. Cela pourrait également indiquer une réallocation des emplois au sein du marché du travail américain.

Graphique B

Impact de l'IA sur la croissance de l'emploi aux États-Unis – différence entre risque de substitution élevé et faible

(en points de pourcentage)



Sources : Bureau des statistiques du travail, Pizzinelli *et al.* (2023) et calculs des services de la BCE.

Notes : La ligne montre l'impact relatif estimé de l'exposition à l'IA sur la croissance de l'emploi pour chaque année par rapport à 2019. Le modèle utilise la méthode des doubles différences et estime séparément l'impact du risque de substitution par l'IA d'une profession sur la croissance de l'emploi pour chaque année (2020-2025) par rapport à l'année de référence (2019). Les 1 % supérieurs et inférieurs de la croissance de l'emploi ont été winsorisés pour tenir compte des valeurs aberrantes. Le modèle inclut également des effets fixes constants et sectoriels correspondant aux sous-secteurs du SCIAN à trois chiffres. Les résultats ont été recalculés pour indiquer la différence entre un risque de substitution élevé et un risque de substitution faible par l'IA. Les zones grisées se rapportent à l'intervalle de confiance à 95 %.

L'impact relatif de l'IA sur la croissance de l'emploi ne s'est pas encore traduit par des différences significatives dans la croissance des salaires.

Comme c'est le cas pour les effets sur l'emploi, bien que l'impact de l'IA sur les salaires et les inégalités soit vivement débattu dans la littérature, les preuves empiriques de cet impact sont rares. En utilisant la même méthodologie que précédemment, une analyse de la croissance médiane des salaires horaires par profession révèle que le risque de substitution par l'IA n'a pas eu d'impact significatif sur la croissance des salaires depuis 2019 (graphique C) ⁸. Avec le temps, à mesure que le marché du travail continue de s'ajuster et que les outils d'IA deviennent plus génératifs, les effets sur les revenus pourraient être plus prononcés ⁹.

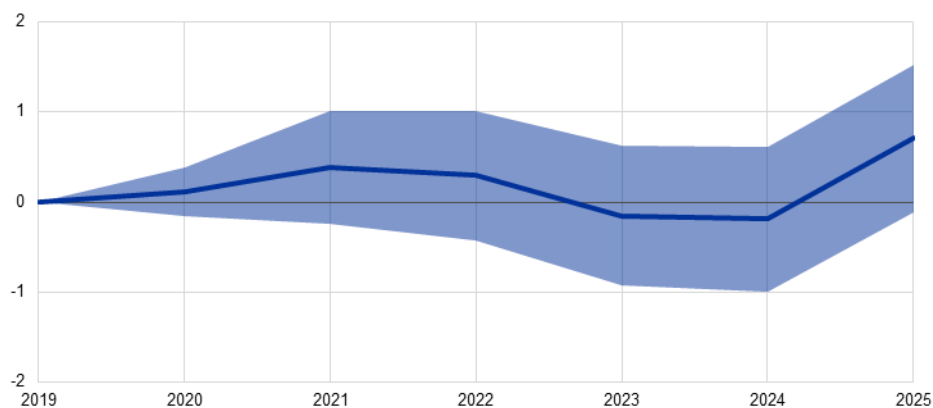
⁸ L'impact de l'IA sur les salaires dépend également de la dynamique de l'offre et de la demande de main-d'œuvre, qui ne peuvent être distinguées dans le cadre utilisé ici.

⁹ Dans l'une des rares études empiriques disponibles dans ce domaine, Hui *et al.* (2024) évaluent l'impact des modèles d'IA générative sur les travailleurs indépendants inscrits sur une grande plateforme de recrutement en ligne depuis 2022 et constatent des réductions de l'emploi et des revenus dans les professions fortement touchées.

Graphique C

Impact de l'IA sur la croissance des salaires aux États-Unis – différence entre risque de substitution élevé et faible

(en points de pourcentage)



Sources : Bureau des statistiques du travail, Pizzinelli *et al.* (2023) et calculs des services de la BCE.

Notes : La ligne montre l'impact relatif estimé de l'exposition à l'IA sur la croissance médiane des salaires horaires pour chaque année par rapport à 2019. Le modèle utilise la méthode des doubles différences et estime séparément l'impact du risque de substitution par l'IA d'une profession sur la croissance de ses salaires pour chaque année (2020-2025) par rapport à l'année de référence (2019). Le modèle inclut également des effets fixes constants et sectoriels correspondant aux sous-secteurs du SCIAN à trois chiffres. Les résultats ont été recalculés pour indiquer la différence entre un risque de substitution élevé et un risque de substitution faible par l'IA. Les zones grisées se rapportent à l'intervalle de confiance à 95 %.

Bibliographie

Acemoglu (D.) et Restrepo (P.) (2018), « *The Race between Man and Machine: Implications of Technology for Growth, Factor Shares, and Employment* », *American Economic Review*, American Economic Association, vol. 108(6), p. 1488-1542.

Aldasoro (I.), Gambacorta (L.), Pal (R.), Revoltella (D.), Weiss (C.) et Wolski (M.) (2026), « *AI Adoption, Productivity and Employment: Evidence from European Firms* », *BIS Working Papers*, n° 1325, Banque des Règlements Internationaux.

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.

Felten (E.), Raj (M.) et Seamans (R.) (2021), « *Occupational, industry, and geographic exposition to artificial intelligence: A novel dataset and its potential uses* », *Strategic Management Journal*, 42(12), p. 2195-2217.

Hampole (M.), Papanikolaou (D.), Schmidt (L.D.W.) et Seegmiller (B.) (2025), « *Artificial Intelligence and the Labor Market* », *NBER Working Papers*, n° 33509, National Bureau of Economic Research.

Hui (X.), Reshef (O.) et Zhou (L.) (2023), « *The Short-Term Effects of Generative Artificial Intelligence on Employment: Evidence from an Online Labor Market* », *CESifo Working Paper Series*, n° 10601, CESifo.

Lane (P.R.) (2026), « [AI and the euro area economy](#) », discours liminaire prononcé lors de la conférence internationale BCE-SAFE-RCEA sur l'interface climat-macrofinance (3CMFI), Banque centrale européenne, Francfort, 23 mars.

Lambert (P.) et Schindler (Y.) (2026), « [The Broken Ladder: IA, Remote Work, and Early-Career Hiring](#) », mai, SSRN.

Lebastard (L.) et Sondermann (D.) (2026), « [Artificial Intelligence: Friend or Foe for Hiring in Europe Today?](#) », *The ECB Blog*, Banque centrale européenne, 4 mars.

Massenkoff (M.) et McCrory (P.) (2026), « [Labor Market Impacts of AI: A New Measure and Early Evidence](#) », Anthropic Economic Research.

Pizzinelli (C.), Panton (A.J.), Mendes Tavares (M.), Cazzaniga (M.) et Longji (L.) (2023), « [Labor Market Exposition to AI: Cross-country Differences and Distributional Implications](#) », *Documents de travail du FMI*, n° 2023/216, Fonds monétaire international.

Comment les marchés financiers américains réagissent-ils à l'impact des chocs géopolitiques sur l'offre de pétrole ?

Massimo Ferrari Minesso, Bruno Lopes Mendes, Arthur Stalla-Bourdillon et Viktória Vidaházy

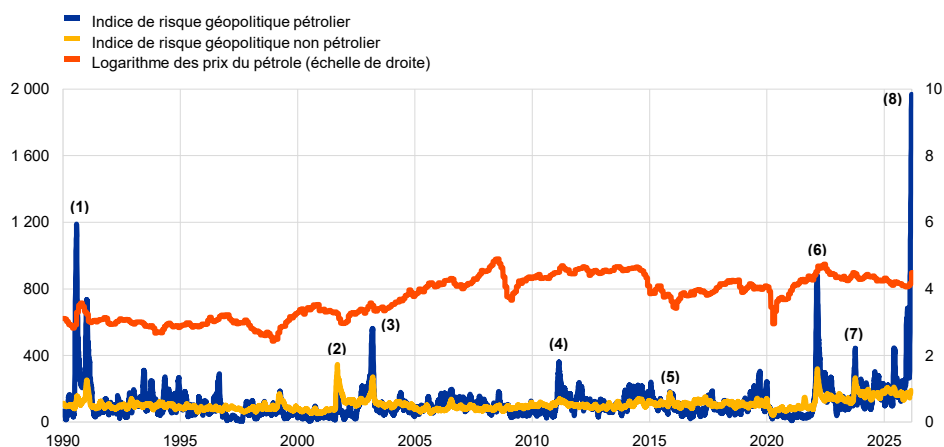
Les chocs géopolitiques récents ont perturbé les marchés mondiaux de l'énergie.

Les deux chocs géopolitiques les plus importants de ces dernières années – l'invasion de l'Ukraine par la Russie et la guerre actuelle au Moyen-Orient – ont entraîné de fortes hausses des prix de l'énergie au cours des deux semaines qui ont suivi le début du conflit, les prix du pétrole augmentant d'environ 30 % et 50 % respectivement (graphique A). Si les chocs géopolitiques pèsent généralement sur la croissance économique (Caldara et Iacoviello, 2022), leurs effets sur l'inflation sont moins clairs (Ferrari Minesso *et al.*, 2023 ; Brignone *et al.*, 2024) ¹. Toutefois, les chocs impliquant des perturbations de l'offre mondiale d'énergie, tels que la fermeture du détroit d'Ormuz, font augmenter les prix du pétrole. Cela alimente l'inflation, amplifiant probablement l'effet de contraction sur la croissance et influençant les réactions des marchés financiers. Le présent encadré, qui se concentre sur les États-Unis, examine ces réactions à l'aide d'une nouvelle mesure des chocs géopolitiques liés au pétrole tirée de Iacoviello et Tong (2026).

Graphique A

Risque géopolitique et prix du pétrole

(échelle de gauche : indice ; échelle de droite : logarithme en dollars par baril)



Sources : Iacoviello et Tong (2026), Haver Analytics et calculs des services de la BCE.

Notes : Les pics numérotés correspondent aux événements géopolitiques suivants : (1) guerre du Golfe, (2) attaques terroristes du 11 septembre 2001, (3) invasion de l'Irak, (4) Printemps arabe et guerre civile en Libye, (5) attaques terroristes de Paris, (6) invasion de l'Ukraine par la Russie, (7) guerre entre Israël et le Hamas, (8) guerre actuelle au Moyen-Orient. Les dernières observations se rapportent à mars 2026.

¹ Ferrari Minesso *et al.* (2023) mettent en évidence les effets contrastés du risque géopolitique sur les prix du pétrole et sur l'inflation. Brignone *et al.* (2024) montrent que les chocs liés à l'incertitude font augmenter les prix du pétrole et accentuent l'inflation, mais que les événements défavorables constatés sont déflationnistes.

Un nouvel indice développé à l'aide de l'intelligence artificielle (IA) identifie les événements géopolitiques liés aux marchés mondiaux de l'énergie. Iacoviello et Tong (2026) utilisent l'IA pour analyser plus de cinq millions d'articles de journaux américains, affinant l'approche fondée sur des mots-clés utilisée par Caldara et Iacoviello (2022) pour mesurer les risques géopolitiques. Leur méthode identifie les événements géopolitiques affectant l'offre d'énergie (par exemple, la guerre du Golfe ou la guerre actuelle au Moyen-Orient), en les distinguant de ceux sans perturbations directes des marchés de l'énergie (par exemple, les attentats terroristes de Paris en 2015). La guerre actuelle au Moyen-Orient a provoqué une forte augmentation de l'indice de risque géopolitique pétrolier, d'une ampleur qui se démarque clairement par rapport aux tendances historiques. En identifiant les événements spécifiques perturbant l'offre d'énergie, le nouvel indice améliore les cadres existants reliant les événements géopolitiques et le marché du pétrole ² ³. Comme dans Iacoviello et Tong (2026), nous nous concentrons sur les jours où l'indice est supérieur de deux écarts types à sa moyenne. Les sommes mensuelles des variations des prix du pétrole pour les jours considérés sont utilisées comme instrument des chocs géopolitiques liés au pétrole dans un modèle vectoriel autorégressif bayésien (BVAR) des marchés financiers américains, augmenté d'indicateurs macroéconomiques clés.

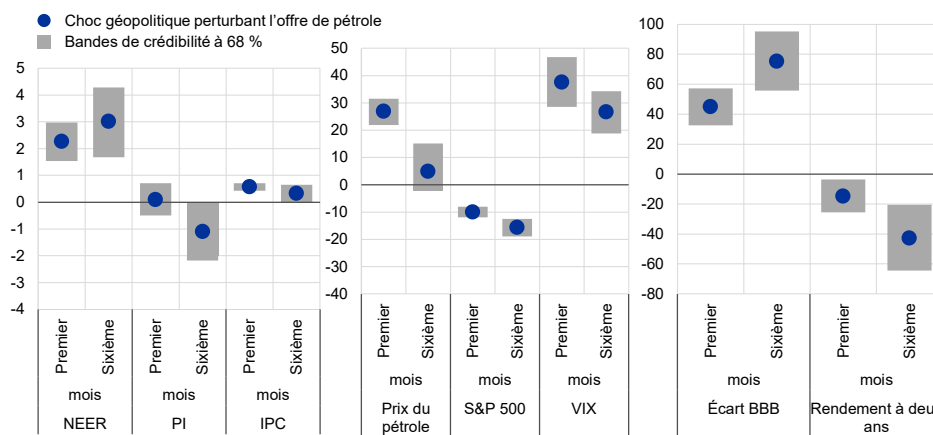
² Par exemple, en utilisant l'indice de risque géopolitique initial élaboré par Caldara et Iacoviello (2022), Verduzco-Bustos et Zanetti (2026) montrent que les tensions géopolitiques affectant les marchés pétroliers ont des effets de contraction et inflationnistes, mettant en évidence le rôle joué par les stocks. Les données de Pinchetti (2025) correspondent au modèle d'équilibre général de Kilian *et al.* (2024).

³ La nouvelle approche distingue les événements qui réduisent l'offre de pétrole, tandis que la littérature actuelle combine tous les chocs géopolitiques. Les chocs non liés au pétrole entraînant généralement une baisse des prix du pétrole, cette approche permet d'identifier plus précisément l'impact des tensions géopolitiques liées au pétrole.

Graphique B

Réaction des variables américaines aux chocs géopolitiques perturbant l'offre de pétrole

(parties gauche et du milieu : pourcentages ; partie droite : points de base)



Sources : Iacoviello et Tong (2026), Haver Analytics et calculs des services de la BCE.

Notes : Le graphique présente les réponses des variables présentées à un choc géopolitique perturbant l'offre de pétrole, correspondant à une baisse de 10 % de l'indice S&P 500 à l'impact. Le modèle BVAR inclut : l'indice de risque géopolitique pétrolier (Iacoviello et Tong, 2026), le prix du Brent, le rendement des obligations américaines à deux ans, l'indice S&P 500, le taux de change effectif nominal du dollar (NEER), l'indice VIX relatif à la volatilité anticipée, l'écart de rendement des obligations d'entreprises américaines BBB, la production industrielle américaine (PI) et l'indice des prix à la consommation (IPC) aux États-Unis. Toutes les variables autres que le rendement et l'écart sont exprimées dans le modèle en niveaux logarithmiques mensuels. Pour identifier les chocs, l'indice est instrumenté en additionnant, pour chaque mois, les variations du prix du pétrole les jours où l'indice est supérieur de deux écarts types à sa moyenne (Iacoviello et Tong, 2026). Le modèle est estimé de février 1990 à février 2026.

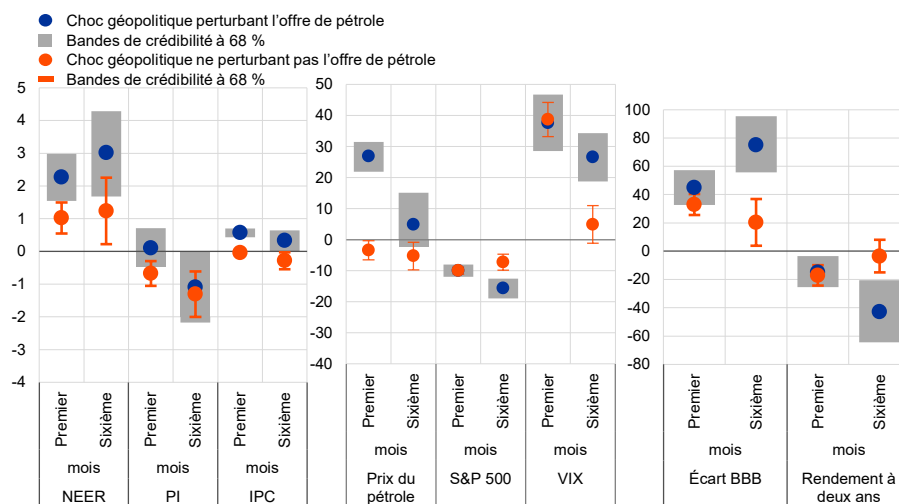
Les chocs géopolitiques qui perturbent l'offre de pétrole freinent l'activité économique, font augmenter les prix et sont associés à des primes de risque plus élevées. À la suite d'un choc géopolitique lié au pétrole, calibré sur une baisse de 10 % du prix des actions aux États-Unis au cours du premier mois, les prix du pétrole augmentent d'environ 30 % et restent supérieurs aux niveaux d'avant le choc pendant environ deux trimestres (graphique B). La hausse des prix du pétrole se répercute sur les prix à la consommation aux États-Unis, même si cet effet est modeste, tandis que la production industrielle se contracte avec un décalage (diminuant jusqu'à 1 % après six mois). En revanche, l'impact sur les marchés financiers est plus marqué. Les prix des actions demeurent inférieurs de 20 % environ à leur niveau d'avant le choc après deux trimestres. Le dollar s'apprécie continûment, reflétant à la fois la hausse des prix du pétrole et la dynamique des valeurs refuges⁴. Les indicateurs de risque, tels que l'indice VIX relatif à la volatilité attendue et les écarts de rendement des obligations d'entreprises, augmentent. Les taux sans risque baissent, ce qui reflète soit un effet de valeur refuge, soit des anticipations d'assouplissement de la politique monétaire quand la baisse de la production s'avèrera plus persistante que la hausse de l'inflation.

⁴ Le pétrole étant généralement négocié en dollars, la hausse des prix du pétrole accroît mécaniquement la demande de dollars et entraîne une appréciation de la monnaie américaine. En période de risque plus élevé, les investisseurs mondiaux peuvent acheter des bons du Trésor américain, généralement considérés comme un actif sûr, ce qui accroît également la demande de dollars.

Graphique C

Comparaison des chocs géopolitiques perturbant et ne perturbant pas l'offre de pétrole

(parties gauche et du milieu : pourcentages ; partie droite : points de base)



Sources : Iacoviello et Tong (2026), Haver Analytics et calculs des services de la BCE.

Notes : Le graphique présente les réponses des variables présentées à un choc géopolitique perturbant l'offre de pétrole (en bleu) contre les réponses à des chocs ne perturbant pas l'offre de pétrole (en rouge), toutes deux correspondant à une baisse de 10 % de l'indice S&P 500, estimée à l'aide du même modèle BVAR. Les chocs géopolitiques indépendants de l'offre de pétrole sont identifiés à l'aide de l'indice de risque géopolitique non pétrolier de Iacoviello et Tong (2026) instrumenté par les variations du prix de l'or (Georgiadis *et al.*, 2024 ; Piffer et Podstawski, 2018).

La dynamique des prix du pétrole est un canal d'amplification majeur des effets des chocs géopolitiques.

Les réactions des marchés financiers aux événements géopolitiques sont beaucoup plus modérées lorsque les chocs n'ont pas d'impact sur l'offre mondiale de pétrole que lorsqu'ils en ont (graphique C). Les prix du pétrole baissent légèrement au lieu d'augmenter, car l'intensification du risque géopolitique pèse sur la production industrielle et la demande agrégée, ce qui réduit la demande de pétrole. Cela soutient la reprise économique, la baisse des prix du pétrole se traduisant par une hausse des revenus réels des ménages et une baisse des coûts de production et de l'inflation, ce qui amortit le choc sur l'activité. Par conséquent, la baisse des prix des actions est moins prononcée au fil du temps. Si les rendements américains diminuent, cette baisse s'inverse complètement après six mois. Le dollar s'apprécie moins sans la contribution de la hausse des prix du pétrole, qui le renforce généralement, les États-Unis étant un exportateur net d'énergie primaire depuis 2019 et une part importante des échanges de pétrole étant facturée en dollars (Ricci, 2024). Bien que les indicateurs de risque augmentent temporairement, ils diminuent également après deux trimestres. Du côté de l'économie réelle, la production industrielle se redresse plus rapidement après six mois, et les prix à la consommation baissent à moyen terme au lieu d'augmenter. Ces résultats montrent comment les prix du pétrole amplifient les chocs géopolitiques, exerçant une pression à la hausse sur l'inflation en particulier.

Les réactions des marchés face à la guerre au Moyen-Orient ont été contenues par rapport aux schémas historiques.

Le graphique D compare les réactions des

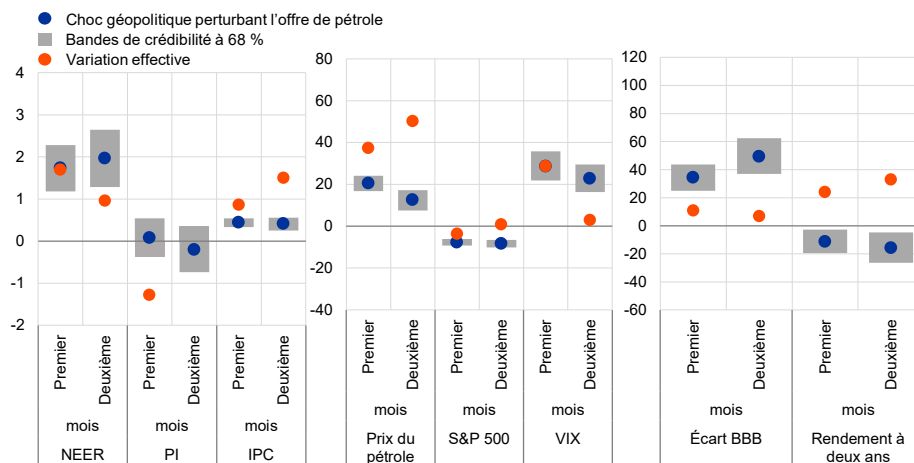
marchés face au conflit avec les élasticités induites par le modèle ⁵. Le choc associé a en effet été important. En temps normal, environ 20 millions de barils de pétrole traversent le détroit d'Ormuz chaque jour et, malgré certains facteurs d'atténuation (par exemple, le réacheminement des flux vers les réseaux d'oléoducs), la perte nette d'offre a représenté entre 10 et 15 millions de barils par jour (soit 10 à 15 % de l'offre mondiale). Les prix du pétrole ont temporairement augmenté pour s'établir à près de 120 dollars le baril, dépassant ce que les schémas historiques auraient pu prédire pour un choc géopolitique lié au pétrole de cette ampleur. En revanche, la réaction des autres variables financières a été modérée. Les prix des actions ont baissé, mais sont repartis à la hausse après un mois environ, et si le dollar s'est apprécié en mars, au mois d'avril, il est revenu approximativement au même niveau qu'en début d'année. Les écarts de rendement se sont légèrement élargis au début du conflit, pour atteindre environ la moitié des niveaux suggérés par les schémas historiques, avant de revenir aux niveaux d'avant la guerre. Les taux sans risque ont augmenté au lieu de baisser, reflétant potentiellement les inquiétudes relatives à l'inflation à la suite d'un choc de cette ampleur. La vigueur des fondamentaux macroéconomiques sous-jacents aux États-Unis, les exportations de pétrole en provenance des États-Unis et les investissements importants dans les actions liées à l'IA peuvent expliquer la réaction globalement favorable. Néanmoins, le caractère limité de la réévaluation reste saisissant compte tenu de l'ampleur du choc pétrolier. Les marchés peuvent considérer la perturbation comme temporaire et, par conséquent, comme ne justifiant pas la poursuite de l'ajustement. Si le conflit persistait ou si la politique monétaire réagissait plus brutalement que prévu, cela pourrait exposer les actifs financiers à une réévaluation soudaine et potentiellement à des cessions massives et rapides.

⁵ Nous ajustons les réponses impulsionnelles BVAR à un choc de risque géopolitique perturbant l'offre de pétrole, pour correspondre à la réaction de l'indice VIX au début de la guerre au Moyen-Orient entre février et mars 2026.

Graphique D

Valorisation actuelle du risque géopolitique

(parties gauche et du milieu : pourcentages ; partie droite : points de base)



Sources : Iacoviello et Tong (2026), Haver Analytics et calculs des services de la BCE.

Notes : Le graphique présente les réponses des variables présentées à un choc géopolitique induit par le modèle qui perturbe l'offre de pétrole (en bleu), ajusté pour correspondre à la réaction de l'indice VIX au début de la guerre au Moyen-Orient en février 2026. Les variations effectives (en rouge) correspondent aux variations des variables financières entre février et mars 2026 (premier mois) et entre février et avril 2026 (deuxième mois). Pour la PI et l'IPC, les dernières observations se rapportent à mars 2026.

Bibliographie

Brignone (D.), Gambetti (L.) et Ricci (M.) (2025), « *Geopolitical risk shocks: when size matters* », *Working Paper Series*, n° 2972, BCE, mai (révisé).

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

Ferrari Minesso (M.), Lappe (M.-S.) et Rößler (D.) (2023), « *Risques géopolitiques et prix du pétrole* », *Bulletin économique*, n° 8, BCE.

Georgiadis (G.), Müller (G.J.) et Schumann (B.) (2024), « *Global risk and the dollar* », *Journal of Monetary Economics*, vol. 144, 103549.

Iacoviello (M.) et Tong (J.) (2026), « *The AI-GPR Index: Measuring Geopolitical Risk using Artificial Intelligence* », *Working Paper*, Conseil des gouverneurs de la Réserve fédérale.

Kilian (L.), Plante (M.D.) et Richter (A.W.) (2024), « *Geopolitical Oil Price Risk and Economic Fluctuations* », *Working Paper*, n° 2403, Banque fédérale de réserve de Dallas, mai.

Piffer (M.) et Podstawski (M.) (2018), « *Identifying Uncertainty Shocks Using the Price of Gold* », *The Economic Journal*, vol. 128, n° 616, p. 3266-3284.

Pinchetti (M.) (2025), « *Risque géopolitique et inflation : le rôle des marchés de l'énergie* », *Working Paper*, n° 1005, Banque de France.

Ricci (M.) (2024), « [Le lien entre prix du pétrole et dollar des États-Unis : les données et leurs implications économiques](#) », *Bulletin économique*, n° 7, BCE.

Verduzco-Bustos (G.) et Zanetti (F.) (2026), « [The Effects of Geopolitical Oil Price Shocks](#) », *CESifo Working Papers*, 12606, avril.

3 Les aides d'État dans l'UE : un paysage en évolution

Roberto Bernasconi, Emma Domingo Enrich, Vasileios Kostakis, Steffen Osterloh et Lucia Quaglietti

Les dépenses d'aides d'État (AE) dans l'UE ont fortement augmenté ces dernières années, sous l'effet de chocs économiques et d'une résurgence mondiale de la politique industrielle interventionniste. Ces dépenses ont suscité un débat plus large, leurs partisans soulignant la nécessité d'une intervention publique pour remédier aux défaillances de marché et aux vulnérabilités stratégiques (Evenett *et al.*, 2024), et ceux qui les critiquent mettant en garde contre les risques d'inefficacité, de comportements de recherche de rentes et de fragmentation du marché unique qui y sont associés (Hodge *et al.*, 2024). Du point de vue de la BCE, les AE méritent une attention particulière en raison de leurs implications pour la politique budgétaire, l'allocation des ressources et la concurrence. Face à la montée des tensions géopolitiques et aux nouveaux encadrements temporaires des AE au sein de l'UE qui permettent un déploiement plus flexible de l'aide (plus récemment en soutien aux secteurs touchés par la crise au Moyen-Orient), le présent encadré examine l'évolution de son rôle et de son allocation.

Les AE couvrent les interventions publiques qui apportent un soutien financier aux entreprises ou confèrent un avantage sélectif. De telles mesures sont généralement interdites par l'article 107 du traité sur le fonctionnement de l'Union européenne, car elles peuvent fausser la concurrence au sein du marché unique. Toutefois, le traité prévoit un certain nombre d'exemptions. Pour être compatibles avec le marché unique, les AE doivent faciliter le développement d'une activité économique et ne pas altérer les conditions des échanges entre les États membres dans une mesure contraire à l'intérêt commun ¹.

En dépit de contraintes juridiques, le périmètre et l'ampleur des AE se sont considérablement étendus au fil du temps. Entre 2000 et 2013, les dépenses d'AE sont restées globalement stables, à 0,5-0,8 % du PIB. À partir de 2014, les réformes élargissant les catégories d'aides exemptées de l'approbation de la Commission européenne ont permis aux États membres d'apporter un soutien plus flexible, les dépenses ayant presque doublé en 2019 ². Les aides ont encore augmenté en 2020 et 2021, atteignant un pic à 330 milliards d'euros (2-2,5 % du PIB), sous l'effet d'encadrements temporaires mis en place pendant la pandémie de COVID-19 et étendus à la suite de l'invasion massive de l'Ukraine par la Russie. Bien qu'elles soient revenues à 1 % du PIB en 2024, les AE demeurent supérieures aux moyennes historiques (graphique A, partie a). Plus récemment, le conflit au Moyen-Orient a conduit la Commission à adopter un nouvel encadrement

¹ Les articles 107 à 109 du traité définissent les aides d'État, fixent les interdictions et énumèrent les exceptions possibles.

² Le [règlement général d'exemption par catégorie](#) définit les conditions dans lesquelles une aide d'État peut être accordée sans autorisation préalable de la Commission. Les révisions ultérieures ont élargi son champ d'application.

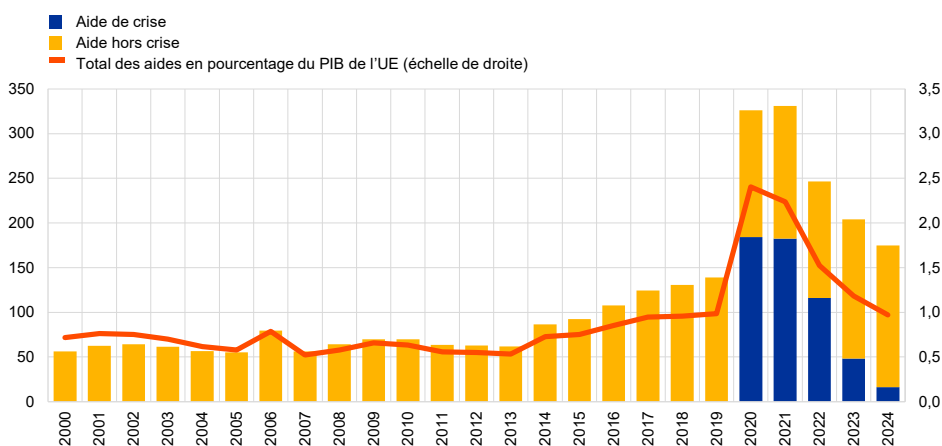
temporaire, assouplissant les conditions dans lesquelles les États membres de l'UE peuvent accorder une aide aux secteurs durement touchés ³.

Graphique A

Dépenses d'AE par objectif politique

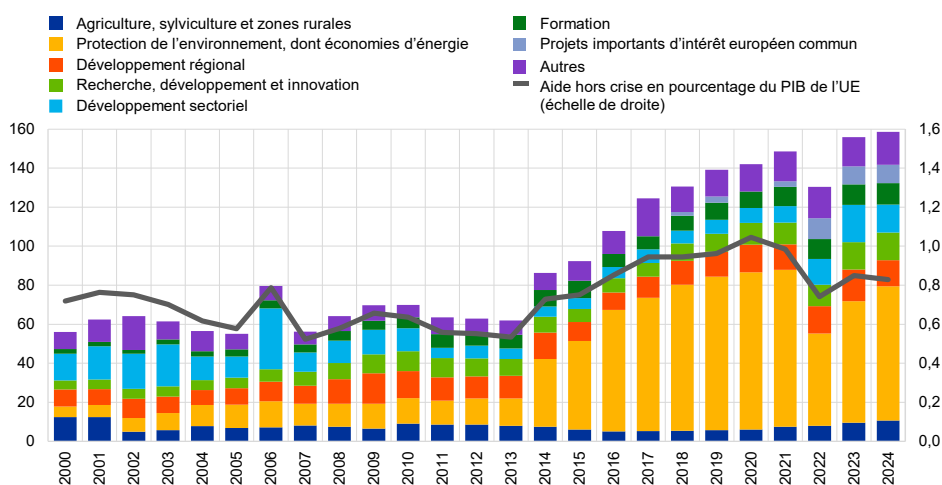
a) AE de crise et hors crise dans l'UE

(échelle de gauche : en milliards d'euros ; échelle de droite : en pourcentage du PIB de l'UE)



b) Aides hors crise

(échelle de gauche : en milliards d'euros ; échelle de droite : en pourcentage du PIB de l'UE)



Sources : *State Aid Scoreboard*, Eurostat et calculs de la BCE.

Notes : Les parties présentent les dépenses d'aide nominales approuvées par la Commission européenne ou accordées en vertu des règles d'exemption, reflétant l'avantage économique conféré aux bénéficiaires. La partie a) décompose les AE en aides de crise et en aides hors crise. La partie b) décompose de façon plus détaillée les aides hors crise.

L'orientation des AE s'est également déplacée, notamment vers des priorités industrielles plus larges.

Historiquement, l'aide ciblait l'innovation, la cohésion régionale et les contraintes de financement pour les petites entreprises. Plus récemment, elle est devenue de plus en plus liée à la protection de l'environnement, notamment la décarbonation, ainsi qu'à la compétitivité industrielle et à la résilience

³ L'encadrement temporaire des aides d'État en réponse à la crise au Moyen-Orient sera en vigueur jusqu'en décembre 2026. Il permet de soutenir l'agriculture, la pêche et l'aquaculture, le transport terrestre et le transport maritime à courte distance intra-UE. Une aide peut être fournie pour couvrir jusqu'à 70 % des coûts supplémentaires résultant de la crise.

stratégique (graphique A, partie b). Des initiatives de l'UE telles que le [règlement européen sur les semi-conducteurs](#), le [règlement pour une industrie « zéro net »](#) et, plus récemment, le [pacte pour une industrie propre](#) et la proposition de [loi sur l'accélérateur industriel](#) ont modifié les encadrements d'AE en faveur de la décarbonation, de la sécurité énergétique et de la compétitivité. L'aide liée à l'énergie a fortement augmenté, reflétant son importance stratégique dans un contexte de niveaux élevés des prix de l'énergie et de chocs sévères qui ont frappé l'économie de l'UE ⁴.

La croissance des dépenses en projets importants d'intérêt européen commun (PIIEC) depuis 2018 illustre une évolution vers une utilisation plus stratégique des AE. Les PIIEC permettent aux États membres de financer des projets transfrontaliers à grande échelle visant à remédier aux défaillances de marché et à réduire les dépendances dans des secteurs stratégiques tels que les batteries, l'hydrogène, la microélectronique et les technologies de la santé ⁵. Combinant des fonds publics et privés, les PIIEC couvrent des chaînes de valeur complexes sur plusieurs pays. Les aides approuvées et les investissements privés associés ayant atteint environ 90 milliards d'euros (0,45 % du PIB) en 2024, elles figurent désormais parmi les instruments de politique industrielle coordonnés les plus importants de l'UE, tandis que de nouveaux instruments financiers spécifiques au niveau de l'UE ont été proposés par la Commission dans le cadre d'un [Fonds européen pour la compétitivité](#) pour le [cadre financier pluriannuel 2028-2034](#).

Les AE sont inégalement réparties entre les pays et les secteurs, reflétant des différences en matière de capacité budgétaire, de caractéristiques structurelles et de priorités politiques. Durant la pandémie, les disparités entre les pays se sont nettement accrues, plusieurs pays de l'UE ayant déployé une aide supérieure à 3 % du PIB en 2020 et 2021, tandis que le soutien est resté plus limité dans d'autres (graphique B). Jusqu'en 2019, les pays fortement endettés avaient tendance à dépenser moins pour les AE, mais les différences se sont réduites depuis. L'allocation sectorielle a également évolué : les données au niveau des entreprises montrent que, historiquement, les entreprises du secteur de l'énergie ont reçu l'essentiel de l'aide (graphique C, partie a), mais le soutien s'est déplacé vers les services pendant la pandémie, tandis que le secteur manufacturier a gagné en importance après la pandémie. En outre, alors que les AE standard sont largement réparties entre les différents niveaux de technologie, les PIIEC se concentrent sur les secteurs manufacturiers de haute technologie et moyenne-haute technologie (graphique C, partie b), soulignant leur rôle dans la promotion des chaînes de valeur stratégiques.

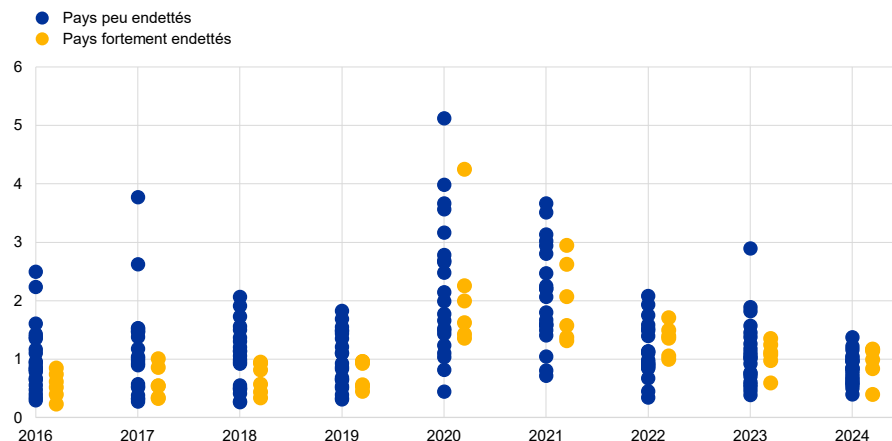
⁴ En 2025, la Commission européenne a adopté [l'encadrement des aides d'État dans le cadre du pacte pour une industrie propre](#), qui remplace [l'encadrement temporaire de crise et de transition](#) de 2022 et étend les règles flexibles jusqu'en 2030.

⁵ Les PIIEC doivent impliquer plusieurs États membres, générer des retombées positives significatives et contribuer aux objectifs à l'échelle de l'UE.

Graphique B

Dispersion des dépenses d'AE dans les pays de l'UE

(en pourcentage du PIB)



Sources : *State Aid Scoreboard*, Eurostat et calculs de la BCE.

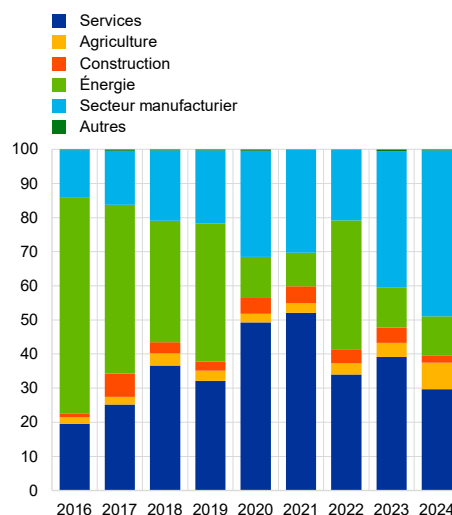
Note : Les pays fortement endettés sont les pays dont le niveau d'endettement était supérieur à 90 % du PIB en 2024.

Graphique C

Dépenses d'AE par secteur et niveau de technologie

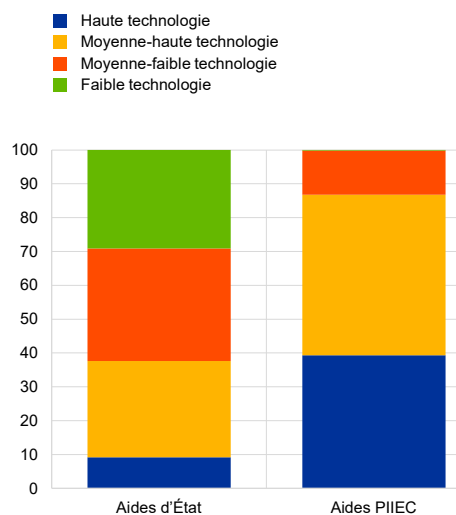
a) Dépenses d'AE par secteur

(en pourcentages)



b) Dépenses d'AE par niveau de technologie et type d'aide

(en pourcentages)



Sources : Base de données *State Aid Transparency*, Commission européenne et calculs de la BCE.

Notes : Les chiffres sont fondés sur des données au niveau des entreprises et montrent les aides accordées dans 23 pays de l'UE (hors Espagne, Pologne, Roumanie et Slovaquie). La catégorie des services exclut les technologies de l'information et de la communication. Les données de la partie a) se rapportent à environ 70 % du total des aides figurant dans le graphique A. La partie b) présente la composition des AE générales et des aides accordées aux entreprises manufacturières dans le cadre du PIIEC par niveau de technologie (cf. [Classification des hautes technologies des secteurs manufacturiers](#)).

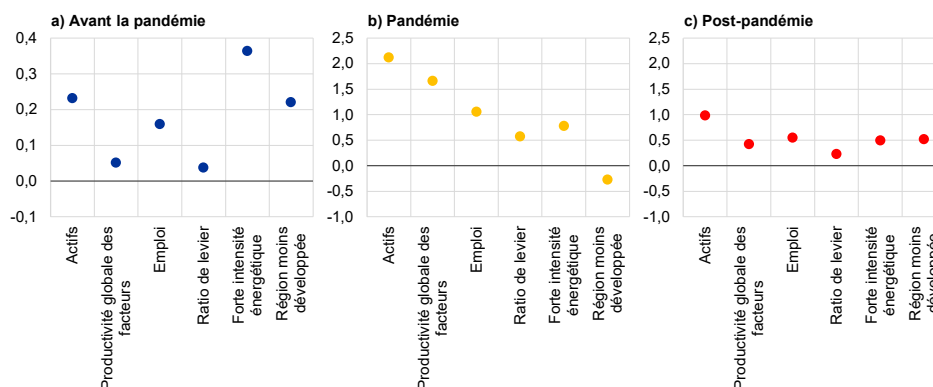
Après la pandémie, les AE sont passées d'un soutien en liquidité en situation de crise à une allocation plus sélective et axée sur la compétitivité. L'évolution des objectifs des AE se reflète également dans la composition des entreprises bénéficiaires. En se basant sur un panel de cinq millions d'entreprises de l'UE sur la période 2016-2024, nous estimons la probabilité de recevoir une aide sur la base

des caractéristiques des entreprises ⁶. Avant la pandémie, les grandes entreprises, les entreprises des secteurs à forte intensité énergétique et les entreprises des régions moins développées étaient plus susceptibles de recevoir une aide, les hausses de probabilité estimées allant de 0,2 à 0,4 point de pourcentage (graphique D, partie a) ⁷. Durant la pandémie, la taille et la productivité sont restées importantes, mais les contraintes financières sont apparues comme un facteur clé, les entreprises fortement endettées étant nettement plus susceptibles de recevoir une aide. Dans le même temps, les entreprises des régions moins développées sont devenues moins susceptibles de recevoir une aide (graphique D, partie b). La taille et la productivité ont continué d'être des déterminants importants de l'allocation de l'aide au cours de la période post-pandémie. En revanche, le rôle de l'endettement est devenu moins prononcé par rapport à la période de pandémie, tandis que les entreprises situées dans des régions moins développées sont de nouveau devenues plus susceptibles de recevoir une aide (graphique D, partie c).

Graphique D

Probabilité de recevoir une AE selon les caractéristiques de l'entreprise

(en points de pourcentage)



Sources : Base de données State Aid Transparency, base de données Orbis et calculs de la BCE.

Notes : Le graphique présente les effets marginaux estimés à partir d'un modèle de probabilité linéaire. Les coefficients correspondent aux variations en points de pourcentage de la probabilité de recevoir une aide pour les non-bénéficiaires. Chaque marqueur représente l'effet estimé d'une variation d'un écart type pour une caractéristique d'entreprise donnée. Les intervalles de confiance sont étroits et ne sont donc pas représentés.

Les AE dans l'UE ont augmenté, devenant de plus en plus flexibles et plus alignées sur l'évolution des priorités politiques dans l'UE. À mesure que la politique industrielle gagne en importance au niveau mondial et que l'UE négocie son nouveau cadre financier pluriannuel pour la période 2028-2034, ces évolutions soulèvent des questions critiques sur la manière dont les AE peuvent soutenir efficacement les objectifs communs et les nouvelles priorités politiques de l'UE tout

⁶ Les données relatives aux entreprises provenant d'Orbis sont rapprochées avec la base de données State Aid Transparency. La part des entreprises bénéficiant d'AE varie dans le temps (0,2 % sur la période 2016-2019, 2,5 % sur la période 2020-2021 et 1,2 % après 2021). Un modèle de probabilité linéaire est déployé. Les caractéristiques des entreprises interagissent avec les variables muettes relatives à la période pour capturer les profils d'allocation en évolution. Le modèle inclut des effets fixes par pays-année et par secteur-année, les erreurs types étant regroupées au niveau de l'entreprise.

⁷ Les actifs (définis comme la somme des actifs courants, des actifs fixes et des actifs incorporels) et l'emploi (mesuré par les effectifs) sont utilisés comme *proxies* pour la taille des entreprises. Le ratio de levier est calculé comme le ratio de la dette à long terme/total des actifs. Les régions moins développées sont définies selon les classifications de la Commission européenne pour la période 2014-2020 et la période 2021-2027.

en préservant la concurrence au sein du marché unique et la soutenabilité budgétaire. Une analyse plus approfondie est nécessaire pour étudier ces questions de manière exhaustive.

Bibliographie

Evenett (S.), Jakubik (A.), Martin (F.) et Ruta (M.) (2024), « *The Return of Industrial Policy in Data* », *FMI Working Papers*, vol. 2024, n° 001, Fonds monétaire international, janvier.

Hodge (A.), Piazza (R.), Hasanov (F.), Li (X.), Vaziri (M.), Weller (A.) et Wong (Y.C.) (2024), « *Industrial Policy in Europe: A Single Market Perspective* », *FMI Working Papers*, vol. 2024, n° 249, Fonds monétaire international, décembre.

4 Renchérissement du pétrole lié à la guerre au Moyen-Orient : évaluer les facteurs défavorables pour la croissance de la zone euro

Johannes Gareis

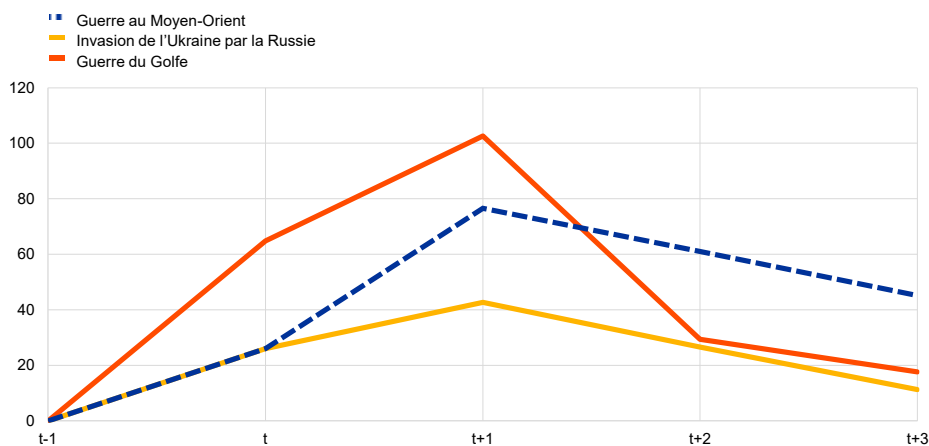
La guerre au Moyen-Orient a entraîné une forte augmentation des prix du pétrole et devrait nettement peser sur l'activité économique de la zone euro. À la suite du déclenchement de la guerre fin février 2026, les prix du Brent ont fortement augmenté, reflétant des perturbations des flux pétroliers transitant par le détroit d'Ormuz et une baisse de la production de pétrole au Moyen-Orient. Par rapport aux perturbations majeures de l'offre de pétrole liées aux situations géopolitiques passées, le choc actuel apparaît d'ampleur intermédiaire (graphique A). Bien que les prix du pétrole aient culminé à des niveaux globalement comparables à ceux enregistrés après l'invasion de l'Ukraine par la Russie début 2022, le renchérissement déclenché par le choc actuel a été jusqu'à présent plus important que celui qui avait suivi l'invasion russe. Ce choc avait en effet reflété des interruptions d'approvisionnement et une incertitude accrue autour des exportations de pétrole russe, dans un contexte de demande de pétrole demeurant élevée dans le sillage de la pandémie de COVID-19 et de hausse nettement plus forte des prix du gaz naturel ¹. Toutefois, le renchérissement du pétrole lié au choc actuel est de moindre ampleur que celui observé pendant la guerre du Golfe au début des années 1990, lorsque l'invasion du Koweït par l'Irak a écarté du marché une importante source d'approvisionnement.

¹ Pour une comparaison du choc actuel avec celui déclenché par l'invasion de l'Ukraine par la Russie et une analyse de la probable propagation à l'inflation, cf. Arce *et al.* (2026).

Graphique A

Dynamique du prix du Brent autour des perturbations de l'offre de pétrole liées à la situation géopolitique

(variation en pourcentage par rapport au trimestre précédant le choc)



Sources : Agence américaine d'information sur l'énergie (U.S. Energy Information Administration, EIA) et calculs des services de la BCE.

Notes : Le graphique présente la variation en pourcentage du prix du Brent, sur la base des moyennes trimestrielles des prix mensuels exprimés en dollars des États-Unis. S'agissant de la guerre au Moyen-Orient, t correspond au premier trimestre 2026 ; pour l'invasion de l'Ukraine par la Russie, t correspond au premier trimestre 2022 ; et concernant la guerre du Golfe, t correspond au troisième trimestre 1990. La ligne bleue en pointillés représente la trajectoire des prix du pétrole ressortant des projections macroéconomiques de juin 2026 établies par les services de l'Eurosystème pour la zone euro, qui sont fondées sur les prix des contrats à terme sur le pétrole à la date d'arrêt du 21 mai 2026.

Pour évaluer les effets macroéconomiques de ces mouvements des prix du pétrole, il est essentiel d'en considérer la source. Contrairement aux hausses de prix dues à la demande, qui reflètent généralement une croissance mondiale plus forte et soutiennent l'activité économique, les hausses de prix dues à l'offre pèsent sur l'activité dans les économies importatrices de pétrole telles que la zone euro. Ce frein opère par le biais d'une hausse des coûts de production, d'une baisse des revenus réels des ménages, d'un affaiblissement de la demande mondiale et d'une incertitude élevée – ce dernier facteur étant habituellement plus prononcé lorsque les chocs sont de nature géopolitique ². Cet encadré quantifie l'impact macroéconomique exercé sur la zone euro par la récente hausse des prix du pétrole, à l'aide d'un modèle empirique avec des chocs géopolitiques sur l'offre de pétrole identifiés afin d'évaluer les perturbations passées et présentes de l'offre de pétrole ³.

Les effets macroéconomiques exercés sur la zone euro par les chocs géopolitiques sur l'offre de pétrole peuvent être évalués à l'aide d'un modèle vectoriel autorégressif de type bayésien (BVAR). Le modèle inclut une série de chocs géopolitiques sur l'offre de pétrole identifiés, ainsi que le prix réel mondial du

² Verduzco-Bustos et Zanetti (2026) montrent que les mouvements des prix du pétrole associés à des risques géopolitiques ont des dynamiques et des conséquences macroéconomiques distinctes, résultant en partie d'un comportement prospectif et d'une hausse prononcée et persistante de l'incertitude tant macroéconomique que financière, ce qui amplifie les effets négatifs sur l'activité économique par rapport aux chocs d'offre de pétrole conventionnels. Ce mécanisme est étroitement lié aux éléments présentés par Brignone *et al.* (2025), qui montrent que les chocs importants liés au risque géopolitique déclenchent des hausses disproportionnées de l'incertitude et des tensions financières.

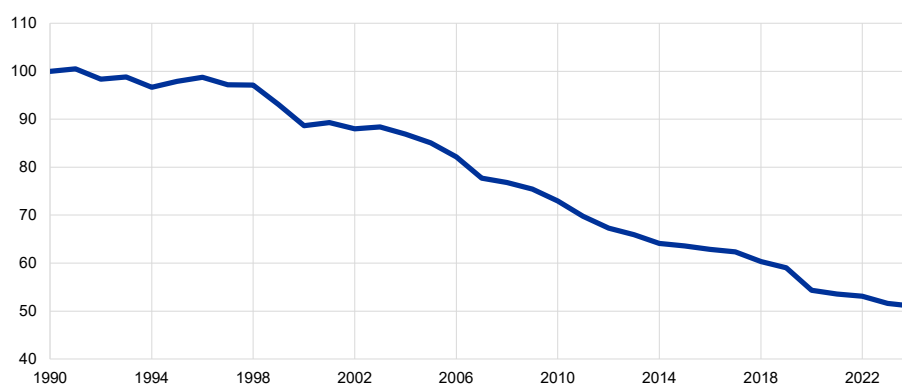
³ Pour une analyse de la manière dont les chocs géopolitiques associés aux perturbations de l'offre d'énergie sont transmis aux marchés financiers des États-Unis, cf. l'encadré 2 du présent bulletin.

pétrole, un indicateur de l'activité économique mondiale, le PIB en volume de la zone euro, la consommation privée, l'investissement, les prix à la consommation et les taux d'intérêt à court et à long terme. Les chocs sont tirés de Verduzco-Bustos et Zanetti (2026) et sont construits à l'aide d'une variable instrumentale à haute fréquence qui isole les mouvements des prix du pétrole autour des perturbations géopolitiques de l'offre ⁴. Ces chocs sont généralement associés à de fortes hausses des prix du pétrole et à des baisses persistantes de la production de pétrole, ce qui les rend bien adaptés à l'analyse de l'impact de la guerre au Moyen-Orient ⁵. Le modèle est estimé du premier trimestre 1985 au quatrième trimestre 2023 ⁶. L'intensité pétrolière de l'économie de la zone euro s'étant inscrite en baisse régulière depuis le début des années 1990 (graphique B), le modèle est réestimé sur un échantillon plus court à partir du troisième trimestre 2003, après la phase initiale de la guerre en Irak, afin de tester si la transmission des chocs d'offre de pétrole a changé ⁷.

Graphique B

Intensité pétrolière du PIB en volume de la zone euro au fil du temps

(indice : 1990 = 100)



Sources : Eurostat, nouvelle base de données du modèle à l'échelle de la zone euro (New Area-Wide Model database) et calculs des services de la BCE.

Notes : L'intensité pétrolière est mesurée en kilogrammes d'équivalent pétrole par euro de PIB en volume et est indexée en base 100 en 1990. La dernière observation se rapporte au quatrième trimestre 2023.

Un choc d'offre défavorable sur le pétrole lié à la situation géopolitique exerce un effet négatif persistant sur la croissance du PIB en volume de la zone euro, en opérant par le biais de la consommation privée et de l'investissement.

Après un choc géopolitique sur l'offre de pétrole qui augmente le prix réel du pétrole de 10 % au moment de l'impact, la croissance du PIB en volume de la zone euro

⁴ L'instrument mesure spécifiquement la variation des prix des contrats à terme sur le pétrole brut dit *West Texas Intermediate* (WTI) à un mois les jours où l'on observe des pics de l'indice de risque géopolitique pour l'offre de pétrole développé par Iacoviello et Tong (2026). Cela restreint les événements identifiés à ceux qui sont directement associés aux perturbations de l'offre de pétrole.

⁵ Le prix réel du pétrole à l'échelle mondiale correspond au prix du pétrole brut WTI déflaté de l'indice des prix à la consommation américain et l'activité économique mondiale est mesurée par l'indice de la production industrielle développé par Baumeister et Hamilton (2019). Ces deux indicateurs sont cohérents avec le choix des variables utilisées pour identifier les chocs géopolitiques sur l'offre de pétrole dans Verduzco-Bustos et Zanetti (2026).

⁶ Les chocs géopolitiques sur l'offre de pétrole sont agrégés en fréquence trimestrielle sous la forme de moyennes simples des observations mensuelles. Afin de retracer leurs effets dynamiques, ils sont classés en premier dans le modèle BVAR dans le cadre d'un schéma d'identification récursif.

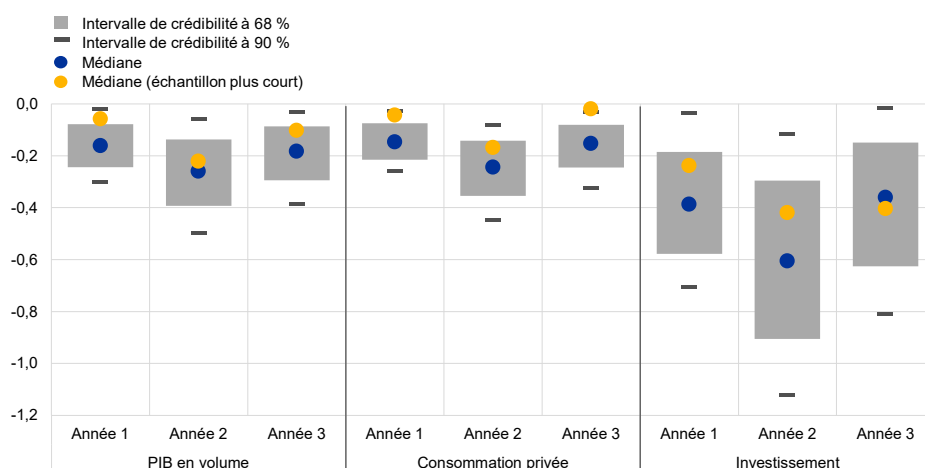
⁷ En vue de garantir que les résultats de l'estimation ne sont pas influencés par la volatilité élevée enregistrée pendant la pandémie de COVID-19, le modèle inclut des variables muettes pandémiques.

est, d'après les estimations, inférieure d'environ 0,2 à 0,3 point de pourcentage au cours de chacune des trois premières années suivant le choc (graphique C) ⁸. La croissance de la consommation privée et celle de l'investissement sont freinées, bien que les effets sur l'investissement soient plus prononcés, puisque celui-ci est généralement plus sensible à l'incertitude élevée qui suit les perturbations de l'offre de pétrole liées à la situation géopolitique. Les estimations pour les sous-échantillons depuis 2003 suggèrent que les effets peuvent s'être légèrement affaiblis au fil du temps, en raison en particulier d'une réaction moins forte de la consommation privée. En revanche, la réaction de l'investissement est globalement stable d'un sous-échantillon à l'autre, les estimations sur les échantillons plus courts s'inscrivant dans les intervalles de crédibilité de la réaction de l'échantillon total. Cela peut refléter soit un affaiblissement moins prononcé du canal de l'intensité pétrolière pour l'investissement soit un renforcement compensateur des autres canaux – notamment via l'incertitude accrue qu'entraînent les chocs géopolitiques affectant l'offre de pétrole.

Graphique C

Impact sur la croissance annuelle d'un choc géopolitique défavorable sur l'offre de pétrole

(points de pourcentage)



Sources : Verduzco-Bustos et Zanetti (2026), Baumeister et Hamilton (2019), EIA, Bureau des statistiques du travail des États-Unis, Eurostat, nouvelle base de données du modèle à l'échelle de la zone euro, BCE et calculs des services de la BCE.

Notes : Le graphique présente l'impact estimé d'un choc géopolitique temporaire sur l'offre de pétrole augmentant le prix réel du pétrole de 10 % sur la croissance annuelle du PIB en volume de la zone euro, la consommation privée et l'investissement au cours des trois premières années après le choc. Les estimations sont présentées pour l'échantillon entier (premier trimestre 1985 au quatrième trimestre 2023) et pour un échantillon plus court qui commence au troisième trimestre 2003.

Les effets des perturbations géopolitiques passées de l'offre de pétrole – notamment la guerre du Golfe et l'invasion de l'Ukraine par la Russie – ont été considérables la première année, et la guerre au Moyen-Orient devrait avoir un impact globalement comparable sur la croissance de la zone euro cette année.

Combiner les réponses impulsionnelles estimées avec les chocs estimés permet de

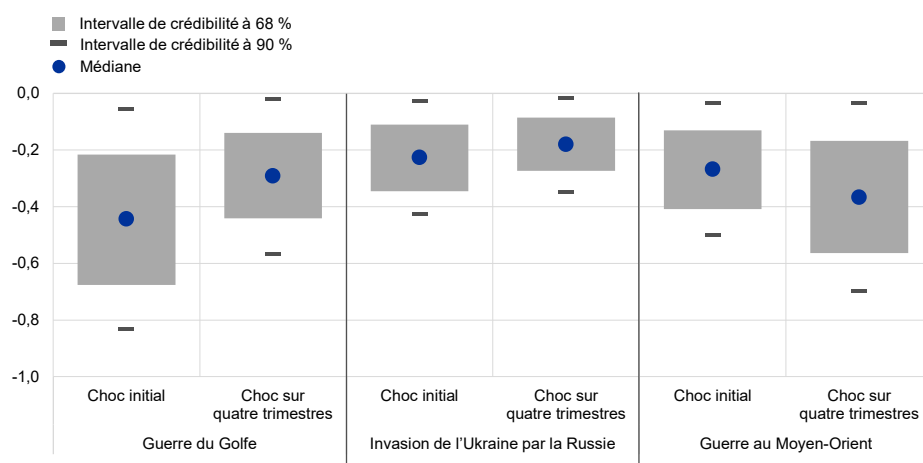
⁸ Les résultats sont qualitativement robustes à l'utilisation de la série plus large de chocs d'offre de pétrole de Mori et Peersman (2026). Cette série plus large affine les chocs estimés par Känzig (2021), qui sont fondés sur les annonces de l'Organisation des pays exportateurs de pétrole (OPEP). Les effets quantitatifs sont un peu plus faibles lorsque l'on utilise la série plus large, ce qui est cohérent avec le fait que l'identification plus large capture les chocs d'offre de pétrole au-delà de ceux d'origine géopolitique.

quantifier les effets macroéconomiques des perturbations passées de l'offre de pétrole et de jauger l'impact du choc actuel. S'agissant de la guerre du Golfe et de la guerre menée par la Russie en Ukraine, selon les estimations, les chocs géopolitiques sur l'offre de pétrole expliquent l'essentiel des mouvements des prix réels du pétrole au cours de la première année. Sur la base des estimations pour l'échantillon complet – qui fournissent probablement une borne supérieure pour les épisodes récents (y compris le choc actuel) en raison de la baisse de l'intensité pétrolière – le frein net à la croissance du PIB qui en a résulté au cours de la première année s'est élevé à environ 0,3 point de pourcentage pendant la guerre du Golfe et à 0,2 point de pourcentage pendant la guerre menée par la Russie contre l'Ukraine (graphique D, choc sur quatre trimestres). Le frein exercé par le seul choc initial a été plus important. Toutefois, les prix du pétrole se sont inversés relativement rapidement et la baisse qui a suivi a en partie compensé le frein initial sur le PIB (graphique D, choc initial). En utilisant la courbe actuelle des contrats à terme sur le pétrole et en faisant l'hypothèse que les chocs géopolitiques sur l'offre de pétrole expliquent la majeure partie des variations induites des prix du pétrole en 2026, la guerre au Moyen-Orient devrait réduire la croissance du PIB en volume de la zone euro d'environ 0,4 point de pourcentage au cours de la première année. Contrairement aux autres épisodes, l'impact devrait s'accroître progressivement au cours de l'année. Cela reflète la poursuite du renchérissement substantiel du pétrole attendu au deuxième trimestre 2026 et la trajectoire plus persistante ressortant de la courbe à terme.

Graphique D

Impact estimé pour la première année des chocs d'offre de pétrole liés à la situation géopolitique sur la croissance du PIB en volume

(points de pourcentage)



Sources : Verduzco-Bustos et Zanetti (2026), Baumeister et Hamilton (2019), EIA, Bureau des statistiques du travail des États-Unis, Eurostat, nouvelle base de données du modèle à l'échelle de la zone euro (New Area-Wide Model database), BCE et calculs des services de la BCE.

Notes : Le graphique montre l'impact estimé sur la croissance du PIB en volume de la zone euro au cours de la première année suivant l'événement selon deux scénarios : le choc initial, qui ne rend compte que du choc géopolitique sur l'offre de pétrole au début de l'événement, et une séquence de chocs sur quatre trimestres, qui capture les chocs se matérialisant au cours de la première année entière après le début de l'événement. Concernant la guerre du Golfe et l'invasion de l'Ukraine par la Russie, les chocs sont tirés de la série de chocs historiques identifiés. S'agissant de la guerre au Moyen-Orient, ils proviennent des évolutions effectives des prix du pétrole et de la courbe des contrats à terme sur le pétrole.

Globalement, l'ampleur de l'impact du choc actuel reste très incertaine et dépendra de l'importance et de la persistance du renchérissement du pétrole.

Les effets sur l'activité tendent à persister au-delà de l'inversion des prix du pétrole elle-même, donc même en cas de recul rapide des prix du pétrole, on constatera des pertes de production non négligeables dans la zone euro. Si le choc devait se révéler plus durable, le frein cumulé à la croissance pourrait être plus important que les estimations présentées ici. De plus, des perturbations plus larges des chaînes d'approvisionnement et des répercussions sur le marché du gaz pourraient encore amplifier l'impact au-delà de celui que capturent les estimations historiques. Jusqu'à présent, toutefois, les prix du gaz ont relativement bien résisté, reflétant peut-être la dépendance limitée de l'Europe vis-à-vis du gaz naturel provenant du Moyen-Orient.

Bibliographie

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

Baumeister (C.) et Hamilton (J.D.) (2019), « *Structural Interpretation of Vector Autoregressions with Incomplete Identification: Revisiting the Role of Oil Supply and Demand Shocks* », *American Economic Review*, vol. 109, n° 5, mai, p. 1873-1910.

Brignone (D.), Gambetti (L.) et Ricci (M.) (2025), « *Geopolitical risk shocks: when size matters* », *Working Paper Series*, n° 2972, BCE, mai (révisé).

Iacoviello (M.) et Tong (J.) (2026), « *The AI-GPR Index: Measuring Geopolitical Risk using Artificial Intelligence* », *Working Paper*, Conseil des gouverneurs du Système fédéral de réserve (*Federal Reserve Board of Governors*).

Känzig (D.R.) (2021), « *The Macroeconomic Effects of Oil Supply News: Evidence from OPEC Announcements* », *American Economic Review*, vol. 111, n° 4, avril, p. 1092-1125.

Ferrari Minesso (M.), Lopes Mendes (B.), Stalla-Bourdillon (A.) et Vidaházy (V.) (2026), encadré 2 du présent *Bulletin économique*.

Mori (L.) et Peersman (G.) (2026), « *Estimating the Macroeconomic Effects of Oil Supply News* », mimeo.

Verduzco-Bustos (G.) et Zanetti (F.) (2026), « *The Effects of Geopolitical Oil Price Shocks* », *CESifo Working Papers*, n° 12606, avril.

5 Analyser les évolutions du marché du travail de la zone euro à l'aide des annonces de restructuration

Claudia Foroni et Nikolaos Papadatos

Cet encadré examine dans quelle mesure les annonces relatives aux restructurations au niveau des entreprises, relayées par les médias et portant à la fois sur les suppressions et les créations d'emplois, peuvent fournir des indications plus immédiates sur la dynamique du marché du travail de la zone euro que les indicateurs statistiques classiques. Il s'appuie sur l'*European Restructuring Monitor* (ERM), un ensemble de données au niveau des entreprises compilé par la Fondation européenne pour l'amélioration des conditions de vie et de travail (*Eurofound*), qui analyse quotidiennement les médias économiques nationaux et des sites internet d'entreprises dans tous les États membres de l'UE et en Norvège depuis 2002. Une restructuration est comptabilisée lorsqu'au moins 100 emplois sont concernés, ou lorsque l'effectif concerné représente au moins 10 % d'un établissement employant plus de 250 personnes ¹. Les restructurations doivent avoir lieu dans les neuf mois suivant l'annonce et sont classées par type (par exemple, restructuration interne, expansion, délocalisation, fusion ou faillite), ce qui apporte des informations sur la nature du choc sous-jacent non disponibles dans les statistiques agrégées classiques. Ainsi, l'ERM peut fournir des informations immédiates et à haute fréquence sur les évolutions du marché du travail en amont des publications de données officielles.

Par construction, la couverture médiatique des annonces de restructuration présente un biais en faveur des grandes entreprises, en raison à la fois des seuils de couverture et de l'attention que leur portent les médias. Ce biais signifie que l'ERM ne représente pas l'emploi dans sa totalité, en particulier dans des pays où l'activité économique est concentrée dans de plus petites entreprises. Dans la zone euro, les entreprises employant au moins 250 personnes représentent moins de 1 % du total des entreprises, mais comptent pour environ 36 % de l'emploi total. Élargir le seuil aux entreprises employant au moins 50 personnes fait monter cette part à près de 50 % (graphique A). Par conséquent, l'ERM tient compte des annonces de restructuration dans les entreprises employant entre un tiers et la moitié de la population active totale de la zone euro, bien que le nombre de travailleurs directement concernés par les annonces de restructuration qu'il analyse soit nettement plus faible. La couverture varie également entre pays, traduisant les différences de structures sectorielles et la répartition de l'emploi entre les entreprises de différentes tailles. Considérées ensemble, l'Allemagne et la France représentent environ 40 % de toutes les annonces de restructuration dans la zone euro analysées par l'ERM. En comparaison, le plus petit nombre de restructurations – relevé en Espagne et en Italie – reflète en grande partie la part plus faible des emplois dans les grandes entreprises de ces pays. Ainsi, l'ERM ne rend compte que des restructurations au sein des grandes entreprises et fournit peu d'informations sur la

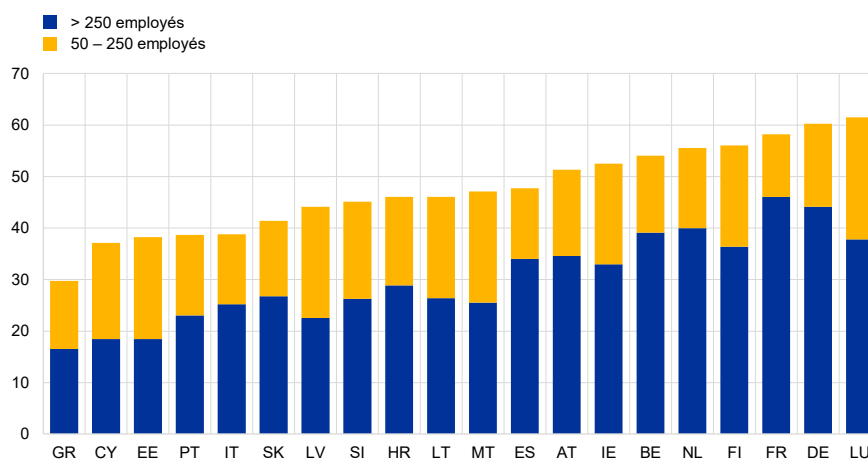
¹ Pour une description de l'ensemble de données et de la méthodologie utilisée, cf. Litardi et Brattlund (2025).

dynamique de l'emploi dans les petites entreprises, ou sur des indicateurs tels que le taux d'activité et le nombre d'heures travaillées. Il convient donc de le considérer comme un indicateur complémentaire, et non exhaustif, de l'état du marché du travail.

Graphique A

Part de l'emploi dans les grandes entreprises des pays de la zone euro

(part en pourcentage de l'emploi total)



Source : Eurostat (statistiques structurelles sur les entreprises)

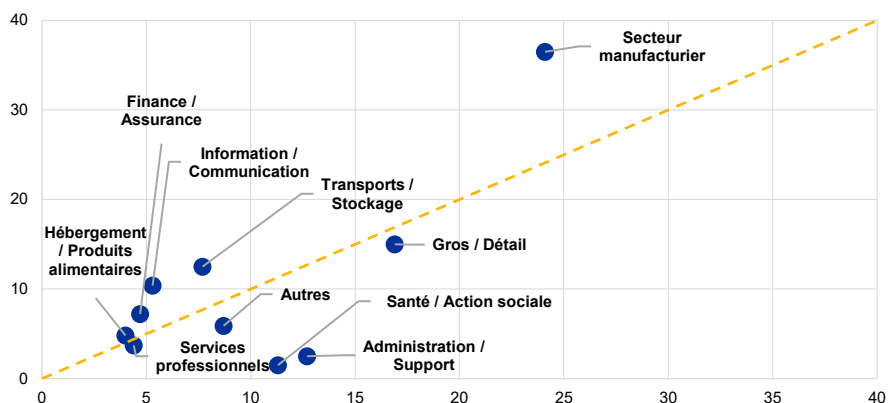
Notes : Le graphique montre la part de l'emploi dans les entreprises employant plus de 250 personnes et dans les entreprises employant entre 50 et 250 personnes, par pays de la zone euro. Les valeurs correspondent aux moyennes sur la période allant de 2021 à 2024. Les pays sont classés par part totale.

La distribution sectorielle des restructurations enregistrées par l'ERM fournit des informations sur les secteurs dans lesquels les restructurations de grande ampleur sont les plus concentrées au sein du segment de l'économie couvert par l'ensemble de données, offrant ainsi une dimension descriptive qui complète les statistiques agrégées classiques sur le marché du travail (graphique B). En employant comme mesure de référence les statistiques structurelles sur les entreprises d'Eurostat relatives à la composition sectorielle de l'emploi dans les grandes entreprises, l'industrie manufacturière se distingue comme le secteur caractérisé par le plus grand nombre de restructurations. Elle représente 37 % du total des emplois concernés par des restructurations, par rapport à une part de l'emploi de 24 % dans les entreprises employant 50 personnes ou plus ². En revanche, les services de santé, d'action sociale et l'administration représentent une part nettement plus faible des emplois concernés pris en compte par l'ERM par rapport à la part d'emplois qu'ils représentent dans les grandes entreprises. L'ERM s'appuyant sur les restructurations relayées par les médias, il est susceptible de favoriser les cas importants et visibles de restructuration et les ajustements plus brutaux. Ces biais de couverture pouvant varier entre les secteurs, les différences doivent être interprétées avec prudence.

² Le seuil de 50 employés est utilisé comme l'approximation la plus proche disponible auprès d'Eurostat, car aucune ventilation n'est publiée pour le seuil des 100 employés. L'ERM couvre toutes les entreprises de plus de 250 employés, et un sous-ensemble de celles comptant entre 50 et 250 employés.

Graphique B

Distribution sectorielle des annonces de restructuration et emploi dans les grandes entreprises



Sources : Eurofound, statistiques structurelles sur les entreprises (Eurostat) et calculs des services de la BCE.

Notes : L'axe des ordonnées montre la distribution sectorielle des emplois concernés par une restructuration analysés dans l'ERM, couvrant tous les types de restructuration. L'axe des abscisses montre la distribution sectorielle de l'emploi dans les entreprises de 50 employés ou plus. Les dix secteurs les plus importants sont représentés, le reste étant regroupé dans la catégorie « Autres ». La ligne pointillée correspond à la bissectrice selon laquelle la part d'un secteur dans les activités de restructuration est égale à la part d'emplois dans de grandes entreprises de ce secteur ; les secteurs situés au-dessus de cette bissectrice sont sur-représentés dans les activités de restructuration par rapport à leur part dans l'emploi. Les données se rapportent aux moyennes sur la période allant de 2021 à 2024, soit la période la plus récente pour laquelle les données sur l'emploi sectoriel issues des statistiques structurelles sur les entreprises d'Eurostat sont régulièrement disponibles et comparables entre les pays et les secteurs, à la suite d'évolutions dans les classifications statistiques et dans la couverture des données au cours des années précédentes.

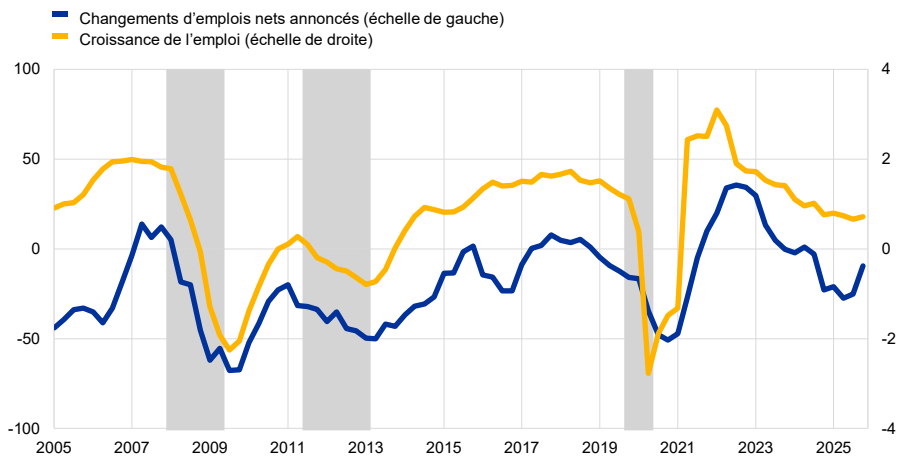
À partir de la différence entre les suppressions et les créations d'emplois, il est possible de calculer un indicateur des changements d'emplois nets (CEN) annoncés, dont l'évolution est globalement parallèle à celle de la croissance de l'emploi dans la zone euro. L'indicateur CEN est obtenu en soustrayant les

annonces de suppressions d'emplois des annonces de créations d'emplois, corrigées des variations saisonnières, enregistrées par l'ERM. En utilisant des données à partir de 2005, l'échantillon contient environ 190 observations par trimestre en moyenne, correspondant approximativement à 52 000 pertes d'emplois annoncées et 33 000 gains d'emplois annoncés. Les pertes d'emplois dépassent les gains d'emploi en moyenne, bien que l'emploi agrégé ait augmenté sur la période d'échantillonnage. Cela s'explique par la construction même de la base de données, les suppressions d'emplois de grande ampleur prenant généralement la forme d'événements ponctuels et largement médiatisés qui dépassent aisément les seuils de déclaration de l'ERM, tandis que les embauches sont souvent plus progressives et moins susceptibles de donner lieu à un événement déterminant qui attire davantage l'attention des médias. Néanmoins, lorsqu'il est exprimé en moyenne mobile sur quatre trimestres, l'indicateur CEN évolue globalement en parallèle avec la croissance de l'emploi dans la zone euro, et surtout, il coïncide avec ses grands points de retournement au cours de la période d'échantillonnage (graphique C).

Graphique C

Croissance de l'emploi dans la zone euro et changements d'emplois nets annoncés

(échelle de gauche : en milliers d'emplois ; échelle de droite : en pourcentages)



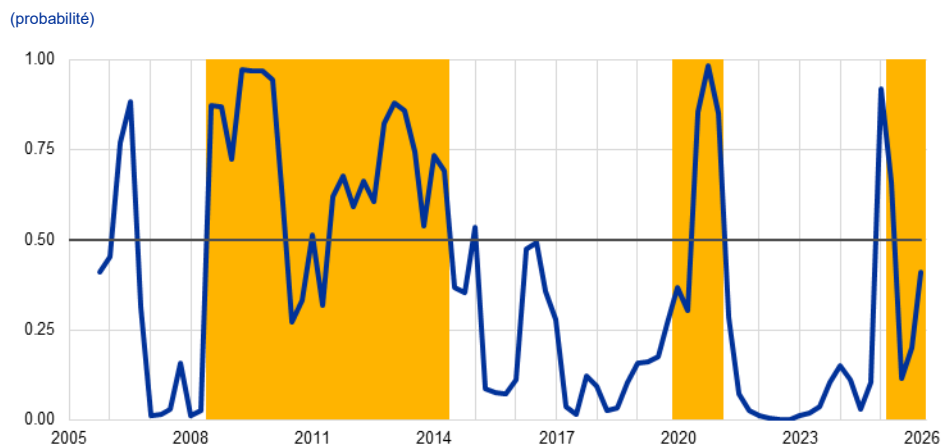
Sources : Eurofound, Eurostat et calculs des services de la BCE.

Notes : Les changements d'emplois nets corrigés des variations saisonnières pris en compte par l'ERM sont représentés sous la forme d'une moyenne mobile rétrospective sur quatre trimestres. La croissance de l'emploi dans la zone euro est présentée en glissement annuel. Les zones grisées indiquent les récessions dans la zone euro identifiées par l'Euro Area Business Cycle Network du Centre for Economic Policy Research. Les données portent sur la période allant du premier trimestre 2005 au quatrième trimestre 2026.

Une analyse fondée sur un modèle montre que les annonces de restructuration contiennent des informations avancées importantes relatives aux évolutions de la croissance de l'emploi dans la zone euro. Un modèle probit s'appuyant sur les changements d'emplois nets annoncés est appliqué pour estimer la probabilité que la croissance de l'emploi en glissement annuel dans la zone euro revienne à un niveau inférieur à la moyenne historique de l'échantillon. En intégrant les valeurs retardées de l'indicateur CEN, le modèle fournit une source d'information rapide et complémentaire sur l'état du marché du travail aux côtés des statistiques officielles sur l'emploi, contribuant au suivi du retour de la croissance de l'emploi vers des niveaux supérieurs à la moyenne (graphique D).

Graphique D

Prédiction de la probabilité d'une croissance de l'emploi inférieure à la moyenne dans la zone euro



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

Notes : Le graphique montre la probabilité attendue d'une croissance de l'emploi inférieure à la moyenne dans la zone euro, à partir d'un modèle probit utilisant les changements d'emplois nets annoncés en temps réel ainsi que les trois retards de cet indicateur. Une croissance inférieure à la moyenne est définie comme une croissance de l'emploi en glissement annuel inférieure à la moyenne historique de l'échantillon, de 0,7 %. Les zones ombrées en jaune indiquent les trimestres caractérisés par une croissance de l'emploi réalisée inférieure à la moyenne. La ligne horizontale marque un seuil de probabilité de 0,5. L'analyse couvre la période allant du premier trimestre 2005 au premier trimestre 2026.

Les récentes annonces de restructuration suggèrent que la croissance de l'emploi pourrait rester inférieure à sa moyenne historique au premier semestre 2026. La croissance de l'emploi dans la zone euro s'est ralentie, à un niveau proche de sa moyenne historique depuis mi-2025 ou inférieur à celui-ci,

tandis que les probabilités fondées sur des modèles d'une croissance de l'emploi inférieure à la moyenne ont également augmenté au cours de l'année. Bien que quelque peu volatiles, ces probabilités indiquent qu'une croissance inférieure à la moyenne reste probable au premier trimestre 2026, en cohérence avec le taux de croissance de l'emploi annuel réalisé de 0,6 %. Les données pour avril et mai indiquent la probabilité d'une faiblesse continue de la croissance de l'emploi au deuxième trimestre, malgré un solde d'annonces de restructuration légèrement plus positif. Au niveau des pays, la France et l'Espagne sont les principaux moteurs de cette amélioration, les évolutions nettes de l'emploi étant positives dans les deux économies. En Allemagne, les suppressions d'emplois restent supérieures aux créations d'emplois. Au niveau des secteurs, le secteur des technologies de l'information et de la communication, ainsi que l'administration publique et la défense continuent d'apporter une contribution positive. En revanche, l'industrie manufacturière évolue vers une position nette plus négative, les suppressions d'emplois dépassant progressivement les créations d'emplois par rapport au solde globalement neutre observé au premier trimestre.

Bibliographie

Fondation européenne pour l'amélioration des conditions de vie et de travail (Eurofound) (2025), « [European Restructuring Monitor \(ERM\)](#) ».

Litardi (C.) et Brattlund (E.) (2025), « [European Restructuring Monitor: The database and its methodology](#) », *Working Paper*, n° WPEF25058, Fondation européenne pour l'amélioration des conditions de vie et de travail (Eurofound), 18 septembre.

Commission européenne, direction générale de l'emploi, des affaires sociales et de l'inclusion (2025), « [Labour Market and Wage Developments in Europe 2025](#) », Office des publications de l'Union européenne, Luxembourg.

Qu'est-ce qui a maintenu la hausse des prix des biens à un bas niveau ? Le rôle de l'exposition aux importations de la Chine

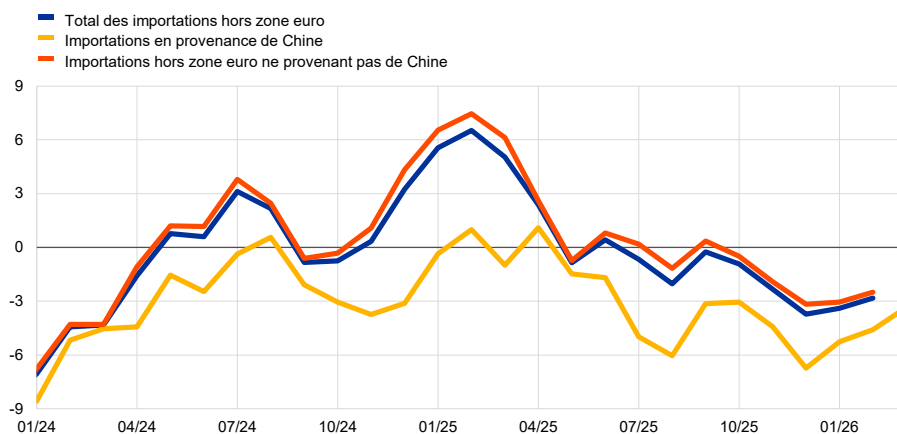
Pablo Anaya Longaric, Claudia Esposito, Vanessa Gunnella, Noémie Lecourt, Catalina Martínez Hernández et Giacomo Pongetti

Depuis le second semestre 2025, les prix des importations en provenance de Chine ont diminué en glissement annuel, exerçant une pression baissière sur la hausse des prix des biens dans la zone euro. Les prix des importations en provenance de Chine ont diminué de 3,3 % en glissement annuel en mars 2026, après une baisse de 4,6 % en février. Cette baisse a été beaucoup plus importante que celle du total des prix à l'importation hors zone euro et des prix des importations en provenance de pays autres que la Chine, ces derniers ayant diminué de 2,4 % en glissement annuel en février 2026 (graphique A). Dans le même temps, la part de la Chine dans les importations hors zone euro est passée de 14 % à 17 % depuis 2024, soutenue par la compétitivité croissante des produits chinois. La forte exposition aux importations en provenance de Chine et la baisse des prix de certains biens de consommation ont contribué à contenir l'inflation dans le secteur des biens industriels non énergétiques de la zone euro. Le présent encadré analyse la manière dont la hausse des importations de la zone euro en provenance de Chine et leurs prix relativement bas et en baisse affectent la hausse des prix des biens dans la zone euro ¹.

Graphique A

Prix des importations dans la zone euro

(variations annuelles en pourcentage)



Source : Eurostat.

Note : Les dernières observations se rapportent à février 2026 pour le total des importations hors zone euro et des importations hors zone euro ne provenant pas de Chine et à mars 2026 pour les importations en provenance de Chine.

Les biens de consommation de la zone euro fortement dépendants des importations en provenance de Chine ont récemment affiché une dynamique

¹ Cf. Di Sano *et al.* (2023), Boeckelmann *et al.* (2025) et Al-Haschimi *et al.* (2025).

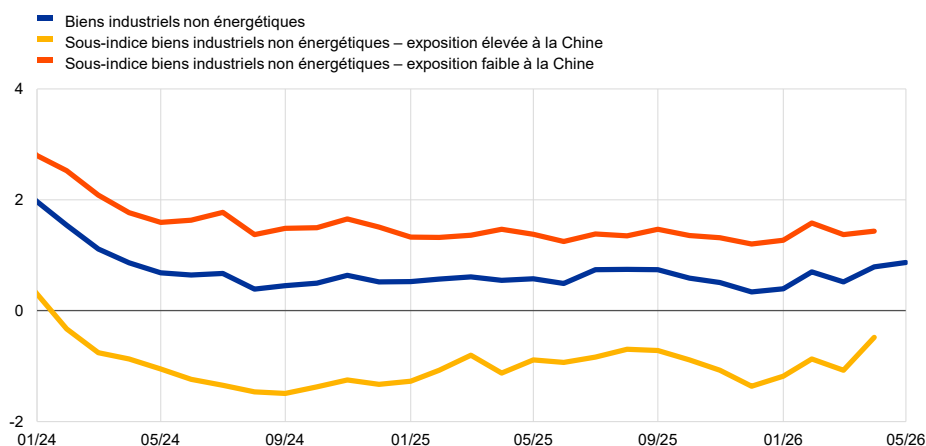
des prix relativement modérée. Cette tendance modérée se reflète dans un sous-indice relatif aux biens industriels non énergétiques qui se concentre sur les rubriques dont l'exposition aux importations en provenance de Chine est relativement élevée, c'est-à-dire les rubriques dont la part du contenu en importations en provenance de Chine est supérieure à la médiane. La hausse des prix des biens exposés à la Chine a toujours été inférieure à la hausse totale des prix des biens, contrairement à la dynamique d'inflation plus élevée observée dans le sous-indice des biens industriels non énergétiques qui rend compte des biens dont l'exposition à la Chine est faible (graphique B, partie a). En 2025, les rubriques pour lesquels la part des importations en provenance de Chine a augmenté, tels que les bicyclettes, les outils, les appareils électroménagers, les meubles, les textiles et les biens liés aux technologies de l'information et de la communication, ont enregistré des baisses particulièrement prononcées des prix à l'importation. Ces rubriques (points jaunes dans le graphique B, partie b) ont enregistré, en moyenne, des taux d'inflation plus faibles que ceux des autres biens et, dans la plupart des cas, leurs taux d'inflation sont restés inférieurs à leurs moyennes historiques. Toutefois, entre les différentes catégories de biens, il n'existe pas de corrélation contemporaine nette entre la croissance des prix des importations en provenance de Chine et la hausse des prix des biens industriels non énergétiques, probablement en raison de frictions telles que des effets de change différés, des ajustements de marge, des prix réglementés et des rigidités de la demande affectant les marchés de produits de différentes manières. Pour tenir compte de cette hétérogénéité, l'analyse adopte une approche granulaire, rubrique par rubrique, modélisant séparément le taux d'inflation des biens de chaque rubrique des biens industriels non énergétiques.

Graphique B

Lien entre la hausse des prix des biens dans la zone euro et les importations en provenance de Chine

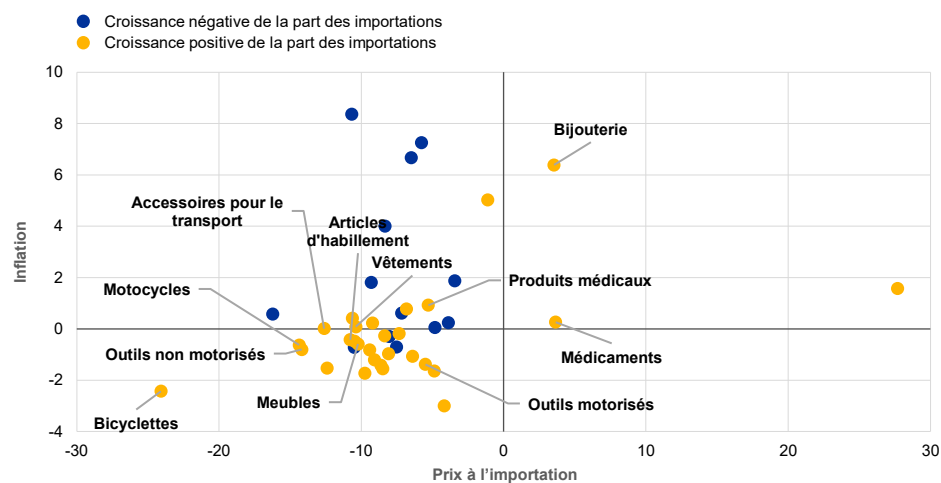
a) Hausse des prix des biens industriels non énergétiques et rubriques avec une forte exposition à la Chine

(taux de croissance annuels)



b) Hausse des prix des biens industriels non énergétiques, parts des importations et hausse des prix à l'importation

(en pourcentages)



Sources : Partie a) : Eurostat, Trade Data Monitor et calculs des services de la BCE. Partie b) : Trade Data Monitor, Eurostat et calculs des services de la BCE.

Notes : Partie a) : Les sous-indices des biens industriels non énergétiques correspondent à la somme pondérée de la hausse des prix des biens dans les rubriques dont l'exposition des importations à la Chine est élevée ou faible (supérieure/inférieure à la médiane), respectivement. Les dernières observations se rapportent à avril 2026. Partie b) : Les deux axes montrent l'écart en glissement annuel par rapport à la tendance à long terme d'avant la pandémie. Le graphique inclut toutes les rubriques correspondant à la hausse des prix des biens industriels non énergétiques, à l'exception de l'alimentation en eau, pour laquelle il n'y a pas d'importations. Les variations de la part des importations en provenance de Chine sont calculées sur la base des 12 derniers mois par rapport à 2023.

Les dernières observations se rapportent à mai 2026 (estimation rapide) pour la hausse des prix des biens industriels non énergétiques, à avril 2026 pour les sous-indices des biens industriels non énergétiques et à février 2026 pour les parts en importations et les prix à l'importation.

Les données empiriques indiquent que la transmission des prix à l'importation en provenance de Chine est très hétérogène entre les rubriques incluses dans la hausse des prix des biens industriels non énergétiques. Un modèle vectoriel autorégressif bayésien est utilisé pour 39 rubriques des biens industriels non énergétiques pour lesquels des données sur les prix des importations en provenance de Chine sont disponibles et le modèle identifie les chocs sur les prix à

l'importation spécifiques à chaque secteur pour les rubriques correspondantes des biens industriels non énergétiques ². Les secteurs sont classés comme « sensibles à la Chine » lorsque les taux d'inflation des biens industriels non énergétiques réagissent de manière significative à de tels chocs. Sur 39 rubriques des biens, le graphique C illustre les effets pour 21 rubriques des biens qui réagissent de manière significative aux chocs sur les prix à l'importation en provenance de Chine, qui expliquent environ la moitié du panier total de biens industriels non énergétiques, sur la base des pondérations de l'IPCH pour 2026. Nos résultats suggèrent qu'une baisse de 10 % de la croissance des prix des importations en provenance de Chine au niveau sectoriel est associée à un effet maximal d'une baisse de 0,1 à 0,7 point de pourcentage de la hausse des prix des biens dans les secteurs les plus sensibles (éléments soulignés dans la figure A), à savoir les meubles, les petits appareils électriques, les textiles ménagers, la verrerie et la vaisselle, ainsi que les gros appareils électriques. Nombre d'entre eux sont des articles dont l'exposition à du contenu en importations en provenance de Chine est relativement élevée. Toutefois, il existe d'autres rubriques avec une exposition plus faible qui sont également sensibles aux chocs sur les prix à l'importation en provenance de Chine, ce qui suggère que les prix dans la zone euro pourraient être influencés par la Chine par des canaux indirects, tels que des prix plus bas via une réorientation des échanges commerciaux en provenance d'autres pays, ou par une concurrence plus forte de la part des producteurs chinois sur les marchés mondiaux. Le haut de la fourchette de ces estimations est globalement en ligne avec une estimation approximative de l'impact des évolutions des prix à l'importation en Chine compte tenu de la part des importations de la Chine dans le panier des biens industriels non énergétiques, et dans l'hypothèse d'une transmission totale ³. La vitesse de l'ajustement varie selon les rubriques, les réponses s'accumulant progressivement et l'impact négatif le plus fort étant atteint après une période comprise entre 9 et 18 mois.

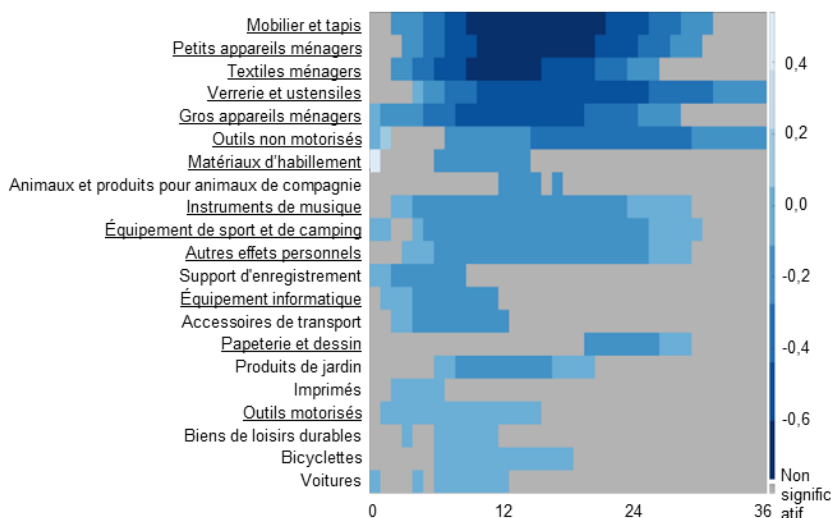
² Chaque modèle vectoriel autorégressif bayésien granulaire, avec des a priori du Minnesota et des queues épaisses, inclut les prix du pétrole en euros, les conditions économiques mondiales (d'après [Baumeister et al. 2022](#)), le taux de change EUR/USD, les indices granulaires de valeur unitaire des importations en provenance de Chine, la production industrielle et les biens industriels non énergétiques granulaires. Le choc granulaire sur les prix à l'importation est identifié par un schéma d'identification récursif suivant l'ordre ci-dessus. Seules 39 des 44 rubriques des biens industriels non énergétiques sont utilisées, au niveau COICOP4, car les valeurs unitaires pour les importations en provenance de Chine ne sont pas disponibles pour l'alimentation en eau, les équipements de téléphonie mobile, les médias audiovisuels, les journaux et les périodiques, ni pour les articles de dévotion. Ensemble, ces rubriques exclues représentent 4,6 % du panier des biens industriels non énergétiques.

³ Comme les importations totales hors zone euro expliquent environ 18 % du panier total de biens industriels non énergétiques (environ 32 % si l'on considère les contributions directes et indirectes) et que les importations en provenance de Chine représentent environ 24 % des biens industriels non énergétiques hors zone euro, une baisse de 10 % des prix des importations en provenance de Chine se traduirait par une baisse de 0,4 à 0,7 point de pourcentage de la hausse des prix des biens industriels non énergétiques.

Figure A

Carte de chaleur des réponses impulsionnelles des rubriques des biens industriels non énergétiques sensibles aux chocs sur les prix à l'importation granulaires en provenance de Chine

(en points de pourcentage)



Sources : Calculs des services de la BCE, Eurostat, Statistical Data Warehouse, Trade Data Monitor, Baumeister *et al.* (2022) pour l'indicateur des conditions économiques mondiales.

Notes : La carte de chaleur présente les réponses impulsionnelles médianes des biens industriels non énergétiques sensibles aux chocs sur les prix à l'importation en provenance de Chine dans le même secteur de biens industriels non énergétiques, jusqu'à l'horizon de trois ans. Les réponses sont normalisées à une baisse de 1 % de la hausse des prix à l'importation en glissement annuel de la rubrique des biens industriels non énergétiques correspondante. Les chiffres négatifs sont représentés sur l'échelle bleue et les segments non significatifs des réponses impulsionnelles sont représentés en gris, sur la base d'intervalles de crédibilité de 68 %. Les articles à fort contenu en importations en provenance de Chine sont soulignés.

Les estimations de l'impact des chocs sur les prix à l'importation en provenance de Chine ressortant de cette analyse granulaire indiquent une contribution de plus en plus négative, bien que contenue, à la hausse des prix des biens industriels non énergétiques en 2025 et début 2026. La décomposition historique de la hausse totale des prix des biens industriels non énergétiques est construite en agrégeant l'impact estimé de ces chocs sur les prix à l'importation à la hausse des prix des biens individuels et en appliquant les pondérations de l'IPCH. L'effet estimé des chocs sur les prix à l'importation en provenance de Chine a été durablement négatif et semble avoir soutenu le ralentissement de la hausse des prix des biens industriels non énergétiques au second semestre 2025 et au premier trimestre 2026 (graphique C). Cela est cohérent avec le fait que les prix des importations en provenance de Chine restent inférieurs à ceux des importations en provenance d'autres pays et que les biens industriels non énergétiques exposés à la Chine ont enregistré une inflation négative pendant la majeure partie de 2025 (graphiques A et B). La décomposition historique montre que les chocs sur les prix à l'importation en provenance de Chine ont réduit la hausse des prix des biens industriels non énergétiques d'environ 0,27 point de pourcentage en avril 2026 ⁴. En revanche, ces chocs ont apporté une modeste contribution positive d'environ 0,01

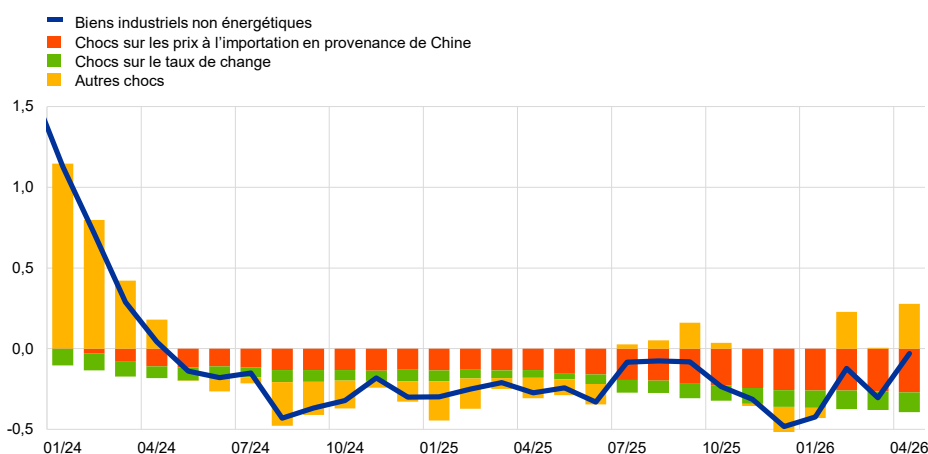
⁴ Même si les données granulaires relatives à l'IPCH sont disponibles jusqu'en avril 2026, les données granulaires relatives aux prix à l'importation pour la Chine ne sont disponibles que jusqu'en février 2026. Pour combler cet écart, les observations manquantes de février et mars 2026 ont été extrapolées à l'aide d'un filtre de Kalman intégré dans chacun des modèles granulaires (voir note de bas de page 2).

point de pourcentage en janvier 2024 ⁵. Une réserve de cet exercice est que les chocs sur les prix à l'importation en provenance de Chine peuvent refléter en partie les mouvements des taux de change. Le modèle atténue ce risque de mesure en positionnant le taux de change USD/EUR avant les prix des importations en provenance de Chine dans le modèle, de sorte que les variations des prix à l'importation liées aux mouvements du dollar américain sont capturées en premier par le choc de taux de change spécifique. Cela est important, car une grande part des importations de la zone euro en provenance de Chine sont facturées en dollars américains. Le choc de change estimé devrait absorber les effets de change résultant des mouvements USD/EUR. Le choc résiduel sur les prix à l'importation en provenance de Chine rend donc compte des variations de prix qui ne peuvent s'expliquer par les mouvements des taux de change ⁶.

Graphique C

Décomposition historique de la hausse totale des prix des biens industriels non énergétiques

(variations annuelles en pourcentage, contribution en points de pourcentage par rapport aux conditions moyennes et initiales)



Source : Calculs des services de la BCE fondés sur des modèles vectoriels autorégressifs bayésiens granulaires pour les composantes des biens industriels non énergétiques.

Note : Les dernières observations se rapportent à avril 2026.

Dans l'ensemble, les prix des importations en provenance de Chine demeurent une source importante de tensions extérieures sur les prix pour la zone euro, même si leur effet estimé sur la hausse des prix des biens de consommation est limité. Ces prix à l'importation ont de plus en plus freiné la hausse des prix des biens industriels non énergétiques, en particulier depuis 2025. Plusieurs facteurs suggèrent que cette pression désinflationniste pourrait persister. Les prix des importations en provenance de Chine pourraient rester relativement faibles en raison de la persistance de capacités excédentaires, de la faiblesse de la demande intérieure et de la dépréciation du renminbi. Une certaine réorientation des exportations chinoises au détriment des États-Unis pourrait également persister,

⁵ Les autres chocs incluent les chocs sur les prix du pétrole, la conjoncture économique mondiale, la production industrielle et la hausse des prix des biens industriels non énergétiques, tous identifiés à l'aide d'une décomposition de Cholesky. Le terme « constante » reflète la contribution à la hausse des prix des biens industriels non énergétiques par sa propre valeur en situation d'équilibre.

⁶ Selon les données douanières françaises au niveau des entreprises, la part des importations en provenance de Chine facturées en renminbi est relativement faible (11 % en 2024).

augmentant potentiellement l'offre de biens chinois vers d'autres marchés, y compris la zone euro. Toutefois, des signes émergent de tensions à la hausse provenant de la hausse des prix du pétrole et des prix à la production en Chine, ce qui pourrait soutenir un certain retour de l'inflation.

Bibliographie

Al-Haschimi (A.), Dvořáková (N.), Le Roux (J.), et Spital (T.) (2025), « [L'excédent commercial croissant de la Chine : pourquoi les exportations augmentent alors que les importations stagnent](#) », *Bulletin économique*, n° 7, BCE.

Baumeister (C.), Korobilis (D.) et Lee (T. K.) (2022), « [Energy Markets and Global Economic Conditions](#) », *The Review of Economics and Statistics*, 104(4), p. 828-848.

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

Di Sano (M.), Pongetti (G.), Schuler (T.) et Toh (S. G.) (2023), « [Les répercussions sur la zone euro de l'inflation négative récemment observée en Chine](#) », *Bulletin économique*, n° 7, BCE.

Conditions de la liquidité et opérations de politique monétaire du 11 février au 5 mai 2026

Samuel Bieber et Christelle Puyo

Le présent encadré décrit les conditions de la liquidité et les opérations de politique monétaire de l'Eurosystème durant les première et deuxième périodes de constitution de réserves de 2026. Ces deux périodes de constitution se sont déroulées du 11 février au 5 mai 2026 (la « période sous revue »).

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

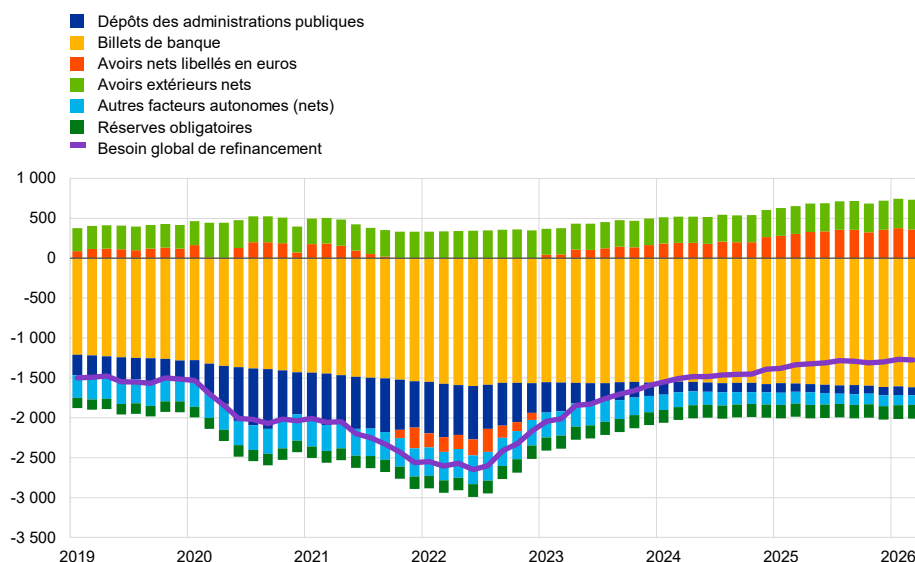
Besoin de refinancement

Au cours de la période sous revue, le besoin moyen de refinancement quotidien du système bancaire de la zone euro, qui correspond à la somme du solde des facteurs autonomes et des réserves obligatoires, a diminué de 33 milliards d'euros pour s'établir à 1 273 milliards (tableau A). Cette baisse résulte de la diminution du solde des facteurs autonomes due à une hausse des facteurs autonomes d'apport de liquidité et à une stabilité des facteurs autonomes de retrait de liquidité (graphique A). Toutefois, une hausse des réserves obligatoires de 3 milliards d'euros, à 172 milliards d'euros, a légèrement réduit l'impact sur le besoin de financement.

Graphique A

Besoin global de financement par période de constitution de réserves

(en milliards d'euros)



Source : BCE.

Notes : Chaque barre montre les moyennes pour chaque période de constitution. Il y a huit périodes de constitution de réserves par an, la huitième période se prolongeant jusque sur l'année civile suivante. Les dernières observations se rapportent à la deuxième période de constitution de 2026.

Les facteurs autonomes d'apport de liquidité ont augmenté de 35 milliards d'euros au cours de la période sous revue, en raison principalement d'une hausse de 28 milliards d'euros des actifs nets libellés en euros. Cette augmentation est attribuable à une baisse des dépôts libellés en euros non liés à la politique monétaire, qui sont des facteurs de retrait de liquidité, et à une hausse des investissements libellés en euros non liés à la politique monétaire, qui sont des facteurs d'apport de liquidité. De plus, les avoirs extérieurs nets ont augmenté de 8 milliards d'euros.

Les facteurs autonomes de retrait de liquidité sont demeurés stables sur la période sous revue. Les légères augmentations de la valeur moyenne des billets en circulation (5 milliards d'euros) et des dépôts des administrations publiques auprès de l'Eurosystème (2 milliards d'euros) ont été compensées par une baisse de 8 milliards d'euros du solde des autres facteurs autonomes.

Fourniture de liquidité par le biais des instruments de politique monétaire

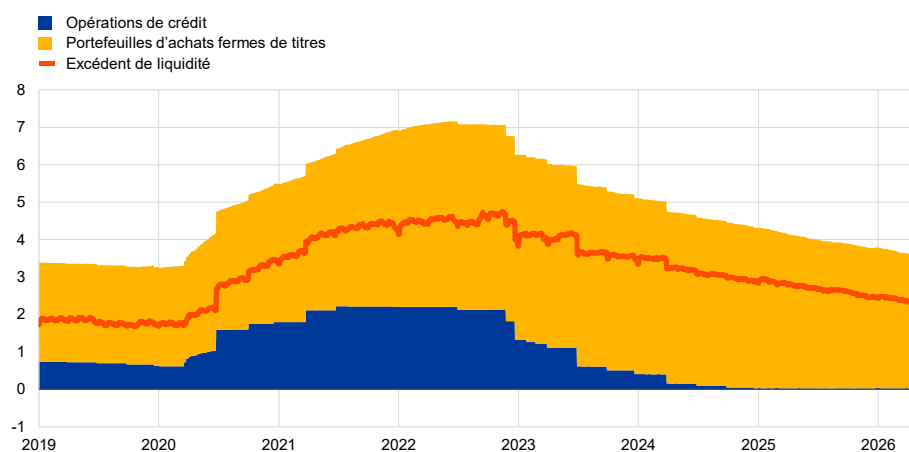
Le montant moyen de la liquidité fournie par le biais des instruments de politique monétaire a diminué de 145 milliards d'euros pour s'établir à 3 632 milliards au cours de la période sous revue (graphique B). Cette baisse s'explique presque exclusivement par la réduction de 144 milliards d'euros des encours des portefeuilles d'achats fermes de titres liés à la mise en œuvre de la politique monétaire de l'Eurosystème, après la poursuite du remboursement des

avoirs au titre de l'APP et du PEPP en l'absence de réinvestissements. Cela a ramené le montant de la liquidité fournie par ces portefeuilles à 3 608 milliards d'euros au cours de la période sous revue.

Graphique B

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

(milliards de milliards d'euros)



Source : BCE.

Note : Les dernières observations se rapportent à la deuxième période de constitution de 2026.

Le montant moyen de la liquidité fournie par le biais d'opérations de crédit est demeuré stable à 24 milliards au cours de la période sous revue. L'encours moyen des opérations principales de refinancement (MRO) et celui des opérations de refinancement à plus long terme d'une durée de trois mois (LTRO) sont restés inchangés à 13 milliards et 11 milliards d'euros, respectivement. La participation à ces opérations régulières reste limitée, reflétant la situation de liquidité confortable des banques et la bonne disponibilité d'autres sources de financement de marché. Toutefois, le nombre de banques qui testent la viabilité de leur participation a augmenté en 2026, ce qui indique qu'elles renforcent leur niveau de préparation opérationnelle pour accéder à ces opérations, le bilan de l'Eurosystème continuant de se contracter.

Excédent de liquidité

Au cours de la période sous revue, l'excédent de liquidité a diminué de 112 milliards d'euros, pour s'établir à 2 358 milliards (graphique B). L'excédent de liquidité correspond à la somme de l'excédent de réserves que les banques détiennent sur leurs comptes courants par rapport aux réserves obligatoires et de leur recours à la facilité de dépôt, déduction faite de leur recours à la facilité de prêt marginal. Il reflète la différence entre la liquidité totale fournie au système bancaire via les instruments de politique monétaire et la liquidité dont les banques ont besoin pour remplir leurs obligations en matière de constitution de réserves. Depuis le point haut à 4 748 milliards d'euros atteint en novembre 2022, l'excédent de liquidité s'est inscrit en baisse constante.

Évolutions des taux d'intérêt

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

Le taux moyen à court terme de l'euro (€STR) a très légèrement augmenté au cours de la période sous revue, ce qui s'est traduit par un écart légèrement moins négatif par rapport au taux de la facilité de dépôt. En moyenne, l'€STR s'est établi 6,8 points de base au-dessous du taux de la facilité de dépôt, après 7,0 points de base aux septième et huitième périodes de constitution de 2025.

Le taux *repo* moyen de l'euro, mesuré par l'indice RepoFunds Rate Euro, est resté plus proche du taux de la facilité de dépôt que de l'€STR au cours de la période sous revue. En moyenne, le taux *repo* a dépassé le taux de la facilité de dépôt de 0,7 point de base, soit légèrement plus qu'au cours de la précédente période sous revue.

Tableau A

Conditions de la liquidité dans l'Eurosystème

(moyennes ; milliards d'euros)

	Période sous revue actuelle : 11 février 2026 – 5 mai 2026						Période sous revue précédente : 5 novembre 2025 – 10 février 2026	
	Première et deuxième périodes de constitution		Première période de constitution : 11 février – 24 mars 2026.		Deuxième période de constitution : 25 mars – 5 mai 2026.		Septième et huitième périodes de constitution	
Facteurs d'apport de liquidité								
Facteurs autonomes	740	(+35)	746	(+23)	735	(-11)	705	(-8)
– Avoirs extérieurs nets	371	(+8)	369	(+4)	374	(+5)	364	(+8)
– Avoirs nets libellés en euros	369	(+28)	377	(+19)	361	(-16)	341	(-16)
Opérations de politique monétaire	3 632	(-145)	3 671	(-86)	3 592	(-79)	3 776	(-125)
– MRO	13	(-0)	11	(-4)	14	(+4)	13	(+4)
– LTRO	11	(+0)	11	(-1)	12	(+1)	11	(-1)
– Portefeuilles d'achats fermes de titres	3 608	(-144)	3 650	(-81)	3 566	(-84)	3 752	(-128)
– Autre apport de liquidité	0	(+0)	0	(+0)	0	(+0)	0	(+0)
Facteurs de retrait de liquidité								
Facteurs autonomes	1 842	(-0)	1 844	(-9)	1 840	(-4)	1 842	(+9)
– Billets en circulation	1 612	(+5)	1 607	(-8)	1 616	(+9)	1 607	(+15)
– Dépôts des administrations publiques	104	(+2)	105	(+3)	103	(-3)	102	(-9)
– Autres facteurs autonomes (nets)	126	(-8)	132	(-4)	121	(-11)	134	(+2)
Opérations de politique monétaire								
– Autre absorption de liquidité	0	(+0)	0	(+0)	0	(+0)	0	(+0)
Liquidité et facilités permanentes								
– Comptes courants des établissements de crédit	177	(+3)	176	(+1)	178	(+2)	174	(+0)
– Réserves obligatoires ¹⁾	172	(+3)	171	(+2)	172	(+0)	169	(+1)
– Facilité de prêt marginal	0	(-0)	0	(-0)	0	(+0)	0	(+0)
– Facilité de dépôt	2 353	(-112)	2 397	(-56)	2 308	(-89)	2 465	(-143)
– Excédent de liquidité ²⁾	2 358	(-112)	2 402	(-56)	2 315	(-87)	2 470	(-143)
Autres informations fondées sur la liquidité								
– Besoin global de financement ³⁾	1 273	(-33)	1 269	(-30)	1 277	(+8)	1 306	(+18)
– Solde des facteurs autonomes ⁴⁾	1 102	(-35)	1 098	(-32)	1 105	(+7)	1 137	(+17)

Source : BCE.

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

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

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

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

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

Tableau B

Évolution des taux d'intérêt

(moyennes ; pourcentages et points de pourcentage)

	Période sous revue actuelle : 11 février – 5 mai 2026				Période sous revue précédente : 5 novembre 2025 – 10 février 2026			
	Première période de constitution : 11 février – 24 mars 2026.		Deuxième période de constitution : 25 mars – 5 mai 2026.		Septième période de constitution : 5 novembre – 22 décembre 2025		Huitième période de constitution : 23 décembre 2025 – 10 février 2026	
MRO	2,15	(+0,00)	2,15	(+0,00)	2,15	(+0,00)	2,15	(+0,00)
Facilité de prêt marginal	2,40	(+0,00)	2,40	(+0,00)	2,40	(+0,00)	2,40	(+0,00)
Facilité de dépôt	2,00	(+0,00)	2,00	(+0,00)	2,00	(+0,00)	2,00	(+0,00)
€STR	1,93	(+0,00)	1,93	(-0,00)	1,93	(+0,00)	1,93	(+0,00)
RepoFunds Rate Euro	2,01	(+0,01)	2,01	(-0,00)	2,00	(+0,01)	2,00	(-0,00)

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

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

La réduction du solde du compte des transactions courantes de la zone euro en 2025

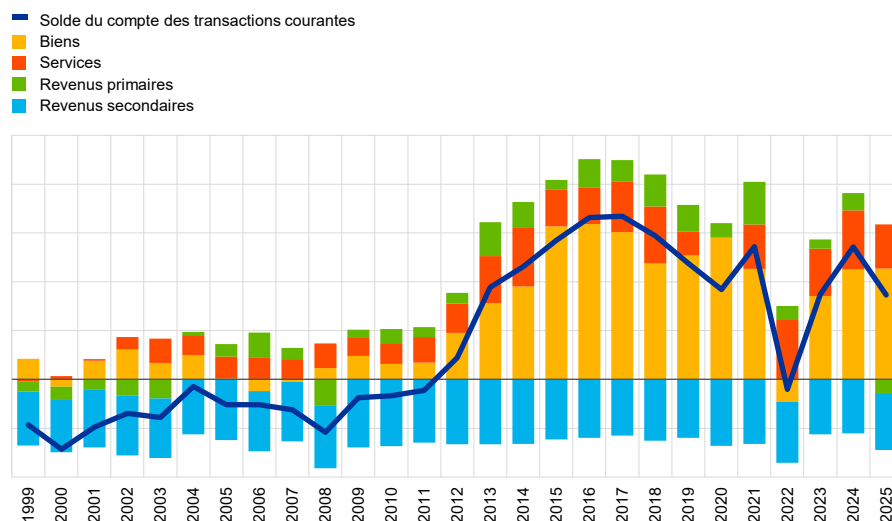
Lorenz Emter, Michael Fidora, Fausto Pastoris et Martin Schmitz

L'excédent du compte des transactions courantes de la zone euro s'est nettement réduit en 2025 sous l'effet des droits de douane américains, des activités des entreprises multinationales américaines, des transformations structurelles du commerce mondial de biens et de la hausse des investissements numériques et des investissements liés à l'intelligence artificielle (IA). L'excédent est revenu à 1,7 % du PIB en 2025, après 2,7 % en 2024 (graphique A). Si l'on exclut la période 2022-2023, qui a été marquée par le choc énergétique à la suite de l'invasion à grande échelle de l'Ukraine par la Russie, il s'agit de l'excédent le plus bas depuis 2012, lorsque le solde du compte des transactions courantes de la zone euro est passé d'un déficit à un excédent à la suite de la crise de la dette souveraine ¹. Le présent encadré examine les principaux déterminants de la réduction de l'excédent du compte des transactions courantes de la zone euro en 2025.

Graphique A

Solde et composantes du compte des transactions courantes de la zone euro

(en pourcentage du PIB)



Source : BCE.

La baisse de l'excédent du compte des transactions courantes de la zone euro en 2025 résulte principalement des évolutions des échanges de services et des flux de revenus, plutôt que des échanges de biens. L'excédent au titre des biens a légèrement augmenté, de 2,2 % du PIB en 2024 à 2,3 % en 2025. La baisse de l'excédent du compte des transactions courantes a donc été largement imputable à des modifications des composantes hors biens, en particulier au passage du solde

¹ Cf. Emter *et al.* (2023).

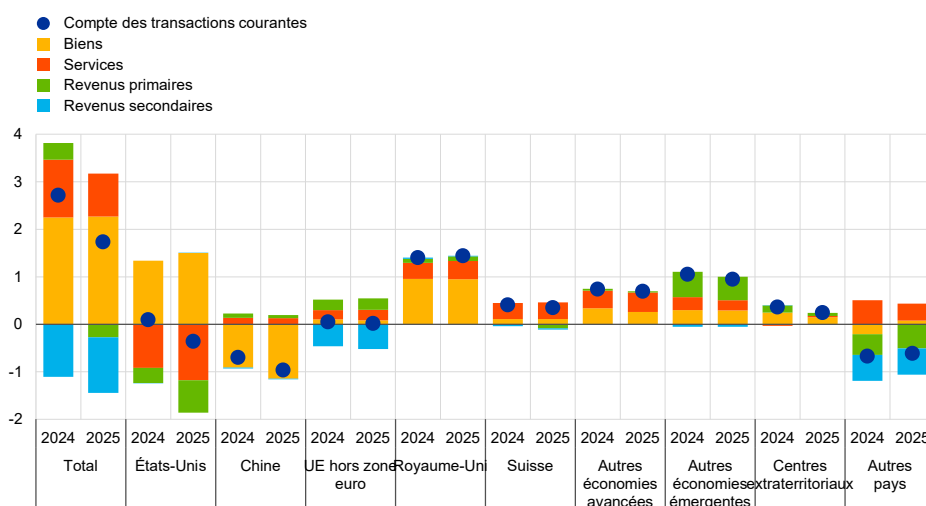
du revenu primaire d'un excédent de 0,4 % du PIB à un déficit de 0,3 % et à la diminution de l'excédent au titre des services de 1,2 % du PIB à 0,9 %.

La baisse de l'excédent du compte des transactions courantes de la zone euro en 2025 a principalement résulté des évolutions vis-à-vis des États-Unis et de la Chine (graphique B). Le solde bilatéral du compte des transactions courantes avec les États-Unis a fortement évolué, passant d'un excédent de 0,1 % du PIB en 2024 à un déficit de 0,4 % en 2025, malgré un excédent plus important pour les biens, reflétant de plus grands déficits de la zone euro au titre des services et du revenu primaire. Le déficit du compte des transactions courantes de la zone euro vis-à-vis de la Chine s'est creusé, passant de 0,7 % du PIB en 2024 à 1,0 % en 2025, en ligne avec une augmentation du déficit au titre des biens.

Graphique B

Solde du compte des transactions courantes de la zone euro : ventilation géographique

(en pourcentage du PIB)



Source : BCE.

Notes : « UE hors zone euro » comprend les États membres de l'UE n'appartenant pas à la zone euro et les institutions et organes de l'UE considérés comme n'appartenant pas à la zone euro, tels que la Commission européenne et la Banque européenne d'investissement. Les « autres économies avancées » incluent l'Australie, le Canada, le Japon, la Norvège et la Corée du Sud. Les « autres économies émergentes » incluent l'Argentine, le Brésil, l'Inde, l'Indonésie, le Mexique, la Russie, l'Arabie Saoudite, l'Afrique du Sud et la Turquie. « Autres pays » recouvre tous les pays non inclus par ailleurs dans le graphique ainsi que les transactions non allouées.

Le passage d'un excédent à un déficit du compte des transactions courantes de la zone euro vis-à-vis des États-Unis en 2025 est lié aux activités des entreprises multinationales américaines, dont les filiales dans la zone euro ont soutenu des exportations nettes de biens plus importantes, mais ont généré des déficits accrus au titre des services et des revenus. L'augmentation de l'excédent au titre des échanges de biens avec les États-Unis a principalement résulté des exportations de produits pharmaceutiques (graphique C), dont une part importante est liée aux filiales d'entreprises multinationales américaines résidant dans la zone euro, en particulier en Irlande ². À noter qu'une partie de la croissance des exportations a également reflété les accords de sous-traitance pour la

² Cf. Emter *et al.* (2025).

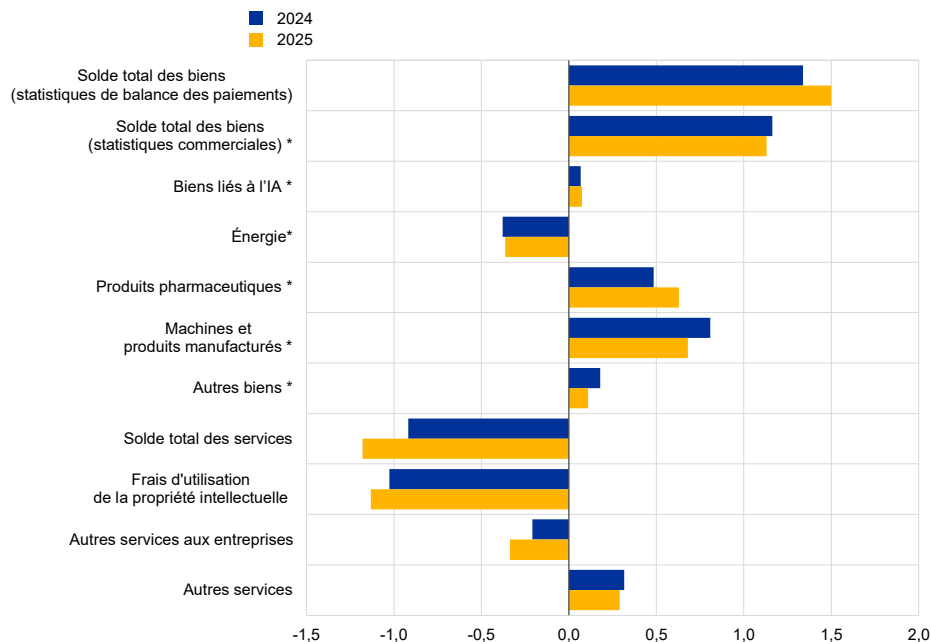
production de biens manufacturés, en vertu desquels ces biens sont enregistrés comme des exportations de la zone euro dans les statistiques de balance des paiements, même s'ils ne sont pas produits physiquement dans la zone euro, conformément aux normes statistiques internationales. Les structures de production des filiales de la zone euro des multinationales américaines – dans le secteur pharmaceutique comme dans le secteur technologique – dépendent souvent de la propriété intellectuelle détenue par les sociétés mères américaines. Les frais correspondants sont enregistrés comme des importations de services de la zone euro en provenance des États-Unis, tandis que les bénéfices générés par les filiales détenues par les États-Unis contribuent aux paiements au titre des revenus primaires (investissements directs étrangers). Les estimations d'après Emter *et al.* (2025) suggèrent que près de 40 % de l'excédent de la zone euro au titre des biens vis-à-vis des États-Unis en 2025 concernaient des échanges effectués par des filiales de multinationales américaines dans la zone euro, alors que ces filiales représentaient environ 90 % du déficit de la zone euro au titre des échanges de services. En effet, l'Irlande, qui détient une part élevée de l'activité des entreprises multinationales américaines, a contribué à hauteur de 0,3 point de pourcentage du PIB à la diminution de l'excédent de la zone euro entre 2024 et 2025, ses déficits au titre des services et du revenu primaire hors zone euro s'étant plus creusés que son excédent au titre des biens. Dans le même temps, les exportations de machines et de produits manufacturés de la zone euro vers les États-Unis ont diminué en 2025, reflétant en partie l'impact des droits de douane américains annoncés en avril 2025 ³. Globalement, ces évolutions montrent que l'impact des droits de douane et des modifications de la politique commerciale sur le compte des transactions courantes de la zone euro ne peut être évalué à partir des seuls échanges de biens, en particulier lorsque les échanges sont déterminés par les chaînes d'approvisionnement et les dispositifs de propriété intellectuelle des entreprises multinationales.

³ Cf. Schaefer *et al.* (2026).

Graphique C

Soldes commerciaux de la zone euro vis-à-vis des États-Unis

(en pourcentage du PIB)



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

Notes : Les séries de données marquées d'un astérisque (*) se rapportent aux statistiques du commerce international, tandis que les autres séries se rapportent aux statistiques de balance des paiements. La décomposition du solde des échanges de biens par catégorie de produits est basée sur la Classification type pour le commerce international, révision 3. Les « biens liés à l'IA » reflètent un panier de biens liés à la construction et à l'exploitation d'infrastructures de centres de données d'IA et sont estimés par les services de la BCE à l'aide des données COMEXT d'Eurostat classées selon la nomenclature combinée au niveau à huit chiffres (CN8), selon la méthodologie exposée dans Waugh (2026).

Le deuxième facteur majeur à l'origine de la baisse de l'excédent du compte des transactions courantes de la zone euro est lié à la concurrence croissante de la Chine. L'augmentation du déficit du compte des transactions courantes de la zone euro vis-à-vis de la Chine s'explique principalement par un déficit commercial plus important pour les machines et les produits manufacturés (graphique D). Cette augmentation est cohérente avec la position favorable de la Chine dans les chaînes d'approvisionnement mondiales, les surcapacités dans un contexte de faible demande intérieure et les politiques industrielles non fondées sur le marché ⁴. Ces facteurs ont pesé sur les prix à la production chinois, accroissant ainsi la compétitivité de la Chine sur les marchés européens, avec des volumes d'importations en hausse de près de 10 % en 2025. Les pressions concurrentielles croissantes, y compris de la part des politiques structurelles chinoises favorisant l'autonomie, en particulier dans les secteurs de moyenne et haute technologie, ont également pesé sur la compétitivité des exportations de la zone euro vers la Chine, qui ont diminué de 0,3 point de pourcentage du PIB de la zone euro, et vers les marchés tiers, où la zone euro perd de plus en plus de parts de marché à l'exportation au profit des entreprises chinoises, en particulier dans les secteurs de moyenne technologie ⁵.

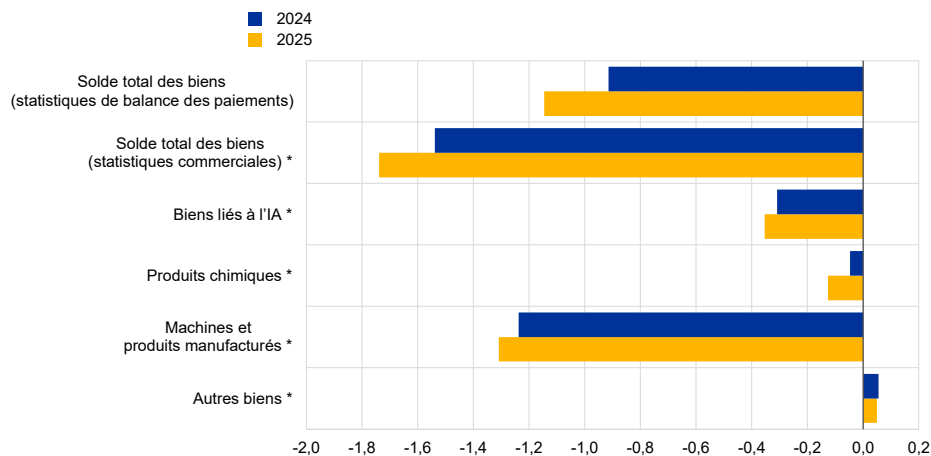
⁴ Cf. Amicucci *et al.* (2026).

⁵ Cf. Al-Haschimi *et al.* (2025).

Graphique D

Solde des échanges de biens de la zone euro vis-à-vis de la Chine

(en pourcentage du PIB)



Sources : BCE, Eurostat et calculs de la BCE.

Note : Cf. les notes du graphique C.

Les échanges de biens liés à l'IA ont eu un impact relativement limité sur le solde des biens de la zone euro, tandis qu'il est probable que l'adoption accrue de solutions liées à l'IA par les clients de la zone euro ait contribué à l'augmentation des importations de services de la zone euro. La zone euro est

importatrice nette de biens nécessaires à la production et au fonctionnement des infrastructures de centres de données d'IA, le déficit de ces produits passant de 0,2 % du PIB en 2024 à près de 0,3 % en 2025, en partie en raison d'importations plus importantes en provenance de Chine (graphique D) ⁶. Les biens liés à l'IA représentaient environ 13 % des importations de biens de la zone euro et environ 9 % des exportations en 2025, l'importance de ces produits augmentant progressivement ces dernières années ⁷. L'adoption de l'IA affecte également le compte des transactions courantes via les importations de services numériques, en particulier en provenance des États-Unis, le déploiement des systèmes d'IA nécessitant également des logiciels, des capacités de calcul en nuage, le traitement des données, l'accès aux modèles et la propriété intellectuelle. Les déficits croissants vis-à-vis des États-Unis en matière de frais d'utilisation de la propriété intellectuelle et d'autres services aux entreprises sont cohérents avec l'augmentation des paiements au titre des services numériques générateurs d'IA ⁸. La Chine et Taïwan, en revanche, sont des fournisseurs essentiels de matériel lié à l'IA.

Du point de vue de l'épargne et de l'investissement, la réduction du solde extérieur de la zone euro reflète une baisse de la capacité nette de financement des sociétés non financières cohérente avec la hausse des besoins en investissement domestiques (graphique E). L'épargne brute des entreprises est revenue de 12,3 % du PIB en 2024 à 11,7 % en 2025, tandis que la

⁶ Les biens liés à l'IA sont identifiés selon Waugh (2026).

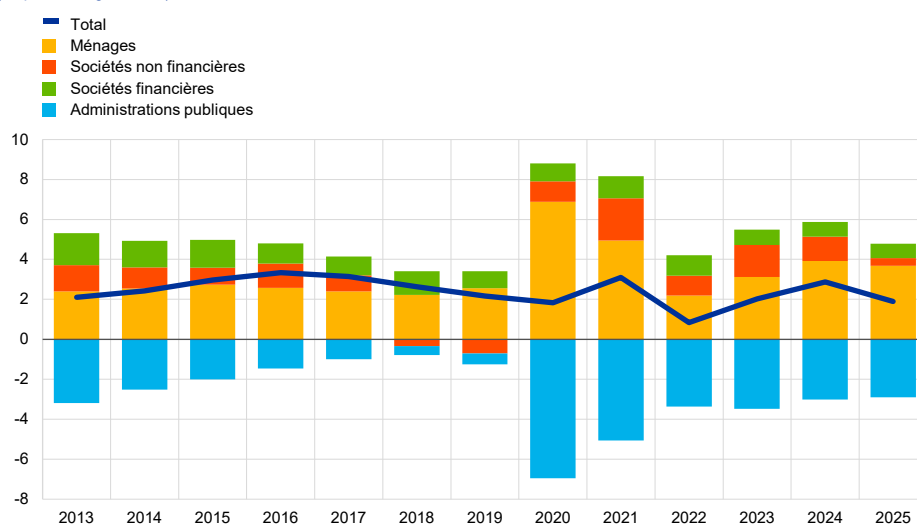
⁷ Waugh (2026) estime que les biens liés à l'IA représentaient 23 % du total des importations de biens aux États-Unis en 2025, tandis que Rice et Scally (2026) estiment que les biens liés à l'IA représentaient 13 % du total des importations de biens en Irlande en 2025.

⁸ Cf. Lane (2026).

formation brute de capital des entreprises est passée de 12,0 % à 12,3 %. Cela a réduit la capacité nette de financement du secteur des entreprises ⁹. Cela indique en partie une plus grande mobilisation de l'épargne de la zone euro en faveur de l'investissement intérieur. Avec l'accélération de l'investissement numérique dans la zone euro en 2025, l'investissement lié à l'IA devrait faire partie de cette évolution ¹⁰. Certaines dépenses liées à l'IA des entreprises de la zone euro sont enregistrées en tant qu'investissement domestique, ce qui accroît la formation brute de capital et réduit la capacité nette de financement. D'autres paiements, tels que les frais récurrents pour l'accès aux modèles, l'informatique en nuage et les licences logicielles, peuvent plutôt être traités comme des consommations intermédiaires, réduisant à la fois les bénéfices des entreprises et leur épargne.

Graphique E Prêts/emprunts nets de la zone euro

(en pourcentage du PIB)



Sources : BCE et Eurostat.

Note : « Ménages » inclut les institutions sans but lucratif au service des ménages

L'excédent du compte des transactions courantes de la zone euro devrait rester inférieur à son niveau de 2024 à moyen terme. Les projections macroéconomiques de juin 2026 établies par les services de l'Eurosystème pour la zone euro font état d'une nouvelle baisse de l'excédent, qui reviendrait à 1,3 % du PIB environ en 2026, dans le sillage de la hausse des prix à l'importation de l'énergie résultant de la guerre au Moyen-Orient, suivie d'une reprise à 1,5 % environ d'ici 2028. Des besoins en investissement continus, y compris, par exemple, ceux liés à la numérisation, à l'IA, à la défense et à la transition énergétique, devraient peser sur le solde extérieur. L'incertitude relative à la politique commerciale, y compris en lien avec les droits de douane américains, et les pressions concurrentielles persistantes de la Chine devraient également rester des

⁹ En dépit d'une formation brute de capital supérieure à l'épargne brute en 2025, les sociétés non financières de la zone euro sont demeurées prêteuses nettes en 2025 en raison de transferts nets en capital de 0,9 % du PIB et de cessions nettes d'actifs non financiers non produits de 0,1 % du PIB.

¹⁰ Cf. Andersson *et al.* (2026).

facteurs de ralentissement importants pour le compte des transactions courantes de la zone euro.

Bibliographie

Al-Haschimi (A.), Dvořáková (N.), Le Roux (J.), et Spital (T.) (2025), « [L'excédent commercial croissant de la Chine : pourquoi les exportations augmentent alors que les importations stagnent](#) », *Bulletin économique*, n° 7, BCE.

Amicucci (A.), Gnocato (N.), Gunnella (V.), Lindemann (C.), Merendino (A.) et Montes-Galdón (C.) (2026), « [L'impact de l'essor industriel de la Chine sur la zone euro](#) », *Bulletin économique*, n° 3, BCE.

Andersson (M.), Colombo (S.), Jarvis (V.) et Morris (R.) (2026), « [De la brique au clic : une évaluation de l'investissement dans le numérique en zone euro](#) », *Bulletin économique*, n° 2, BCE.

Emter (L.), Fidora (M.), Pastoris (F.) et Schmitz (M.) (2023), « [Le solde du compte des transactions courantes de la zone euro après la pandémie et le choc énergétique](#) », *Bulletin économique*, n° 6, BCE.

Emter (L.), Fidora (M.), Pastoris (F.), Schmitz (M.) et Schuler (T.) (2025), « [Les politiques commerciales des États-Unis et l'activité des entreprises multinationales américaines dans la zone euro](#) », *Bulletin économique*, n° 4, BCE.

Lane (P.R.) (2026), « [AI and the euro area economy](#) », discours liminaire prononcé lors de la conférence internationale BCE-SAFE-RCEA sur l'interface climat-macrofinance (3CMFI), *Banque centrale européenne*, Francfort, 23 mars.

Rice (J.) et Scally (J.) (2026), « [AI-related imports, modified investment and the data centre build-out](#) », *Quarterly Bulletin*, n° 2, Banque centrale d'Irlande.

Schaefer (S.), Gerland (L.) et Tirpák (M.) (2026), « [Qui supporte les coûts de la hausse des droits de douane américains ?](#) », *Bulletin économique*, n° 2, BCE.

Waugh, (M.E.) (2026), « [Trade in AI-Related Products](#) », *NBER Working Paper*, n° 35053, avril.

Article

1 Cinq ans d'enquête de la BCE auprès des analystes monétaires : évolution et enseignements

Felix Hammermann et Martin Strukat

1 Introduction

L'enquête de la Banque centrale européenne (BCE) auprès des analystes monétaires (*Survey of Monetary Analysts, SMA*) constitue un ensemble d'informations précieux pour suivre les anticipations des intervenants des marchés financiers concernant la politique monétaire et les perspectives macroéconomiques dans la zone euro. Lancée à titre pilote en avril 2019 et mise en place de manière pleinement opérationnelle en juin 2021, l'enquête SMA est menée avant chaque réunion de politique monétaire du Conseil des gouverneurs. Elle fournit des informations structurées sur les opinions d'un panel représentatif d'institutions des marchés financiers ¹.

Au cours des cinq dernières années, l'enquête SMA a aidé la BCE à comprendre comment les intervenants de marché interprètent les évolutions macroéconomiques, financières et géopolitiques. Les informations tirées de l'enquête SMA se sont révélées particulièrement précieuses durant la forte hausse de l'inflation observée après la pandémie et durant la phase de désinflation qui a suivi. La collecte systématique des prévisions relatives à l'économie, aux taux directeurs de la BCE et au bilan de la BCE sur l'ensemble des horizons, ainsi que les questions sur la probabilité de résultats et les évaluations qualitatives des risques, ont conféré à l'enquête SMA un rôle central dans l'analyse des anticipations permettant d'éclairer l'évaluation régulière de la politique monétaire. Le questionnaire et les résultats agrégés de chaque campagne d'enquête sont publiés sur le [site internet de la BCE](#).

Le présent article dresse un bilan de l'évolution de l'enquête SMA au cours des cinq dernières années et de la manière dont elle est utilisée à la BCE. Premièrement, il documente l'évolution du panel d'enquête et du questionnaire. Deuxièmement, il décrit l'utilisation analytique des informations tirées de l'enquête SMA, à la fois pour l'analyse régulière de l'économie et des politiques et, dans une perspective plus structurelle, pour améliorer la compréhension de la formation des anticipations. Troisièmement, il évalue la performance prédictive, le désaccord entre les participants et la dispersion des anticipations relatives aux variables macroéconomiques clés.

¹ Pour une description de la conception et de la gouvernance de l'enquête SMA et de la première expérience acquise durant la phase pilote, cf. Brand et Hutchinson (2021).

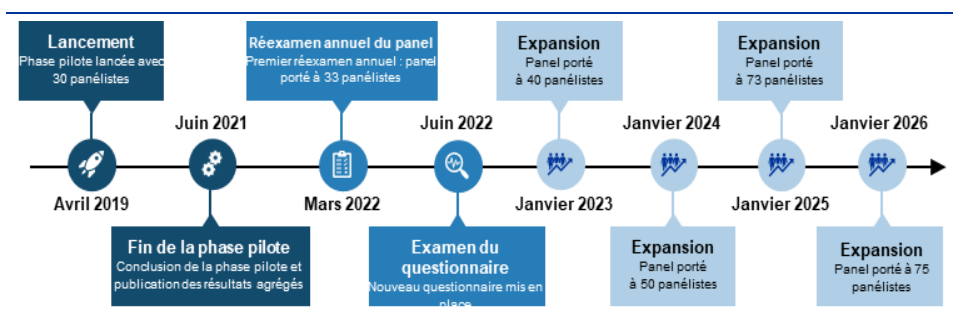
2 Évolution du panel de l'enquête SMA

Le panel de l'enquête SMA est conçu pour rendre compte des anticipations d'un échantillon représentatif d'intervenants sur les marchés financiers.

L'enquête SMA, permet à la BCE un recueil systématique des points de vue des marchés, comme tel est le cas dans les enquêtes menées par d'autres grandes banques centrales, telles que la [Banque du Canada](#), la [Banque d'Angleterre](#) et la [Banque fédérale de réserve de New York](#). En s'appuyant sur le cadre d'enquête initial, les améliorations ultérieures se sont concentrées sur le renforcement de la représentativité, le maintien de l'implication des participants et l'amélioration de la robustesse des informations tirées d'enquêtes. La figure 1 résume les étapes importantes de l'évolution de l'enquête depuis son lancement.

Figure 1

Calendrier de l'enquête SMA



Source : BCE.

Note : Le nouveau panel entrera en fonction en janvier de l'année suivant l'examen du panel.

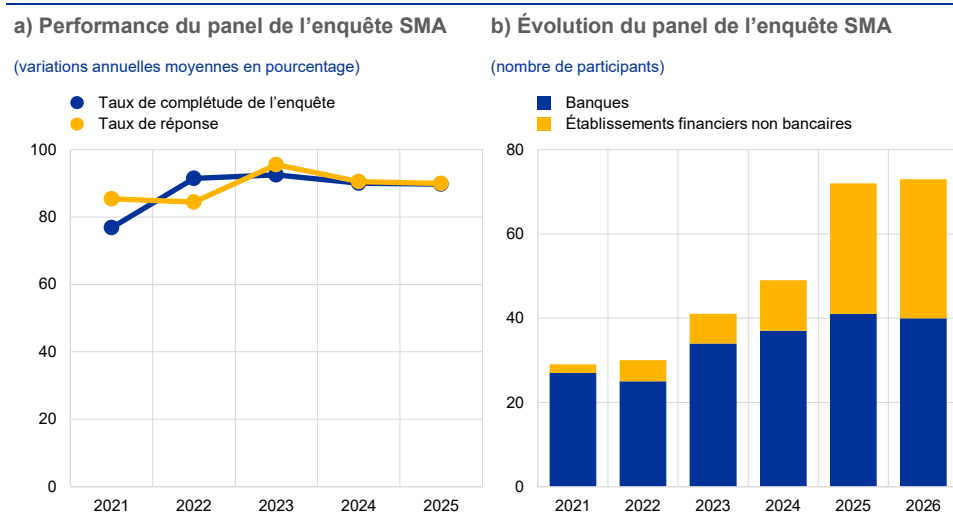
Il est essentiel, pour la conception de l'enquête SMA, de veiller à ce que le panel reste représentatif des opinions des intervenants sur les marchés financiers. En pratique, cela implique de sélectionner un échantillon représentatif d'un large éventail d'institutions financières sur la base de critères établis qui rendent compte de leur importance pour le marché et de leur engagement actif dans les domaines couverts par l'enquête, tout en préservant une continuité suffisante pour permettre une comparabilité entre les campagnes d'enquête.

Le maintien d'une participation élevée et régulière des participants est essentiel à la fiabilité des résultats de l'enquête. En tant que mécanisme de gouvernance de base, le réexamen annuel du panel suit les comportements en matière de participation et de réponse afin de faciliter les ajustements appropriés de la composition du panel. Comme le montre le graphique 1 (partie a), le taux de réponse (part des panélistes qui participent aux différentes campagnes) et le taux de complétude de l'enquête (proportion de questions auxquelles ont répondu les participants) ont constamment atteint des niveaux élevés : ils étaient tous deux de 90 % environ en 2025, contre 85 % et 76 %, respectivement, en 2021 ².

² L'inclusion dans le panel d'enquête n'est pas permanente : les panélistes peuvent quitter le panel ou en être retirés pour diverses raisons, notamment l'absence de réponse, des fusions institutionnelles ou des contraintes de ressources.

La taille du panel contribue à la robustesse statistique et à la valeur analytique de l'enquête. Le nombre de panélistes est passé de 30 en 2021 à 75 en 2026 (graphique 1, partie b). À mesure que le panel s'élargit, l'influence relative des réponses individuelles diminue, améliorant l'exactitude des statistiques agrégées. Un échantillon plus large améliore également l'analyse de l'hétérogénéité transversale, y compris les désaccords entre les participants et les différences entre les différentes catégories d'institutions.

Graphique 1
Performance et évolution du panel de l'enquête SMA



Sources : Enquête SMA et calculs de la BCE.

Notes : Partie a) : Le taux de réponse correspond à la part des participants invités à répondre à une campagne d'enquête donnée, tandis que le taux de complétude correspond à la proportion de questions auxquelles les participants ont répondu. Le taux de réponse et le taux de complétude sont calculés de manière rétrospective pour chaque année en établissant d'abord une moyenne entre les participants à chaque campagne d'enquête, puis entre les campagnes. Partie b) : L'examen annuel des panels a lieu entre septembre et décembre, la nouvelle composition des panels prenant effet à compter du mois de janvier de l'année suivante.

La composition du panel a été progressivement élargie afin de mieux refléter la diversité des intervenants des marchés financiers. Si les banques ont constitué le cœur du panel initial, l'élargissement de la participation a renforcé la représentativité. La couverture plus large des institutions financières non bancaires – telles que les gestionnaires d'actifs (y compris ceux qui font partie de banques), les sociétés d'assurance, les fonds de pension et les *hedge funds* – offre un échantillon plus équilibré de perspectives de marché. Ces institutions, qui jouent également un rôle central dans la transmission de la politique monétaire dans la zone euro, représentent désormais 47 % des panélistes, tandis que les banques en représentent 53 %.

Le questionnaire a été affiné afin d'assurer une plus grande clarté et une plus grande cohérence des réponses. Une révision complète en juin 2022 a rationalisé la formulation des questions et simplifié la mise en page visuelle, réduisant l'ambiguïté et la charge pesant sur les participants tout en préservant la structure globale de l'enquête. L'un des principaux avantages, pour la BCE, de mener sa propre enquête auprès des analystes de marché est que les questions sont formulées dans une perspective de politique monétaire.

Ces évolutions ont renforcé le rôle de l'enquête SMA en tant que source fiable d'informations sur les anticipations des marchés financiers et lui ont permis de fournir des informations qui complètent des enquêtes similaires menées par des fournisseurs de données privés (encadré 1). Les sondages privés fournissent des instantanés rapides et flexibles des opinions de marché à court terme d'un large éventail de participants, tandis que l'enquête SMA fournit des informations systématiques et complètes fondées sur un panel représentatif d'institutions qui sont essentielles à la transmission de la politique monétaire de la BCE.

Encadré 1

L'enquête SMA et les sondages auprès des fournisseurs de données privés : comparaison de la composition des panels et de la conception des enquêtes

Martin Strukat

L'enquête SMA et les sondages des fournisseurs de données privés jouent des rôles complémentaires mais distincts sur le plan méthodologique dans la collecte d'informations sur les anticipations du secteur financier concernant la politique monétaire et les évolutions macroéconomiques. Tant Bloomberg que Thomson Reuters mènent régulièrement des sondages auprès des intervenants de marché avant les réunions de politique monétaire du Conseil des gouverneurs, et leurs résultats sont largement utilisés à des fins d'analyse et d'évaluation comparative. Si l'enquête SMA et les sondages privés partagent l'objectif d'évaluer le sentiment et les anticipations des intervenants de marché, ils diffèrent sur trois points importants : le calendrier de collecte des données, la portée du questionnaire et la composition du panel.

S'agissant du calendrier, l'enquête SMA suit un calendrier fixe aligné sur les réunions de politique monétaire du Conseil des gouverneurs, la période de réponse se terminant deux semaines avant chaque réunion et les résultats étant publiés le lundi suivant la réunion. En revanche, les sondages privés sont généralement effectués une semaine avant la réunion et les résultats sont publiés la même semaine.

En termes de portée, le questionnaire de l'enquête SMA se distingue par son étendue, sa standardisation et sa conception analytique à long terme, couvrant les instruments de politique monétaire, les conditions financières et les perspectives macroéconomiques dans un cadre homogène et cohérent. Les questions sont formulées de manière à garantir la cohérence et la comparabilité entre les campagnes d'enquête et à permettre ainsi le suivi de la dynamique des anticipations au fil du temps. Par conséquent, les données de l'enquête SMA facilitent l'étude de l'interaction entre les anticipations macroéconomiques individuelles et les anticipations relatives à la politique monétaire. Les sondages privés ne contiennent généralement qu'une question sur les anticipations relatives aux taux directeurs, laquelle est complétée par des questions *ad hoc* sur les sujets d'actualité et les évolutions.

La composition du panel de l'enquête SMA est spécifiquement conçue pour rendre compte des opinions des institutions financières actives dans la zone euro, avec une part plus élevée d'institutions financières non bancaires qu'aucun des sondages privés (graphique A, partie a). Les banques constituent le groupe le plus important de participants aux trois enquêtes. Toutefois, dans les sondages Bloomberg et Thomson Reuters, les institutions financières non bancaires ne représentent en moyenne que 16 % et 13 % des participants, respectivement, contre 47 % dans

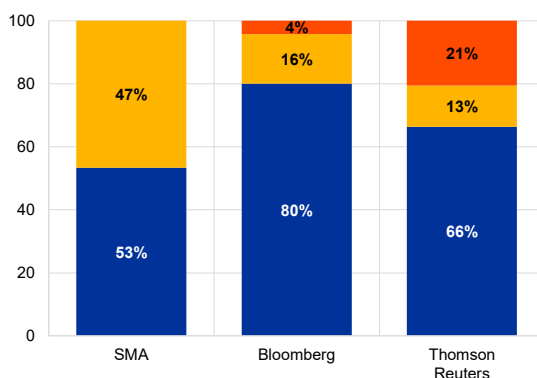
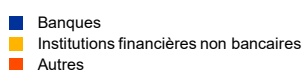
l'enquête SMA. Contrairement à l'enquête SMA, les deux sondages privés incluent également des courtiers et des institutions de recherche ou de conseil dans la catégorie « Autres ». S'agissant de la couverture géographique, le panel de l'enquête SMA est davantage concentré sur les institutions ayant leur siège social dans la zone euro et en Europe, complété par une sélection représentative d'institutions financières mondiales (graphique A, partie b). Cette composition reflète l'accent mis délibérément par l'enquête SMA sur les établissements qui sont les plus directement exposés à la politique monétaire de la zone euro et qui la connaissent le mieux.

Graphique A

Composition des panels par type et zone géographique

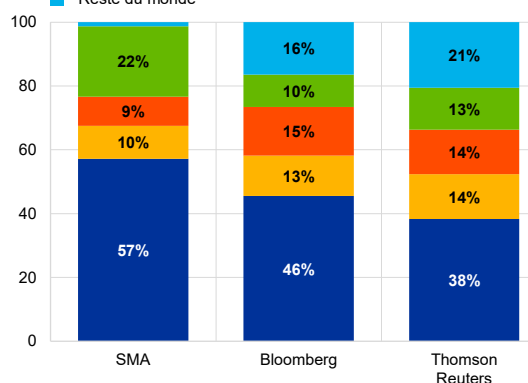
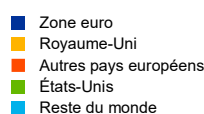
a) Composition des panels par catégorie

(en pourcentages)



b) Composition des panels par zone géographique

(en pourcentages)



Sources : Bloomberg, Thomson Reuters Datastream et calculs de la BCE.

Notes : Les colonnes de Bloomberg et Thomson Reuters reflètent la composition moyenne en 2025. Partie a) : « Autres » désigne les institutions de recherche et les conseillers ou consultants économiques. Partie b) : « Autres pays européens » comprend la République tchèque, le Danemark, la Suède, le Liechtenstein, la Norvège et la Suisse.

3 Ce que l'enquête SMA révèle au sujet des anticipations de politique monétaire

L'enquête SMA rassemble les perspectives des marchés pour étayer l'analyse de la politique monétaire, en cherchant notamment à comprendre la formation des anticipations.

Le point de vue des intervenants de marché est important, car leurs anticipations jouent un rôle essentiel dans la transmission de la politique monétaire. L'enquête SMA a deux objectifs principaux. Premièrement, elle fournit une indication sur l'opinion d'un échantillon représentatif d'intervenants des marchés financiers en ce qui concerne l'économie et les perspectives de politique monétaire, indication qui sert ensuite à éclairer les travaux analytiques menés dans le cadre de la préparation des réunions de politique monétaire du Conseil des gouverneurs. L'accent est généralement mis sur la comparaison des résultats avec la précédente campagne d'enquête. Deuxièmement, sur la base de campagnes multiples, l'enquête SMA permet à la BCE d'analyser et d'identifier des schémas récurrents de

l'évaluation par les intervenants de marché des évolutions de l'environnement financier, macroéconomique et de politique monétaire, ainsi que les déterminants des révisions qu'ils apportent à ces évaluations. Cette approche accroît, à un niveau plus structurel, la compréhension des anticipations et le rôle qu'elles jouent dans la transmission de la politique monétaire.

3.1 Enseignements des données de l'enquête SMA sur les anticipations relatives à la politique monétaire

Les données de l'enquête SMA apportent des informations utiles, employées comme données analytiques pour les réunions de politique monétaire du Conseil des gouverneurs.

La première lecture des données SMA disponibles se concentre sur les prévisions médianes relatives aux taux d'intérêt et aux principales variables macroéconomiques. Les données tirées de l'enquête SMA complètent les informations extraites des instruments des marchés financiers et peuvent être utilement recoupées avec les [projections macroéconomiques établies par les services de l'Eurosystème/de la BCE](#). Des variations notables de la médiane par rapport à la précédente campagne d'enquête ont mis en évidence des vues changeantes des intervenants de marché sur les perspectives économiques et de politique monétaire.

De plus, la distribution des anticipations peut apporter des informations importantes au-delà des mouvements de la médiane.

L'enquête SMA de décembre 2025 en est un exemple utile. Si la trajectoire médiane pour le taux de la facilité de dépôt est restée globalement inchangée par rapport à la précédente campagne en octobre 2025, la distribution qui l'entoure s'est resserrée (graphique 2, partie a). L'écart interquartile (entre le 25^e et le 75^e percentiles), qui sert de mesure du désaccord, a chuté vers la médiane à court terme, ce qui indique une réduction significative du désaccord entre les intervenants. La combinaison d'une médiane stable et d'une distribution qui se resserre indique un plus grand consensus sur les anticipations en matière de politique monétaire, ce qui montre comment la mesure de la distribution peut enrichir l'interprétation des statistiques agrégées.

Graphique 2

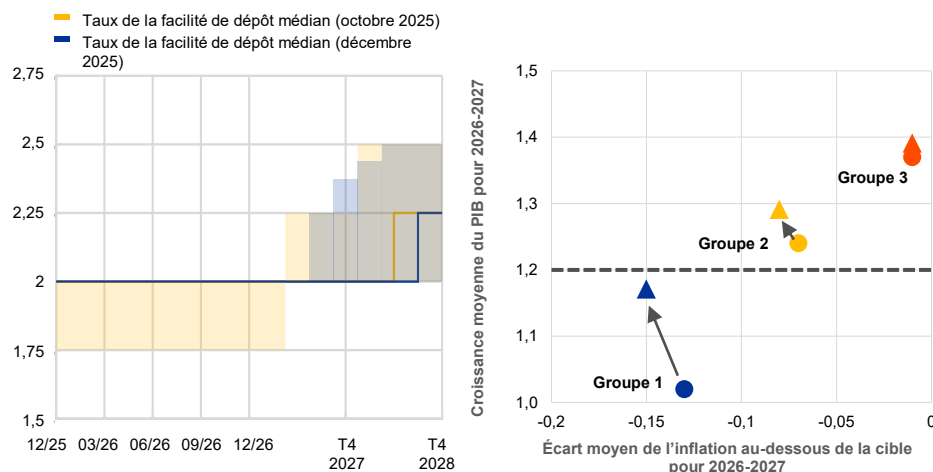
Évolution des anticipations relatives au taux de la facilité de dépôt

a) Anticipations médianes relatives au taux de la facilité de dépôt tirées d'enquêtes SMA consécutives en octobre et décembre 2025

b) Écart attendu de l'inflation par rapport à la cible et croissance attendue du PIB en fonction de l'évolution des anticipations relatives au taux de la facilité de dépôt entre juillet et décembre 2025

(en pourcentages annuels)

(axe des abscisses : points de pourcentage ; axe des ordonnées : pourcentages annuels)



Sources : BCE et calculs de la BCE.

Notes : Partie a) : Les zones ombrées indiquent l'écart interquartile (la zone ombrée bleue représente l'arrondi de décembre et la zone ombrée jaune l'arrondi d'octobre). La trajectoire attendue du taux de la facilité de dépôt est estimée à la fréquence des réunions du Conseil des gouverneurs jusqu'à fin 2026, puis à une fréquence trimestrielle par la suite. Partie b) : Les points et triangles colorés représentent les positions dans les campagnes d'enquête SMA de juillet 2025 et décembre 2025 respectivement, pour trois groupes de participants : ceux qui s'attendent à une baisse du taux de la facilité de dépôt dans les deux campagnes (groupe 1, bleu) ; ceux qui s'attendent à une baisse dans la campagne de juillet 2025 mais pas dans celle de décembre 2025 (groupe 2, jaune) ; et ceux qui ne s'attendent pas à une baisse des taux dans l'une ou l'autre campagne (groupe 3, rouge). La ligne grise en pointillés représente la croissance moyenne à long terme du PIB.

Afin d'obtenir des informations plus approfondies sur les déterminants sous-jacents des anticipations individuelles relatives aux taux d'intérêt, l'enquête SMA de décembre 2025 peut être comparée à celle de juillet 2025.

L'examen de l'évolution des anticipations sur une période plus longue, par exemple à six mois plutôt que par rapport à la campagne d'enquête précédente, peut mettre en évidence des changements dans les opinions des analystes de marché. Bien que les résultats agrégés de l'enquête SMA de décembre 2025 suggèrent un consensus sur la trajectoire du taux de la facilité de dépôt, une analyse détaillée reliant les anticipations relatives aux taux directeurs aux prévisions économiques des différents intervenants a révélé des différences notables entre trois groupes (graphique 2, partie b). Les participants qui continuent à anticiper une baisse du taux de la facilité de dépôt sur l'horizon de prévision (groupe 1, marqueurs bleus) s'attendent à des résultats plus faibles en matière d'inflation et à des perspectives de croissance du PIB modérées, malgré une amélioration nettement plus marquée de leurs perspectives de croissance par rapport aux deux autres groupes. Les participants qui ne s'attendaient pas à des baisses de taux en décembre 2025 mais qui avaient déclaré s'y attendre six mois plus tôt en juillet 2025 (groupe 2, marqueurs jaunes) ont un point de vue intermédiaire : ils ont conservé des perspectives d'inflation légèrement modérées tout en révisant légèrement à la hausse leurs perspectives de croissance. Enfin, les participants qui maintiennent leurs anticipations d'une absence

de nouvelle baisse des taux (groupe 3, marqueurs rouges) s'attendent à une inflation globalement à la cible et à une croissance nettement supérieure à la moyenne de long terme. Dans l'ensemble, les anticipations de ces groupes diffèrent en ce qui concerne les anticipations relatives à l'inflation, à la croissance du PIB et aux taux directeurs, ce qui met en évidence la manière dont l'enquête SMA peut montrer l'hétérogénéité des évaluations macroéconomiques à l'origine de la formation des anticipations relatives à la politique monétaire, même lorsque les indicateurs agrégés suggèrent des perspectives globalement stables.

Le comportement conjoint de l'inflation, de la croissance et des taux directeurs intégré dans les anticipations tirées de l'enquête SMA peut être comparé à des fonctions de réaction de politique monétaire simples, telles que les règles de Taylor, afin d'évaluer si les intervenants de marché forment des anticipations cohérentes avec la politique monétaire systématique. L'encadré 2 propose cette comparaison, en montrant que les anticipations médianes ressortant de l'enquête SMA interagissent dans la direction que suggèrent les règles de politique monétaire classiques – en particulier, les anticipations relatives aux taux directeurs augmentent parallèlement aux anticipations d'inflation. Toutefois, la force de cette relation varie au fil du temps, reflétant l'ampleur et la nature des chocs pris en compte dans les anticipations tirées de l'enquête.

Encadré 2

Ce que les règles de Taylor nous enseignent sur les anticipations de politique monétaire fondées sur l'enquête SMA

Michael Dobrew et Martin Strukat

Les règles de Taylor fournissent un cadre simple et largement utilisé pour résumer les relations stylisées entre taux directeurs et conditions macroéconomiques. Dans leur formulation standard, elles décrivent le niveau du taux directeur comme une fonction de l'écart de l'inflation par rapport à sa cible et de l'activité économique par rapport à son potentiel, modélisant ainsi les principaux arbitrages auxquels les banques centrales sont confrontées (Taylor, 1993). Dans les travaux empiriques, ces règles sont souvent utilisées comme de simples références analytiques pour examiner la manière dont les trajectoires attendues des taux directeurs coïncident avec les conditions macroéconomiques.

La comparaison des anticipations relatives à la politique monétaire estimées à partir des données de l'enquête SMA avec des règles de Taylor calibrées fournit des indications sur la manière dont les participants à l'enquête traduisent leurs prévisions macroéconomiques en anticipations relatives aux taux directeurs. À l'aide d'un cadre de modélisation épaisse (multi-modèles) créé en calibrant une série de règles de Taylor, comme dans Bernardini et Lin (2024), il est possible de déduire un ensemble de trajectoires des taux directeurs ressortant des anticipations macroéconomiques médianes tirées de l'enquête SMA, et de les comparer avec la trajectoire des taux anticipés médians issue de l'enquête SMA³. Comme le montre l'exemple au graphique A (partie a) pour l'enquête SMA d'avril 2024, la trajectoire médiane attendue du taux de la facilité de dépôt peut être

³ L'approche par modélisation épaisse calcule un ensemble de trajectoires de taux d'intérêt implicites selon la règle de Taylor à partir des anticipations médianes de l'enquête SMA relatives à l'inflation core et au chômage, en faisant varier les coefficients de réponse de la règle de Taylor à l'aide d'une large gamme de valeurs considérées comme standard dans la littérature.

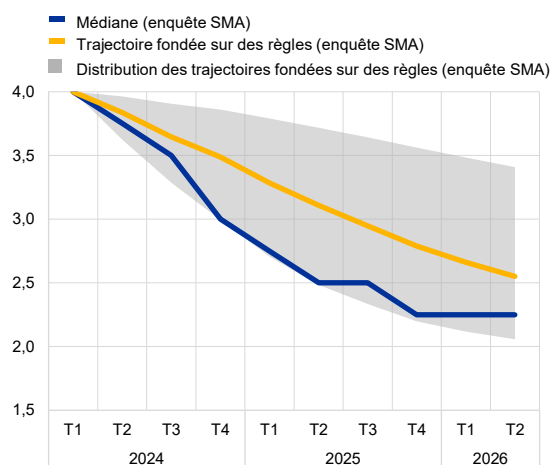
comparée à une série de prédictions fondées sur des règles calibrées à partir des trajectoires médianes attendues de l'inflation et de l'écart d'activité ou de chômage. Cette comparaison permet de comprendre simplement la manière dont les anticipations sont formées : lorsque les deux sont étroitement alignées, les anticipations sont globalement cohérentes avec une fonction de réaction stylisée, semblable à une règle ; lorsqu'elles divergent, les anticipations sont susceptibles de refléter des considérations supplémentaires – telles que les évaluations des risques, les points de vue sur les perspectives en matière de politique monétaire ou l'interprétation de la communication de banque centrale – au-delà de ce qui peut être représenté par une règle simple.

Graphique A

Trajectoire des taux directeurs fondée sur des règles de Taylor pour avril 2024 et écart des anticipations tirées de l'enquête SMA par rapport au taux directeur contemporain fondé sur ces règles au fil du temps

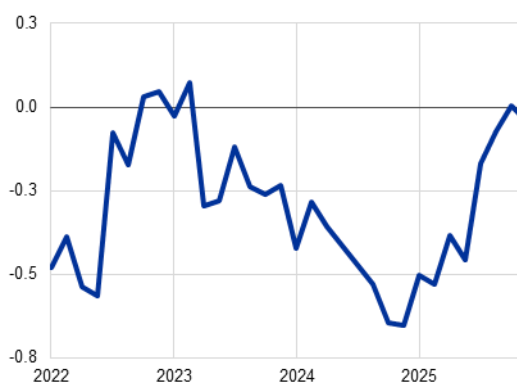
a) Trajectoire des taux fondée sur des règles pour avril 2024

(en pourcentages annuels)



b) Écart de la médiane de l'enquête SMA par rapport au taux fondé sur des règles

(en points de pourcentage)



Sources : BCE et calculs de la BCE.

Notes : La partie a) présente la fourchette de toutes les règles de Taylor implicites calibrées ainsi que l'anticipation médiane de l'enquête SMA d'avril 2024 sur un horizon de huit trimestres. La partie b) présente l'écart moyen de l'anticipation médiane ressortant de l'enquête SMA par rapport au taux fondé sur des règles sur un horizon de huit trimestres pour chaque campagne d'enquête allant de 2022 à fin 2025.

Dans le passé, les anticipations médianes relatives aux taux directeurs ressortant de l'enquête SMA étaient étroitement alignées sur la règle de Taylor et impliquaient des trajectoires de taux fondées sur les anticipations macroéconomiques médianes ressortant de l'enquête SMA durant la phase de relèvement des taux, mais indiquaient une trajectoire de politique monétaire plus accommodante durant la phase de baisse ultérieure. Pour chaque campagne d'enquête allant de 2022 à fin 2025, le graphique A (partie b) présente l'écart moyen du taux médian attendu de l'enquête SMA par rapport à la trajectoire des taux implicite dans les règles sur un horizon de huit trimestres. Au cours de la phase de resserrement jusqu'en 2023, les anticipations tirées d'enquêtes et celles fondées sur des règles ont évolué globalement de concert, ce qui suggère que dans l'ensemble, les intervenants de marché forment leurs anticipations relatives aux taux directeurs en s'appuyant sur la règle, en cohérence avec l'évolution de l'inflation et de l'activité économique. De fin 2023 à mi-2025, toutefois, le taux directeur médian de l'enquête SMA est tombé au-dessous du taux médian calculé à partir de la règle de Taylor.

Cet écart indique des anticipations d'une baisse des taux directeurs plus rapide que ne le laisseraient supposer les seules perspectives macroéconomiques médianes tirées de l'enquête SMA. À cette période, le processus de désinflation se ralentissait à mesure que l'inflation se rapprochait de la cible de la BCE, tandis que les anticipations d'inflation à des horizons supérieurs à un an s'étaient déplacées temporairement au-dessous de la cible, et que la balance des risques déclarée par les participants à l'enquête SMA était orientée négativement pour l'inflation et la croissance. Ces facteurs ont probablement contribué à ce que les intervenants de marché anticipent une baisse plus prononcée de la trajectoire des taux qu'un simple cadre fondé sur des règles ne le laisserait penser.

Au second semestre 2025 en particulier, les analystes de marché ont de plus en plus évoqué la possibilité d'une « inversion des taux », avançant que les taux directeurs devraient non seulement revenir à des niveaux correspondant au taux à long terme ressortant de l'enquête (environ 2 %), mais aussi revenir temporairement en dessous de ce niveau, avant de finalement remonter à nouveau. Certains analystes voient en ce profil d'évolution l'intégration de baisses de taux à titre d'assurance (*insurance cuts*), reflétant l'assouplissement de précaution en réponse aux risques à la baisse pesant sur l'inflation et la croissance. Ces risques ne se reflètent pas nécessairement dans les prévisions d'inflation et de croissance des analystes et ne sont donc pas pris en compte par la trajectoire implicite des taux de la règle de Taylor.

Dans l'ensemble, les anticipations médianes, macroéconomiques et de politique monétaire ressortant de l'enquête SMA interagissent dans la direction suggérée par les règles habituelles de politique monétaire ; en particulier, les anticipations relatives aux taux directeurs augmentent parallèlement aux anticipations d'inflation. Toutefois, la force de cette relation peut varier au fil du temps, en fonction de l'ampleur et de la nature des chocs intégrés aux anticipations tirées de l'enquête.

Les données de l'enquête SMA ont également été utilisées pour étudier les facteurs et les déterminants des anticipations et de leurs révisions sur plusieurs campagnes d'enquête. Les travaux d'analyse fondés sur les réponses individuelles à l'enquête SMA montrent que les erreurs d'anticipation relatives aux taux directeurs et les révisions de ces anticipations peuvent être liées à la fois à l'évolution des perspectives macroéconomiques et à l'évolution de la perception qu'ont les participants à l'enquête SMA de la fonction de réaction de la BCE, c'est-à-dire de la manière dont la BCE réagirait dans un environnement économique donné. En d'autres termes, les données permettent une décomposition des erreurs d'anticipation en composantes liées à des perceptions erronées de la politique monétaire et aux évolutions des conditions économiques (Akkaya, Bitter *et al.*, 2024). Plus généralement, les anticipations tirées d'enquêtes fournissent un cadre utile pour évaluer comment les informations disponibles et la communication de politique monétaire sont intégrées dans les anticipations au fil du temps, y compris par le biais de leur interaction avec le sentiment de marché et les évolutions macroéconomiques plus globales (Akkaya et Ilieva, 2024). Dans ce cadre, une analyse conjointe de l'enquête SMA et des anticipations extraites des prix sur les marchés financiers peut aider la BCE à aligner sa communication auprès des intervenants de marchés en détectant et en clarifiant d'éventuelles perceptions erronées de sa fonction de réaction.

Considérées ensemble, les décompositions des erreurs d'anticipation au niveau individuel des participants et les règles de Taylor calibrées dans l'encadré 2 révèlent que la formation des anticipations dans l'enquête SMA est largement déterminée par l'environnement macroéconomique. En périodes plus calmes, les signaux provenant des prix de marché et de la communication officielle de la BCE ont plus de poids, ce qui montre qu'en général, la formation des anticipations dans l'enquête SMA est cohérente avec la fonction de réaction de la BCE. Toutefois, lorsque l'incertitude prévaut dans l'économie, comme lors des périodes de forte volatilité, il est difficile de prévoir avec précision l'inflation et la croissance, ce qui a des répercussions sur les anticipations relatives aux taux directeurs. Dans ce contexte, nous examinons ci-après la précision des prévisions formées à partir des anticipations tirées de l'enquête SMA.

3.2 Précision des prévisions, désaccord et risques perçus

La précision des prévisions, le désaccord et le risque perçu, considérés ensemble, fournissent un tableau multidimensionnel du paysage des anticipations qui renforce la valeur de l'enquête SMA comme outil d'évaluation de la politique monétaire. La précision des prévisions constitue une référence naturelle pour l'enquête SMA : des erreurs faibles et non biaisées signalent que les participants traitent les informations disponibles de manière efficace. Cela renforce la crédibilité de leurs anticipations en tant que données d'entrée pour l'évaluation de la politique monétaire de la BCE aux côtés d'autres sources, y compris les projections établies par les services de l'Eurosystème/de la BCE, d'autres enquêtes, ainsi que des signaux extraits des instruments de marché tels que les contrats de *fixing* de l'inflation. Au-delà de la précision, la dispersion transversale des prévisions ponctuelles entre les participants (une mesure du désaccord) capture le degré d'hétérogénéité des opinions parmi les intervenants de marché informés. Enfin, les évaluations de la balance des risques intégrées dans l'enquête SMA donnent une indication sur la question de savoir si les analystes perçoivent ces risques comme globalement symétriques ou orientés dans une direction particulière. Ensemble, ces trois dimensions – la précision des prévisions, le désaccord et la perception des risques – offrent une caractérisation plus riche et plus granulaire des anticipations que les estimations ponctuelles seules, fournissant à l'évaluation de la politique monétaire une carte plus complète du paysage des anticipations.

Les erreurs dans les prévisions d'inflation ressortant de l'enquête SMA ont été caractérisées par deux phases clairement distinctes et de nature profondément différente, séparées par une rupture structurelle vers mi-2023.

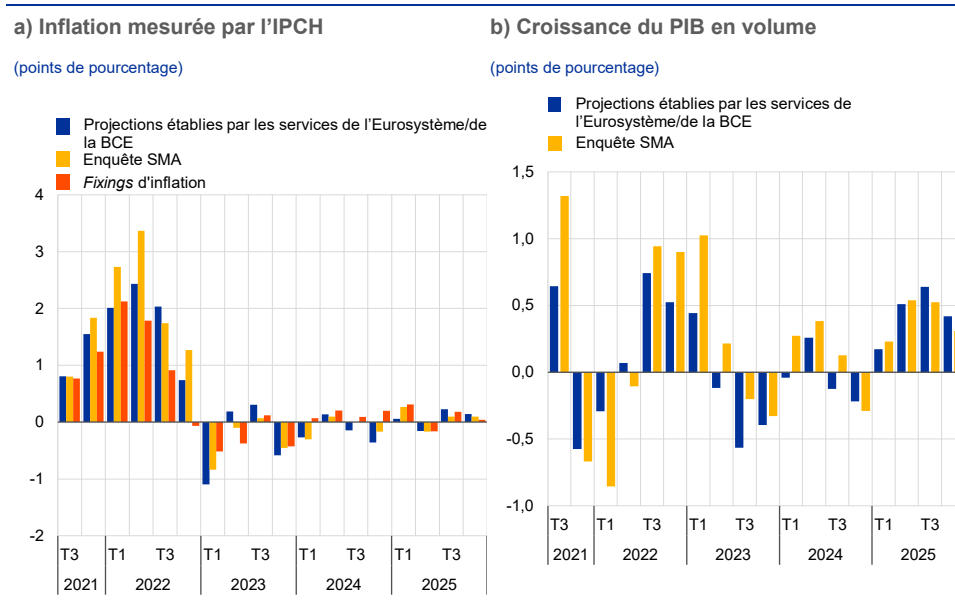
S'agissant de la précision des prévisions relatives à l'inflation totale au cours de la période sous revue allant de mi-2021 à fin 2025, le graphique 3 (partie a) montre des erreurs dans les prévisions à un trimestre. Deux phases distinctes apparaissent. Avant le pic d'inflation de mi-2023, la médiane de l'enquête SMA présentait des erreurs de prévision importantes et principalement positives. Les projections établies par les services de l'Eurosystème/de la BCE et les *fixings* d'inflation ont affiché des erreurs d'une amplitude comparables à celles de l'enquête SMA, avec toutefois des variations entre les indicateurs et les campagnes d'enquête. Cet échec de prévision

a été documenté à la fois pour les prévisionnistes institutionnels et les prévisionnistes privés (Chahad *et al.*, 2023 ; FMI, 2023). S’agissant des erreurs de prévision dans les projections établies par les services de l’Eurosystème/de la BCE, Chahad *et al.* (2023) ont identifié comme principal facteur la séquence sans précédent de chocs sur les prix – résultant des déséquilibres entre l’offre et la demande liés à la pandémie et de l’invasion de l’Ukraine par la Russie.

Au cours de la phase de normalisation qui a suivi, le tableau a nettement évolué en raison d’une forte diminution des erreurs de prévision. Avec la dissipation des tensions sur les prix de l’énergie et le retour de l’inflation vers la cible, les erreurs de prévision pour les trois indicateurs ont convergé vers zéro, reflétant une amélioration de la prévisibilité à mesure que les conditions macroéconomiques se stabilisaient. Au cours de cette période, les erreurs de prévision ressortant de l’enquête SMA étaient souvent légèrement plus faibles, en termes absolus, que celles des projections établies par les services de l’Eurosystème/de la BCE et des *fixings* d’inflation, ce qui suggère que l’agrégation des jugements des analystes informés soutient favorablement la comparaison avec les projections institutionnelles et aux signaux extraits des instruments de marché dans des conditions plus normales – une conclusion qui est cohérente avec les éléments plus larges examinés par la BCE (2025). Cela se vérifie de manière robuste sur tous les horizons, du trimestre en cours aux quatre trimestres à venir, comme indiqué dans Ploj (2025).

Graphique 3

Comparaison des erreurs de prévision à un trimestre dans l’enquête SMA et dans les projections établies par les services de l’Eurosystème/de la BCE



Sources : Enquête SMA et calculs de la BCE.

Notes : Les erreurs de prévision sont définies comme la différence entre la prévision ponctuelle médiane ressortant de l’enquête SMA et le résultat. Les erreurs positives (négatives) indiquent que la médiane a sous-estimé (surestimé) l’inflation effective. Partie a) : Les *fixings* d’inflation sont des contrats de *swaps* liés aux publications mensuelles de l’IPCH de la zone euro (toutes rubriques, hors tabac), disponibles du mois en cours jusqu’à un horizon de 23 mois.

S’agissant de la croissance du PIB en volume, le tableau est plus contrasté (graphique 3, partie b). L’enquête SMA comme les projections établies par les

services de l'Eurosystème/de la BCE ont enregistré des erreurs de prévision notables autour du choc lié à la pandémie et du rebond qui a suivi, ces erreurs changeant de signe d'une campagne d'enquête à l'autre, aucun de ces indicateurs n'affiche systématiquement de meilleures performances que l'autre sur l'ensemble de l'échantillon. Cette absence de hiérarchie claire dans la performance des prévisions du PIB n'est pas surprenante compte tenu de la difficulté inhérente à l'anticipation en temps réel des points de retournement de l'activité réelle, et elle souligne l'intérêt de suivre l'ensemble de la distribution des réponses à l'enquête SMA – y compris le désaccord et les risques perçus – plutôt que de s'appuyer uniquement sur des prévisions ponctuelles.

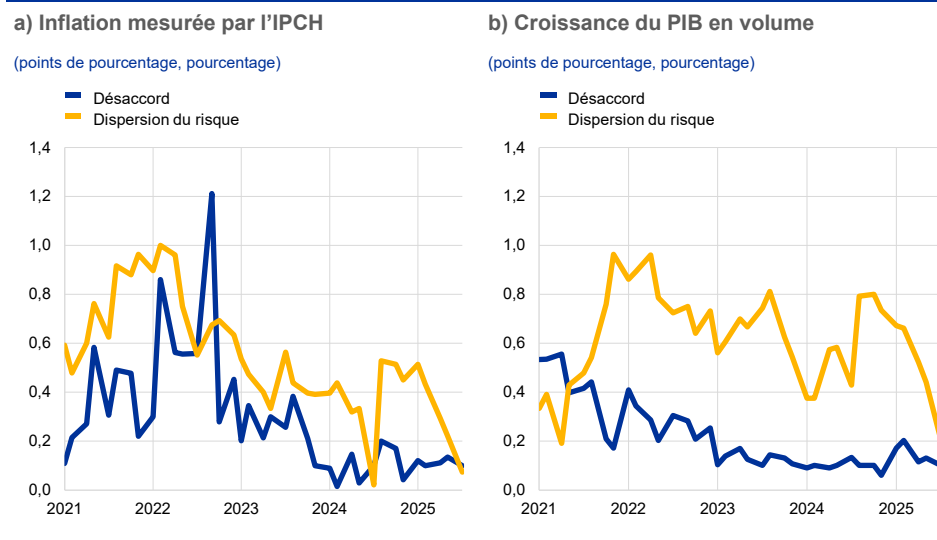
Au-delà de la précision des prévisions, l'avantage informationnel de l'enquête SMA réside dans sa capacité à caractériser l'ensemble de la distribution des anticipations parmi les intervenants de marché, en capturant non seulement les prévisions des analystes quant aux évolutions à venir de l'économie, mais aussi l'ampleur du désaccord et l'éventuelle asymétrie des risques perçus.

Pour rendre compte de ces dimensions, deux indicateurs complémentaires peuvent être calculés à partir de l'enquête : le désaccord et la dispersion des risques. Le désaccord est mesuré par l'écart interquartile des prévisions ponctuelles individuelles, reflétant la dispersion des anticipations centrales des participants, tandis que la dispersion des risques est mesurée par le solde net de la part des participants signalant des risques à la hausse et à la baisse autour de leur projection de base, tirée de la question sur l'évaluation qualitative des risques. Considérés ensemble, ces indicateurs reflètent des caractéristiques distinctes de la distribution implicite des anticipations : le désaccord capture son étendue, tandis que la dispersion des risques capture l'asymétrie des risques extrêmes perçus autour de la tendance centrale.

En ce qui concerne l'inflation, le désaccord et la dispersion des risques parmi les participants à l'enquête SMA se sont nettement accentués pendant la poussée d'inflation, puis ont diminué rapidement à mesure de la progression ultérieure de la désinflation. S'agissant de l'inflation mesurée par l'IPCH, le désaccord et la dispersion des risques ont atteint un point haut d'environ 1,2 et 1,0 point de pourcentage, respectivement, avant de revenir à des niveaux bas mi-2023 (graphique 4, partie a). Concernant la croissance du PIB, le désaccord a progressivement diminué au cours de la période sous revue (graphique 4, partie b). En revanche, la dispersion des risques est restée plus élevée, indiquant que, si les projections de base ont convergé, des différences persistent dans l'évaluation des risques.

Graphique 4

Désaccord et dispersion des risques ressortant de l'enquête SMA pour l'inflation mesurée par l'IPCH et la croissance du PIB en volume



Sources : SMA et calculs de la BCE.

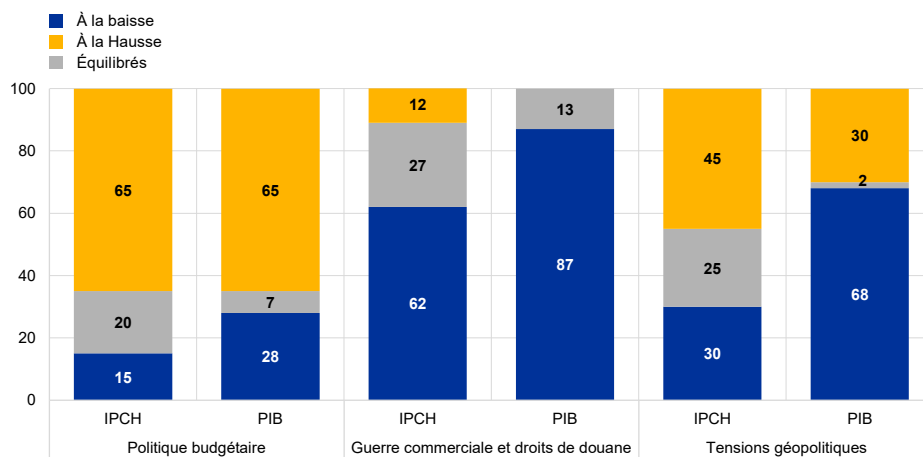
Notes : Le désaccord, mesuré par l'étendue de l'écart interquartile, est indiqué pour les anticipations à un trimestre. La dispersion des risques est basée sur les anticipations annuelles pour la variable correspondante, issues de la question sur la balance des risques dans l'enquête SMA. La dispersion des risques est définie comme le solde net entre la part des participants qui anticipent des risques à la hausse et la part de ceux qui anticipent des risques à la baisse.

Enfin, les indications fournies par les participants à l'enquête SMA concernant les risques pesant sur leurs prévisions macroéconomiques sont utilisées pour évaluer si un choc économique a un impact plus marqué du côté de l'offre ou du côté de la demande. Dans l'enquête SMA de décembre 2025, après regroupement des réponses individuelles, les trois principales catégories étaient « la politique budgétaire », « la guerre commerciale et les droits de douane » et « les tensions géopolitiques » (graphique 5). En ce qui concerne la « politique budgétaire », de nombreux participants ont évoqué les mesures budgétaires en Allemagne et les augmentations annoncées des dépenses en matière de défense et d'infrastructures, de sorte que le choc a été principalement perçu comme ayant un effet positif sur la demande, faisant peser des risques à la hausse tant sur l'inflation que sur la croissance. La « guerre commerciale et les droits de douane » ont été clairement jugés comme étant un risque à la baisse pour la croissance, avec des effets principalement modérateurs sur les prix, ce qui constitue un choc de demande potentiellement négatif. On s'attendait également à ce que les « tensions géopolitiques » exercent un effet largement négatif sur la croissance, mais les implications pour les prix semblent moins claires. Ces risques pourraient se matérialiser du côté de la demande ou du côté de l'offre. La nature des risques entourant les perspectives économiques est importante, car la politique monétaire peut s'adapter plus efficacement aux chocs de demande, tandis que la réponse de politique monétaire aux chocs d'offre tend à être moins agressive afin de limiter tout impact défavorable sur l'économie.

Graphique 5

Classification des risques dans l'enquête SMA de décembre 2025

(pourcentage)



Sources : SMA et calculs de la BCE.

Notes : La somme des pourcentages peut ne pas être égale à 100 % en raison des arrondis. Les dernières observations se rapportent à décembre 2025.

4. Conclusion

Au cours des cinq années écoulées depuis sa mise en place régulière, l'enquête SMA est devenue un outil essentiel pour le suivi et l'analyse des prévisions macroéconomiques et des anticipations de politique monétaire des intervenants sur les marchés financiers. L'élargissement et le rééquilibrage systématiques du panel, conjugués aux affinements apportés au questionnaire et à la mise en place d'un cadre de gouvernance structuré, ont renforcé les fondements statistiques de l'enquête et amélioré sa stabilité, sa couverture ainsi que sa représentativité.

Les informations tirées de l'enquête SMA sont systématiquement utilisées à des fins de politique monétaire, tant pour la préparation des réunions du Conseil des gouverneurs que pour traiter des questions plus structurelles portant sur la politique monétaire. L'enquête fournit un point de référence pour les anticipations de marché qui prévalent, facilite l'évaluation de la manière dont les actualités et la communication de la BCE sont intégrées dans les opinions sur les perspectives macroéconomiques et la trajectoire de la politique monétaire, et aide à analyser la formation, la révision et la dispersion des anticipations des intervenants de marché au-delà des prix de marché. L'analyse présentée dans cet article montre que les anticipations tirées de l'enquête SMA sont globalement cohérentes avec les fondamentaux macroéconomiques et les points de référence simples de politique monétaire et, lorsqu'elles sont considérées comme un instrument de prévision, assurent une précision globale largement comparable aux projections établies par les services de l'Eurosystème/de la BCE.

Bibliographie

Akkaya (Y.), Bitter (L.), Brand (C.) et Sá (D.) (2024), « [Erreurs d'anticipations relatives à la politique monétaire au cours du cycle de resserrement récent – indications tirées de l'enquête de la BCE auprès des analystes monétaires](#) », *Bulletin économique*, n° 1, BCE.

Akkaya (Y.) et Ilieva (B.) (2024), « [Décoder les révisions des anticipations relatives aux taux directeurs : informations tirées de l'enquête auprès des analystes monétaires](#) », *Bulletin économique*, n° 7, BCE.

Bernardini (M.) et Lin (A.) (2024), « *Out of the ELB: Expected ECB policy rates and the Taylor rule* », *Economics Letters*, vol. 235, février.

Brand (C.) et Hutchinson (J.) (2021), « [L'enquête de la BCE auprès des analystes monétaires : une introduction](#) », *Bulletin économique*, n° 8, BCE.

Chahad (M.), Hofmann-Drahonsky (A.-C.), Page (A.) et Tirpák (M.) (2023), « [Évaluation actualisée des projections d'inflation à court terme établies par les services de l'Eurosystème et de la BCE](#) », *Bulletin économique*, n° 1, BCE.

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

Fonds monétaire international (FMI) (2023), « [Perspectives de l'économie mondiale : des situations divergentes à gérer](#) », Washington D.C., octobre.

Ploj (G.) (2025), « [SMA vs. ECB inflation forecasts: Which forecasts drive interest rate expectations in the euro area?](#) », *Short economic and financial analyses*, Banka Slovenije, octobre.

Taylor (J.B.) (1993), « *Discretion versus policy rules in practice* », *Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy*, vol. 39, décembre, p. 195-214.

Statistiques

(disponible en anglais uniquement)

