



**BANQUE CENTRALE EUROPÉENNE**  
EUROSYSTEME

# Bulletin économique

Numéro 1 / 2026



# Sommaire

|  |            |
|--|------------|
| <b>Évolutions économiques, financières et monétaires</b>   | <b>2</b>   |
| Synthèse   | 2          |
| 1 Environnement extérieur  | 6          |
| 2 Activité économique  | 11         |
| 3 Prix et coûts  | 21         |
| 4 Évolutions sur les marchés financiers  | 28         |
| 5 Conditions de financement et évolutions du crédit  | 32         |
| <b>Encadrés</b>  | <b>43</b>  |
| 1 Réorientation du commerce mondial sous l'effet des droits de douane américains : identifier son rôle dans les évolutions des exportations chinoises                      | 43         |
| 2 Les déterminants des prix de l'électricité pour les ménages et les secteurs à forte intensité énergétique et leur importance pour les objectifs de décarbonation de l'UE | 49         |
| 3 Consommation et épargne dans un contexte d'incertitude : indications récentes tirées de l'enquête CES  | 57         |
| 4 Les déterminants fondamentaux des évolutions récentes de l'investissement dans l'immobilier résidentiel de la zone euro  | 63         |
| 5 Principales conclusions tirées des contacts récents de la BCE avec les sociétés non financières  | 69         |
| 6 Estimer l'élasticité variable dans le temps des taux du marché monétaire dans la zone euro par rapport aux réserves  | 75         |
| <b>Articles</b>  | <b>81</b>  |
| 1 Surmonter les obstacles structurels à la transition verte  | 81         |
| <b>Encadré 1</b> Les obstacles à l'investissement vert perçus par les entreprises  | 91         |
| <b>Statistiques</b>  | <b>105</b> |

# Évolutions économiques, financières et monétaires

## Synthèse

Lors de sa réunion du 5 février 2026, le Conseil des gouverneurs a décidé de laisser inchangés les trois taux directeurs de la BCE. Son évaluation actualisée a confirmé une nouvelle fois que l'inflation devrait se stabiliser au niveau de sa cible de 2 % à moyen terme. L'économie continue de résister dans un environnement mondial difficile. La croissance est soutenue par le faible niveau de chômage, la solidité des bilans dans le secteur privé, le déploiement progressif des dépenses publiques supplémentaires consacrées à la défense et aux infrastructures et les effets bénéfiques des réductions passées des taux d'intérêt directeurs. Les perspectives restent cependant incertaines, en particulier en raison des incertitudes entourant les politiques commerciales au niveau mondial et des tensions géopolitiques.

Le Conseil des gouverneurs est déterminé à assurer la stabilisation de l'inflation au niveau de sa cible de 2 % à moyen terme. Il suivra une approche s'appuyant sur les données pour définir, réunion par réunion, l'orientation appropriée de la politique monétaire. Plus particulièrement, les décisions du Conseil des gouverneurs relatives aux taux d'intérêt seront fondées sur son évaluation des perspectives d'inflation et des risques entourant ces perspectives, compte tenu des données économiques et financières disponibles, de la dynamique de l'inflation sous-jacente et de la force de la transmission de la politique monétaire. Le Conseil des gouverneurs ne s'engage pas à l'avance sur une trajectoire de taux particulière.

## Activité économique

L'économie a crû de 0,3 % au quatrième trimestre 2025, selon l'estimation rapide préliminaire d'Eurostat. La croissance a été principalement tirée par les services, en particulier dans le secteur de l'information et de la communication. L'activité manufacturière a bien résisté malgré le contexte défavorable lié au commerce international et aux incertitudes géopolitiques. L'activité dans le secteur de la construction s'accélère, en partie soutenue par les investissements publics.

En dépit d'un nouveau ralentissement de la demande de main-d'œuvre, le marché du travail continue de soutenir les revenus. Le chômage s'est élevé à 6,2 % en décembre, après 6,3 % en novembre. La hausse des revenus du travail et la baisse du taux d'épargne des ménages devraient stimuler la consommation privée. Les dépenses publiques consacrées à la défense et aux infrastructures devraient également contribuer à la demande intérieure. L'investissement des entreprises devrait encore se renforcer, les enquêtes montrant notamment que les fonds alloués aux nouvelles technologies numériques augmentent de plus en plus. Cela étant,

l'environnement extérieur reste difficile du fait de la hausse des droits de douane et du renchérissement de l'euro au cours de l'année écoulée.

Le Conseil des gouverneurs souligne le besoin urgent de renforcer la zone euro et son économie dans le contexte géopolitique actuel. Les gouvernements devraient cibler en priorité la soutenabilité des finances publiques, les investissements stratégiques et les réformes structurelles propices à la croissance. Il reste crucial de libérer le plein potentiel du marché unique européen. Il est également vital de favoriser une plus grande intégration des marchés de capitaux, en achevant l'union pour l'épargne et l'investissement et l'union bancaire selon un calendrier ambitieux, et de rapidement adopter le règlement établissant l'euro numérique.

## Inflation

En janvier 2026, l'inflation est revenue à 1,7 %, après 2,0 % en décembre et 2,1 % en novembre. La baisse des prix de l'énergie s'est accentuée, à -4,1 %, après -1,9 % en décembre et -0,5 % en novembre, alors que la hausse des prix des produits alimentaires s'est accélérée, à 2,7 %, après 2,5 % en décembre et 2,4 % en novembre. L'inflation hors énergie et produits alimentaires s'est atténuée pour s'établir à 2,2 %, après 2,3 % en décembre et 2,4 % en novembre. Le renchérissement des biens s'est légèrement accentué, à 0,4 %, tandis que la hausse des prix des services est revenue à 3,2 %, contre 3,4 % en décembre et 3,5 % en novembre.

Les indicateurs de l'inflation sous-jacente ont peu évolué ces derniers mois et restent conformes à la cible du Conseil des gouverneurs de 2 % à moyen terme. La progression des salaires négociés et les indicateurs prospectifs, comme l'outil de suivi des salaires de la BCE et les résultats des enquêtes sur les anticipations relatives aux salaires, signalent une poursuite de la modération des coûts de main-d'œuvre. En revanche, la contribution à la croissance globale des salaires des versements effectués en sus de la composante des salaires négociés demeure incertaine.

La plupart des mesures des anticipations d'inflation à plus long terme continuent de s'établir autour de 2 %, favorisant la stabilisation de l'inflation au niveau de la cible du Conseil des gouverneurs.

## Évaluation des risques

La zone euro continue d'opérer dans un environnement politique mondial volatil. Une nouvelle poussée d'incertitude pourrait peser sur la demande, de même qu'une détérioration de la confiance sur les marchés financiers mondiaux. De nouvelles frictions dans les échanges commerciaux pourraient perturber les chaînes d'approvisionnement, réduire les exportations et affaiblir la consommation et l'investissement. Les tensions géopolitiques, en particulier la guerre injustifiée menée par la Russie contre l'Ukraine, demeurent une source majeure d'incertitude.

À l'inverse, les dépenses prévues en matière de défense et d'infrastructures, associées à l'adoption par les entreprises de la zone euro de réformes induisant des gains de productivité et de nouvelles technologies, sont susceptibles de renforcer la croissance davantage qu'attendu, y compris grâce à des effets positifs sur la confiance des chefs d'entreprise et des consommateurs. De nouveaux accords commerciaux et une plus forte intégration du marché unique seraient aussi de nature à attiser la croissance au-delà des anticipations actuelles.

Les perspectives d'inflation restent plus incertaines que d'ordinaire, en raison de la volatilité de l'environnement politique mondial. L'inflation pourrait être plus faible si les droits de douane réduisaient la demande d'exportations adressée à la zone euro de manière plus importante qu'attendu et si les pays en surcapacité augmentaient encore leurs exportations vers la zone euro. En outre, un euro plus fort pourrait entraîner un ralentissement de l'inflation plus marqué qu'anticipé actuellement. Des marchés financiers plus volatils et plus réticents à prendre des risques pourraient peser sur la demande et ainsi faire également reculer l'inflation. À l'inverse, l'inflation pourrait être plus forte en cas de hausse persistante des prix de l'énergie ou si une plus grande fragmentation des chaînes d'approvisionnement mondiales poussait les prix à l'importation à la hausse, réduisait l'offre de matières premières critiques et accentuait les contraintes de capacité au sein de l'économie de la zone euro. Si le ralentissement de la croissance des salaires s'atténuait, la hausse des prix des services pourrait se tempérer plus tard que prévu. L'accroissement programmé des dépenses consacrées à la défense et aux infrastructures pourrait également aviver l'inflation à moyen terme. 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 qu'anticipé.

## Conditions financières et monétaires

Depuis la réunion de politique monétaire du Conseil des gouverneurs du 18 décembre 2025, les taux d'intérêt de marché ont diminué, tandis que les tensions liées au commerce mondial et de nature géopolitique ont provisoirement exacerbé la volatilité sur les marchés financiers. Les taux d'intérêt bancaires appliqués aux entreprises ont légèrement augmenté en décembre, à 3,6 %, contre 3,5 % en novembre, comme le coût du financement par endettement de marché. Le taux d'intérêt moyen appliqué aux nouveaux prêts hypothécaires est encore resté stable, à 3,3 % en décembre.

Les prêts bancaires aux entreprises ont progressé de 3,0 % en rythme annuel en décembre, après 3,1 % en novembre et 2,9 % en octobre. Les émissions d'obligations d'entreprise ont crû de 3,4 % en décembre. Selon l'enquête de janvier 2026 sur la distribution du crédit bancaire dans la zone euro, la demande de prêts des entreprises a légèrement augmenté au quatrième trimestre 2025, notamment pour financer leurs stocks et leurs fonds de roulement. Dans le même temps, les critères d'octroi de prêts aux entreprises se sont encore durcis.

Les prêts hypothécaires se sont accrus de 3,0 % en décembre, après 2,9 % en novembre et 2,8 en octobre, dans le contexte d'une demande toujours en hausse et d'un assouplissement des critères d'octroi.

## Décisions de politique monétaire

Les taux d'intérêt de la facilité de dépôt, des opérations principales de refinancement et de la facilité de prêt marginal ont été laissés inchangés, à respectivement 2,00 %, 2,15 % et 2,40 %.

Les portefeuilles du programme d'achats d'actifs (*asset purchase programme*, APP) et du programme d'achats d'urgence face à la pandémie (*pandemic emergency purchase programme*, PEPP) se contractent à un rythme mesuré et prévisible, car l'Eurosystème ne réinvestit plus les remboursements au titre du principal des titres arrivant à échéance.

## Conclusion

Lors de sa réunion du 5 février 2026, le Conseil des gouverneurs a décidé de laisser inchangés les trois taux directeurs de la BCE. Il est déterminé à assurer la stabilisation de l'inflation au niveau de sa cible de 2 % à moyen terme. Il suivra une approche s'appuyant sur les données pour définir, réunion par réunion, l'orientation appropriée de la politique monétaire. Plus particulièrement, les décisions du Conseil des gouverneurs relatives aux taux d'intérêt seront fondées sur son évaluation des perspectives d'inflation et des risques entourant ces perspectives, compte tenu des données économiques et financières disponibles, de la dynamique de l'inflation sous-jacente et de la force de la transmission de la politique monétaire. Le Conseil des gouverneurs ne s'engage pas à l'avance sur une trajectoire de taux particulière.

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

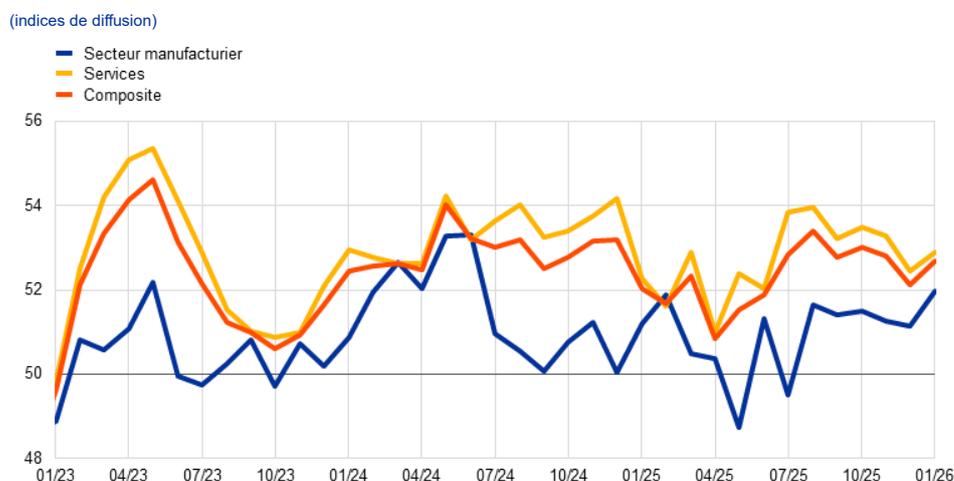
## 1 Environnement extérieur

*La croissance économique mondiale est restée solide dans l'ensemble, tirée par une croissance robuste aux États-Unis et en Chine au troisième trimestre 2025. Cette croissance devrait s'être légèrement modérée au quatrième trimestre, reflétant en partie l'arrêt des activités du gouvernement américain (shutdown) en octobre et en novembre, même si la croissance de la consommation aux États-Unis est probablement demeurée vigoureuse. La croissance des importations mondiales s'est ralentie au troisième trimestre et devrait rester inférieure aux moyennes historiques à court terme, en partie en raison de la persistance de l'incertitude entourant la politique commerciale. La forte croissance des échanges de produits de haute technologie, y compris liés à l'IA, reste un élément positif dans des perspectives commerciales à court terme par ailleurs atones. L'inflation totale dans les pays membres de l'Organisation de coopération et de développement économiques (OCDE) est restée globalement stable en novembre.*

**La croissance économique mondiale est restée résiliente dans l'ensemble, malgré un certain ralentissement attendu au quatrième trimestre 2025.** Les données des comptes nationaux indiquent une croissance robuste au troisième trimestre, principalement en raison des résultats des États-Unis et de la Chine, tandis que l'économie indienne a également affiché une forte croissance. Cette croissance plus élevée que prévu devrait s'être légèrement ralentie au quatrième trimestre, en partie sous l'effet de l'arrêt des activités du gouvernement américain au cours de cette période. L'indice composite des directeurs d'achat (PMI ; hors zone euro) a baissé entre le troisième et le quatrième trimestre 2025, principalement en raison de l'affaiblissement de l'activité dans les services, mais il est resté résilient et en territoire expansionniste. En janvier, l'indice PMI a légèrement augmenté pour s'établir à 52,7, sous l'effet d'améliorations généralisées à l'ensemble des secteurs (graphique 1). S'agissant des pays, l'indice composite des directeurs d'achat pour la production a nettement augmenté en janvier au Royaume-Uni et au Japon, tandis qu'il s'est légèrement amélioré aux États-Unis et en Chine.

## Graphique 1

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



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

Notes : La ligne horizontale à 50 marque le seuil neutre qui sépare l'expansion de la contraction. Les dernières observations se rapportent à janvier 2026.

### La croissance mondiale des importations s'est ralentie au troisième trimestre 2025 et devrait demeurer inférieure aux moyennes historiques à court terme.

L'affaiblissement des données à haute fréquence relatives aux échanges commerciaux, en particulier pour les États-Unis, suggère que la croissance des importations mondiales devrait rester modérée à court terme. En outre, des menaces relatives aux droits de douane et des politiques commerciales volatiles continuent de peser sur la dynamique du commerce mondial. Les produits de haute technologie, y compris liés à l'IA, restent un élément positif dans des perspectives commerciales à court terme par ailleurs atones. Sur la base des données nominales relatives au commerce mondial allant jusqu'à octobre 2025, les échanges de biens de haute technologie, tels que définis par Eurostat, ont progressé à un rythme annuel de 18 % par rapport aux dix premiers mois de 2024. Les échanges de biens de haute technologie liés à l'IA, tels que les puces électroniques et les machines de traitement automatique des données, ont affiché une croissance encore plus rapide, à un rythme annuel de 35 %. Hors zone euro, les principaux exportateurs nets de biens de haute technologie sont la Chine, la Corée du Sud et les membres de l'Association des nations de l'Asie du Sud-Est. Les États-Unis sont le principal importateur net, avec une augmentation de 65 % des importations américaines au cours des dix premiers mois de 2025 par rapport à l'année précédente.

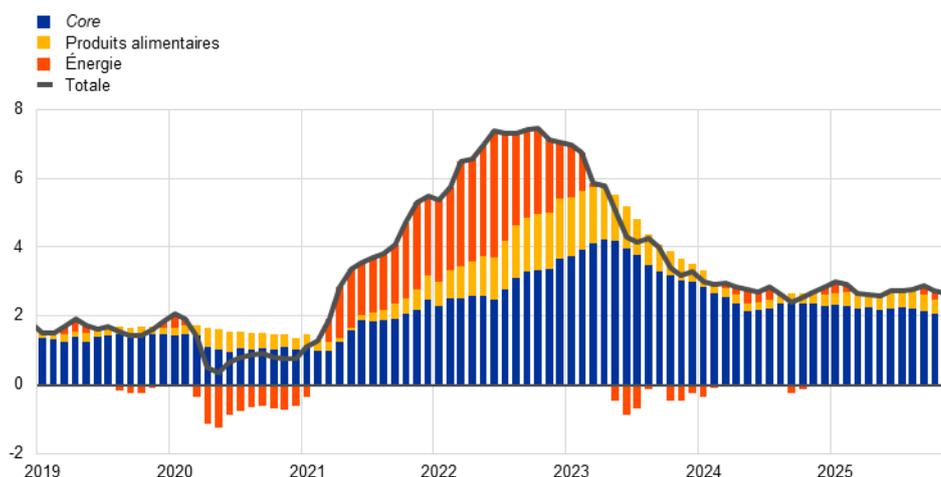
### L'inflation totale dans les pays membres de l'OCDE, à l'exception de la Turquie, est demeurée globalement stable en novembre.

Le taux d'inflation annuel mesuré par l'indice des prix à la consommation (IPC) dans les pays membres de l'OCDE, à l'exception de la Turquie, est resté inchangé par rapport à novembre, à 2,7 % après arrondi. De légères baisses de la contribution des composantes produits alimentaires et inflation core ont été en partie contrebalancées par une contribution légèrement plus élevée des prix de l'énergie (graphique 2). Au niveau mondial, hors zone euro, la désinflation semble marquer le pas. L'inflation totale

mesurée par l'IPC est restée stable au second semestre 2025, la montée de l'inflation en Chine ayant contrebalancé la désinflation dans d'autres économies émergentes. Dans le même temps, l'inflation dans les économies avancées a peu évolué, et l'inflation core dans le monde ne s'est que légèrement ralentie.

## Graphique 2 Hausse de l'IPC dans la zone OCDE

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



Sources : OCDE et calculs des services de la BCE.

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

**Les prix du pétrole et du gaz ont augmenté, sous l'effet respectivement des évolutions géopolitiques et des inquiétudes concernant les niveaux de stockage de gaz, tandis que les prix des produits alimentaires ont diminué et ceux des métaux ont augmenté.** Depuis la dernière réunion du Conseil des gouverneurs, les prix du pétrole ont globalement augmenté de 13 %. Initialement, ils n'ont affiché qu'une hausse limitée en réaction à la capture par les États-Unis du président Nicolás Maduro au Venezuela, mais ont ensuite été poussés à la hausse par l'intensification des manifestations en Iran et la perspective d'une intervention américaine. La réaction modérée aux évolutions au Venezuela reflète le rôle modeste du pays dans l'offre mondiale de pétrole. Le Venezuela ne produit qu'environ un million de barils de pétrole par jour, soit 1 % de la production mondiale, et le potentiel d'augmentation de l'offre reste limité. Ces limites s'expliquent par la prédominance du pétrole brut lourd et sulfuré au Venezuela. Bien que compatible avec les raffineries américaines, ce pétrole est difficile à extraire, en particulier compte tenu de la vétusté des infrastructures pétrolières du pays. S'agissant des prix du gaz en Europe, ils ont fortement augmenté, de 22 %. La période de temps froid en Europe a entraîné une réduction rapide des stocks, les ramenant à un niveau proche de la limite inférieure de leur fourchette historique. Les inquiétudes liées aux stocks ont été exacerbées par la pression à la baisse sur les contrats de futures à long terme pour l'hiver 2026-2027, reflétant les vagues successives d'approvisionnement en gaz naturel liquéfié en provenance des États-Unis et du Qatar. Les prix des contrats de futures offrant peu de possibilités de revente rentable par la suite, les opérateurs de stockage de gaz sont actuellement

peu incités à injecter du gaz. Les prix des produits alimentaires ont légèrement diminué, de 7 %, en raison d'anticipations d'une offre abondante de maïs en 2026, ainsi que d'une faible demande de fèves de cacao. En revanche, les prix des métaux industriels ont augmenté de 10 %, soutenus par les anticipations renouvelées de droits de douane américains sur le cuivre, qui ont poussé les négociants à accélérer les expéditions à destination des États-Unis.

**La croissance du PIB en volume des États-Unis s'est accélérée au troisième trimestre 2025, ressortant à 1,1 % en glissement trimestriel.**

L'activité économique a été tirée par la consommation privée et les exportations nettes, tandis que la croissance de l'investissement fixe privé s'est modérée. L'arrêt des activités du gouvernement américain au quatrième trimestre devrait avoir eu un effet négatif sur la croissance. Néanmoins, les données mensuelles allant jusqu'à novembre 2025 suggèrent que la dynamique de la consommation est restée soutenue au quatrième trimestre. En revanche, les tensions ont continué de s'atténuer sur le marché du travail américain. La croissance de l'emploi dans le secteur privé est demeurée faible et s'est principalement concentrée dans les soins de santé et l'assistance sociale. La croissance agrégée de l'emploi dans les autres secteurs a été proche de zéro, les secteurs du commerce de détail et manufacturier supprimant des emplois. L'inflation totale mesurée par l'IPC ainsi que l'inflation *core* aux États-Unis sont demeurées inchangées en décembre, à 2,7 % et 2,6 % respectivement. Toutefois, ces chiffres pourraient présenter un biais à la baisse en raison des difficultés de collecte des données pendant l'arrêt des activités du gouvernement, en particulier concernant la hausse des loyers, les observations manquantes ayant été remplacées par des imputations. La variation des prix des biens a surpris à la baisse, même si elle reste en territoire positif.

**La Chine a atteint son objectif de croissance de 5 % en 2025, mais son expansion continue de dépendre de la demande étrangère.**

La croissance trimestrielle du PIB a légèrement augmenté pour atteindre 1,2 % au quatrième trimestre 2025, après 1,1 % au troisième trimestre. Cette évolution s'explique principalement par une contribution plus élevée des exportations nettes, qui a dépassé les anticipations des marchés. Les signaux récents de politique monétaire indiquent un maintien du soutien budgétaire en 2026, conformément à l'objectif fixé par les autorités chinoises de soutenir la demande intérieure et d'atteindre un objectif de croissance similaire en 2026. En 2025, les investissements en actifs fixes ont enregistré leur première contraction annuelle depuis le début des années 1990, résultant des efforts visant à réduire à la fois la surcapacité et l'endettement des administrations locales. Le marché de l'immobilier résidentiel continue de freiner l'économie et pèse toujours sur la confiance et les dépenses des consommateurs. La vigueur des exportations, principalement vers les économies émergentes, a entraîné un excédent commercial record de 1 200 milliards de dollars en 2025. La croissance des exportations devrait continuer à soutenir l'économie chinoise en 2026, à moins d'une nouvelle intensification des tensions commerciales avec les États-Unis. La hausse annuelle des prix à la consommation en Chine s'est légèrement accentuée, à 0,8 % en décembre après 0,7 % en novembre, principalement sous l'effet de la hausse des prix des produits alimentaires et d'effets de base. L'inflation *core* annuelle est restée inchangée à 1,2 %. Au-delà des facteurs

temporaires, l'atonie de la demande intérieure et la surcapacité industrielle devraient continuer d'alimenter une concurrence intense sur les prix entre les entreprises, tandis que l'impact sur l'inflation des efforts visant à réduire la surcapacité ne s'est pas encore pleinement matérialisé.

**Au Royaume-Uni, la dynamique économique est restée faible au dernier trimestre 2025.** Entre août et novembre, le PIB a globalement progressé de 0,1 %, porté par le secteur des services et la normalisation de la production automobile après les perturbations causées par une cyberattaque en septembre. Les données de l'indice PMI allant jusqu'à janvier 2026 confirment la faiblesse de la dynamique économique vers fin 2025 et une reprise limitée début 2026. L'inflation totale s'est accélérée à 3,4 % en décembre, après 3,2 % le mois précédent, mais est restée inférieure au pic récent de 3,8 % enregistré au troisième trimestre. L'inflation *core* est restée inchangée à 3,2 %. Les données jusqu'en novembre montrent que la croissance des revenus courants du secteur privé a continué de se modérer, à partir de niveaux élevés toutefois.

## 2 Activité économique

*Le PIB en volume de la zone euro a augmenté de 0,3 % en glissement trimestriel au quatrième trimestre 2025, enregistrant une croissance positive sur l'ensemble des trimestres, malgré les nombreux défis apparus pendant l'année. Les indicateurs à court terme et les données disponibles par pays font état d'une contribution toujours positive de la demande intérieure et d'une contribution plus faible des exportations nettes. Au niveau sectoriel, la croissance est principalement tirée par les services, notamment dans le secteur de l'information et de la communication. Le secteur manufacturier devrait avoir atteint un point bas fin 2025, faisant preuve de résilience malgré le contexte défavorable lié au commerce international et aux incertitudes géopolitiques. La dynamique dans la construction s'accélère, également soutenue par l'investissement public. Les enquêtes continuent d'indiquer une reprise à deux vitesses, et une croissance plus forte dans les services que dans le secteur manufacturier. À l'avenir, sauf volatilité inattendue à court terme, l'activité dans la zone euro devrait progressivement se redresser, soutenue par la demande intérieure. La consommation devrait bénéficier de la hausse des revenus réels et de la baisse progressive du taux d'épargne. La hausse des investissements des entreprises et les importantes dépenses publiques dans les infrastructures et la défense devraient également soutenir l'expansion économique. Néanmoins, les difficultés liées aux perturbations du commerce mondial et à l'escalade des tensions géopolitiques devraient demeurer un frein à la croissance de la zone euro à l'avenir.*

**Le PIB de la zone euro a continué de croître au quatrième trimestre 2025, selon l'estimation rapide préliminaire d'Eurostat.** Le PIB en volume a augmenté de 0,3 % en glissement trimestriel au quatrième trimestre 2025, marquant une croissance positive pour tous les trimestres de l'année (graphique 3). Sur l'ensemble de l'année 2025, la croissance du PIB est estimée à 1,5 %, après 0,8 % en 2024 <sup>1</sup>. La dynamique de la croissance s'est renforcée en 2025 dans un contexte de défis mondiaux liés à la géopolitique et aux échanges commerciaux, ce qui souligne la résilience de l'économie de la zone euro. Bien que la ventilation des dépenses pour le quatrième trimestre ne soit pas encore disponible, les indicateurs à court terme et les données disponibles par pays suggèrent une contribution positive de la demande intérieure à la croissance, tandis que les exportations nettes ont été plus modérées. La croissance est principalement tirée par les services, notamment dans le secteur de l'information et de la communication. Le secteur manufacturier a bien résisté malgré le contexte défavorable lié au commerce international et aux incertitudes géopolitiques. La dynamique s'accélère dans le secteur de la construction, en partie soutenue par l'investissement public. Par rapport aux trimestres précédents, la dynamique de la croissance dans les différents pays au quatrième trimestre 2025 a été moins hétérogène. Les résultats dans la zone euro au quatrième trimestre génèrent un effet de report de 0,4 % pour la croissance annuelle en 2026 <sup>2</sup>.

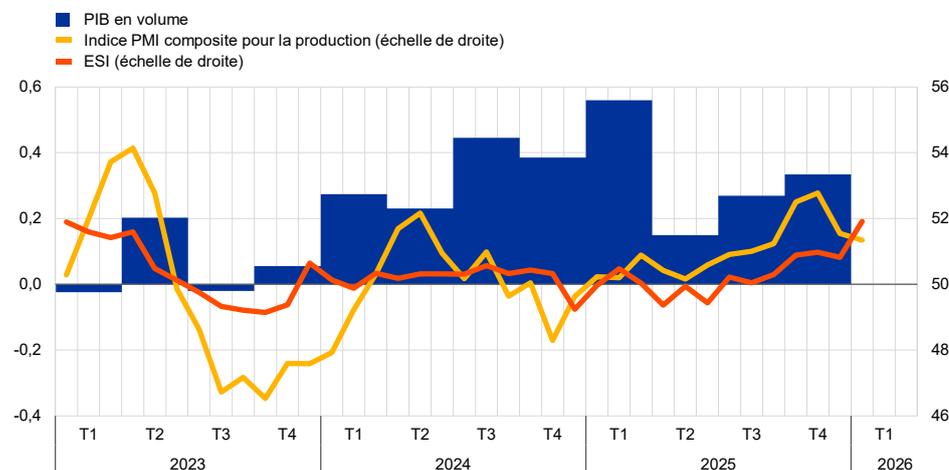
<sup>1</sup> Le taux de croissance annuel s'appuie sur des chiffres corrigés des variations saisonnières et des effets de calendrier. Les données non corrigées ne sont pas disponibles pour tous les États membres inclus dans les estimations rapides du PIB.

<sup>2</sup> Cela signifie que le PIB augmenterait de 0,4 % en 2026 si l'ensemble des taux de croissance trimestriels cette année étaient nuls (c'est-à-dire si le PIB trimestriel demeure au même niveau qu'au quatrième trimestre 2025).

### Graphique 3

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

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



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

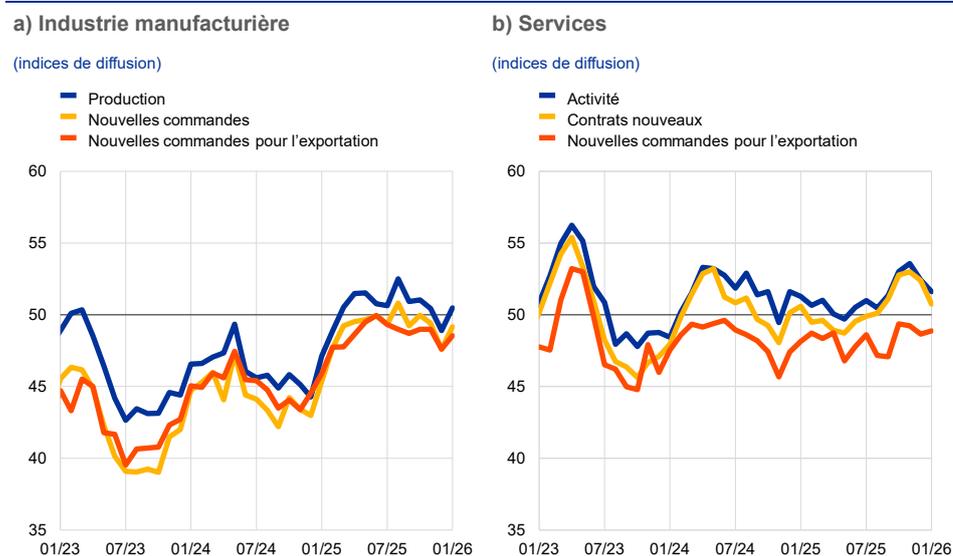
Notes : Les deux lignes indiquent les évolutions mensuelles tandis que les barres représentent des données trimestrielles. S'agissant de l'indice composite des directeurs d'achat (PMI) relatif à la production, la ligne horizontale à 50 marque la ligne de référence neutre qui sépare l'expansion et la contraction. L'indicateur du climat économique (ESI) de la Commission européenne est normé et recalculé pour obtenir la même moyenne et le même écart type que l'indice composite des directeurs d'achat (PMI) pour la production. Les dernières observations se rapportent au quatrième trimestre 2025 pour le PIB en volume et à janvier 2026 pour l'indice PMI relatif à la production et l'ESI.

#### Les données limitées disponibles pour le premier trimestre 2026 font état d'un secteur des services toujours vigoureux et d'un point bas dans le secteur manufacturier.

L'indice composite des directeurs d'achat (PMI) relatif à la production est demeuré globalement stable entre décembre 2025 et janvier 2026, indiquant que la croissance reste modérée, mais à un rythme légèrement plus lent qu'au quatrième trimestre de l'année dernière (graphique 4, partie a). L'indice PMI relatif à la production manufacturière a légèrement augmenté par rapport au quatrième trimestre 2025, ressortant à 50,5 en janvier, ce qui continue d'indiquer une croissance lente ou une stagnation de l'activité. Bien que le secteur manufacturier semble avoir atteint un plancher, il n'y a pas de signe d'une trajectoire claire de reprise à venir en raison des effets défavorables prolongés de la hausse des droits de douane, de l'incertitude toujours élevée et de la récente appréciation de l'euro. D'autres indicateurs, tels que l'indice PMI relatif aux nouvelles commandes, dressent un tableau similaire avec des perspectives à court terme très modérées pour le secteur industriel. Dans le même temps, l'indice PMI relatif à l'activité dans le secteur des services a reculé, revenant d'une moyenne de 53,0 au quatrième trimestre à 51,6 en janvier. Même si cela suggère un ralentissement, le taux de croissance dans les services reste plus élevé que dans le secteur manufacturier, continuant d'aller dans le sens d'une reprise à deux vitesses. Les contacts récents de la BCE avec les sociétés non financières confirment ces perspectives (cf. encadré 5). Globalement, les contacts ont fait état d'une amélioration progressive de la dynamique et de la confiance au cours des derniers mois, avec toutefois des variations notables entre secteurs et pays. La croissance continue d'être principalement tirée par l'activité dans les services et par les dépenses de consommation dans les services plutôt que dans les biens, ainsi que

par la forte croissance des dépenses des entreprises dans les services numériques (en particulier liés à l'IA).

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



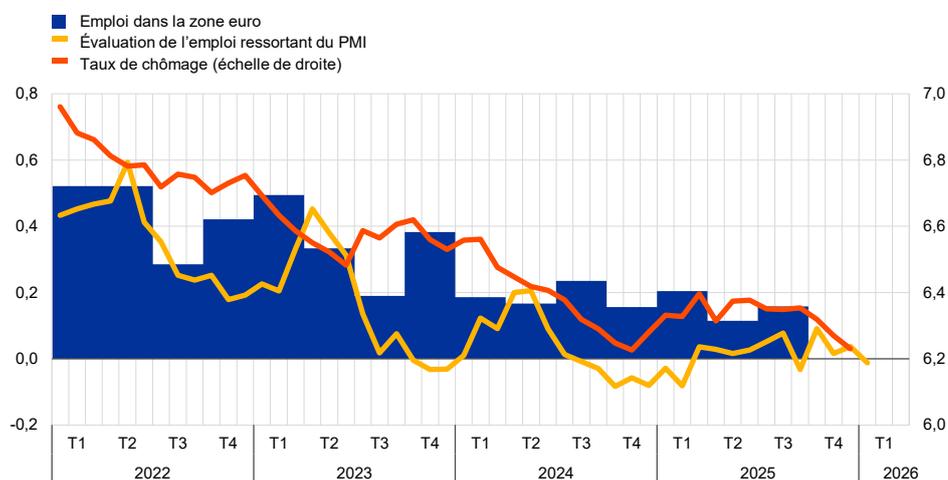
Source : S&P Global Market Intelligence.  
Notes : La ligne horizontale à 50 marque la ligne de référence neutre qui sépare l'expansion et la contraction. Les dernières observations se rapportent à janvier 2026.

**Le marché du travail continue de soutenir la croissance des revenus, même si la demande de main-d'œuvre s'est encore atténuée.** L'emploi a augmenté de 0,2 % au troisième trimestre 2025 et le nombre total d'heures travaillées a crû de 0,4 %, ce qui a permis une légère reprise du nombre moyen d'heures travaillées (graphique 5). En glissement annuel, la décélération de la croissance de l'emploi s'est poursuivie. Dans le même temps, de nouveaux emplois continuent d'être pourvus par des personnes rejoignant la population active. La croissance de la population active s'est ralentie, revenant à 0,0 % au troisième trimestre en glissement trimestriel, bien qu'elle ait augmenté de 0,9 % en glissement annuel. Dans le même temps, le taux de chômage est ressorti à 6,2 % en décembre, après avoir atteint 6,3 % en novembre, et le taux de vacance d'emploi est revenu à 2,2 % au troisième trimestre, en recul par rapport au pic de 3,3 % observé au deuxième trimestre 2022.

## Graphique 5

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

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



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

Notes : Les deux lignes indiquent les évolutions mensuelles tandis que les barres représentent des données trimestrielles. Le PMI est exprimé comme un écart par rapport à 50, puis divisé par 10 pour évaluer la croissance de l'emploi en glissement trimestriel. Les dernières observations se rapportent au troisième trimestre 2025 pour l'emploi, à janvier 2026 pour l'évaluation de l'emploi ressortant du PMI et à décembre 2025 pour le taux de chômage dans la zone euro.

#### Les indicateurs à court terme du marché du travail signalent une faible de croissance de l'emploi au quatrième trimestre 2025.

L'indice composite mensuel des directeurs d'achat (PMI) relatif à l'emploi s'est établi à 50,5 en moyenne au quatrième trimestre, suggérant une faible croissance de l'emploi. Les données pour janvier montrent une détérioration des perceptions relatives à l'emploi. L'indicateur composite est revenu de 50,4 en décembre à 49,9 en janvier, sous l'effet du secteur des services, qui a reculé de 51,3 à 50,5. En revanche, l'indice PMI relatif à l'emploi dans l'industrie manufacturière a augmenté, passant de 47,7 en décembre à 48,1 en janvier.

#### La croissance de la consommation privée s'est probablement renforcée au quatrième trimestre 2025 et devrait rester positive début 2026, comme le montre la hausse des ventes au détail, de la confiance des consommateurs et de l'activité attendue des consommateurs.

La croissance de la consommation s'est ralentie au troisième trimestre, reflétant un affaiblissement de la dynamique dans les services et les biens non durables, contrebalancé en partie par une hausse de la demande de biens durables et semi-durables (graphique 6, partie a). Le taux d'épargne des ménages a légèrement diminué, pour s'établir à 15,1 % au troisième trimestre, la croissance de la consommation ayant dépassé celle du revenu, mais il demeure à un niveau historiquement élevé. Les indicateurs à haute fréquence font état d'un renforcement de la dynamique de la consommation privée au quatrième trimestre (graphique 6, partie b). La croissance des ventes de détail en octobre et novembre s'est améliorée par rapport au troisième trimestre. L'indicateur de la Commission européenne relatif à la confiance des consommateurs demeure au-dessous de sa moyenne historique, mais il a continué de se redresser au quatrième trimestre, en grande partie sous l'effet des améliorations des anticipations des

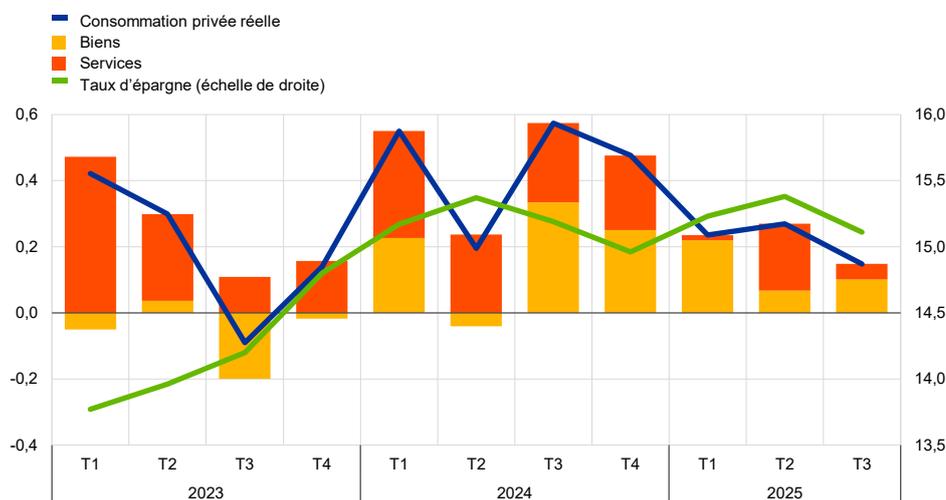
ménages quant à leur situation financière personnelle et à la situation économique globale au cours des 12 prochains mois. De plus, l'« activité attendue des consommateurs », un indice agrégé pondéré de la consommation fondé sur les anticipations pour l'activité au cours des trois prochains mois issues de l'enquête de la Commission européenne auprès des entreprises, s'est améliorée au quatrième trimestre, s'établissant bien au-dessus de son niveau moyen de long terme. Cette évaluation est en outre étayée par l'enquête de la BCE sur les anticipations des consommateurs, qui indique une amélioration de la confiance des consommateurs, ainsi que par les contacts récents de la BCE avec les sociétés non financières, qui signalent une croissance robuste de la consommation de services (cf. encadré 5). Pour la période à venir, la consommation privée devrait continuer de se renforcer, dans un contexte de bilans solides et d'augmentation des revenus réels. Toutefois, l'atonie de la croissance de l'emploi et de l'activité de prêt, conjuguée à une incertitude prolongée, bien qu'en recul, des ménages, pourrait peser sur les dépenses des ménages et contribuer à un taux d'épargne durablement élevé (cf. encadré 3).

## Graphique 6

Consommation et épargne des ménages ; confiance des consommateurs, activité et incertitude attendues, et ventes de détail

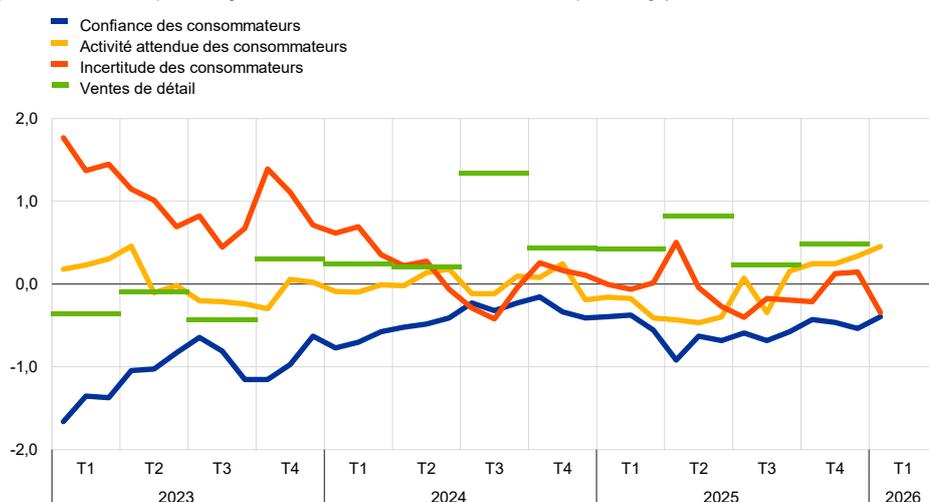
### a) Consommation et épargne des ménages

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



### b) Confiance des consommateurs, incertitude et anticipations, et ventes de détail

(soldes normalisés en pourcentage ; ventes de détail : variations trimestrielles en pourcentage)



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

Notes : Dans la partie a), les contributions de la consommation de biens et de services nationaux sont recalculées pour correspondre à la croissance de la consommation privée réelle dans les principaux comptes nationaux. Dans la partie b), l'« activité attendue des consommateurs » se rapporte à une moyenne pondérée des anticipations des entreprises pour les trois prochains mois s'agissant de la production manufacturière, de l'emploi dans la construction, de l'activité commerciale et de la demande de services, tirées de l'enquête de la Commission européenne auprès des entreprises, pondérée en fonction des parts des secteurs dans la consommation privée de la zone euro tirées des tableaux entrées-sorties FIGARO pour 2023. 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 troisième trimestre 2025 dans la partie a), et à décembre 2025 pour les ventes au détail et janvier 2026 pour tous les autres éléments dans la partie b).

**L'investissement des entreprises devrait avoir continué de croître au tournant de l'année.** Au troisième trimestre 2025, l'investissement des entreprises (hors droits de propriété intellectuelle irlandais) a augmenté de 1,1 % en glissement trimestriel, les actifs corporels et incorporels enregistrant une croissance robuste. La croissance modérée de l'investissement corporel semble s'être poursuivie au

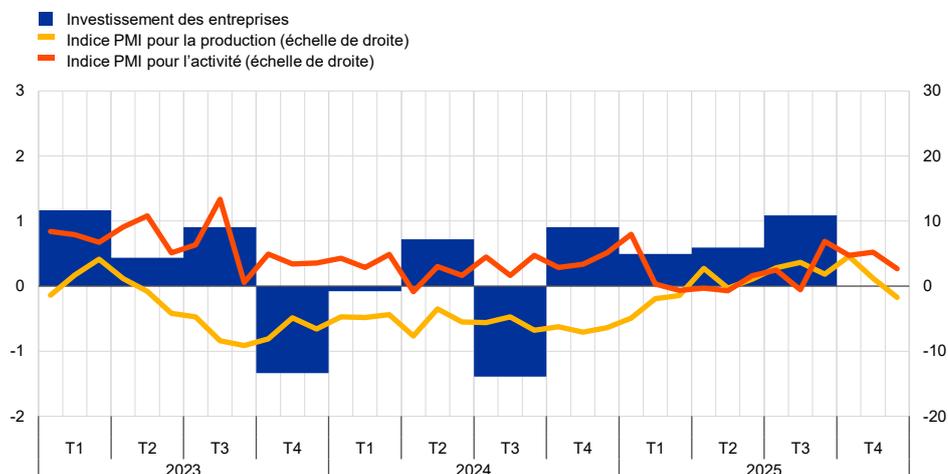
quatrième trimestre 2025, comme le montre l'augmentation de la production de biens d'équipement jusqu'en novembre par rapport au trimestre précédent. Dans le même temps, l'indice PMI relatif à la production de biens d'équipement est revenu au-dessous de 50 en décembre, indiquant un certain ralentissement au tournant de l'année (graphique 7, partie a). En revanche, l'investissement incorporel a maintenu une forte dynamique. Cela se traduit par une forte augmentation de la production de services numériques en octobre par rapport au troisième trimestre, tandis que l'indice PMI relatif à l'activité dans les services incorporels est resté supérieur à 50 pendant tout le quatrième trimestre. Les sociétés contactées ont fait état d'une amélioration progressive des perspectives d'investissement en janvier, notamment pour les projets liés à l'électrification, aux centres de données, à l'énergie et à la défense (cf. encadré 5). Selon l'enquête de janvier 2026 sur la distribution du crédit bancaire dans la zone euro, les principaux facteurs à l'origine de l'investissement sont une normalisation des bénéfices, l'amélioration de la confiance et la dynamique de la demande restée proche de ses normes historiques au cours des derniers trimestres, tandis que les conditions de crédit se sont légèrement durcies. Au cours des prochains trimestres, une hausse continue de la demande, des bénéfices et de la confiance, conjuguée à des mesures de soutien budgétaire et à des bilans solides, devrait soutenir l'investissement.

## Graphique 7

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

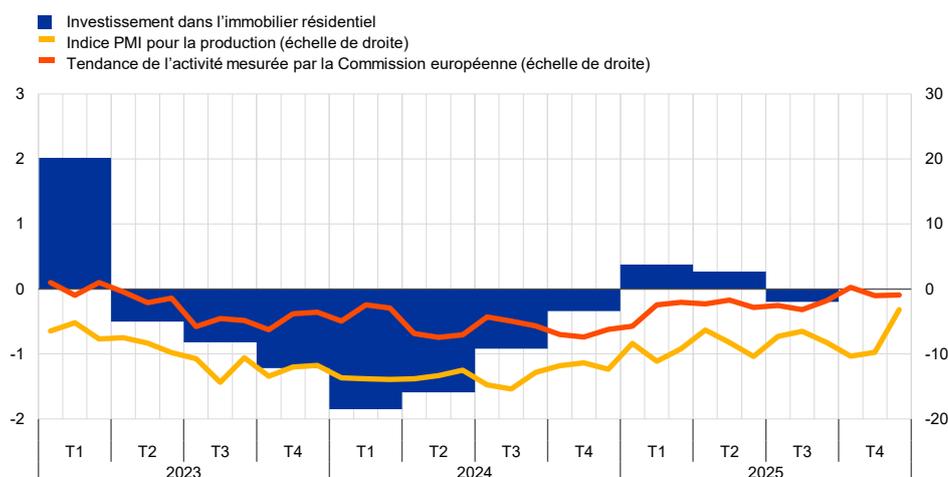
#### a) Investissement des entreprises

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



#### b) Investissement dans l'immobilier résidentiel

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



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

Notes : Les courbes indiquent les évolutions mensuelles, tandis que les barres se rapportent aux données trimestrielles. Les indices PMI sont exprimés en termes d'écart par rapport à 50. Dans la partie a), l'investissement des entreprises est mesuré par l'investissement hors construction en excluant les actifs incorporels irlandais. L'indice PMI relatif à la production se rapporte au secteur des biens d'équipement et l'indice PMI relatif à l'activité concerne la programmation informatique, les services de conseil et les activités connexes. Dans la partie b), la courbe correspondant à l'indicateur relatif à la tendance de l'activité élaboré par la Commission européenne se rapporte à la moyenne pondérée de l'évaluation de la tendance de l'activité par les secteurs de la construction de bâtiments et de la construction spécialisée par rapport aux trois mois précédents, recalculée pour avoir le même écart type que le PMI. La courbe correspondant au PMI relatif à la production se rapporte à l'activité dans l'immobilier résidentiel. Les dernières observations se rapportent au troisième trimestre 2025 pour l'investissement et à décembre 2025 pour l'indice PMI et l'indicateur de la Commission européenne.

**Selon les estimations, l'investissement dans l'immobilier résidentiel a recommencé à se redresser au quatrième trimestre 2025 et début 2026.** Après une légère contraction, de 0,2 % en glissement trimestriel au troisième trimestre 2025, les indicateurs à court terme suggèrent que cette baisse a été temporaire. La production dans la construction de bâtiments et les activités de construction spécialisées ont augmenté de 0,7 % au quatrième trimestre 2025 par rapport au troisième trimestre. Les indicateurs tirés d'enquêtes sur l'activité dans la

construction confirment cette tendance positive : l'indicateur de la Commission européenne relatif à la tendance de l'activité s'est progressivement amélioré, et l'indice PMI relatif à la production de logements a fortement augmenté, même s'il continue de signaler une contraction (graphique 7, partie b). De plus, dans l'ensemble, les contacts récents de la BCE avec les entreprises de la construction et leurs fournisseurs font état d'améliorations modérées de l'activité dans la construction de logements. Globalement, ces évolutions suggèrent une poursuite de la reprise de la demande de logements. Face à cette reprise de la demande, un nombre croissant d'entreprises du secteur de la construction ont déclaré des contraintes de main-d'œuvre au cours des derniers trimestres. Dans le même temps, l'enquête de la Commission européenne auprès des entreprises montre que les anticipations relatives à l'emploi dans le secteur de la construction ont augmenté au quatrième trimestre 2025, atteignant leur plus haut niveau depuis le deuxième trimestre 2023. Cela indique que les entreprises anticipent une reprise soutenue de la demande à court terme. Dans le même temps, les anticipations relatives aux taux hypothécaires ont légèrement augmenté en décembre, selon l'enquête sur les anticipations des consommateurs, en phase avec une stabilisation ces derniers mois de la part des participants à l'enquête qui considèrent l'immobilier résidentiel comme un bon investissement. Néanmoins, les effets du récent assouplissement de la politique monétaire ne s'étant pas encore pleinement exercés sur l'investissement dans l'immobilier résidentiel (cf. encadré 4), sa reprise progressive devrait se poursuivre au-delà du court terme.

**Les exportations de la zone euro, qui restent freinées par les droits de douane américains, l'appréciation de l'euro et la faible demande mondiale, affichent une contraction de 0,1 % sur la période de trois mois s'achevant en**

**octobre 2025.** La hausse globale des exportations vers les États-Unis a résulté d'une forte augmentation des exportations irlandaises de produits pharmaceutiques liés aux médicaments favorisant la perte de poids en septembre, qui a largement compensé la baisse des autres exportations vers ce pays. Les exportations vers d'autres destinations sont restées modérées, dans un contexte d'appréciation du taux de change et de pertes continues de parts de marché à l'exportation dans de nombreux pays destinataires et secteurs. Les indicateurs prospectifs soulignent une faiblesse continue des commandes à l'exportation dans le secteur manufacturier. Les volumes d'importations de la zone euro ont enregistré une baisse significative de 1,1 % sur la période de trois mois s'achevant en octobre 2025, à l'exception des importations en provenance de Chine, qui continuent d'être soutenues par des prix très compétitifs, une surcapacité manufacturière et une dépréciation du taux de change par rapport à l'euro. Dans le même temps, les restrictions aux exportations chinoises mettent en évidence les vulnérabilités des chaînes d'approvisionnement, la Chine demeurant un fournisseur essentiel de terres rares essentielles pour les industries de la zone euro, tandis que les indicateurs tirés d'enquêtes font état d'un certain allongement des délais de livraison des fournisseurs, en particulier dans les secteurs qui dépendent de fournisseurs externes pour les composants critiques.

**Au-delà du court terme, sauf volatilité inattendue, l'activité de la zone euro devrait poursuivre sa reprise progressive.** Sur l'horizon de projection plus long, la demande intérieure devrait rester le principal moteur de la croissance, comme le

reflètent les projections macroéconomiques de décembre 2025 établies par les services de l'Eurosystème pour la zone euro. L'augmentation des revenus du travail, conjuguée à la baisse du taux d'épargne des ménages, devrait stimuler la consommation privée. L'investissement des entreprises devrait encore se renforcer, et les enquêtes indiquent que les entreprises investissent de plus en plus dans les nouvelles technologies numériques. En outre, les dépenses publiques importantes dans l'infrastructure et la défense devraient également contribuer à la demande intérieure. Toutefois, l'environnement extérieur reste difficile en raison de droits de douane plus élevés et d'un euro plus fort l'année passée.

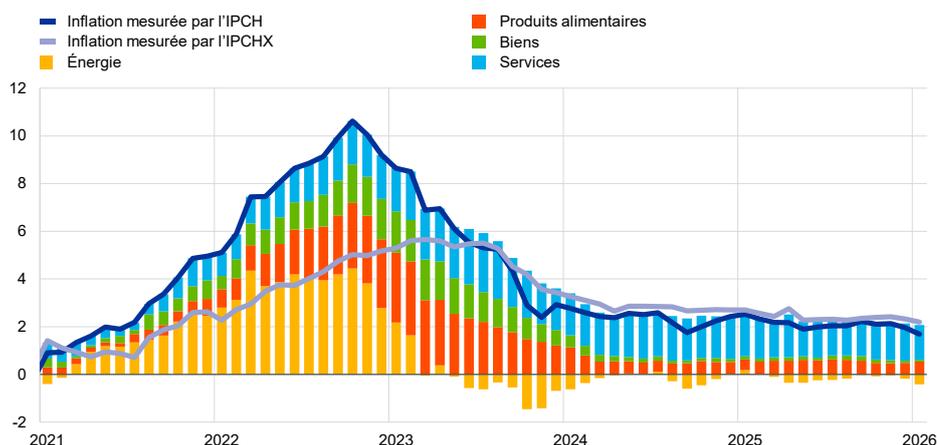
L'inflation totale annuelle dans la zone euro s'est établie à 1,7 % en janvier 2026, en baisse après 2,0 % en décembre 2025, en raison d'un ralentissement de l'inflation dans le secteur de l'énergie et de l'inflation hors énergie et produits alimentaires<sup>3</sup>. Les indicateurs de l'inflation sous-jacente ont peu évolué ces derniers mois et restent conformes à la cible du Conseil des gouverneurs de 2 % à moyen terme. La croissance annuelle de la rémunération par tête s'est établie à 4,0 % au troisième trimestre 2025, sans changement par rapport au trimestre précédent. La croissance des salaires négociés et les indicateurs prospectifs, tels que l'outil de suivi des salaires de la BCE et les résultats d'enquêtes sur les anticipations relatives aux salaires, font état d'une poursuite de la modération des coûts de main-d'œuvre. La plupart des mesures des anticipations d'inflation à plus long terme continuent de s'établir autour de 2 %, soutenant la stabilisation de l'inflation autour de la cible.

**L'inflation totale annuelle dans la zone euro, mesurée par l'indice des prix à la consommation harmonisé (IPCH), est revenue à 1,7 % en janvier 2026, après 2,0 % en décembre 2025 (graphique 8).** Cette baisse reflète un ralentissement de l'inflation dans le secteur de l'énergie et de l'inflation mesurée par l'IPCH hors énergie et produits alimentaires (IPCHX). Au quatrième trimestre 2025, l'inflation totale dans la zone euro s'est établie à 2,1 %, globalement en ligne avec les projections macroéconomiques de décembre 2025 établies par les services de l'Eurosystème pour la zone euro.

### Graphique 8

#### Inflation totale et ses composantes principales

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



Sources : Eurostat et calculs de la BCE.

Notes : La rubrique « Biens » se rapporte aux biens industriels non énergétiques. IPCHX : IPCH hors énergie et produits alimentaires. Les dernières observations se rapportent à janvier 2026 (estimation rapide).

<sup>3</sup> Le 4 février 2026, plusieurs modifications méthodologiques de l'IPCH sont entrées en vigueur. L'indice est désormais calculé selon la nouvelle classification européenne des fonctions de consommation des ménages, version 2 (ECOICOP 2). Les modifications comprennent également une révision des pondérations historiques, l'ajout d'une nouvelle rubrique pour les jeux de hasard dans la couverture des produits de l'IPCH, et le changement de base de l'indice pour intégrer la nouvelle année de référence : 2025=100.

**La variation des prix de l'énergie est demeurée négative en janvier 2026, revenant à - 4,1 %, après - 1,9 % en décembre 2025.** Cette diminution résulte principalement d'un important effet de base baissier, les prix de l'énergie ayant augmenté en glissement mensuel, mais plus lentement qu'en janvier 2025. Les données disponibles jusqu'en décembre 2025 relatives aux principales sous-composantes énergétiques montrent un recul des taux de croissance annuels des prix de l'électricité, du gaz et des carburants destinés aux transports, ces derniers enregistrant la baisse la plus forte.

**La hausse des prix des produits alimentaires s'est accentuée, à 2,7 % en janvier 2026, après 2,5 % en décembre 2025.** Cette augmentation résulte de l'accélération de l'inflation dans le secteur des produits alimentaires non transformés, qui est ressortie à 4,2 % en janvier, après 3,5 % en décembre, reflétant une évolution en glissement mensuel non corrigée des variations saisonnières plus prononcée qu'habituellement en janvier. Sur la même période, la hausse des prix des produits alimentaires transformés est restée inchangée à 2,1 %.

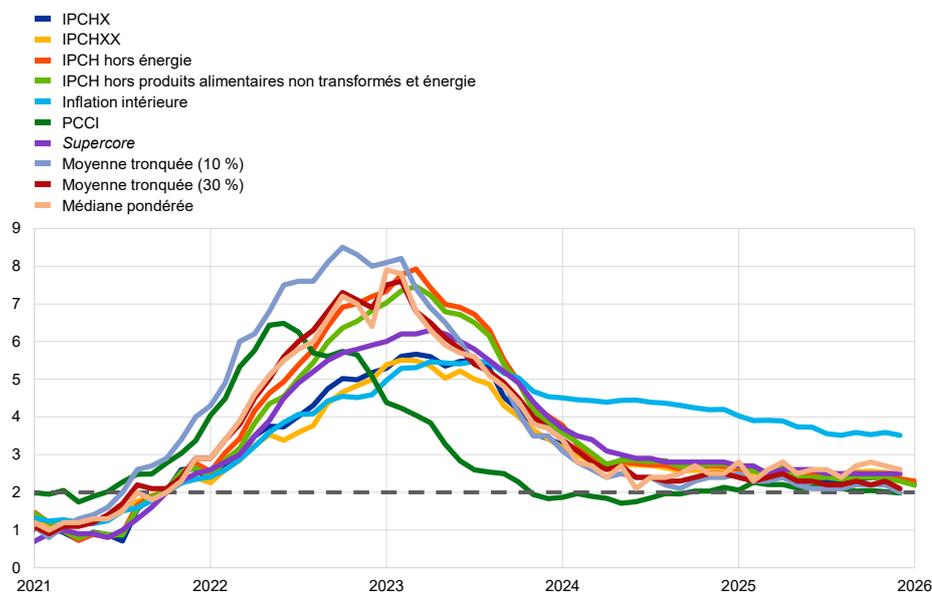
**L'inflation mesurée par l'IPCHX est revenue à 2,2 % en janvier 2026, après 2,3 % en décembre 2025.** Cette baisse reflète une diminution du taux de croissance annuel pour les services, qui a été en partie compensée par une légère augmentation de celui des biens industriels non énergétiques. L'inflation dans le secteur des services s'est encore ralentie, à 3,2 % en janvier, après 3,4 % en décembre et 3,5 % en novembre. Selon les données jusqu'à décembre, ce ralentissement de l'inflation dans les services est principalement dû à des baisses des taux de croissance annuels dans la sous-composante loisirs, en particulier pour les voyages organisés et les services d'hébergement, qui ont été partiellement contrebalancées par une hausse du taux de croissance annuel des prix des services de transport. En revanche, l'inflation pour les biens industriels non énergétiques s'est accentuée en janvier, à 0,4 %, alors qu'elle était revenue à 0,3 % en décembre après 0,5 % en novembre. Le taux de croissance relativement faible enregistré en décembre par rapport à novembre est dû à une baisse des taux de croissance annuels des prix des biens semi-durables et des biens non durables.

**Les indicateurs de l'inflation sous-jacente sont restés conformes à la cible du Conseil des gouverneurs de 2 % à moyen terme en décembre 2025 et janvier 2026 (graphique 9).** En décembre 2025, les valeurs des indicateurs étaient comprises entre 2,0 % et 2,6 %. De novembre à décembre, la plupart des mesures de l'inflation reposant sur des exclusions ont soit diminué de 0,1 point de pourcentage, soit elles sont restées inchangées. L'IPCHX hors postes liés aux voyages, à l'habillement et à la chaussure est demeuré inchangé, à 2,5 %. Au cours de la même période, les moyennes tronquées ont diminué de 0,2 point de pourcentage. S'agissant des mesures fondées sur des modèles, la composante persistante et commune de l'inflation est restée inchangée, à 2,0 %, et l'indicateur *Supercore* (qui inclut les rubriques de l'IPCH sensibles au cycle d'activité) est ressorti à 2,5 % pour le sixième mois de suite. L'inflation intérieure, qui recouvre les composantes à faible contenu en importations, a légèrement diminué, revenant à 3,5 % en décembre après 3,6 % en novembre. Les données déjà disponibles pour janvier 2026 montrent que la plupart des mesures reposant sur des exclusions ont

diminué de 0,1 point de pourcentage par rapport à décembre 2025. L'IPCH hors énergie est revenu de 2,4 % en décembre à 2,3 % en janvier.

### Graphique 9 Indicateurs de l'inflation sous-jacente

(variations annuelles en pourcentage)



Sources : Eurostat et calculs de la BCE.

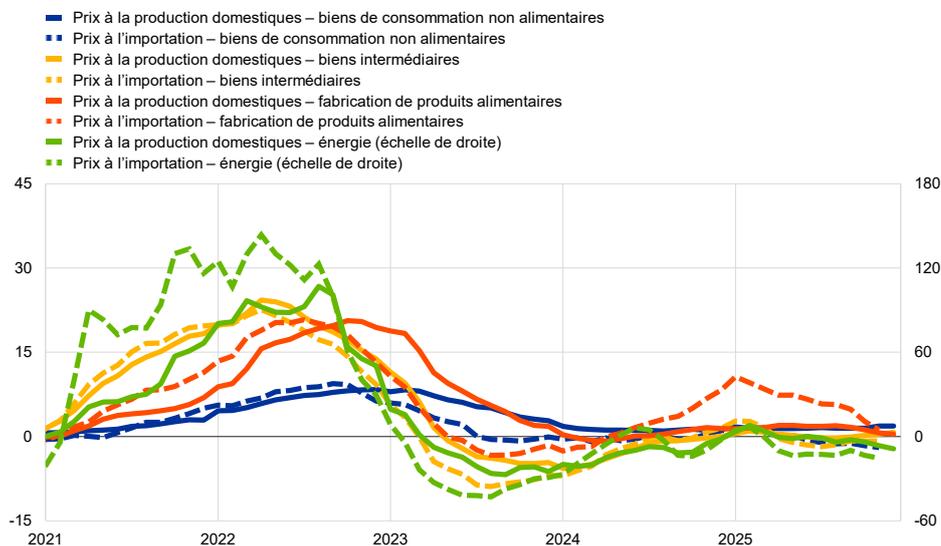
Notes : IPCHX : IPCH hors énergie et produits alimentaires ; IPCHXX : IPCHX hors composantes liées au voyage, à l'habillement et à la chaussure ; PCCI : composante persistante et commune de l'inflation (*Persistent and Common Component of Inflation*). La ligne grise en pointillés représente la cible d'inflation de 2 % à moyen terme du Conseil des gouverneurs. Les dernières observations se rapportent à janvier 2026 (estimation rapide) pour l'IPCHX, l'IPCH hors énergie et l'IPCH hors produits alimentaires non transformés et énergie, et à décembre 2025 pour les autres mesures.

**Les derniers indicateurs relatifs aux tensions en amont suggèrent que les tensions inflationnistes sur les prix des biens sont globalement inchangées (graphique 10).** En amont de la chaîne des prix, la variation des prix à la production pour les ventes domestiques de biens intermédiaires est ressortie à  $-0,8$  % en décembre, après  $0,4$  % en novembre, tandis que la variation des prix à l'importation pour les biens intermédiaires est demeurée inchangée, à  $-0,8$  % en novembre pour le troisième mois de suite. En aval de la chaîne des prix, pour les biens de consommation non alimentaires, le taux de variation annuel des prix à la production est demeuré inchangé, à  $1,8$  % en décembre, tandis que celui des prix à l'importation est devenu encore plus négatif, revenant de  $-1,6$  % en octobre à  $-2,0$  % en novembre. S'agissant des produits alimentaires manufacturés, le taux de croissance annuel des prix à la production est revenu à  $0,4$  % en décembre, après  $0,6$  % en novembre, et celui des prix à l'importation de  $2,7$  % en octobre à  $1,1$  % en novembre, ce qui indique une atténuation des tensions sur les coûts dans un contexte de baisse des prix internationaux des matières premières alimentaires. Dans l'ensemble, la dynamique plus faible des prix à l'importation reflète l'appréciation de l'euro et des pressions à la baisse liées à l'importation de biens moins chers en provenance de Chine, tandis que la dynamique des prix à la production domestiques est restée plus persistante.

## 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 décembre 2025 pour les prix à la production domestiques et à novembre 2025 pour les prix à l'importation.

**Les tensions d'origine interne sur les coûts, mesurées par la croissance du déflateur du PIB, sont restées inchangées au troisième trimestre 2025, après s'être inscrites en baisse continue pendant deux ans (graphique 11).** Le taux de croissance annuel du déflateur du PIB est demeuré globalement stable à 2,4 % au troisième trimestre 2025, reflétant des contributions inchangées des coûts unitaires de main-d'œuvre et des bénéfices unitaires, mais une contribution légèrement plus faible des impôts unitaires. Le taux de croissance annuel des coûts unitaires de main-d'œuvre est ressorti à 3,3 % au troisième trimestre, après 3,1 % au deuxième trimestre. Cela résulte d'une baisse de la productivité du travail sur la même période, de 0,8 % à 0,7 %, tandis que le taux de croissance de la rémunération par tête est resté inchangé, à 4,0 %. Le ralentissement de la croissance des salaires négociés, de 4,0 % au deuxième trimestre à 1,9 % au troisième trimestre, a été contrebalancé par une augmentation de la composante glissement des salaires, de – 0,3 point de pourcentage à 1,9 point de pourcentage sur la même période. À plus long terme, l'outil de suivi des salaires de la BCE, actualisé avec les données relatives aux accords salariaux négociés jusqu'à mi-janvier 2026, suggère que les tensions sur la croissance des salaires s'atténueront, la croissance des salaires ressortant à 3,1 % au quatrième trimestre 2025 et à 3,0 % sur l'ensemble de l'année, avant de se modérer davantage pour s'établir à 2,7 % pour l'année 2026 <sup>4</sup>. Cette modération est aussi confirmée par les derniers indicateurs tirés d'enquêtes relatifs à la croissance des salaires, tels que les résultats de l'enquête téléphonique menée par la BCE auprès des entreprises, qui suggèrent que la croissance des salaires devrait s'établir à 3,2 % en 2025 (0,1 point de pourcentage de moins que lors de la précédente

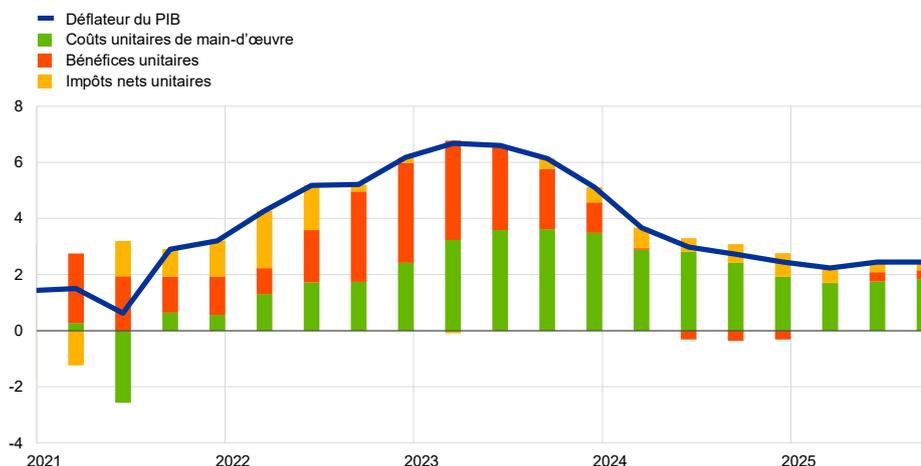
<sup>4</sup> Pour plus de détails, cf. « [Publication de nouvelles données : l'outil de suivi des salaires de la BCE continue de suggérer une normalisation des tensions sur les salaires négociés en 2026](#) », communiqué de presse, BCE, 11 février 2026.

campagne d'enquête) puis à 2,7 % en 2026 (0,1 point de pourcentage de plus que lors de la précédente campagne d'enquête) et à 2,5 % en 2027 <sup>5</sup>.

### Graphique 11

#### Décomposition du déflateur du PIB

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



Sources : Eurostat et calculs de la BCE.

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

**Les anticipations d'inflation à long terme des prévisionnistes professionnels et des analystes monétaires sont demeurées stables autour de 2 %, tandis que les anticipations et perceptions d'inflation des consommateurs à court terme ont globalement peu évolué en décembre 2025.** Les médianes des anticipations d'inflation à long terme tirées de l'enquête de la BCE auprès des analystes monétaires (*Survey of Monetary Analysts, SMA*) pour février 2026 et de l'enquête auprès des prévisionnistes professionnels (*Survey of Professional Forecasters, SPF*) pour le premier trimestre 2026 sont demeurées inchangées, à 2 % (graphique 12, partie a). S'agissant des anticipations et des perceptions d'inflation à court terme des consommateurs, selon l'enquête de la BCE sur les anticipations des consommateurs (*Consumer Expectations Survey, CES*) pour décembre 2025, le taux médian de l'inflation perçue au cours des douze mois précédents s'est établi à 3,2 %, soit 0,1 point de pourcentage de plus qu'en novembre. Les anticipations médianes d'inflation sont demeurées inchangées depuis novembre pour l'horizon à 12 mois (à 2,8 %), tandis qu'à trois ans, elle se sont inscrites en légère hausse, à 2,6 % après 2,5 % le mois précédent (graphique 12, partie b). Les anticipations d'inflation à cinq ans se sont inscrites à 2,4 %, après 2,2 % sur la même période.

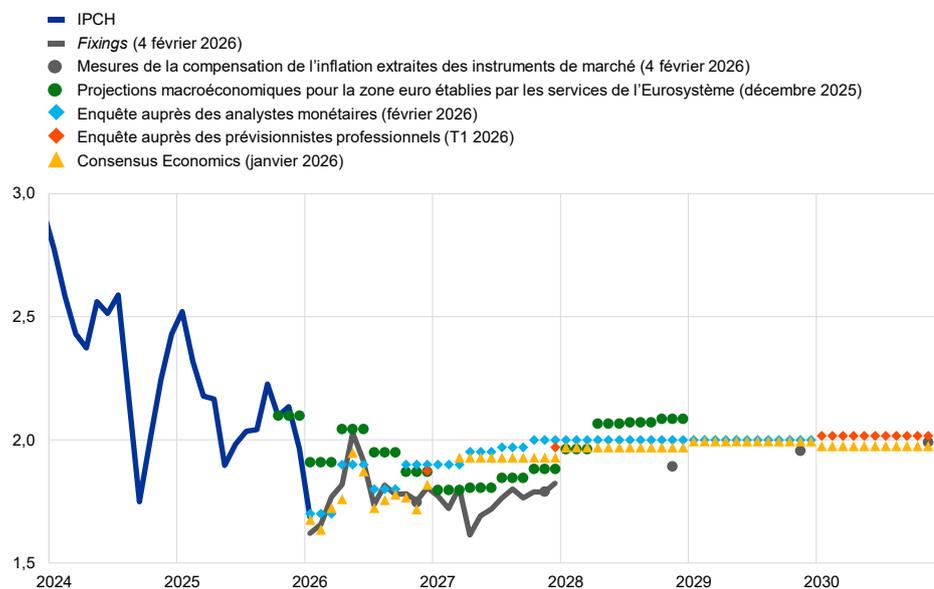
<sup>5</sup> Pour plus d'informations, cf. l'encadré 5 du présent *Bulletin économique*.

## Graphique 12

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

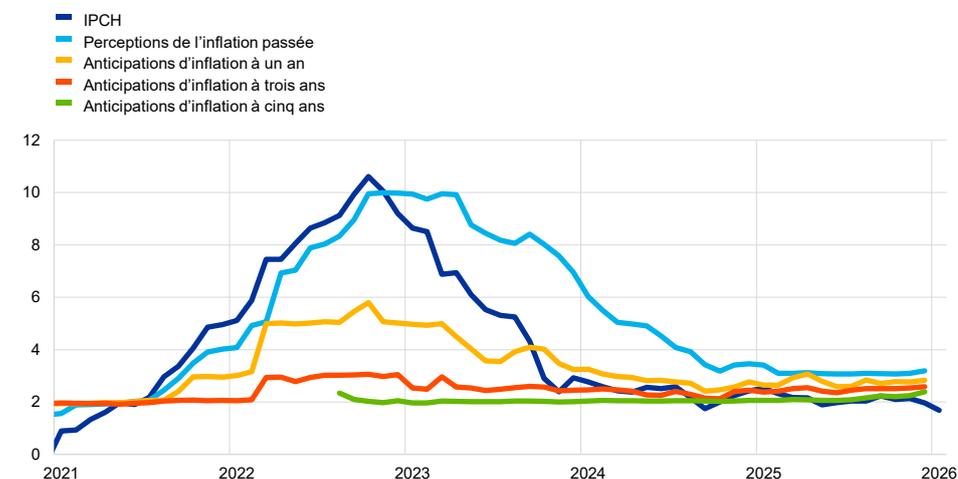
#### a) Inflation totale, mesures de la compensation de l'inflation extraites des instruments de marché, projections d'inflation et indicateurs des anticipations d'inflation tirés d'enquêtes

(variations annuelles en pourcentage)



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

(variations annuelles en pourcentage)



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

Notes : Dans la partie a), la série relative aux mesures de la compensation de l'inflation extraites des instruments de marché se fonde sur le taux au comptant à un an, sur les taux anticipés à un an dans un an, à un an dans deux ans, à un an dans trois ans et à un an dans quatre ans. Pour les mesures de la compensation de l'inflation extraites des instruments de marché, les observations se rapportent au 4 février 2026. Les *fixings* d'inflation correspondent à des contrats de *swaps* liés à des publications mensuelles spécifiques de la variation annuelle de l'IPCH hors tabac dans la zone euro. L'enquête auprès des prévisionnistes professionnels (EPP) pour le premier trimestre 2026 a été réalisée entre le 7 et le 12 janvier 2026. L'enquête auprès des analystes monétaires pour février 2026 a été réalisée entre le 19 et le 21 janvier. La date d'arrêt pour les prévisions à long terme de Consensus Economics est le 12 janvier 2026. Les projections macroéconomiques de décembre 2025 établies par les services de l'Eurosystème pour la zone euro ont été finalisées le 3 décembre 2025 et la date d'arrêt des hypothèses techniques est le 26 novembre 2025. Dans la partie b), les lignes pour l'enquête sur les anticipations des consommateurs représentent les taux médians. Les dernières observations se rapportent à janvier 2026 (estimation rapide) pour l'IPCH et à décembre 2025 pour les autres mesures.

#### Depuis la réunion du Conseil des gouverneurs du 18 décembre 2025, les mesures de la compensation de l'inflation extraites des instruments de marché

**ont augmenté pour le court terme, mais continuent de signaler une inflation légèrement inférieure à 2 %, tandis que les anticipations à plus long terme demeurent bien ancrées (graphique 12, partie a).** Au cours de la période sous revue, les *fixings* d'inflation, qui sont des contrats de *swaps* liés à l'IPCH hors tabac, ont légèrement augmenté pour le premier semestre 2026 et ont été plus élevés pour le second semestre de l'année en raison du renchérissement de l'énergie et des métaux industriels. Cela signifie que les investisseurs s'attendaient à ce que l'inflation atteigne un point bas au cours des premiers mois de l'année, avant de rebondir, pour atteindre une moyenne de 1,8 % environ sur l'ensemble de l'année. De plus, le taux des *swaps* indexés sur l'inflation à un an dans un an est ressorti à 1,8 %. Les anticipations d'inflation à plus long terme extraites des instruments de marché sont demeurées solidement ancrées à la cible d'inflation du Conseil des gouverneurs, comme le reflète le taux des *swaps* indexés sur l'inflation à cinq ans dans cinq ans, corrigé de la prime de risque d'inflation, qui s'est établi à un niveau proche de 2 %.

## 4 Évolutions sur les marchés financiers

*Les marchés financiers de la zone euro ont enregistré quelques épisodes de volatilité au cours de la période sous revue allant du 18 décembre 2025 au 4 février 2026. Les anticipations relatives aux taux d'intérêt ont diminué dans un contexte de tensions commerciales et géopolitiques renouvelées. Cependant, à mesure que ces tensions se sont atténuées, la baisse des anticipations s'est en partie inversée. Dans l'ensemble, la courbe à terme des taux sans risque a terminé la période sous revue à un niveau légèrement inférieur sur les échéances courtes, ce qui suggère que les marchés n'anticipaient aucune modification des taux directeurs en 2026. Les taux sans risque nominaux à moyen et à long terme dans la zone euro ont légèrement diminué au cours de la période sous revue, tandis que les écarts de rendement des obligations souveraines étaient généralement stables et ont continué d'être soutenus par la croissance économique résiliente et par une robuste demande d'obligations souveraines à rendement élevé. Les marchés d'actions des deux côtés de l'Atlantique ont temporairement subi des pressions à la baisse du fait de la montée des tensions géopolitiques. Toutefois, les cours des actions de la zone euro se sont ensuite redressés et ont globalement augmenté au cours de la période sous revue. Les écarts de rendement des obligations d'entreprises se sont encore légèrement resserrés, demeurant comprimés d'un point de vue historique. Sur les marchés des changes, l'euro s'est légèrement apprécié vis-à-vis du dollar américain, bien qu'il se soit légèrement affaibli sur une base pondérée des échanges commerciaux.*

**Les taux sans risque à terme dans la zone euro ont fléchi sur les échéances courtes, et ont également affiché un recul modéré sur les échéances plus longues.** Le taux de référence à court terme de l'euro (€STR) s'est maintenu à 1,93 % à la fin de la période sous revue, à la suite de la décision du Conseil des gouverneurs, lors de sa réunion du 18 septembre 2025, de laisser les trois taux d'intérêt directeurs de la BCE inchangés. L'excédent de liquidité a diminué de 36 milliards d'euros environ pour s'établir à 2 434 milliards. Cette évolution reflète principalement la réduction des portefeuilles de titres détenus à des fins de politique monétaire, l'Eurosystème ne réinvestissant plus les remboursements au titre du principal des titres arrivant à échéance dans ses programmes d'achats d'actifs. La courbe à terme de l'€STR s'est déplacée vers le bas en janvier, dans un contexte de tensions commerciales et géopolitiques. Cependant, ce déplacement à la baisse s'est partiellement inversé à mesure que les tensions se sont atténuées. Dans l'ensemble, à la fin de la période sous revue, la courbe à terme de l'€STR indiquait que les marchés n'anticipaient aucune modification à la hausse ou à la baisse des taux directeurs cette année, et qu'ils intégraient dans leurs prix un relèvement des taux moins prononcé au-delà de 2026. Par conséquent, le taux nominal des *swaps* au jour le jour (OIS) à dix ans a fléchi d'environ 4 points de base, s'établissant à 2,6 % à la fin de la période sous revue.

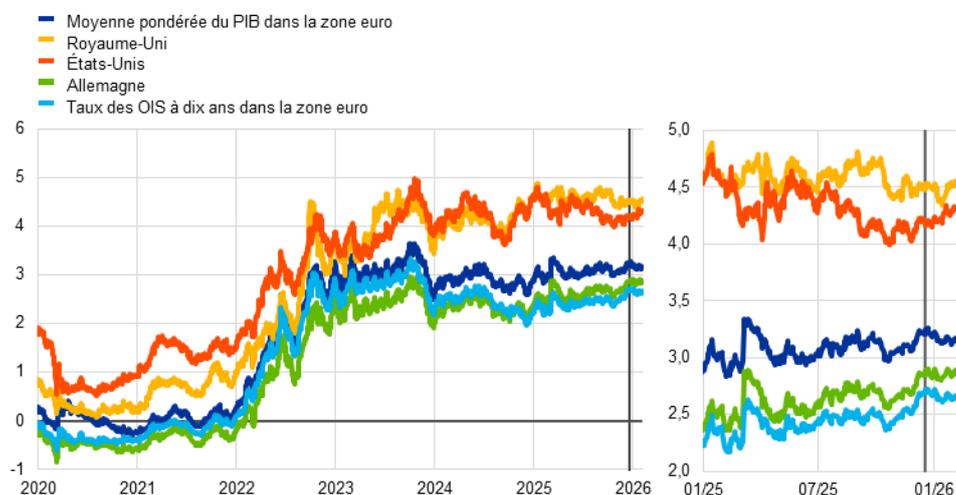
**Les écarts de rendement des obligations souveraines de la zone euro sont restés globalement inchangés, continuant à bénéficier de l'amélioration des fondamentaux et d'une forte demande d'obligations souveraines à rendement élevé (graphique 13).** Le rendement pondéré du PIB des obligations souveraines à

dix ans de la zone euro a fléchi de 5 points de base au cours de la période sous revue, tandis que les écarts entre les rendements des obligations souveraines à dix ans de la zone euro et les taux OIS sans risque sont demeurés globalement stables. Les tensions géopolitiques et l'incertitude autour des échanges commerciaux ont contribué à la volatilité des marchés. Cependant, ces turbulences, de même que la réévaluation à la hausse des obligations d'État japonaises à échéance longue, n'ont eu qu'un impact limité sur les emprunteurs souverains de la zone euro, qui ont continué d'être soutenus par des données économiques résilientes et la vigueur de la demande d'obligations souveraines à rendement élevé. Parmi les principaux pays de la zone euro, les rendements souverains français ont enregistré la plus forte baisse au cours de la période sous revue, diminuant d'environ 10 points de base dans un contexte d'atténuation de l'incertitude politique. Dans l'ensemble, la dispersion entre pays des rendements des obligations souveraines dans la zone euro reste à des niveaux historiquement bas. En dehors de la zone euro, le rendement des titres du Trésor américain à dix ans a augmenté de 16 points de base au cours de la période sous revue, ressortant à 4,3 %, tandis que le rendement des obligations souveraines à dix ans au Royaume-Uni a augmenté de 7 points de base pour s'établir à 4,6 %.

### Graphique 13

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

(en pourcentage annuel)



Sources : LSEG et calculs de la BCE.

Notes : La ligne verticale grise indique le début de la période sous revue (18 décembre 2025). Les dernières observations se rapportent au 4 février 2026.

**Les prix des actions de la zone euro se sont inscrits en hausse au cours de la période sous revue, malgré plusieurs baisses temporaires provoquées par les tensions géopolitiques et l'incertitude relative aux échanges commerciaux.** Au plus fort de ces frictions, les marchés d'actions des deux côtés de l'Atlantique ont enregistré des cessions massives, avant de rebondir à mesure que ces tensions s'atténuèrent légèrement. Dans l'ensemble, les indices boursiers de la zone euro ont augmenté de 4,5 % au cours de la période sous revue, les actions des sociétés financières et non financières ayant respectivement augmenté de 4,9 % et de 3,8 %.

Les tensions géopolitiques élevées ont continué de doper les actions du secteur de la défense. Les actions des secteurs bénéficiant de la hausse des dépenses en capital, tels que les services collectifs et les télécommunications, ont affiché de meilleures performances que leurs pairs, sous l'effet des anticipations d'augmentation des investissements dans les infrastructures et l'intelligence artificielle. Les marchés d'actions américains se sont renforcés d'environ 1,5 % au cours de la période sous revue, avec des hausses de 1,6 % pour les SNF et de 0,2 % pour les sociétés financières.

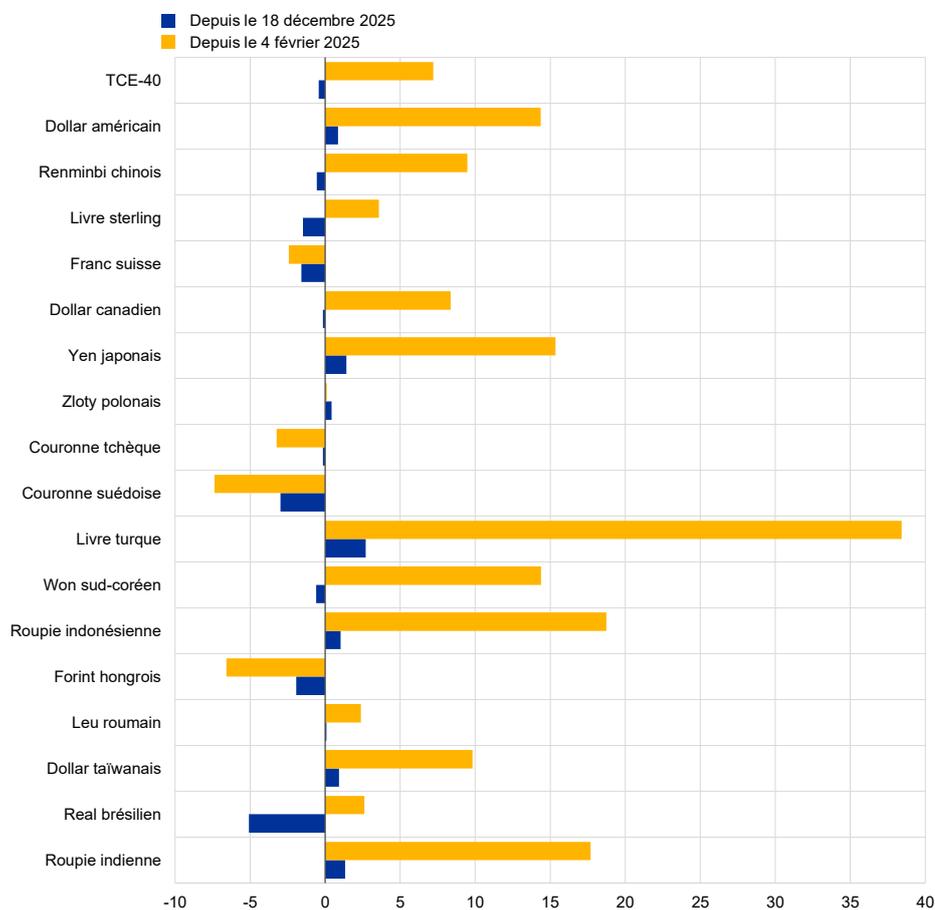
**Les écarts de rendement des obligations des entreprises de la zone euro sont restés à des niveaux comprimés d'un point de vue historique, et se sont encore légèrement resserrés au cours de la période sous revue.** Les écarts de rendement sur le compartiment bien noté et le compartiment à rendement élevé se sont respectivement réduits de 5 et de 11 points de base. Sur le compartiment bien noté, les écarts de rendement des obligations émises par les SNF ont diminué de 5 points de base, tandis que ceux des obligations émises par les sociétés financières se sont resserrés de 7 points de base. Dans le compartiment à rendement élevé, les écarts de rendement se sont réduits de 10 points de base pour les SNF et de 14 points de base pour les sociétés financières.

**Sur les marchés des changes, l'euro s'est légèrement apprécié vis-à-vis du dollar américain, bien qu'il se soit légèrement affaibli sur une base pondérée des échanges commerciaux (graphique 14).** Au cours de la période sous revue, le taux de change effectif nominal de l'euro, mesuré par rapport aux devises des 40 principaux partenaires commerciaux de la zone euro, s'est légèrement affaibli (– 0,4 %). L'euro s'est légèrement apprécié (+ 0,9 %) par rapport au dollar, atteignant temporairement son plus haut niveau depuis mi-2021, du fait des tensions géopolitiques et des incertitudes autour des échanges commerciaux. Parmi les grandes devises et les devises des marchés émergents, l'euro s'est légèrement déprécié par rapport au renminbi chinois (– 0,6 %), à la livre sterling (– 1,5 %), dans un contexte d'amélioration des performances macroéconomiques au Royaume-Uni, ainsi que vis-à-vis du franc suisse (– 1,6 %), reflétant le maintien du statut de valeur refuge de cette devise. Ces évolutions ont été partiellement compensées par l'appréciation (+ 1,4 %) par rapport au yen japonais, sous l'effet de l'évolution de la situation politique au Japon.

## Graphique 14

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

(variations en pourcentage)



Source : Calculs de la BCE.

Notes : Le « TCE-40 » est le taux de change effectif nominal de l'euro par rapport aux monnaies des 40 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 4 février 2026.

## 5 Conditions de financement et évolutions du crédit

*Les taux d'intérêt des prêts bancaires accordés aux entreprises et aux ménages ont été globalement stables depuis l'été, dans un contexte de taux directeurs de la BCE inchangés. En décembre 2025, les taux d'intérêt moyens des nouveaux prêts aux entreprises ont légèrement augmenté pour s'établir à 3,6 %, tandis que ceux des nouveaux prêts hypothécaires sont demeurés stables à 3,3 %. La croissance des prêts aux ménages a poursuivi sa tendance haussière, tandis que la croissance des prêts aux entreprises est demeurée globalement inchangée. Au cours de la période sous revue allant du 18 décembre 2025 au 4 février 2026, le coût du financement par endettement de marché a baissé, tandis que celui du financement par fonds propres est resté pratiquement inchangé. Selon l'enquête de janvier 2026 sur la distribution du crédit bancaire dans la zone euro, les banques ont durci leurs critères d'octroi pour les prêts aux entreprises au quatrième trimestre 2025, tandis que la demande de nouveaux prêts aux entreprises a poursuivi sa légère hausse. Les critères d'octroi des prêts au logement se sont légèrement assouplis et ceux des crédits à la consommation se sont encore durcis, tandis que la demande de prêts au logement a continué d'augmenter modérément. Les tensions commerciales et l'incertitude qui en résulte ont accentué le durcissement des critères d'octroi. Dans l'enquête sur l'accès des entreprises au financement (Survey on the Access to Finance of Enterprises, SAFE) pour le quatrième trimestre 2025, réalisée entre le 19 novembre et le 15 décembre 2025, les entreprises ont fait état d'une hausse des taux d'intérêt bancaires ainsi que d'un durcissement continu des autres conditions d'octroi de prêts. Le taux de croissance annuel de l'agrégat monétaire large (M3) s'est inscrit en baisse pour s'établir à 2,8 % en décembre.*

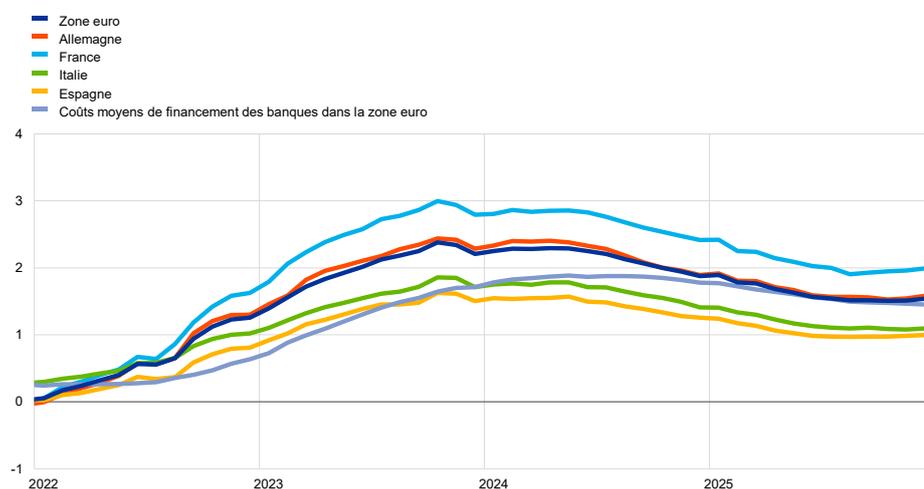
**Les coûts de financement des banques sont demeurés globalement stables en décembre 2025.** Le coût composite du financement par endettement des banques de la zone euro s'est établi à 1,5 % en décembre (graphique 15, partie a). Selon les données disponibles début février 2026, les rendements des obligations bancaires – qui avaient légèrement augmenté en décembre – sont revenus à un niveau légèrement inférieur à 3 %, globalement en ligne avec la tendance plus générale observée depuis début 2025 et reflétant les évolutions des taux sans risque à plus long terme (graphique 15, partie b). Les taux d'intérêt sur les dépôts à vue et les dépôts remboursables avec un préavis ont peu évolué en décembre, de même que les taux interbancaires, tandis que les taux sur les dépôts à terme pour les entreprises et les ménages ont légèrement augmenté. L'écart entre les taux d'intérêt appliqués aux dépôts à terme et ceux appliqués aux dépôts à vue est demeuré globalement inchangé en décembre pour les entreprises comme pour les ménages. Le taux de dépôt composite est resté stable à 0,9 %, environ 50 points de base au-dessous de son pic de mai 2024.

## Graphique 15

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

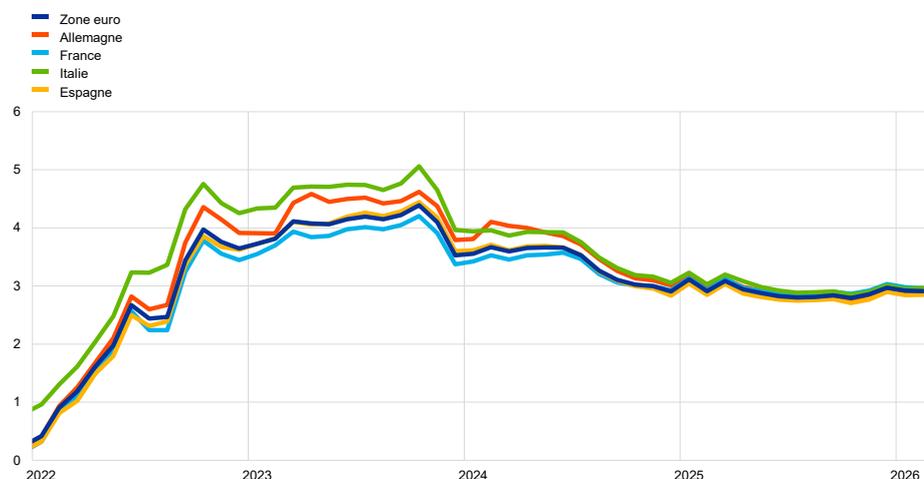
### a) Coût composite du financement par endettement des banques

(pourcentages annuels)



### b) Rendements des obligations bancaires

(pourcentages annuels)



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

Notes : Les coûts composites de financement des banques correspondent à une moyenne des coûts des nouveaux contrats pour les dépôts à vue, les dépôts remboursables avec un préavis, les dépôts à terme, les obligations et les emprunts interbancaires, pondérés par leurs encours respectifs. Les coûts moyens de financement des banques utilisent les mêmes pondérations, mais sont fondés sur les taux de l'encours de dépôts et du financement interbancaire, et sur le rendement à l'échéance lors de l'émission pour les obligations. Les rendements des obligations bancaires correspondent aux moyennes mensuelles des obligations de la tranche senior. Les dernières observations se rapportent à décembre 2025 pour le coût composite du financement par endettement des banques (partie a) et au 4 février 2026 pour les rendements des obligations bancaires (partie b).

**Les taux débiteurs bancaires appliqués aux entreprises ont augmenté en décembre, tandis que ceux appliqués aux ménages sont demeurés globalement stables.** Le coût de l'emprunt bancaire pour les sociétés non

financières (SNF) a légèrement augmenté pour s'établir à 3,6 % en décembre, après 3,5 % en novembre, en baisse d'environ 1,7 point de pourcentage par rapport à son point haut d'octobre 2023. Cette hausse a concerné l'ensemble des grands pays de la zone euro (graphique 16, partie a). Elle est également globalement cohérente

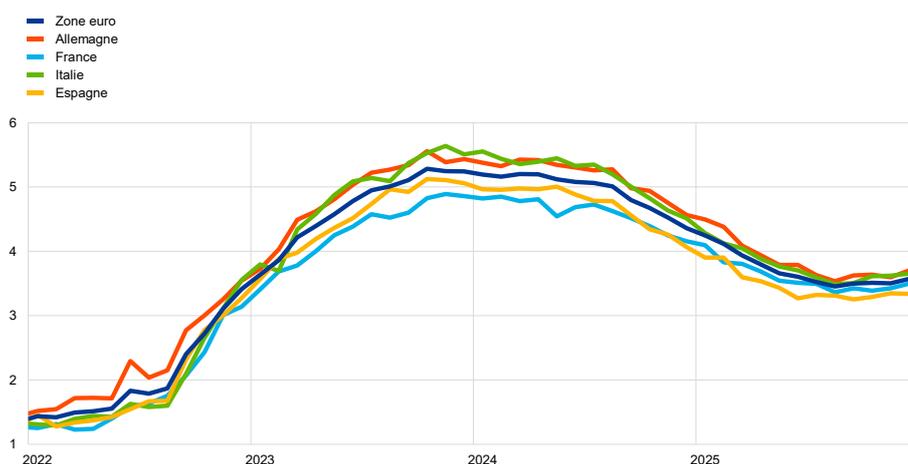
avec les données de l'enquête de janvier 2026 sur la distribution du crédit bancaire dans la zone euro, dans laquelle les banques ont fait état d'un durcissement des modalités et conditions d'attribution des prêts aux entreprises au quatrième trimestre 2025, en particulier s'agissant des taux débiteurs. Sur l'ensemble des périodes de fixation, l'augmentation des coûts de financement a concerné les prêts à court terme (moins d'un an) et les prêts à long terme (plus de cinq ans). L'écart entre les taux d'intérêt appliqués aux prêts de faible montant et de montant élevé consentis aux entreprises s'est considérablement resserré en décembre. Ce resserrement a concerné l'ensemble des principaux pays de la zone euro et résulte principalement des hausses des taux d'intérêt sur les prêts aux grandes entreprises. Le coût d'emprunt pour les prêts au logement consentis aux ménages est resté inchangé en décembre, à 3,3 %, soit environ 70 points de base au-dessous de son pic de novembre 2023, avec de légères variations entre les principaux pays de la zone euro (graphique 16, partie b). L'écart entre les taux débiteurs appliqués aux ménages et ceux appliqués aux entreprises se situe actuellement à 25 points de base, après s'être considérablement réduit depuis son pic de 140 points de base atteint en mars 2024. L'écart positif reflète principalement le fait que les prêts aux ménages tendent à être assortis de périodes de fixation du taux plus longues dans de nombreux pays de la zone euro. Cela les rend plus sensibles aux taux de marché à long terme, qui sont plus élevés que les taux de marché à court terme les plus importants pour les prêts aux entreprises.

### Graphique 16

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

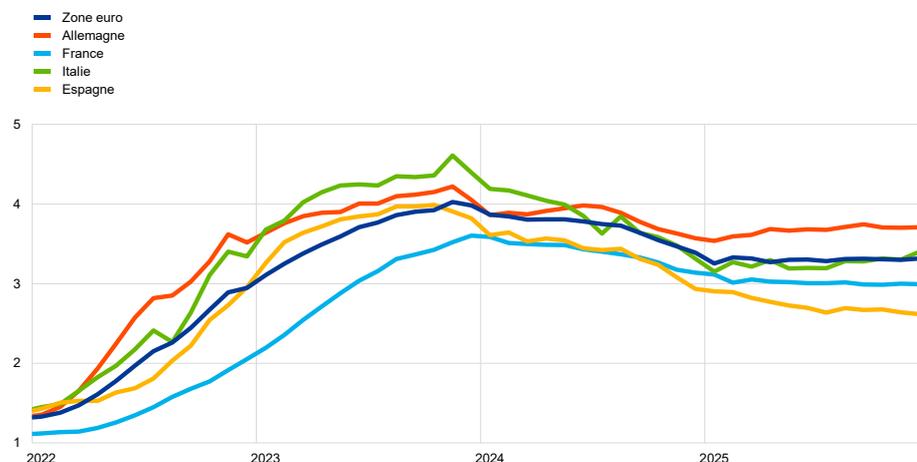
#### a) Taux des prêts aux SNF

(pourcentages annuels)



## b) Taux des prêts au logement consentis aux ménages

(pourcentages annuels)



Sources : BCE et calculs de la BCE.

Notes : Les taux débiteurs bancaires composites sont calculés en agréant 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 décembre 2025. Dans la partie a), « SNF » signifie sociétés non financières.

**Au cours de la période sous revue allant du 18 décembre 2025 au 4 février 2026, le coût du financement par endettement de marché a baissé, tandis que celui du financement par fonds propres est resté pratiquement inchangé, après de légères hausses en novembre 2025.** Le coût total du

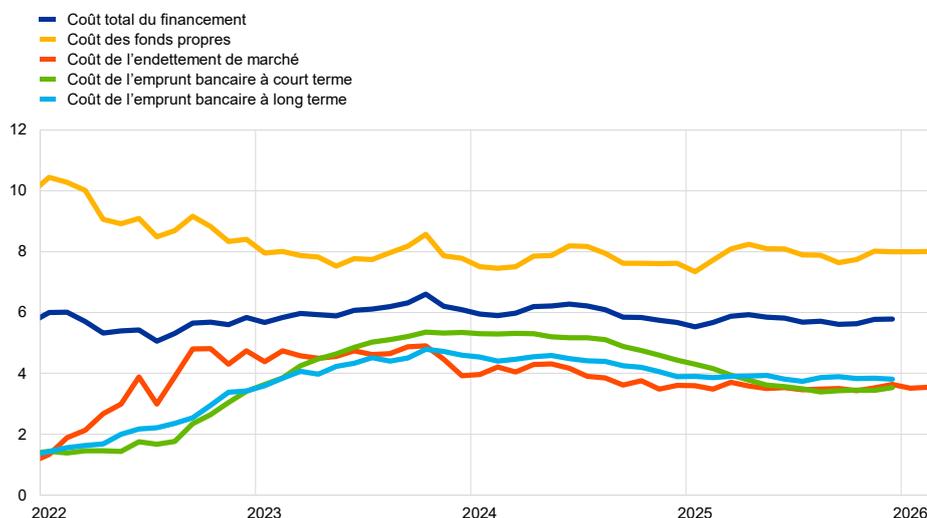
financement pour les SNF – c'est-à-dire le coût composite de l'endettement bancaire, de l'endettement de marché et des fonds propres – est ressorti à 5,8 % en décembre, sans changement par rapport à novembre et en hausse par rapport à octobre, où il était de 5,6 % (graphique 17) <sup>6</sup>. Cette évolution reflète l'augmentation du coût du financement par fonds propres et de l'endettement de marché ainsi qu'une hausse des coûts d'emprunt des banques. Les données quotidiennes pour la période sous revue, du 18 décembre 2025 au 4 février 2026, montrent une évolution à la baisse du coût de l'endettement de marché, et pratiquement aucune variation du coût du financement par fonds propres. La diminution du coût du financement par endettement de marché s'explique par le déplacement vers le bas des taux sans risque et par un resserrement des écarts de rendement des obligations d'entreprises.

<sup>6</sup> En raison de décalages dans la disponibilité des données relatives au coût de l'emprunt auprès des banques, les données relatives au coût total du financement des SNF ne sont disponibles que jusqu'à décembre 2025.

## Graphique 17

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

(pourcentages annuels)



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

Notes : Le coût total du financement des sociétés non financières est fondé sur des données mensuelles et calculé comme une moyenne pondérée des coûts à court et à long terme de l'emprunt auprès des banques (données moyennes mensuelles), de l'endettement de marché et des fonds propres (données de fin de mois), sur la base de leurs encours respectifs. Les dernières observations se rapportent au 4 février 2026 pour le coût de l'endettement de marché et le coût des fonds propres (données quotidiennes) et à décembre 2025 pour le coût total du financement et le coût de l'emprunt auprès des banques (données mensuelles).

### La croissance des prêts aux ménages a poursuivi sa tendance haussière, tandis que la croissance des prêts aux entreprises est demeurée globalement inchangée en décembre.

Le taux de croissance annuel des prêts bancaires aux entreprises légèrement diminué, à 3,0 % en décembre 2025, après 3,1 % en novembre, soit un niveau toujours largement inférieur à sa moyenne historique de 4,3 % (graphique 18, partie a). La croissance annuelle du financement par endettement des entreprises est demeurée inchangée, à 3,2 % en décembre. Les prêts aux ménages ont continué de se redresser progressivement, avec un taux de croissance annuel à 3,0 % en décembre, après 2,9 % en novembre, toujours nettement inférieur à sa moyenne historique de 4,1 % (graphique 18, partie b). Les prêts au logement consentis aux ménages ont encore augmenté, tandis que la croissance des crédits à la consommation s'est affaiblie. Les autres formes de prêts aux ménages, y compris les prêts aux entrepreneurs individuels, sont demeurés faibles. Selon l'enquête de la BCE sur les anticipations des consommateurs (*Consumer Expectations Survey*) la plus récente, les ménages ont perçu un léger assouplissement des conditions d'accès au crédit en décembre, et ils s'attendent à ce que cette tendance se poursuive au cours des douze prochains mois. Le rythme encore relativement lent de la croissance des prêts reflète en partie le niveau plus élevé d'incertitude concernant les politiques économiques mondiales. Ce facteur a été prédominant au premier semestre 2025 et est redevenu important à la suite des

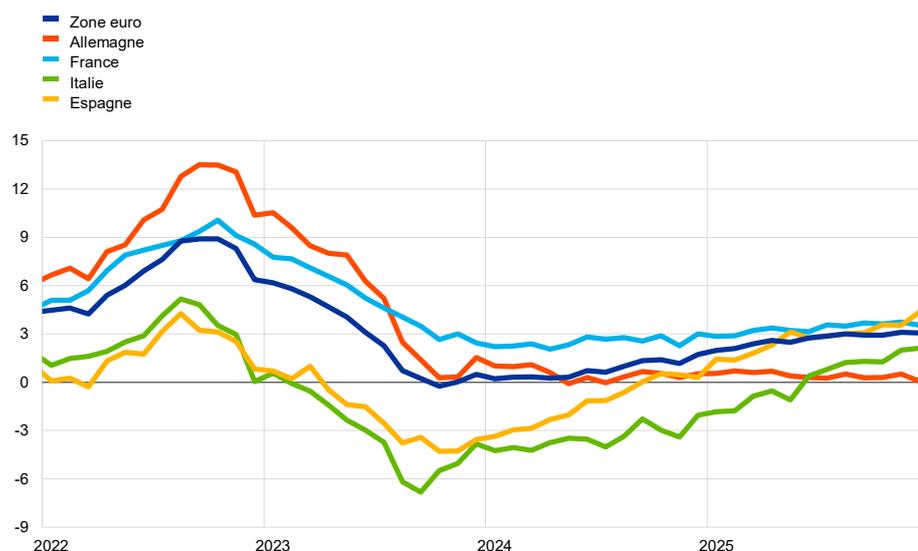
évolutions récentes de la politique commerciale aux États-Unis et des risques géopolitiques élevés <sup>7</sup>.

### Graphique 18

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

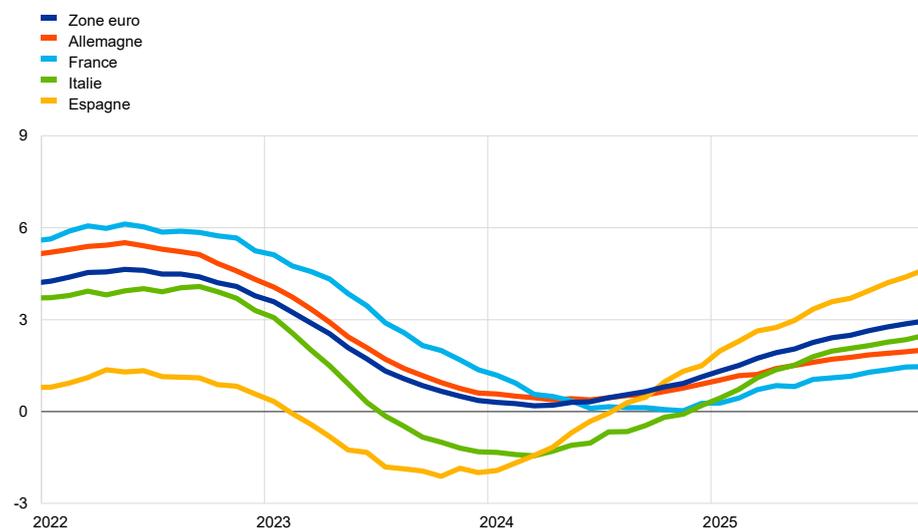
#### a) Prêts des IFM aux SNF

(variations annuelles en pourcentage)



#### b) Prêts des IFM aux ménages

(variations annuelles en pourcentage)



Sources : BCE et calculs de la BCE.

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

**Selon l'enquête de janvier 2026 sur la distribution du crédit bancaire dans la zone euro, les banques ont déclaré un durcissement net des critères d'octroi de**

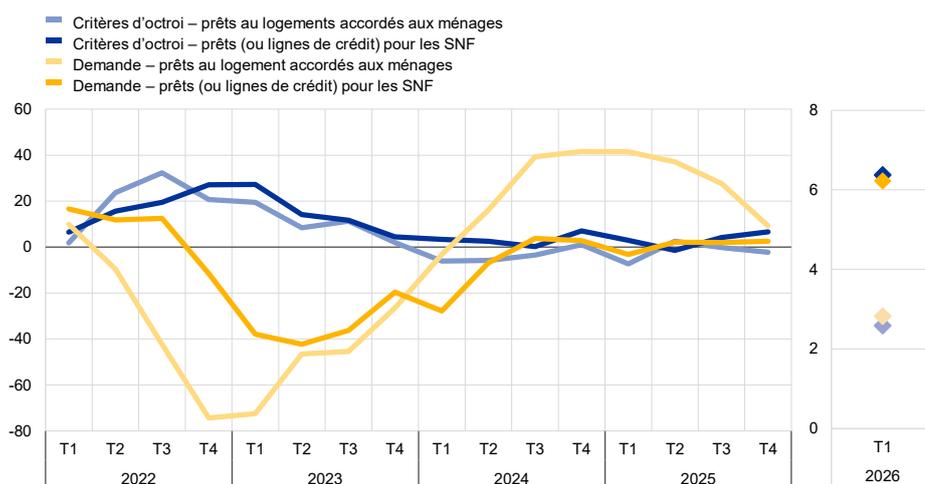
<sup>7</sup> Cf. « *More uncertainty, less lending: how US policy affects firm financing in Europe* », *Le blog de la BCE*, BCE, 2 octobre 2025.

**prêts aux entreprises au quatrième trimestre 2025 et un léger assouplissement net des critères d'octroi des prêts au logement (graphique 19).** Le durcissement inattendu des critères d'octroi des prêts ou lignes de crédit aux entreprises de la zone euro s'explique principalement par la perception d'une augmentation des risques pesant sur les perspectives économiques et par la moindre tolérance au risque des banques. Si le durcissement est cohérent avec un degré élevé d'aversion au risque des banques, la période d'enquête s'est achevée le 13 janvier, c'est-à-dire avant l'annonce, le 17 janvier, de droits de douane américains supplémentaires sur les importations en provenance d'une sélection de pays européens (annulés le 21 janvier). Les critères d'octroi des prêts au logement se sont légèrement assouplis et ceux des crédits à la consommation se sont encore durcis au quatrième trimestre 2025. S'agissant des prêts au logement, la concurrence a eu un effet d'assouplissement sur les critères d'octroi, tandis que la perception des risques a eu un effet de durcissement. La moindre tolérance au risque des banques et leur perception plus élevée du risque ont été les principaux déterminants du durcissement du crédit à la consommation. Les banques ont fait état d'une augmentation nette de la proportion de demandes de prêt rejetées pour les entreprises et le crédit à la consommation, et d'une part inchangée pour les prêts au logement. Pour le premier trimestre 2026, les banques de la zone euro s'attendent à ce que les critères d'octroi se durcissent modérément pour les prêts aux entreprises, légèrement pour les prêts au logement et nettement pour les crédits à la consommation.

### Graphique 19

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

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



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

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

**Dans l'enquête, les banques ont indiqué qu'au quatrième trimestre 2025, la demande de prêts aux entreprises avait légèrement augmenté et que la demande de prêts au logement avait progressé à un rythme solide, mais qui s'était modéré.** La hausse de la demande de prêts aux entreprises a été comparable à celle enregistrée le trimestre précédent. Cette évolution résulte principalement d'une hausse de la demande de stocks et de fonds de roulement et de l'augmentation des besoins de financement pour le refinancement ou la restructuration de la dette, tandis que le niveau des taux d'intérêt a également soutenu la demande de prêts. La demande de prêts au logement a encore augmenté, mais de façon plus modérée qu'au trimestre précédent. Elle a reflété principalement l'amélioration des perspectives du marché de l'immobilier résidentiel. La demande de crédits à la consommation a légèrement diminué au quatrième trimestre et a été légèrement inférieure aux anticipations des banques, après une demande globalement inchangée au troisième trimestre. La détérioration de la confiance des consommateurs a freiné la demande de crédits à la consommation, tandis que les taux d'intérêt ont exercé un effet positif sur la demande. Pour le quatrième trimestre 2025, les banques s'attendent à une nouvelle augmentation de la demande de prêts aux entreprises et à une légère hausse de la demande de prêts au logement et de crédits à la consommation.

**D'après les réponses des banques aux questions *ad hoc*, les risques perçus pour la qualité du crédit ont continué de peser sur les critères d'octroi, tandis que les tensions commerciales et l'incertitude qui y est associée ont accentué le durcissement de ces critères et freiné la demande de prêts.** Au quatrième trimestre 2025, la capacité des banques à accéder au financement de détail et aux marchés monétaires s'est légèrement détérioré, tandis que l'accès s'est assoupli s'agissant des titres de créance et de la titrisation. Les banques s'attendent à ce que l'accès au financement de détail, au financement par les marchés monétaires et aux marchés de la titrisation demeure globalement inchangé au cours des trois prochains mois, tandis qu'elles prévoient une légère amélioration de l'accès au financement par émission de titres de créance. Les mesures prudentielles et réglementaires ont contribué à une augmentation des exigences de fonds propres et d'actifs liquides des banques. Cela a contribué à un durcissement des critères d'octroi pour toutes les catégories de prêts, avec un nouveau durcissement net attendu pour 2026. Les banques ont également indiqué que les ratios de prêts non performants (*non-performing loans*) et d'autres indicateurs de la qualité du crédit avaient exercé un léger effet de durcissement net sur leurs critères d'octroi pour l'ensemble des catégories de prêts au quatrième trimestre 2025. Pour le premier trimestre 2026, les banques de la zone euro s'attendent à ce que la qualité de crédit continue d'exercer un léger effet de durcissement sur leurs prêts aux entreprises et pour le crédit à la consommation, tandis qu'elles anticipent un effet globalement neutre pour les prêts au logement. Les critères d'octroi se sont durcis dans la construction, le commerce de gros et de détail, l'industrie manufacturière à forte intensité énergétique et l'immobilier commercial au second semestre 2025, avec un durcissement net plus prononcé dans la fabrication de véhicules à moteur. La demande de prêts a diminué en termes nets dans les services non financiers autres que l'immobilier commercial et est restée stable ou a légèrement diminué dans les autres secteurs. Pour le premier semestre 2026, les banques s'attendent soit à un

nouveau durcissement, soit à des critères d'octroi globalement inchangés dans les principaux secteurs économiques, et à une hausse de la demande de prêts dans la plupart des secteurs, à l'exception de la fabrication de véhicules automobiles, du commerce de gros et de détail et de l'immobilier commercial. Sur la base d'une nouvelle question portant sur l'impact des modifications des politiques commerciales et sur l'incertitude qui y est associée, près de la moitié des banques interrogées ont estimé que leur exposition à ces changements était « importante ». Les banques ont indiqué que les tensions ont eu un effet de durcissement sur les critères d'octroi, principalement via une diminution de la tolérance au risque, et un impact modérateur sur la demande de prêts aux entreprises. Elles s'attendent à un effet comparable en 2026.

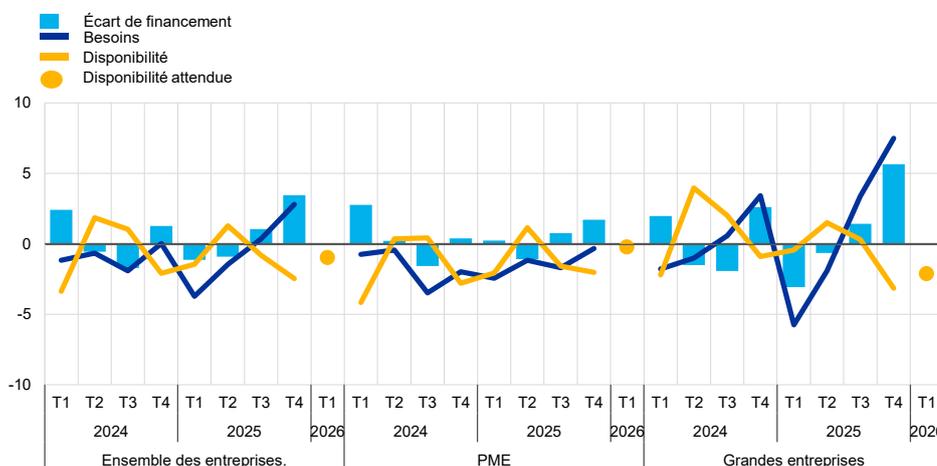
**Dans la dernière enquête sur l'accès des entreprises au financement (SAFE), réalisée entre le 19 novembre et le 15 décembre 2025, les entreprises ont fait état d'un durcissement des conditions d'octroi des prêts bancaires dans un contexte de hausses des taux d'intérêt sur les prêts.** Au quatrième trimestre 2025, un pourcentage net de 12 % des entreprises a fait état d'une hausse des taux d'intérêt des banques, après un pourcentage net de 2 % au trimestre précédent. Les grandes entreprises et les petites et moyennes entreprises (PME) ont déclaré des perceptions comparables s'agissant de la hausse des taux d'intérêt. Les entreprises ont également fait état d'un nouveau durcissement net des autres conditions de prêt, en particulier s'agissant des autres coûts de financement, tels que les charges, les frais et les commissions, ainsi que des exigences en matière de garanties.

**Les entreprises ont indiqué une modeste hausse de leurs besoins de prêts bancaires, accompagnée d'une légère diminution perçue de leur disponibilité (graphique 20).** Au quatrième trimestre 2025, les entreprises ont déclaré des besoins de prêts bancaires légèrement plus élevés (3 % nets après 0 % le trimestre précédent). Cette hausse a résulté des grandes entreprises, tandis que les PME ont fait état de besoins globalement inchangés. Le pourcentage net d'entreprises indiquant une baisse de la disponibilité des prêts bancaires s'est établi à 2 %, après 1 % le trimestre précédent, une tendance observée à la fois pour les PME et les grandes entreprises. L'indicateur relatif à l'écart de financement pour les prêts bancaires – un indice rendant compte de la différence entre la variation des besoins et celle de la disponibilité – s'est établi à 3 % en termes nets (après 1 % au trimestre précédent). À plus long terme, comme au trimestre précédent, les entreprises s'attendent à ce que la disponibilité du financement externe demeure globalement inchangée au cours des trois prochains mois.

## Graphique 20

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

(en pourcentages nets de participants)



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

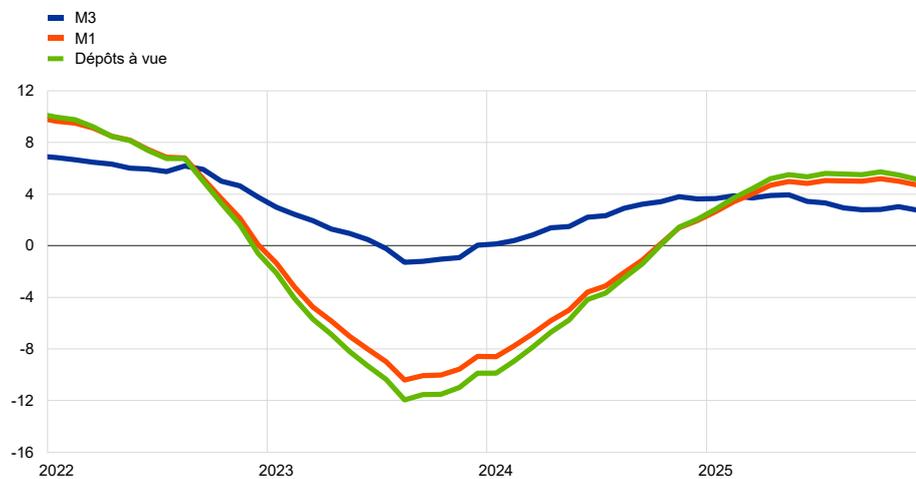
Notes : « PME » signifie « petites et moyennes entreprises ». Les pourcentages nets correspondent à la différence entre le pourcentage d'entreprises déclarant une hausse de la disponibilité des prêts bancaires (besoins et disponibilité attendue, respectivement) et le pourcentage déclarant une baisse de la disponibilité au cours des trois derniers mois. L'indicateur de l'évolution perçue de l'écart de financement prend une valeur égale à 1 (-1) si le besoin augmente (diminue) tandis que la disponibilité diminue (augmente). Si les entreprises ne perçoivent qu'une hausse (baisse) unilatérale de l'écart de financement, on assigne à la variable une valeur de 0,5 (-0,5). Une valeur positive de l'indicateur signale un élargissement de l'écart de financement. Les valeurs sont multipliées par 100 pour obtenir des soldes nets pondérés en pourcentages. La disponibilité attendue a été avancée d'une période afin de permettre une comparaison directe avec les réalisations. Les chiffres se rapportent aux campagnes 30 à 37 de l'enquête SAFE (janvier-mars 2024 à octobre-décembre 2025).

### Le taux de croissance annuel de l'agrégat monétaire large (M3) s'est ralenti en décembre, demeurant bien au-dessous des moyennes historiques (graphique 21).

Il est revenu à 2,8 % en décembre, après s'être établi à 3,0 % en novembre, reflétant la persistance du rythme modéré de la croissance de M3 observé tout au long de 2025 et restant bien inférieur à la moyenne de long terme de 6,1 %. La croissance annuelle de l'agrégat monétaire étroit (M1), qui comprend les composantes les plus liquides de M3, a diminué, revenant de 5,0 % en novembre à 4,7 % en décembre. La croissance de M1 a continué de s'expliquer par les dépôts à vue, reflétant une forte préférence pour les actifs liquides parmi les entreprises et les ménages. Du point de vue des contreparties, les principaux contributeurs à la création monétaire en décembre ont été les prêts aux ménages et aux entreprises et, dans une moindre mesure, les entrées monétaires nettes en provenance de l'étranger, qui sont devenues plus volatiles récemment et semblent avoir perdu de la vigueur par rapport à 2024. Les achats d'obligations d'État à long terme par les banques, ainsi que la réduction en cours du bilan de l'Eurosystème avec un assèchement passif du portefeuille du programme d'achats d'actifs et du programme d'achats d'urgence face à la pandémie, ont continué de peser négativement sur la croissance de M3.

## Graphique 21 M3, M1 et dépôts à vue

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



Source : BCE.

Note : Les dernières observations se rapportent à décembre 2025.

# Encadrés

## 1 Réorientation du commerce mondial sous l'effet des droits de douane américains : identifier son rôle dans les évolutions des exportations chinoises

Julien Le Roux et Tajda Spital

**En 2025, les flux commerciaux internationaux ont été redéfinis à la suite de l'introduction de nouveaux droits de douane aux États-Unis.** La croissance des importations américaines s'est nettement affaiblie, reflétant une forte baisse des importations en provenance de Chine. En parallèle, les exportations chinoises ont globalement surpris à la hausse, affichant une croissance généralisée sur l'ensemble des destinations à l'exception des États-Unis. Une question fondamentale est de savoir si cette résilience est le reflet de la réorientation des échanges commerciaux sous l'effet des droits de douane américains, c'est-à-dire de la réaffectation des exportations initialement destinées à un marché vers d'autres marchés, ou celui d'autres mécanismes d'ajustement comme le réacheminement via des pays intermédiaires. Cependant, il est probablement encore trop tôt pour évaluer pleinement l'ampleur des réorientations de flux commerciaux induites par les droits de douane, puisque les comportements anticipatoires, les délais de mise en œuvre au niveau des douanes et les retards dans le transport maritime, notamment, sont autant de facteurs susceptibles d'affecter le temps nécessaire pour que les modifications des droits de douane se reflètent dans les flux commerciaux observés. Cet encadré examine les évolutions des exportations chinoises en 2025 et apporte des éléments empiriques préliminaires sur la question de savoir si les droits de douane américains ont entraîné une réorientation des échanges commerciaux.

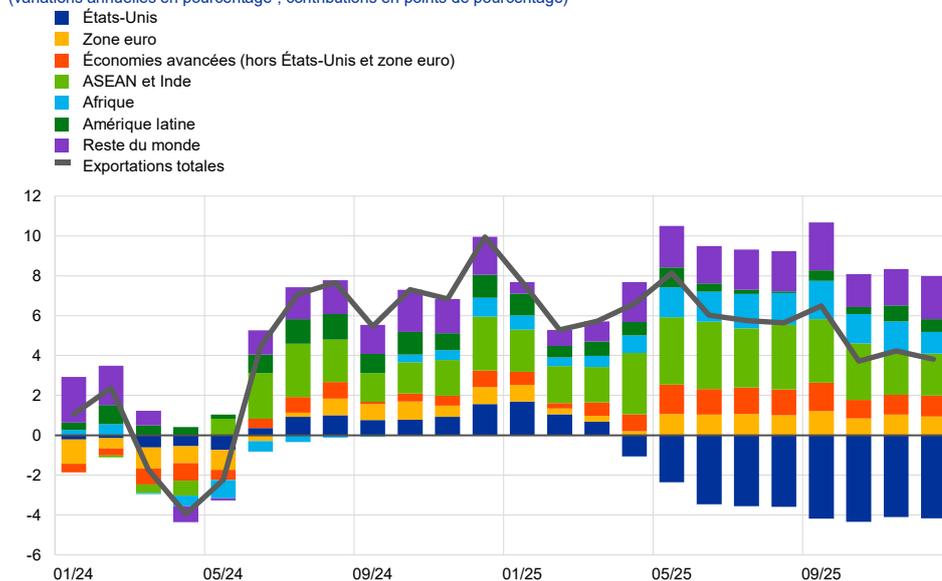
**La performance des exportations chinoises est restée robuste en 2025, avec toutefois des divergences marquées d'un marché de destination à l'autre.** La valeur des exportations chinoises a augmenté de 5,5 % en 2025, contre 4,6 % en 2024. Tandis que les exportations à destination des États-Unis ont diminué de 20 %, la croissance des exportations vers toutes les autres régions est restée robuste, avec une augmentation de 8 % pour la zone euro, de 13 % pour l'Association des nations de l'Asie du Sud-Est (ASEAN), de 7 % pour l'Amérique latine et de 26 % pour l'Afrique (graphique A, partie a). En 2025, les exportations chinoises vers les États-Unis ont diminué, en valeur, de 104 milliards de dollars par rapport à 2024 (graphique A, partie b). Cette baisse était globalement comparable à l'augmentation des exportations vers les pays de l'ASEAN. La hausse des exportations vers la zone euro a été plus modérée, d'environ 32 milliards de dollars, tandis que les exportations vers l'Afrique ont crû de 46 milliards de dollars, une hausse considérable au regard du PIB de cette région.

## Graphique A

### Exportations nominales de la Chine

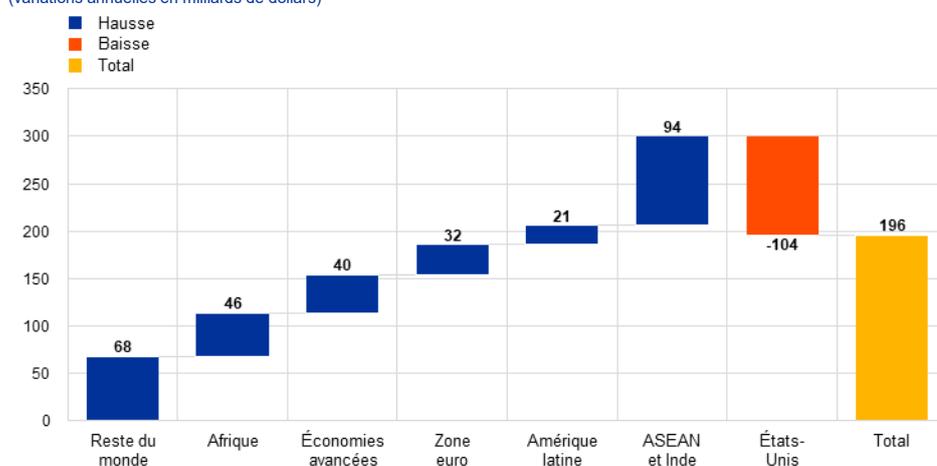
#### a) Taux de croissance annuel

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



#### b) 2025 par rapport à 2024

(variations annuelles en milliards de dollars)



Sources : Administration générale des douanes de la République populaire de Chine et calculs des services de la BCE.

Notes : Les graphiques sont établis à l'aide de données nominales relatives aux échanges commerciaux mesurées en dollars. La dernière observation se rapporte à décembre 2025.

**Nous évaluons si les droits de douane américains ont entraîné une réorientation des exportations chinoises en capturant les variations d'exposition aux droits de douane d'un produit à l'autre à l'aide d'un modèle en panel à effets fixes au niveau des produits.** Nous réalisons une régression sur données de panel en reliant le taux de croissance annuel des exportations chinoises au niveau des produits aux variations des droits de douane au niveau des produits, en contrôlant par un large ensemble d'effets fixes qui capturent les tendances par

produit et par destination <sup>8</sup>. Le modèle est estimé à partir de données relatives aux importations mondiales de produits en provenance de Chine au cours de la période allant de janvier à septembre 2025 <sup>9</sup>.

**Bien que les droits de douane américains imposés sur les biens chinois aient eu un effet négatif direct important sur les exportations chinoises vers les États-Unis, les éléments attestant d'une réorientation généralisée des échanges commerciaux demeurent limités.** Jusqu'à présent, il n'y a eu que peu d'analyses empiriques de l'épisode de droits de douane de 2025, et les évaluations existantes reposent sur des données préliminaires. Les estimations de notre modèle suggèrent que les droits de douane ont fait baisser les importations américaines en provenance de Chine d'environ 9 % (graphique B, partie a), tandis que le recul observé en glissement annuel au niveau des données relatives aux échanges commerciaux a atteint environ 17 % au cours des neuf premiers mois de 2025 <sup>10</sup>. Cet écart suggère que des facteurs autres que les droits de douane, comme l'incertitude élevée autour de la politique économique, l'anticipation des importations en prévision des augmentations des droits de douane, la demande américaine plus faible et la légère appréciation du renminbi par rapport au dollar ont également contribué à la contraction des exportations chinoises vers les États-Unis. Dans le même temps, les signes d'effets de réorientation des échanges commerciaux vers d'autres marchés sont limités. Les seules régions pour lesquelles un effet positif statistiquement significatif a été identifié sont l'Afrique et les pays de l'ASEAN, tandis que l'incidence estimée sur la zone euro est modeste et statistiquement négligeable. En désagrégeant par catégorie de produit, les effets négatifs des droits de douane américains sont plus prononcés sur les biens d'équipement, suivis par les biens de consommation et les biens intermédiaires (graphique B, partie b). À ce niveau plus granulaire, des signes de réorientation des échanges commerciaux apparaissent, notamment sur les biens de consommation, pour lesquels la hausse des droits de douane américains sur les produits chinois est associée à une augmentation des exportations à destination d'autres marchés.

---

<sup>8</sup> Nous utilisons des données relatives aux produits sur la base des codes à six chiffres du Système harmonisé (SH), et nous les combinons avec des hypothèses liées aux droits de douane au même niveau de désagrégation. Les produits exonérés de droits de douane sont conservés dans l'échantillon.

<sup>9</sup> Nous reproduisons l'approche adoptée par Cigna *et al.* (2022), qui s'appuie sur celle d'Amiti *et al.* (2019). L'équation prend la forme suivante :  $\Delta \ln EX_{p,i,t}^{CN} = \beta \Delta \text{tariffs}_{p,t}^{CN} + \gamma_{it} + \gamma_{ip} + \gamma_s + \epsilon_{p,i,t}$  où  $p$  correspond au produit,  $i$  au pays importateur et  $t$  à la période. L'opérateur  $\Delta$  correspond aux différences sur 12 mois pour tenir compte des variations saisonnières. L'équation  $\Delta \ln EX_{p,i,t}^{CN}$  mesure donc la croissance annuelle des exportations. Le modèle inclut trois ensembles d'effets fixes :  $\gamma_{it}$  des effets fixes pays-temps,  $\gamma_{ip}$  des effets fixes pays-produit, et  $\gamma_s$  des effets fixes secteur, qui contrôlent respectivement par les chocs agrégés, les tendances spécifiques aux produits et les chocs sectoriels mondiaux.

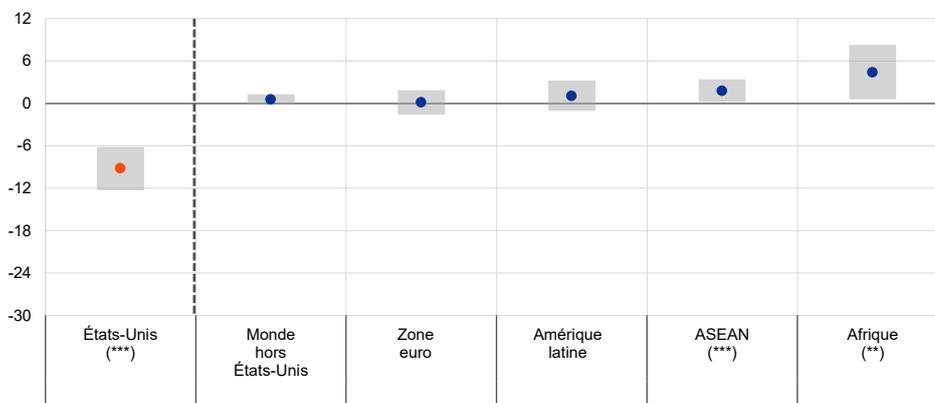
<sup>10</sup> Les tensions commerciales entre les États-Unis et la Chine se sont nettement aggravées début 2025. En février et en mars, les États-Unis ont imposé des hausses de 10 % des droits de douane sur tous les biens chinois, avant de procéder à plusieurs autres relèvements jusqu'à atteindre un taux record de 125 % en avril. À la suite d'accords bilatéraux, ces droits de douane ont été partiellement réduits en mai et en octobre. Les taux effectifs des droits de douane sur les importations de biens chinois aux États-Unis sont aujourd'hui de 34 %.

## Graphique B

### Incidence des droits de douane américains de 2025 sur les exportations chinoises

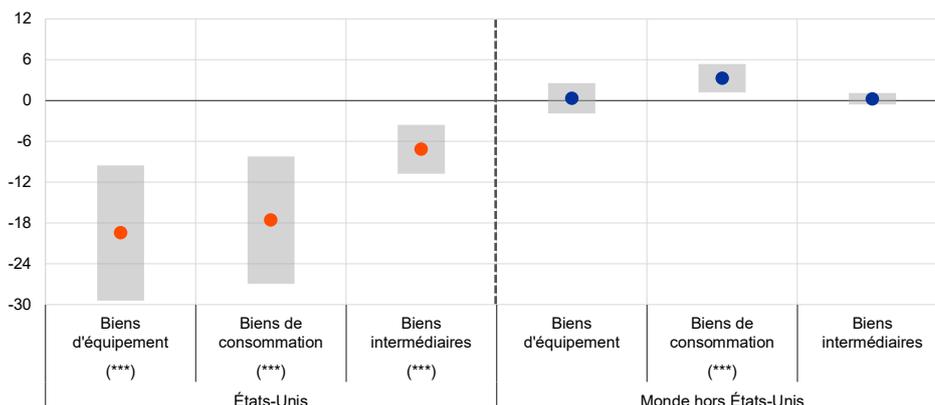
#### a) Par destination

(écart en pourcentage entre décembre 2024 et septembre 2025)



#### b) Par catégorie

(écart en pourcentage entre décembre 2024 et septembre 2025)



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

Notes : Les graphiques présentent les variations en pourcentage des exportations chinoises sous l'effet des droits de douane américains de 2025. L'impact est calculé en appliquant l'augmentation moyenne des taux de droits de douane observée entre fin 2024 et septembre 2025, exprimée sous forme d'écarts en points de pourcentage, à l'élasticité estimée des exportations par rapport aux droits de douane. En moyenne, les droits de douane américains sur les importations chinoises ont augmenté de 37 points de pourcentage au cours de cette période. Les barres grises représentent les intervalles de confiance à 95 % autour des coefficients estimés, tandis que (\*), (\*\*) et (\*\*\*) représentent respectivement le seuil de signification de 10 %, 5 % et 1 %. L'échantillon d'estimation inclut des données relatives aux importations mondiales de biens chinois entre janvier et septembre 2025. La dernière observation se rapporte à septembre 2025.

### La réorientation limitée mais significative des échanges commerciaux chinois vers les pays de l'ASEAN à la suite de l'introduction des droits de douane pourrait refléter des tendances de réacheminement des échanges commerciaux plus généralisées.

Une réorientation des échanges commerciaux se produit lorsque les flux d'exportation sont redirigés via des pays intermédiaires mais atteignent à terme le marché de destination initial. Ainsi, les exportations chinoises vers les pays de l'ASEAN ont fortement augmenté, en particulier pour ce qui est des biens intermédiaires exportés en vue d'autres transformations ou d'un assemblage ultérieur (graphique C, partie a). Cette tendance est en ligne avec l'augmentation des importations américaines en provenance des pays de l'ASEAN, qui constituent l'unique région ayant apporté une contribution positive, dans l'ensemble, à la croissance des importations américaines en 2025. Les données sectorielles font également ressortir une nette augmentation du volume des exportations chinoises

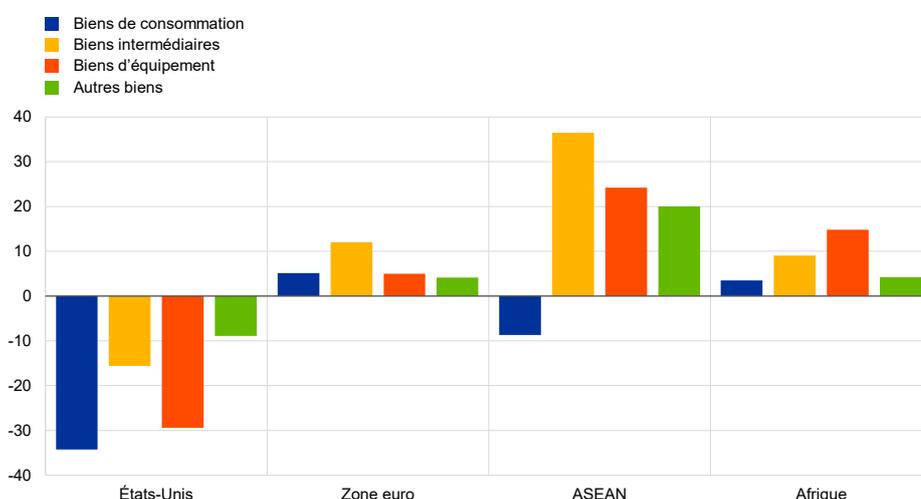
vers les pays de l'ASEAN, conjuguée à une baisse des valeurs unitaires dans la plupart des secteurs, une tendance cohérente avec une plus grande intégration des biens intermédiaires de moindre valeur au sein des chaînes de production régionales (graphique C, partie b). Considérées dans leur ensemble, ces évolutions suggèrent que les chaînes d'approvisionnement centrées sur les pays de l'ASEAN ont joué un rôle dans cet ajustement, bien que cette observation repose sur des données préliminaires.

### Graphique C

Évolutions des exportations chinoises entre les périodes de janvier à novembre 2024 et de janvier à novembre 2025

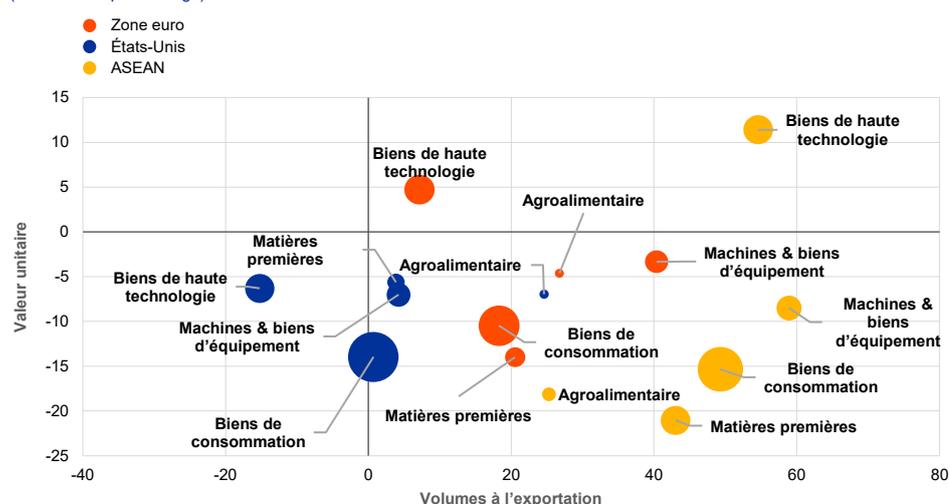
#### a) Par catégorie

(variations en milliards de dollars)



#### b) Par partenaire commercial et par secteur

(variations en pourcentage)



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

Notes : La partie a) reflète les variations des exportations chinoises totales au cours des 11 premiers mois de 2025 par rapport à la même période en 2024. La partie b) montre les variations des volumes à l'exportation chinois et des valeurs unitaires à l'exportation (exprimées en dollars) au cours des 11 premiers mois de 2025 pour chaque partenaire commercial et pour chaque secteur. La taille des bulles est proportionnelle à la valeur moyenne des échanges commerciaux correspondants au cours des mêmes mois entre 2022 et 2024. La liste des biens de haute technologie se base sur la définition de la Commission européenne. La dernière observation se rapporte à novembre 2025.

**Globalement, la réorientation des échanges commerciaux n'a joué qu'un rôle limité dans la dynamique récente des exportations chinoises, d'autres facteurs ayant joué un rôle plus important.** Bien qu'une partie du recul des exportations chinoises à destination des États-Unis puisse être attribuée aux nouveaux droits de douane, jusqu'ici peu d'éléments indiquent que ces mesures ont entraîné une réorientation substantielle des échanges commerciaux vers d'autres marchés. Toute réorientation des échanges liée aux droits de douane semble à la fois limitée et circonscrite à un ensemble restreint de produits, indiquant que les répercussions des droits de douane américains sur les autres destinations sont limitées. La récente vigueur des exportations chinoises vers d'autres marchés semble avoir été davantage déterminée par des tendances antérieures aux dernières mesures relatives aux droits de douane, comme le montre la croissance généralisée des exportations dans l'ensemble des grandes régions. Plusieurs facteurs expliquent ces tendances. La faiblesse de la demande intérieure a poussé les entreprises chinoises à acheminer les capacités excédentaires vers l'étranger, une évolution soutenue à la fois par la baisse des prix à l'exportation, des gains de compétitivité renforcés par une devise faible et l'expansion des capacités manufacturières à l'initiative des pouvoirs publics <sup>11</sup>. L'intégration plus poussée de la chaîne d'approvisionnement en Asie a également soutenu les exportations à destination des partenaires régionaux.

## 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.

Amiti (M.), Redding (S. J.) et Weinstein (D. E.) (2019), « [The impact of the 2018 tariffs on prices and welfare](#) », *Journal of Economic Perspectives*, vol. 33, n° 4, p. 187-210.

Cigna (S.), Meinen (P.), Schulte (P.) et Steinhoff (N.) (2022), « [The impact of US tariffs against China on US imports: Evidence for trade diversion?](#) », *Economic Inquiry*, vol. 60, n° 1, p. 162-17

---

<sup>11</sup> Pour plus de détails sur les évolutions récentes des exportations chinoises, cf. Al-Haschimi *et al.* (2025).

## 2 Les déterminants des prix de l'électricité pour les ménages et les secteurs à forte intensité énergétique et leur importance pour les objectifs de décarbonation de l'UE

Daniela Arlia et John Hutchinson

**L'électrification est au cœur de la stratégie de décarbonation de l'UE, mais la demande en électricité est restée globalement stagnante au cours de la dernière décennie, les prix demeurant élevés après la crise énergétique de 2021-2022 (graphique A).** Le pacte pour une industrie propre (*Clean Industrial Deal*) de la Commission européenne, lancé en février 2025, vise à faire passer la part de l'électricité dans la consommation finale brute d'énergie de l'UE de 23 % en 2024 à 32 % d'ici 2030. L'électricité pouvant être générée plus facilement à partir de sources renouvelables que d'autres formes d'énergie, il est essentiel d'accroître sa part dans la consommation finale d'énergie pour atteindre les objectifs fixés dans la directive de l'UE sur les énergies renouvelables. Toutefois, atteindre cet objectif de consommation pourrait être difficile, car la consommation d'électricité dans la zone euro a diminué de 6,3 % entre 2015 et 2023 (Eurostat, 2026) <sup>1</sup>. Dans le même temps, les prix de l'électricité demeurent élevés par rapport aux niveaux d'avant la crise énergétique de 2021-2022, même s'il existe des différences substantielles entre les États membres de l'UE et entre les ménages et les entreprises. Les prix élevés de l'électricité affectent directement les ménages en réduisant leur pouvoir d'achat, tout en ayant un impact sur la compétitivité des entreprises à forte intensité énergétique. Le présent encadré examine la composition des prix de l'énergie, les facteurs à l'origine des écarts de prix ainsi que les profils de consommation récents dans les cinq principaux pays de la zone euro, en se concentrant sur les ménages et les secteurs à forte intensité énergétique.

---

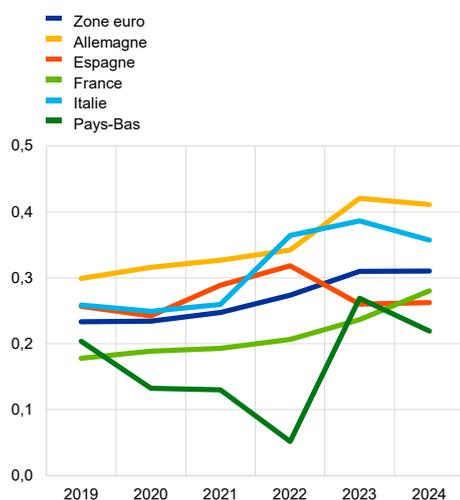
<sup>1</sup> Selon un rapport de McKinsey (2024), la croissance de la demande en électricité dans l'UE est déjà freinée par la baisse de la demande dans l'industrie et par la lenteur de l'adoption de technologies d'électrification clés telles que les véhicules électriques et les pompes à chaleur. Dans le même temps, la demande en électricité en provenance des centres de données augmente, mais elle peut être tempérée par des incertitudes liées à l'augmentation des charges induites par l'IA, par des problèmes de connexion à des réseaux déjà contraints et par de nouvelles réglementations. À l'échelle mondiale, l'Agence internationale de l'énergie (2024) prévoit une forte croissance de la demande des centres de données. Toutefois, cela ne devrait apporter qu'une contribution relativement faible à la croissance de la demande globale en électricité.

## Graphique A

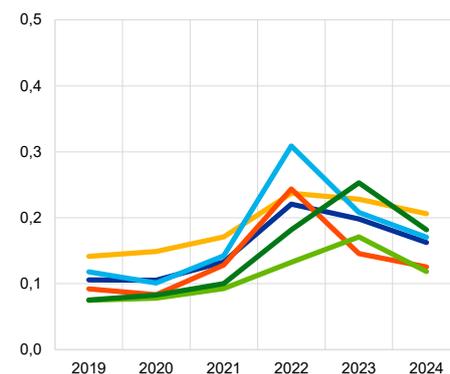
### Prix annuels de l'électricité pour les ménages et les secteurs à forte intensité énergétique

(en euros par kWh)

#### a) Ménages



#### b) Secteurs à forte intensité énergétique



Sources : Eurostat et calculs de la BCE.

Notes : Les prix de l'électricité pour les ménages sont calculés pour toutes les fourchettes de consommation d'électricité. Les secteurs à forte intensité énergétique sont classés selon la définition fournie par Dechezleprêtre *et al.* (2025), puis rapprochés des fourchettes de consommation relatives suivant la Commission européenne (Direction générale de l'énergie, Commission européenne *et al.*, 2025). Il s'agit notamment de a) la fabrication du bois, b) la fabrication du papier et de la pâte à papier, c) la cokéfaction et le raffinage, d) la fabrication de produits chimiques, e) la fabrication de produits en caoutchouc et en plastique, f) la fabrication d'autres produits minéraux non métalliques, g) la fabrication de métaux précieux de base et d'autres métaux non ferreux, h) l'extraction de pétrole brut et de gaz naturel et i) l'extraction de minerais métalliques.

**Les coûts de l'énergie et de l'approvisionnement représentent la majeure partie de la facture d'électricité finale pour les ménages et les secteurs à forte intensité énergétique, les taxes et les coûts de réseau étant également des contributeurs importants.** Les prix de l'électricité pour les utilisateurs finaux peuvent être décomposés en quatre composantes principales : a) coûts de l'énergie et de l'approvisionnement, b) coûts de réseau, c) TVA et d) autres taxes <sup>2</sup>. La composante coûts de l'énergie et de l'approvisionnement inclut les coûts des carburants et le coût des quotas dans le cadre du système d'échange de quotas d'émission de l'UE (SEQUE-UE). En 2024, les coûts de l'énergie et de l'approvisionnement ont représenté environ 50 % de la facture d'électricité pour les ménages de la zone euro et 63 % pour les secteurs à forte intensité énergétique. Les coûts de réseau représentaient 27 % de la facture pour les ménages, mais seulement 12 % pour les secteurs à forte intensité énergétique, les grands consommateurs industriels – souvent directement connectés à des réseaux à haute ou très haute tension – bénéficiant d'une réduction des frais de réseau. La TVA a représenté environ 14 % de la facture d'électricité pour les ménages et les entreprises en 2024, tandis que les autres taxes et systèmes de tarification spécifiques à chaque pays ont représenté environ 10 %, contribuant aux variations d'un pays à l'autre (graphique B).

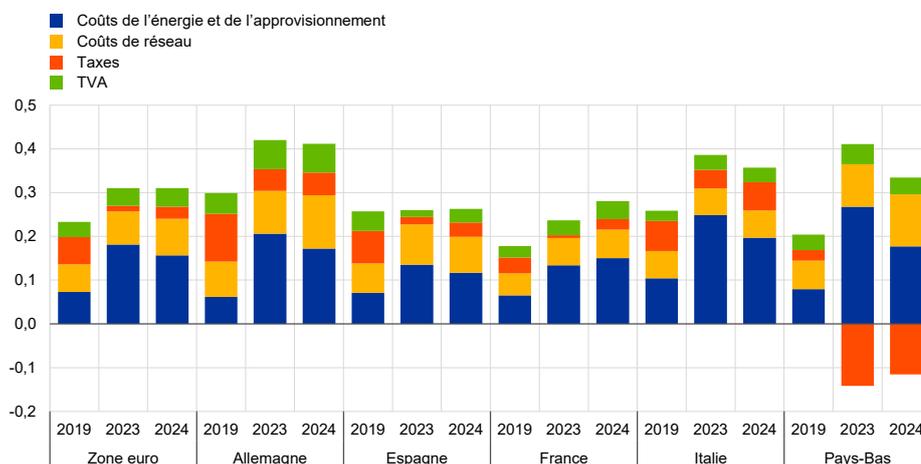
<sup>2</sup> Pour plus de précisions, cf. Heussaff *et al.* (2024) et Kuik *et al.* (2022).

## Graphique B

### Décomposition des prix de l'électricité pour les ménages et les secteurs à forte intensité énergétique

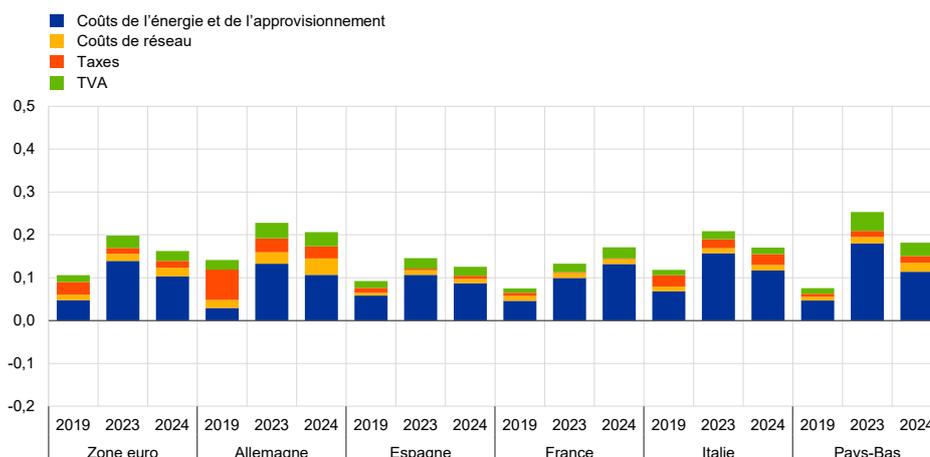
#### a) Ménages

(en euros par kWh)



#### b) Secteurs à forte intensité énergétique

(en euros par kWh)



Sources : Eurostat et calculs de la BCE.

Notes : Les taxes comprennent les taxes sur la capacité, les énergies renouvelables, l'environnement, le nucléaire et toutes les autres taxes (c'est-à-dire les taxes, les redevances, les prélèvements ou les charges ne relevant d'aucune des catégories précédentes). Les prix de l'électricité pour les ménages sont calculés pour toutes les fourchettes de consommation d'électricité. Les secteurs à forte intensité énergétique sont classés selon la définition fournie par Dechezleprêtre *et al.* (2025), puis rapprochés des fourchettes de consommation relatives suivant la Commission européenne (Direction générale de l'énergie, Commission européenne *et al.*, 2025). Il s'agit notamment de a) la fabrication du bois, b) la fabrication du papier et de la pâte à papier, c) la cokéfaction et le raffinage, d) la fabrication de produits chimiques, e) la fabrication de produits en caoutchouc et en plastique, f) la fabrication d'autres produits minéraux non métalliques, g) la fabrication de métaux précieux de base et d'autres métaux non ferreux, h) l'extraction de pétrole brut et de gaz naturel et i) l'extraction de minerais métalliques.

**Les ménages de la zone euro paient environ deux fois plus cher leur électricité que les secteurs à forte intensité énergétique, ce qui reflète une hausse des prix pour toutes les composantes de la facture d'électricité (graphique B).** En France et aux Pays-Bas, les ménages paient environ 64 % et 20 % de plus que les secteurs à forte intensité énergétique. Ce phénomène est encore plus prononcé en Allemagne, en Espagne et en Italie, où les prix de l'électricité pour les ménages sont environ 100 % plus élevés. Les pays qui dépendent des combustibles fossiles importés pour générer de l'électricité ont tendance à être confrontés à des prix de

l'électricité plus élevés, car ces combustibles sont généralement plus chers à la marge que le nucléaire ou les énergies renouvelables. En outre, des différences en matière de taxes nationales et de réglementation sur les frais de réseau expliquent également les variations considérables d'un pays à l'autre concernant les prix finaux de l'électricité <sup>3</sup>.

**Les prix de l'électricité ont commencé à augmenter plus fortement pour les secteurs à forte intensité énergétique que pour les ménages avant la crise énergétique (graphique B).** Entre 2019 et 2024, les prix de l'électricité ont augmenté de 53 % environ pour les secteurs à forte intensité énergétique et de 33 % environ pour les ménages. Dans les deux cas, ces hausses s'expliquent principalement par une augmentation des coûts des types de carburants sous-jacents. En réponse à la crise énergétique, des mesures de compensation telles que des plafonnements des prix de l'énergie ont été introduites afin d'atténuer les effets sur les prix de détail, mesures qui ont globalement bénéficié tant aux ménages qu'aux entreprises <sup>4</sup>.

**La hausse des prix de l'électricité a significativement accru les dépenses totales pour les ménages comme pour les secteurs à forte intensité énergétique, malgré une baisse de la consommation, en particulier dans les secteurs à forte intensité énergétique (graphique C).** Une décomposition des dépenses totales d'électricité en prix et en consommation montre que la hausse des prix de l'électricité a été à l'origine de l'augmentation des dépenses. Entre 2019 et 2023, la consommation d'électricité des secteurs à forte intensité énergétique dans la zone euro a diminué de 14,5 % environ, tandis que la consommation d'électricité des ménages a diminué de 1,5 % environ <sup>5</sup>.

---

<sup>3</sup> Pour une analyse détaillée de la formation des prix de l'électricité en Europe, cf. De Sanctis *et al.* (à paraître).

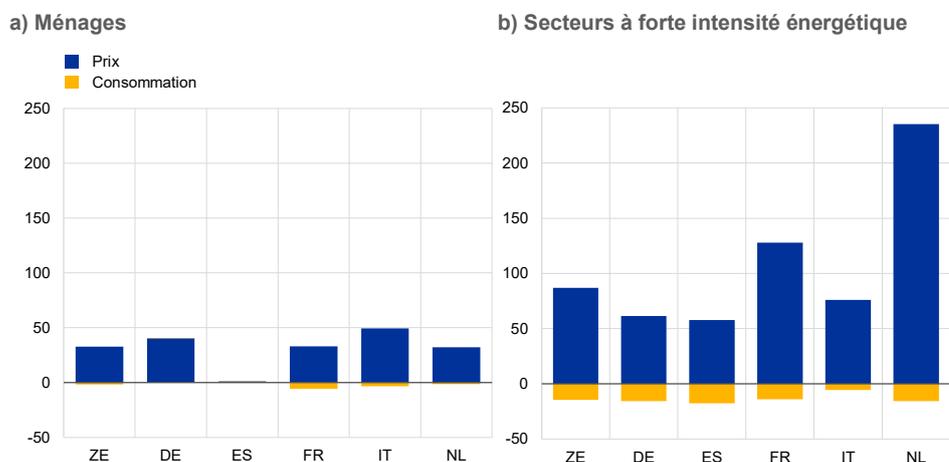
<sup>4</sup> Pour une discussion approfondie des mesures de politique budgétaire en réponse à la crise énergétique, cf. Ferdinandusse *et al.* (2024).

<sup>5</sup> Les données d'Eurostat relatives aux niveaux de consommation par secteur ne sont actuellement disponibles que jusqu'en 2023.

## Graphique C

### Décomposition de la croissance des dépenses totales des ménages et des secteurs à forte intensité énergétique

(variation en pourcentage entre 2019 et 2023)



Sources : Eurostat et calculs de la BCE.

Notes : Les prix de l'électricité et les niveaux de consommation des ménages sont calculés sur toutes les fourchettes de consommation d'électricité. Les données relatives à la consommation sont disponibles uniquement jusqu'en 2023. Les secteurs à forte intensité énergétique sont classés selon la définition fournie par Dechezleprêtre *et al.* (2025), puis rapprochés des fourchettes de consommation relatives suivant la Commission européenne (Direction générale de l'énergie, Commission européenne *et al.*, 2025). Il s'agit notamment de a) la fabrication du bois, b) la fabrication du papier et de la pâte à papier, c) la cokéfaction et le raffinage, d) la fabrication de produits chimiques, e) la fabrication de produits en caoutchouc et en plastique, f) la fabrication d'autres produits minéraux non métalliques, g) la fabrication de métaux précieux de base et d'autres métaux non ferreux, h) l'extraction de pétrole brut et de gaz naturel et i) l'extraction de minerais métalliques.

**L'impact des coûts du SEQE sur les prix de l'électricité est moins significatif dans les pays dont la production d'électricité est moins émettrice de carbone (graphique D).** L'intensité carbone a nettement diminué à mesure que les pays sont passés du charbon à des types de combustibles plus propres et, depuis 2010, à des énergies renouvelables (Agence européenne pour l'environnement, 2025) <sup>6</sup>. La France est le pays dont la production d'électricité génère le moins d'émissions de gaz à effet de serre, en raison de son recours de longue date au nucléaire. En revanche, les pays dont l'intensité carbone est relativement élevée sont soumis à des pressions plus fortes sur les coûts en raison du SEQE, sa contribution au prix de l'électricité atteignant jusqu'à 9 % <sup>7</sup>. Cette part tend à être plus élevée pour les entreprises à forte intensité énergétique, les coûts de l'énergie et de l'approvisionnement représentant une part plus importante de leur facture d'électricité.

<sup>6</sup> L'intensité des émissions de gaz à effet de serre a légèrement augmenté en Allemagne et en Italie entre 2020 et 2021 (de 10 % et 24 %, respectivement), mais elle est depuis revenue à des niveaux comparables à ceux observés en 2020.

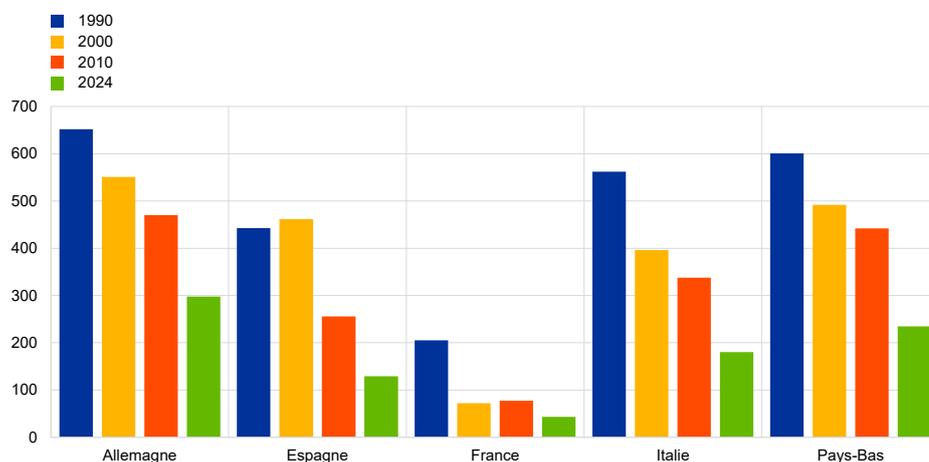
<sup>7</sup> Cf. Kuik *et al.* (2022) pour une discussion sur la contribution des prix du gaz et du SEQE aux prix de l'électricité.

## Graphique D

Intensité des émissions de gaz à effet de serre et coûts du SEQE dans différents pays

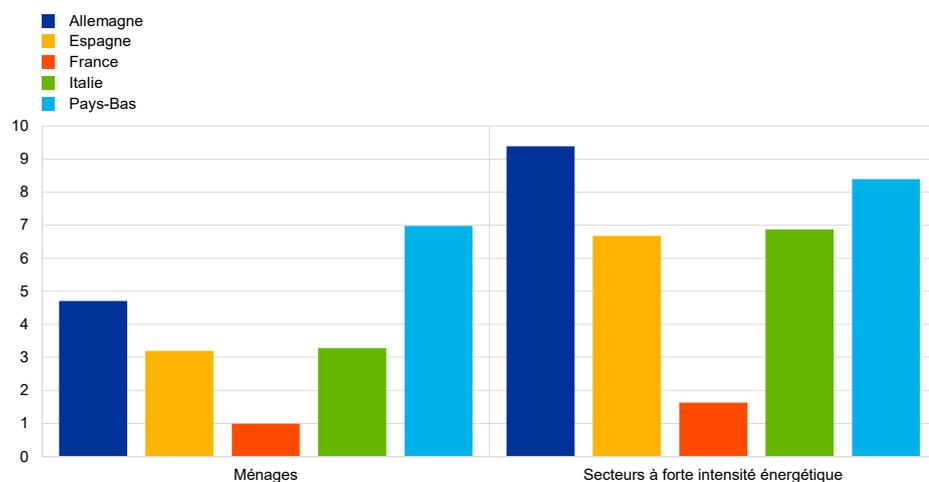
### a) Intensité des émissions de gaz à effet de serre au fil du temps

(gCO<sub>2</sub>e/kWh)



### b) Part des coûts du SEQE dans le prix global de l'électricité en 2024

(valeurs en pourcentage)



Sources : Eurostat, Agence européenne pour l'environnement, et calculs de la BCE.

Notes : Les coûts du SEQE dans les différents pays ont été calculés en utilisant les prix SEQE en 2024 (65 euros par tonne de CO<sub>2</sub>) multipliés par le montant des émissions de gaz à effet de serre par kW d'électricité la même année dans chaque pays. Ces valeurs ont été utilisées pour calculer la part relative des coûts du SEQE dans le prix global de l'électricité pour les ménages et les secteurs à forte intensité énergétique dans chaque pays.

**En résumé, l'atteinte des objectifs de l'UE en matière de décarbonation dépend de la réalisation de ses objectifs d'électrification, qui peut être facilitée par une baisse des prix de l'électricité.** Les écarts de prix de l'électricité entre les pays de la zone euro résultent de différences en matière de mix énergétique, les pays qui dépendent davantage des combustibles fossiles importés pour la production d'électricité ayant tendance à être confrontés à des prix plus élevés<sup>8</sup>. Parmi les autres facteurs contribuant aux disparités entre pays figurent l'interconnexion limitée

<sup>8</sup> Dans une étude récente, Navia *et al.* (2025) estime que les prix de l'électricité pourraient baisser de 26 % en moyenne d'ici 2030 par rapport aux prix de 2024, à condition que les pays européens atteignent leurs objectifs en matière d'énergie solaire et éolienne.

entre les marchés, les taxes nationales, les choix politiques et la réglementation des coûts de réseau. Si des mesures d'allègement à court terme, telles que des plafonnements des prix et des réductions de taxes, peuvent atténuer les tensions sur les prix, elles ne s'attaquent pas aux facteurs sous-jacents à l'origine des prix élevés de l'électricité. Ces mesures devraient être conçues de manière à ne pas affaiblir les incitations à la décarbonation pour les industries à forte intensité énergétique. À cette fin, le plan d'action pour une énergie abordable de la Commission européenne combine des mesures de soutien immédiates avec des mesures structurelles visant à réduire les prix de l'électricité. En outre, le train de mesures sur les réseaux européens et l'initiative « Autoroutes de l'énergie » (*European Grids Package and the Energy Highways initiative*) récemment annoncés devraient étendre et moderniser les infrastructures énergétiques de l'Europe <sup>9</sup>. Enfin, garantir une énergie abordable, sûre et durable est essentiel à la stratégie de décarbonation de l'UE et pour sa résilience économique à long terme (Parker *et al.*, 2026 ; Lagarde, 2025).

## Bibliographie

Dechezleprêtre (A.), Dernis (H.), Díaz (L.), Lalanne (G.), Sancho (S.R.) et Samek (L.) (2025), « [A comprehensive overview of the energy intensive industries ecosystem](#) », *Documents de travail de l'OCDE sur la science, la technologie et l'industrie*, n° 2025/09.

De Sanctis (A.), Grynberg (C) et Vinci (F.R.) (à paraître), « *The European energy landscape and industrial competitiveness: Making the case for an energy Union* », *Occasional Paper Series*, BCE.

Direction générale de l'énergie, Commission européenne, E3-Modeling, Enerdata, Ludwig-Bölkow-Systemtechnik, Öko-Institut et Trinomics (2025), « [Study on energy prices and cost: assessment impacts on household and industry – 2024 edition](#) ».

Agence européenne pour l'environnement (2025), « [Greenhouse gas emission intensity of electricity generation in Europe](#) », 6 novembre.

Ferdinandusse (M.) et Delgado-Téllez (M.) (2024) « [Mesures de politique budgétaire en réponse au choc sur l'énergie et l'inflation et au changement climatique](#) », *Bulletin économique*, n° 1, BCE.

Heussaff (C.) (2024) « [Decarbonising for competitiveness: four ways to reduce European energy prices](#) », *Policy Brief 32/2024*, Bruegel, 5 décembre.

Heussaff (C.), Jüngling (E.), Tagliapietra (S.) et Zachmann (G.) (2025) « [Who should be charged? Principles for fair allocation of energy system cost](#) », *note de synthèse n° 16/2025*, Bruegel, 24 avril.

---

<sup>9</sup> Pour une analyse plus détaillée des mesures à court terme visant à réduire les prix de l'électricité, cf. Heussaff *et al.* (2025).

Agence internationale de l'énergie (2024), [Perspectives énergétiques mondiales 2024](#), 16 octobre.

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

Lagarde (C.) (2025), « [Europe's road to renewables](#) », discours à la Conférence sur le climat de la Norges Bank, Oslo, 21 octobre.

McKinsey (2024), [Electricity demand in Europe: Growing or going?](#), 24 octobre.

Navia (D.) et Diaz Anadon (L.) (2025), « [Power price stability and the insurance value of sustainability technologies](#) », *Nature Energy*, vol. 10, 28 janvier, p. 329-341.

Parker (M.) et Parraga Rodriguez (S.) (à paraître), « Surmonter les obstacles structurels à la transition verte », *Bulletin économique*, n° 1, BCE.

### 3 Consommation et épargne dans un contexte d'incertitude : indications récentes tirées de l'enquête CES

Maria Dimou, Maarten Dossche, Teresa Hütten et Georgi Kocharkov

#### **La perception de l'incertitude économique par les consommateurs joue un rôle essentiel dans la détermination de leur comportement en matière de dépenses et d'épargne.**

Au-delà de son impact notable sur la demande agrégée, l'effet de l'incertitude sur les décisions des ménages varie considérablement d'un ménage à l'autre <sup>21</sup>. Dans ce contexte, l'enquête de la BCE sur les anticipations des consommateurs (*Consumer Expectations Survey*, CES) offre des indications uniques en fournissant des mesures rapides et granulaires de l'incertitude. Le présent encadré utilise tout d'abord une mesure de l'incertitude implicite fondée sur une question de l'enquête CES relative à la distribution probabiliste de la croissance attendue des revenus des ménages, afin d'évaluer l'évolution de l'incertitude au fil du temps <sup>22</sup>. Il combine ensuite les informations tirées d'une nouvelle question de l'enquête sur le degré de prévisibilité perçue de la situation financière des ménages. L'enquête comprend également une question de suivi sur leur réponse prévue face à cette incertitude économique, permettant d'évaluer l'hétérogénéité entre les ménages <sup>23</sup>.

#### **Bien qu'ils soient conceptuellement différents, les indicateurs de l'enquête CES et de la Commission européenne relatifs à l'incertitude des consommateurs sont étroitement alignés et tous deux suggèrent que l'incertitude reste encore élevée (graphique A).**

La mesure de l'incertitude implicite tirée de l'enquête CES est un indicateur quantitatif qui repose sur le raisonnement probabiliste des participants. Il est défini comme l'intervalle interquartile implicite moyen entre les participants. L'indicateur d'incertitude des consommateurs de la Commission européenne est qualitatif et rend compte d'une

<sup>21</sup> Par exemple, les ménages soumis à des contraintes de liquidité affichent une plus grande sensibilité de la consommation aux chocs de revenu et d'incertitude (Bayer *et al.*, 2019). De plus, les données tirées d'enquêtes montrent qu'une incertitude perçue plus élevée réduit les dépenses des ménages, en particulier pour les ménages qui détiennent des portefeuilles d'actifs risqués (Coibion *et al.*, 2024).

<sup>22</sup> Il a été demandé aux participants : « Vous trouverez ci-dessous dix scénarios possibles concernant l'évolution du revenu net total de votre ménage au cours des 12 prochains mois. Veuillez répartir 100 points entre eux, afin d'indiquer dans quelle mesure vous pensez que chaque changement de revenu est susceptible de se produire. ».

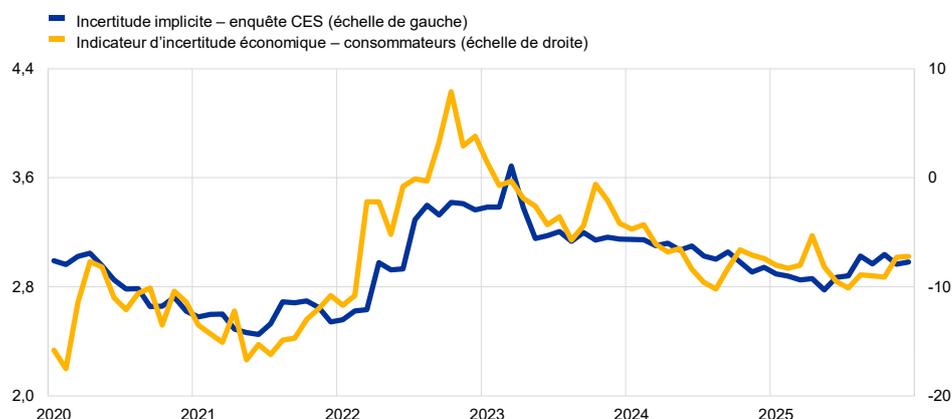
<sup>23</sup> La question a été posée dans l'enquête CES en août et novembre 2025 et reflète la formulation utilisée dans l'enquête de la Commission européenne auprès des consommateurs réalisée dans le cadre de son programme d'enquêtes auprès des entreprises et des consommateurs (BCS) (cf. également Commission européenne, 2021). Il a été demandé aux participants : « La situation financière future de votre ménage est actuellement... : facile à prévoir / modérément facile à prévoir / modérément difficile à prévoir / difficile à prévoir ». Dans une question de suivi, il a été demandé aux participants : « Compte tenu de l'incertitude économique actuelle (c'est-à-dire la difficulté de prévoir la situation financière future de votre ménage), comment (le cas échéant) prévoyez-vous d'adapter vos actions ou vos décisions ? (Veuillez sélectionner toutes les réponses qui s'appliquent à votre situation.) J'ai l'intention de... (1) Réduire mes dépenses habituelles ; (2) Retarder ou annuler les achats importants (par exemple, maison, voiture, électroménager) ; (3) Augmenter mon épargne/fonds d'urgence ; (4) Réduire ou éviter de contracter de nouvelles dettes ; (5) Investir plus prudemment (en évitant les investissements risqués) ; (6) Rechercher des sources de revenus supplémentaires (par exemple, des emplois supplémentaires) ; (7) Modifier mes projets de carrière ou d'emploi ; (8) Aucune des possibilités ci-dessus ».

perception subjective de la prévisibilité. Il représente le pourcentage net de participants qui estiment difficile de prévoir leur propre situation financière. Malgré ces différences méthodologiques, les deux mesures sont étroitement corrélées dans le temps et entre les ménages. Elles suggèrent que l'incertitude est actuellement inférieure à son pic de 2022-2023 – enregistré durant la période d'incertitude exceptionnelle qui a suivi le déclenchement de la guerre en Ukraine et la flambée des prix de l'énergie et des produits alimentaires qui en a résulté – mais toujours supérieure au point bas observé mi-2021, lorsque l'économie se remettait de la pandémie de COVID-19.

### Graphique A

#### Évolution des mesures de l'incertitude des consommateurs tirées d'enquêtes

(échelle de gauche : intervalles interquartiles implicites moyens ; échelle de droite : soldes agrégés)



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

Notes : La mesure de l'incertitude implicite tirée de l'enquête CES se fonde sur les distributions de probabilités spécifiques aux participants calculées à partir de la question d'enquête probabiliste portant sur les anticipations relatives à l'évolution du revenu net des ménages. L'incertitude implicite du revenu est calculée comme l'intervalle interquartile moyen entre les participants de chaque vague, en utilisant des poids de sondage. Les dernières observations se rapportent à décembre 2025.

#### Les ménages soumis à des contraintes de liquidité et les ménages sans emploi ont plus de difficulté à prévoir leur situation financière (graphique B).

La plupart des ménages soumis à des contraintes de liquidité (53 %) ont des difficultés à prévoir leur situation financière, contre seulement 24 % des ménages non soumis à de telles contraintes <sup>24</sup>. De même, 49 % des participants sans emploi font état de cette difficulté, tandis que, parmi les participants occupant un emploi, la part des ménages déclarant une probabilité élevée et faible de perdre leur emploi et qui ont des difficultés à prévoir leur situation financière tombe à 35 % et 25 %, respectivement. Cela suggère que la perception de la sécurité de l'emploi est un déterminant clé du risque lié au revenu des ménages <sup>25</sup>. Ces différences transversales sont cohérentes avec les données précédentes qui montrent que les ménages plus incertains quant à leur situation financière tendent à accorder

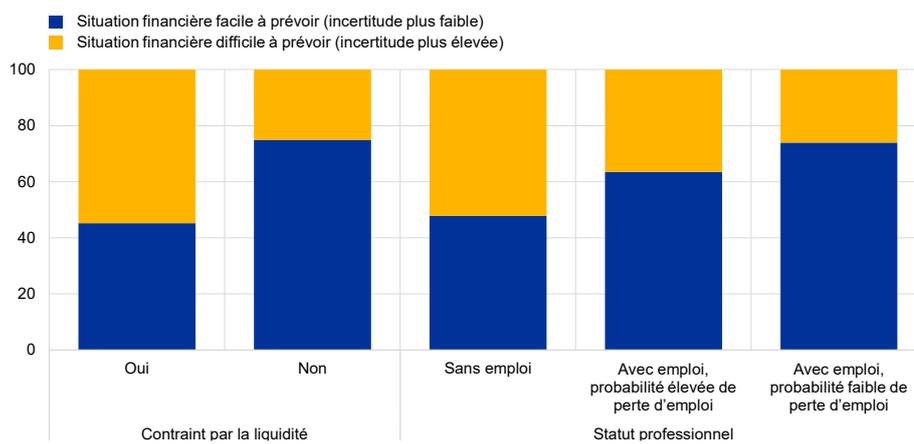
<sup>24</sup> La question de l'enquête, qui identifie les contraintes de liquidité, demande aux participants si leur ménage disposerait ou non de fonds suffisants pour couvrir un paiement imprévu équivalent au revenu mensuel de leur ménage.

<sup>25</sup> Pour plus de données empiriques sur la relation entre les performances du marché du travail et le risque lié au revenu des ménages au cours du cycle conjoncturel dans la zone euro, cf. Dossche et Hartwig (2019).

davantage d'importance aux motifs de précaution dans leurs décisions d'épargne (Dimou *et al.*, 2026).

### Graphique B Incertitude perçue, par type de ménage

(pourcentages de participants, pondéré)



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

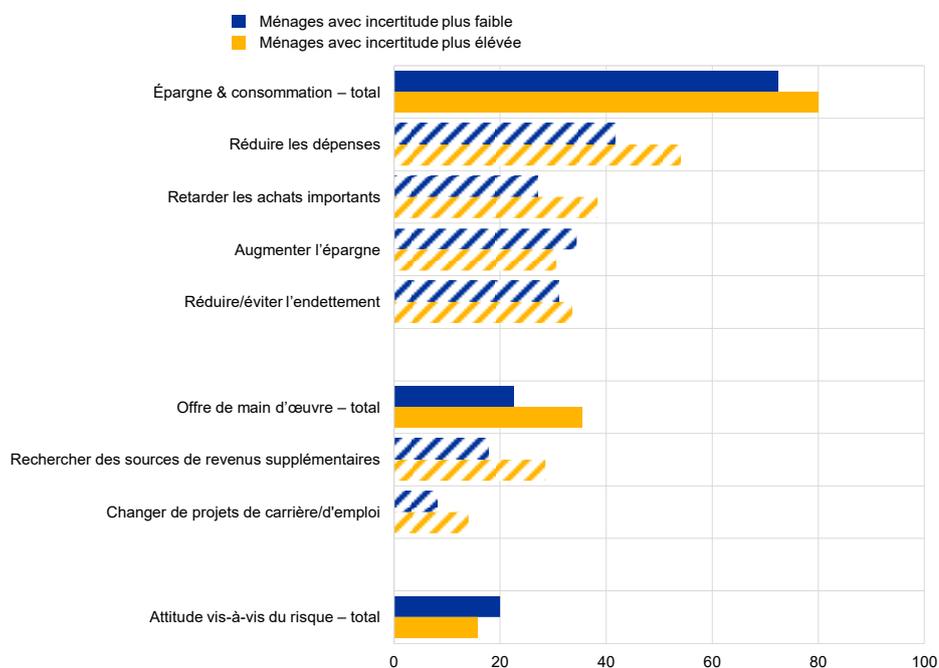
Notes : Les ménages sont classés comme soumis à des contraintes de liquidité s'ils indiquent qu'ils ne disposeraient pas de ressources financières suffisantes pour couvrir un paiement imprévu équivalent au revenu mensuel de leur ménage, si un tel besoin venait à se présenter. Les ménages sont classés comme déclarant une probabilité élevée (faible) de perte d'emploi si la valeur qu'ils déclarent est supérieure (inférieure) à la médiane de l'échantillon. Données issues de l'enquête CES de novembre 2025.

**Les ménages confrontés à une incertitude plus élevée sont plus susceptibles de prévoir de réduire leur consommation ou d'ajuster leur offre de main-d'œuvre (graphique C).** Interrogés sur les décisions qu'ils envisageraient de modifier en raison de la difficulté de prédire leur situation financière future, une part plus importante de ménages incertains que de ménages certains ont déclaré qu'ils prévoyaient de réduire leurs dépenses (53 % contre 42 %) ou de retarder leurs achats importants (37 % contre 26 %). En outre, une part plus importante de ménages incertains ont déclaré qu'ils prévoyaient d'ajuster leur offre de main-d'œuvre (35 % contre 22 % des ménages certains), soit en recherchant des sources de revenus supplémentaires, soit en changeant leurs projets de carrière. Les différences entre les deux groupes sont plus modérées s'agissant des projets directement liés à l'épargne ou à d'autres aspects de l'épargne (réduire ou éviter l'endettement), ainsi que des projets visant à ajuster leur attitude vis-à-vis du risque (par des investissements plus prudents).

## Graphique C

### Actions prévues en réponse à l'incertitude économique

(pourcentages des participants, pondéré)



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

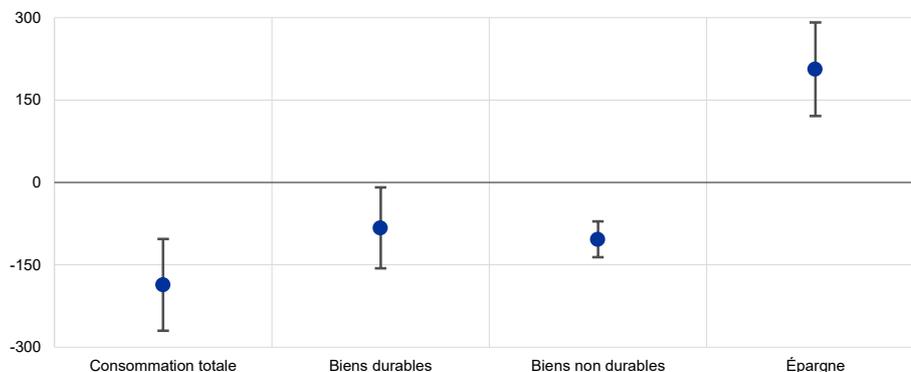
Notes : Les parts des catégories intitulées « - total » (indiquées par des barres horizontales pleines) sont calculées en comptant (une seule fois) les participants qui ont sélectionné au moins une des options de réponse incluses dans cette catégorie (indiquées par des barres horizontales hachurées). Données issues de l'enquête CES de novembre 2025.

**Les ménages incertains font état d'une baisse de la consommation réalisée et d'une hausse de l'épargne réalisée, en ligne avec la théorie de l'épargne de précaution (graphique D).** En moyenne, les ménages incertains dépensent environ 100 euros de moins par mois en biens non durables et près de 100 euros de moins en biens durables que les ménages certains, ce qui se reflète aussi pleinement dans la hausse de l'épargne. Pour mettre cela en perspective, une différence d'environ 100 euros correspond à presque 25 % de l'épargne mensuelle moyenne et à un peu moins de 5 % des dépenses mensuelles totales moyennes, selon l'enquête CES.

## Graphique D

### Différence de moyennes de la consommation et de l'épargne, par incertitude perçue

(coefficients de régression en euros des dépenses/épargnes mensuelles)



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

Notes : Les points bleus représentent les estimations de coefficients issues des régressions de la consommation individuelle (totale, en biens durables, en biens non durables)/de l'épargne sur une variable muette d'incertitude, des contrôles individuels et des effets fixes par pays. Les moustaches représentent les intervalles de confiance à 90 % basés sur des erreurs types robustes. Les données sur l'incertitude sont tirées de l'enquête CES d'août et novembre 2025 et les données relatives aux variables de la consommation et de l'épargne, de l'enquête CES de juillet et octobre 2025.

**Cet encadré a mis en évidence l'importance de l'incertitude économique pour comprendre les décisions actuelles en matière de consommation et d'épargne agrégées.** Conjugué aux données récentes sur la prévalence de motifs de précaution et ricardiens en matière d'épargne des ménages de la zone euro (Dimou *et al.*, 2026), le niveau élevé d'incertitude demeure un facteur important à l'origine de la persistance du taux d'épargne élevé des ménages dans la zone euro <sup>26</sup>.

## Bibliographie

Bayer (C.), Luetticke (R.), Pham-Dao (L.) et Tjaden (V.) (2019), « *Precautionary savings, illiquid assets, and the aggregate consequences of shocks to household income risk* », *Econometrica*, vol. 87, n° 1, p. 255-290.

Coibion (O.), Georganakos (D.), Gorodnichenko (Y.), Kenny (G.) et Weber (M.) (2024), « *The effect of macroeconomic uncertainty on household spending* », *The American Economic Review*, vol. 114, n° 3, p. 645-677.

Dimou (M.), Flaccadoro (M.) et Gareis (J.) (2025), « [Le taux d'épargne des ménages revisité : dynamique récente et facteurs sous-jacents](#) », *Bulletin économique*, n° 8, BCE.

Dossche (M.) et Hartwig (J.) (2019), « [Le risque lié au revenu des ménages au cours du cycle d'activité](#) », *Bulletin économique*, n° 6, BCE.

<sup>26</sup> Si les régressions au niveau des ménages fournissent des informations sur les réponses comportementales à l'incertitude, leurs implications agrégées dépendent de la distribution de l'incertitude entre les ménages et de la contribution relative des différents groupes de revenu à la consommation et à l'épargne globales. Une analyse plus approfondie indique que l'incertitude affecte de façon significative non seulement les ménages à bas revenus mais également les ménages à hauts revenus, ce qui confirme la pertinence des coefficients déclarés pour la dynamique agrégée.

Commission européenne (2021), « *Special topic : New survey-based measures of economic uncertainty* », *European Business Cycle Indicators - Technical Paper 051*, octobre.

## Les déterminants fondamentaux des évolutions récentes de l'investissement dans l'immobilier résidentiel de la zone euro

Johannes Gareis

### **L'investissement dans l'immobilier résidentiel de la zone euro semble avoir atteint un point bas, mais une reprise durable ne s'est pas encore concrétisée.**

Après une augmentation notable entre mi-2015 et début 2022, à l'exception d'une brève interruption pendant la récession liée à la pandémie de COVID-19, l'investissement résidentiel a reculé de manière relativement régulière à partir du premier trimestre 2022, avant d'atteindre un point bas au quatrième trimestre 2024 (graphique A). Bien que la dynamique se soit légèrement redressée début 2025, elle reste modérée. L'investissement dans l'immobilier résidentiel a baissé de 0,2 % au troisième trimestre 2025 par rapport au trimestre précédent, se situant à 7 % environ au-dessous de son pic du premier trimestre 2022. Entre le premier trimestre 2022 et le troisième trimestre 2025, les pays de la zone euro ont affiché des évolutions très diverses. Dans les plus grandes économies de la zone, comme l'Allemagne et la France, l'investissement résidentiel a nettement reculé, tandis qu'il s'est accru en Italie et en Espagne <sup>1</sup>. Cet encadré utilise un modèle empirique structurel pour décomposer les évolutions récentes de l'investissement dans l'immobilier résidentiel dans la zone euro en leurs principaux déterminants, et analyse les perspectives à court terme de la croissance de l'investissement dans l'immobilier résidentiel <sup>2</sup>.

---

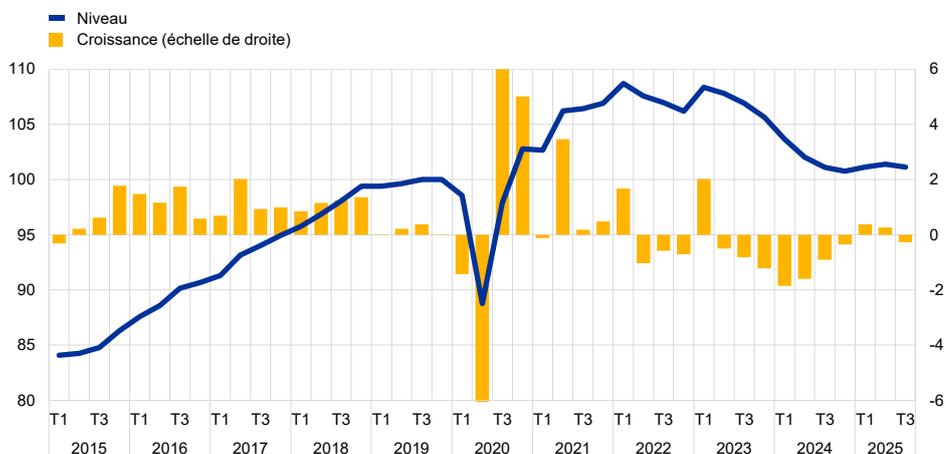
<sup>1</sup> Par rapport à son niveau au premier trimestre 2022, l'investissement dans l'immobilier résidentiel au troisième trimestre 2025 était inférieur d'environ 18 % en Allemagne et 13 % en France, tandis qu'il était supérieur d'environ 13 % en Italie et 10 % en Espagne. Les évolutions en Italie ont été fortement influencées par les mesures budgétaires temporaires de grande ampleur adoptées par le gouvernement. Elles ont donné lieu à une hausse exceptionnellement marquée de l'investissement résidentiel au premier trimestre 2023 (18,4 % de plus que le trimestre précédent) et expliquent l'augmentation temporaire de l'investissement résidentiel au niveau de la zone euro. Pour une analyse antérieure des évolutions entre différents pays dans le contexte des changements liés au coût d'usage du logement, cf. Battistini et Gareis (2024).

<sup>2</sup> Pour une décomposition fondée sur un modèle des dynamiques de prix récentes des logements dans la zone euro par rapport à des périodes historiques antérieures, cf. Battistini et Gareis (2025).

## Graphique A

### Investissement dans l'immobilier résidentiel

(échelle de gauche : indice : T4 2019 = 100 ; échelle de droite : variations trimestrielles en pourcentage)



Sources : Eurostat et calculs des services de la BCE.

Notes : En 2020, l'investissement dans l'immobilier résidentiel de la zone euro a baissé de 10,0 % entre le premier et le deuxième trimestre, avant d'augmenter de 10,3 % entre le deuxième et le troisième trimestre. Les dernières observations se rapportent au troisième trimestre 2025.

### Un modèle empirique a été utilisé pour analyser les déterminants fondamentaux de la dynamique récente de l'investissement résidentiel au niveau de la zone euro.

Le modèle vectoriel autorégressif bayésien structurel (SBVAR) examine l'investissement dans l'immobilier résidentiel sous l'angle de l'activité économique au sens large, des prix, des prix des logements et des conditions de financement, ce qui permet de décomposer les évolutions de l'investissement résidentiel en un nombre restreint de déterminants économiques pertinents <sup>3</sup>. Ces déterminants incluent les modifications des conditions globales de la demande et de l'offre dans l'économie, les facteurs de demande et d'offre spécifiques au secteur de l'immobilier résidentiel, et les évolutions des taux d'intérêt <sup>4</sup>. Les chocs de demande spécifiques au secteur résidentiel rendent compte des changements de la disposition des ménages à investir dans le logement, comme les changements de préférence, tandis que les chocs d'offre spécifiques à l'immobilier résidentiel reflètent des perturbations de l'activité de construction, telles que des pénuries de matériaux ou des augmentations des coûts de construction. Les facteurs relatifs aux taux d'intérêt synthétisent les évolutions des conditions de

<sup>3</sup> Plus précisément, le modèle inclut la consommation privée réelle, le déflateur de la consommation privée, l'investissement réel dans l'immobilier résidentiel, les prix nominaux des logements, le taux d'intérêt sans risque à court terme et l'écart de taux d'intérêt à long terme. Toutes les variables sont incluses en niveaux logarithmiques, à l'exception du taux d'intérêt sans risque à court terme et de l'écart de taux d'intérêt à long terme, qui sont mesurés en niveaux. Le taux d'intérêt sans risque à court terme se rapporte au taux interbancaire offert en euros (Euribor) à trois mois et l'écart de taux d'intérêt à long terme correspond à la différence entre le rendement des obligations d'État à dix ans de la zone euro et le taux d'intérêt sans risque à court terme. Le modèle est estimé à partir de données allant du premier trimestre 1995 au troisième trimestre 2025, et tient compte de la volatilité prononcée des données macroéconomiques en 2020 en appliquant la correction de l'hétéroscédasticité de la pandémie proposé par Lenza et Primiceri (2020).

<sup>4</sup> Les déterminants de l'investissement dans l'immobilier résidentiel sont identifiés en imposant des restrictions de signe sur les réponses impulsionnelles aux chocs structurels. Les restrictions d'identification suivent les hypothèses standard habituellement utilisées dans la littérature (cf., par exemple, Smets et Jarociński (2008) et Nocera et Roma (2017)).

financement, reflétant les mouvements des taux d'intérêt à court et long termes au cours du cycle de resserrement et d'assouplissement de la politique monétaire.

**La dynamique récente de l'investissement dans l'immobilier résidentiel est restée modeste jusqu'à présent, en raison de la faiblesse des conditions macroéconomiques au sens large et des effets différés du resserrement passé de la politique monétaire, bien que cela soit en partie compensé par une amélioration de la demande spécifique au secteur de l'immobilier résidentiel.**

Le modèle suggère que, pendant la pandémie, l'investissement dans l'immobilier résidentiel a été dopé par une demande de logements plus forte. Cela reflète probablement l'évolution des préférences des ménages, y compris une demande accrue d'espaces de vie plus grands face à l'augmentation du télétravail. Avec la fin de la pandémie, cette demande accrue s'est normalisée, donnant lieu à des chocs de demande de logements négatifs qui ont entraîné une baisse de l'investissement dans l'immobilier résidentiel en 2022 (graphique B) <sup>5</sup>. Ensuite, les chocs de demande agrégée défavorables – qui reflètent le ralentissement plus généralisé de l'activité économique dans le contexte du choc sur les prix de l'énergie et de l'incertitude accrue qui a suivi l'invasion de l'Ukraine par la Russie – se sont accentués. En parallèle, les chocs négatifs sur l'offre de logements, qui ont fait augmenter les coûts de construction et les prix des logements, ont continué de freiner l'activité. Ces effets ont été exacerbés par les chocs sur les taux d'intérêt, reflétant l'effet différé des hausses des taux d'intérêt qui ont fait suite au resserrement de la politique monétaire en 2022-2023 en réponse à la forte poussée de l'inflation. L'effet négatif de ces chocs a atteint un pic au deuxième trimestre 2024. Plus récemment, le frein exercé par les taux d'intérêt a commencé à s'atténuer avec l'assouplissement de la politique monétaire. Dans le même temps, les chocs de demande agrégés sont restés durablement négatifs, ce qui pourrait refléter l'incertitude accrue liée aux tensions géopolitiques et commerciales et l'atonie persistante de la confiance des consommateurs, qui continuent de peser sur les évolutions économiques plus globales. En revanche, la demande de logements semble se redresser, comme le montrent les chocs positifs de demande de logements et le rebond relativement rapide des prix des logements. Ce rebond est apparu avant celui de l'investissement dans l'immobilier résidentiel, les prix ayant fortement augmenté depuis le premier trimestre 2024 <sup>6</sup>.

---

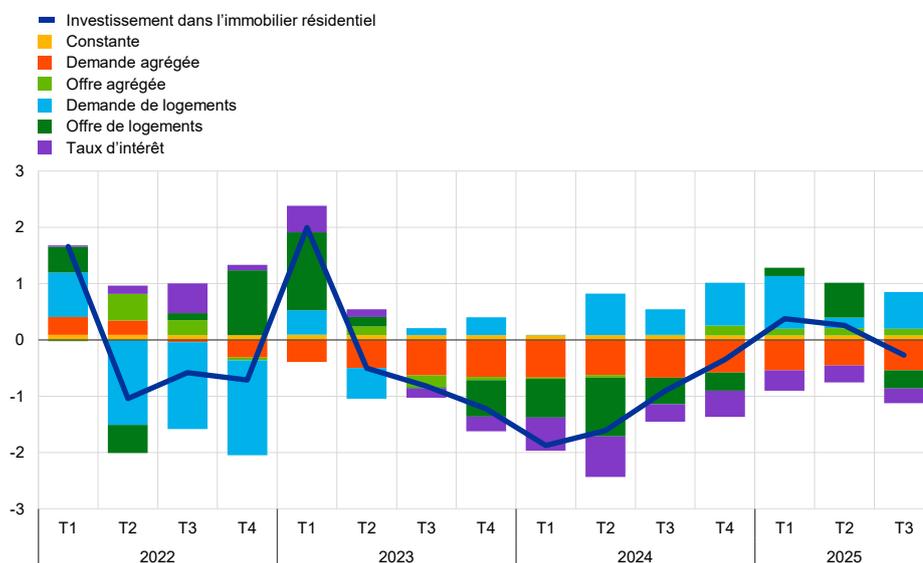
<sup>5</sup> Pour plus de détails sur les effets de la pandémie sur la demande de logements, cf. par exemple Richard (2025).

<sup>6</sup> Pour une analyse détaillée des évolutions récentes des prix des logements dans la zone euro, cf. Höynck *et al.* (2025).

## Graphique B

### Déterminants fondés sur un modèle de la dynamique récente de l'investissement dans l'immobilier résidentiel

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



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

Notes : Le graphique montre les effets immédiats et différés des chocs structurels identifiés à partir d'un modèle vectoriel autorégressif bayésien structural avec des restrictions de signes et des restrictions de zéro sur la croissance trimestrielle de l'investissement dans l'immobilier résidentiel. La constante représente le taux de croissance tendanciel estimé de la dynamique de l'investissement dans l'immobilier résidentiel.

### Pour la période à venir, la dynamique haussière de l'investissement dans l'immobilier résidentiel devrait devenir plus soutenue.

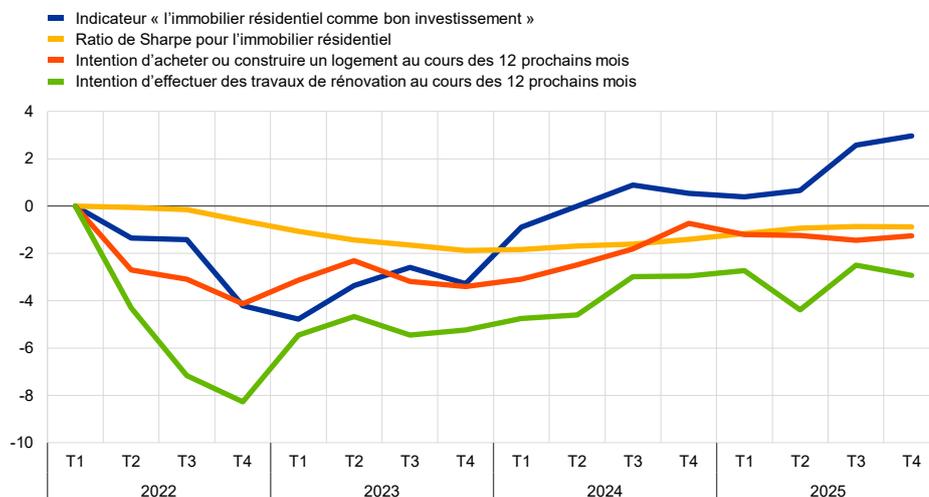
L'investissement dans l'immobilier résidentiel devrait croître à mesure que la demande de logements continuera de se renforcer, que la croissance économique s'améliorera et que les effets de l'assouplissement passé de la politique monétaire se concrétiseront. Cela est cohérent avec les données indiquant qu'une reprise de la demande de logements précède généralement l'ajustement de l'offre, en raison des délais de planification et de construction. Cette hypothèse est également corroborée par la reprise actuelle des prêts immobiliers et le rebond des transactions immobilières<sup>7</sup>. De plus, le sentiment des consommateurs à l'égard du logement s'améliore depuis un certain temps, comme observé dans l'enquête sur les anticipations des consommateurs (*Consumer Expectations Survey*, CES). Les résultats de l'enquête montrent qu'un nombre croissant de ménages considèrent l'immobilier résidentiel comme un bon investissement, et signalent une hausse du ratio Sharpe fondé sur le CES (graphique C). En outre, l'enquête de la Commission européenne auprès des consommateurs montre que les intentions des ménages d'acheter ou de construire un logement et d'effectuer des travaux de rénovation ont suivi une tendance à la hausse après le point bas enregistré au quatrième trimestre 2022. Ensemble, ces indicateurs signalent un renforcement de la demande de logements, en ligne avec les données fondées sur un modèle, et vont étayer des perspectives plus favorables pour l'investissement dans l'immobilier résidentiel.

<sup>7</sup> Pour comprendre pourquoi la demande de logements précède généralement l'offre de logements au cours du cycle, cf. par exemple Leamer (2007).

## Graphique C

### Sentiment relatif au logement

(différences dans les indicateurs par rapport au premier trimestre 2022)



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

Notes : L'indicateur « l'immobilier résidentiel comme bon investissement » mesure la part des participants à l'enquête CES considérant l'achat d'un bien immobilier dans leur quartier aujourd'hui comme un « bon » ou un « très bon » investissement. Le ratio de Sharpe pour l'immobilier résidentiel est calculé à partir des anticipations des ménages participant à l'enquête CES en matière de prix des logements, conjuguées à une mesure du taux d'intérêt sans risque (cf. Battistini *et al.*, 2025). Les intentions d'acheter ou de construire un logement et d'effectuer des travaux de rénovation sont tirées des enquêtes de la Commission européenne auprès des consommateurs et sont exprimées sous forme de soldes en pourcentage. Les données CES représentent des moyennes trimestrielles. Les dernières observations se rapportent à octobre 2025 pour les données CES et au quatrième trimestre 2025 pour les données de la Commission européenne.

## Bibliographie

Battistini (N.), Baumann (A.), Gareis (J.) et Rusinova (D.) (2025), « [L'immobilier résidentiel a-t-il retrouvé son attrait ? Indications tirées d'un nouveau ratio de Sharpe pour l'immobilier résidentiel fondé sur une enquête](#) », *Bulletin économique*, n° 8, BCE.

Battistini (N.) et Gareis (J.) (2025), « [Les déterminants fondamentaux des prix des logements dans la zone euro](#) », *Bulletin économique*, n° 2, BCE.

Battistini (N.) et Gareis (J.) (2024), « [L'investissement dans l'immobilier résidentiel et le coût d'usage du logement dans la zone euro](#) », *Bulletin économique*, n° 3, BCE.

Höyneck (C.), Roma (M.) et Schlieker (K.) (2025), « [Évolutions du cycle récent des prix des logements dans la zone euro](#) », *Bulletin économique*, n° 2, BCE.

Leamer (E.) (2007), « *Housing IS the business cycle* », *Proceedings – Economic Policy Symposium – Jackson Hole*, Banque fédérale de réserve de Kansas City, p. 149-233.

Lenza (M.) et Primiceri (G.) (2022), « *How to estimate a vector autoregression after March 2020* », *Journal of Applied Econometrics*, vol. 37, n° 4, juin, p. 688-699.

Nocera (A.) et Roma (M.) (2017), « [House prices and monetary policy in the euro area: evidence from structural VARs](#) », *Working Paper Series*, n° 2073, BCE, juin.

Richard (M.) (2025), « [Working from home: Effects on housing demand and inequality](#) », *Le blog de la BCE*, 8 janvier.

Smets (F.) et Jarociński (M.) (2008), « [House prices and the stance of monetary policy](#) », *Working Paper Series*, n° 891, BCE, avril.

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

Gabe de Bondt, Richard Morris et Moreno Roma

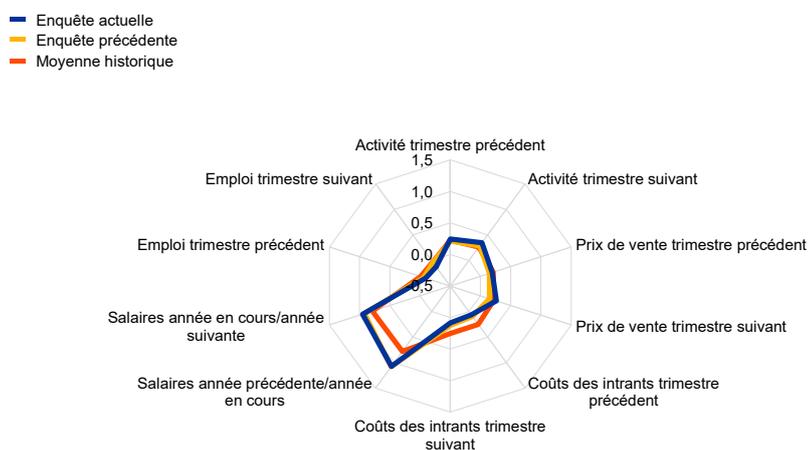
Cet encadré présente une synthèse des principales conclusions tirées des contacts récents entre les services de la BCE et les représentants de 79 grandes sociétés non financières opérant dans la zone euro. Ces échanges ont eu lieu entre le 5 et le 14 janvier 2026 <sup>1</sup>.

**Les sociétés contactées ont fait état d'une amélioration progressive de la dynamique des entreprises et de la confiance ces derniers mois (graphique A et graphique B).** La croissance a continué d'être portée principalement par l'activité dans les services, tandis que les déclarations concernant l'activité industrielle sont contrastées. L'investissement physique se redresse, mais les coûts élevés liés à l'énergie, à la main-d'œuvre et à la réglementation ont continué de peser sur l'activité manufacturière dans un contexte d'intensification de la concurrence, de sorte que les entreprises de la zone euro ont perdu des parts de marché sur les marchés intérieurs et extérieurs. La variation des coûts liés à la main-d'œuvre et à l'énergie explique également les différentiels de croissance au sein de la zone euro.

### Graphique A

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

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



Source : BCE.

Notes : Les scores reflètent la moyenne des scores attribués par les services de la BCE dans leur évaluation des déclarations des contacts à propos des évolutions trimestrielles de l'activité (ventes, production et commandes), des coûts des intrants (matériaux, énergie, transport, etc.) et des prix de vente, ainsi qu'à propos des évolutions annuelles des salaires. Les scores vont de -2 (baisse significative) à +2 (hausse significative). Un score de 0 indique qu'aucun changement ne s'est produit. Pour la campagne actuelle, le trimestre précédent se rapporte au quatrième trimestre 2025 et le trimestre suivant au premier trimestre 2026, tandis que pour la campagne précédente, il s'agissait du troisième et du quatrième trimestres 2025. En janvier et en mars/avril, les discussions avec les personnes contactées au sujet des évolutions des salaires se concentrent généralement sur les perspectives pour l'année en cours par rapport à l'année précédente, tandis que celles qui se déroulent en juin/juillet et septembre/octobre portent sur les perspectives pour l'année suivante par rapport à l'année en cours. La moyenne historique est une moyenne des scores calculée en utilisant des synthèses des contacts antérieurs en remontant jusqu'en 2008.

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

**La croissance des dépenses de consommation dans les services a continué à dépasser celle des dépenses en biens.** Les détaillants signalent des dépenses décevantes en fin d'année 2025, face à une concurrence importante sur les prix et à la faiblesse de la confiance des consommateurs. Elles se seraient fortement redressées pendant les périodes de promotions et de soldes, telles que le « *Black Friday* », mais demeurent atones sur les autres périodes. Concernant l'alimentation de détail, les supermarchés traditionnels ont retrouvé une partie de leur part de marché face aux enseignes « *discount* », mais uniquement en copiant leurs stratégies de fixation des prix. Dans l'habillement de détail, les dépenses dans les magasins « *outlet* » ont fortement augmenté, tandis que les ventes dans les commerces traditionnels stagnent. Le marché des appareils électroménagers et de l'électronique grand public a été décrit comme très difficile, avec une demande modeste et une concurrence en hausse. Les ventes automobiles sont restées relativement stables dans un contexte de persistance de l'incertitude réglementaire. En revanche, la croissance des dépenses dans les services aux consommateurs est demeurée robuste, avec des perspectives positives. Cela concerne plus particulièrement le tourisme, soutenu par l'expansion des capacités dans le secteur des loisirs. Les sociétés contactées dans les secteurs de la santé et des télécommunications ont également fait état d'une croissance satisfaisante de la demande, le vieillissement de la population et la numérisation étant des déterminants-clés.

## Graphique B

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

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



Source : BCE.

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

### D'après les sociétés contactées, les perspectives d'investissement s'améliorent progressivement.

Les fabricants de machines et d'équipements indiquent une amélioration des carnets de commande, en particulier pour des projets liés à l'électrification, aux data centers, à l'énergie et à la défense. Cette augmentation des commandes de machines s'explique également par le fait que les entreprises de construction se préparent à la hausse attendue des dépenses d'infrastructure publique en Allemagne, même si celle-ci ne sera effective que fin 2026 ou en 2027. Les contacts et/ les fournisseurs du secteur de la construction

font également état d'une amélioration des carnets de commandes, la croissance dans les infrastructures et la construction commerciale étant toutefois plus systématiquement positive que dans la construction résidentielle, où le manque de terrains et de main-d'œuvre freine la reprise. Les prestataires de services numériques contactés font état d'une croissance toujours soutenue, et même croissante, de la demande de services en nuage (*cloud*) et d'investissements (autres) liés à l'IA, ainsi que dans le domaine de la cybersécurité, avec une augmentation particulièrement forte de la demande en provenance du secteur public, de l'aérospatial et de la défense, des sciences de la vie, des assurances, de l'énergie et des télécommunications. L'accent mis sur l'investissement dans l'IA reflète également la volonté des entreprises de réduire leurs coûts, ce qui implique une utilisation accrue de l'IA pour réduire les coûts de recherche et de développement (R&D).

**Le commerce mondial a bien résisté aux droits de douane américains jusqu'à présent, mais les exportations nettes de la zone euro sont freinées par la réorientation des échanges commerciaux, ce qui assombrit légèrement les perspectives.**

D'après les contacts dans le secteur du transport maritime, la croissance du commerce mondial ne semble pas avoir été affectée par la hausse des droits de douane américains, mais les flux commerciaux ont connu des modifications rapides et importantes. Cela inclut une forte croissance des échanges intra-asiatiques et des importations vers la zone euro, en particulier en provenance de Chine, ainsi qu'une stagnation ou une contraction des exportations de la zone euro ces derniers mois. De nombreuses sociétés du secteur manufacturier font état d'une perte de parts de marché au profit de concurrents chinois, que ce soit dans la zone euro, en Chine ou sur d'autres marchés. Cette évolution reflète les pertes importantes de compétitivité-coûts des entreprises de la zone euro depuis la pandémie, sous l'effet des hausses marquées des coûts liés à la main-d'œuvre, à l'énergie et à la réglementation, accentuées par l'appréciation de l'euro. Il a été jugé important que l'UE dispose d'une stratégie industrielle cohésive pour faire face à ces défis, afin de restaurer la confiance dans l'avenir, indépendamment de l'impulsion attendue des mesures de relance budgétaire.

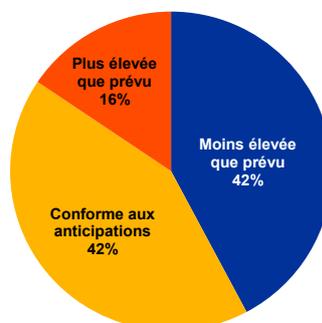
**L'incidence des hausses des droits de douane américains en 2025 a été considérée par la plupart comme conforme (ou inférieure) aux anticipations.**

Environ deux sociétés contactées sur cinq parmi celles qui considèrent que leur entreprise ou leur secteur est affecté par les droits de douane américains ont déclaré que l'incidence avait été plus faible qu'attendu, moins de la moitié pensent le contraire et à peu près le même nombre a déclaré que l'incidence est la même qu'attendu (graphique C). Les raisons invoquées pour expliquer cette incidence moindre comprennent a) un certain degré d'anticipation de l'activité et des opportunités en 2025 pour éviter les droits de douane américains ; b) une réorientation rapide du commerce mondial, avec une plus grande intégration du reste du monde ; c) une forte absorption de l'incidence par les importateurs américains craignant des réactions du gouvernement américain ; d) un effet compensatoire du boom de l'IA ; et e) la résilience des dépenses de consommation aux États-Unis tirées par les ménages à hauts revenus.

## Graphique C

### Incidence des droits de douane américains par rapport aux anticipations antérieures

(en pourcentage de réponses)



Source : BCE.

Note : Ce graphique présente une synthèse des réponses de 45 sociétés qui considèrent que les droits de douane américains sont pertinents pour leur entreprise ou leur secteur.

**Les perspectives en matière d'emploi sont demeurées moroses, dans un contexte de réduction des coûts et d'optimisation croissante des processus de travail au moyen de l'IA.** Les entreprises de certains segments du secteur manufacturier, en particulier dans les industries chimiques et automobiles, et principalement dans les économies du cœur de la zone euro, ont poursuivi les fortes réductions d'emplois en raison de la faiblesse persistante de la demande, des coûts élevés et d'une intensification de la concurrence à l'importation. Les entreprises de ces secteurs consolident leur production, délocalisent les fonctions vers des régions à plus bas coûts et restructurent les postes d'employés de bureau et de R&D, en s'appuyant sur les outils d'IA et l'automatisation pour dégager des gains d'efficacité. En revanche, les sociétés contactées dans les services aux consommateurs, en particulier dans l'hôtellerie et le transport aérien, font état d'une hausse de l'emploi liée à une demande croissante. Dans la plupart des autres secteurs, les contacts indiquent un emploi relativement stable, en partie parce que l'intégration croissante de l'IA aux processus de travail permet aux entreprises de croître sans devoir augmenter leurs effectifs. L'IA transforme et remplace aussi certains emplois de bureau, ce qui se traduit par un marché du travail difficile pour les diplômés. Des difficultés de recrutement persistent toutefois pour de nombreux postes spécialisés, notamment dans les secteurs de l'énergie, de la construction, de la cybersécurité, de l'aérospatial et de la défense. Les agences de placement déclarent que les postes temporaires semblent avoir atteint un point bas, tandis que les embauches à durée indéterminée continuent de diminuer. Un consensus s'est établi sur des perspectives de retour à une croissance modeste des effectifs en 2026, mais rien n'indique clairement que cela ait déjà commencé.

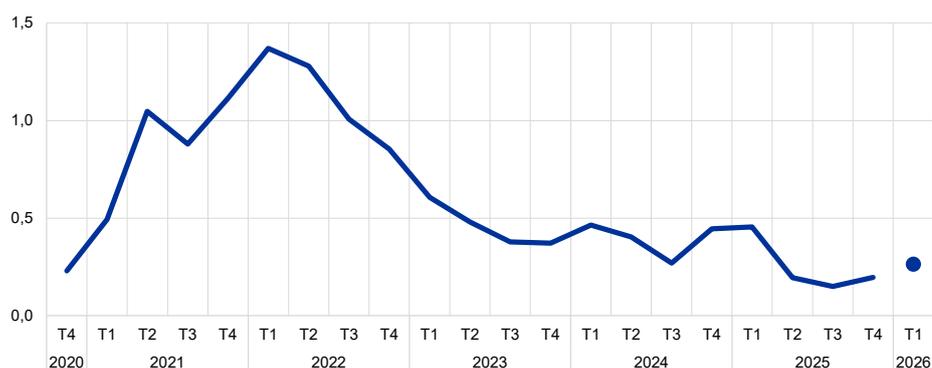
**La croissance des prix de vente est restée modérée, les tendances récentes devant globalement persister à court terme (graphique A et graphique D).** La croissance des prix a continué d'être tirée par les services, notamment dans l'alimentation de détail, les transports, le tourisme, l'hôtellerie, les télécommunications, l'immobilier et les services liés à l'IA. S'agissant en particulier des services aux consommateurs, les sociétés contactées ont déclaré qu'elles

pourraient augmenter les prix assez fortement, en continuant de tabler sur la volonté de dépenser des clients, même si certains anticipent une plus grande résistance à l'avenir. Les contacts dans le secteur du commerce de détail non alimentaire et dans le secteur manufacturier ont, en revanche, fait état de prix plutôt stables, beaucoup les décrivant comme « sous tension ». Dans ces secteurs, les tensions à la hausse sur les prix et les coûts provenant des salaires et de la réglementation ont été contrebalancées par les pressions à la baisse résultant de la concurrence accrue à l'importation. Pour les producteurs en amont, cela a généralement exercé une pression à la baisse sur les prix et sur les marges, tandis que les producteurs en aval ont également bénéficié de la baisse des prix des intrants, qui neutralise l'effet sur leurs marges. Dans le secteur de la construction, nettement moins exposé à la concurrence mondiale, les sociétés contactées font état d'une hausse des prix liée à l'augmentation des coûts de main-d'œuvre et des matériaux de construction.

### Graphique D

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

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



Source : BCE.

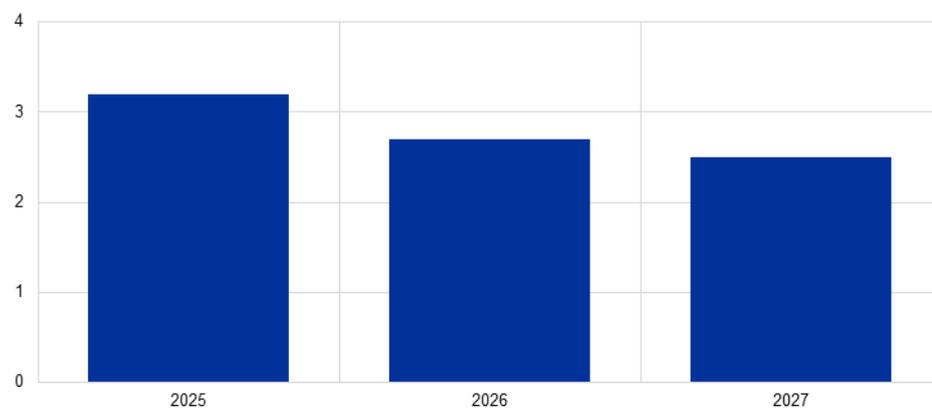
Notes : Les scores reflètent la moyenne des scores attribués par les services de la BCE dans leur évaluation des déclarations des contacts à propos des évolutions trimestrielles des prix de vente. Les scores vont de - 2 (baisse significative) à + 2 (hausse significative). Un score de 0 indique qu'aucun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

**Les sociétés contactées ont continué d'anticiper une modération de la croissance des salaires (graphique E).** En moyenne, les indications quantitatives fournies iraient dans le sens d'un ralentissement de la croissance des salaires, de 3,2 % en 2025 à 2,7 % en 2026 (soit 0,1 % plus faible et 0,1 % plus élevé, respectivement, par rapport à la précédente campagne d'enquête) puis à 2,5 % en 2027.

## Graphique E

### Évaluation quantitative de la croissance des salaires

(en pourcentage)



Source : BCE.

Notes : Moyennes des perceptions des personnes contactées concernant la croissance des salaires dans leur secteur en 2025 et leurs anticipations pour 2026 et 2027. Les moyennes pour 2025, 2026 et 2027 se fondent sur les indications fournies par 68, 70 et 33 participants, respectivement.

## Bibliographie

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

## 6 Estimer l'élasticité variable dans le temps des taux du marché monétaire dans la zone euro par rapport aux réserves

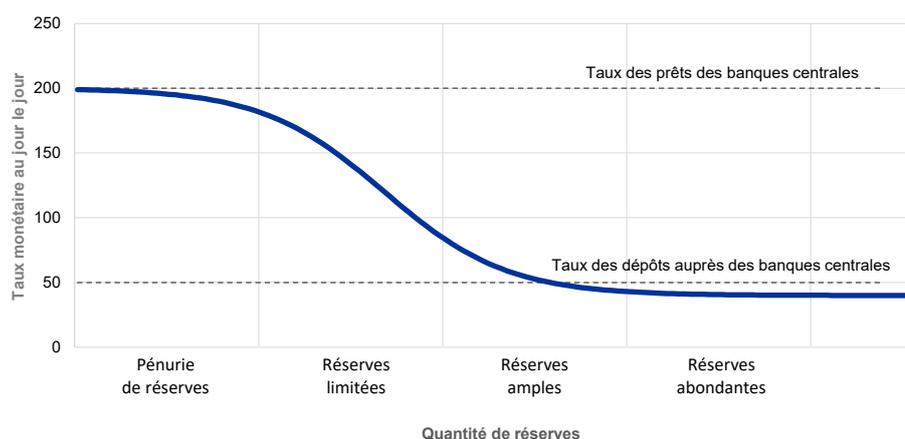
Flavia Ungarelli et Thomas Kostka

**Comprendre la demande de réserves en banque centrale émanant des banques commerciales est important pour la mise en œuvre de la politique monétaire.** Si l'offre de réserves en banque centrale augmente par rapport à la demande, les taux du marché monétaire baisseront, jusqu'à ce que l'option la plus attractive pour les banques soit de déposer des réserves auprès de la banque centrale. Si la demande de réserves en banque centrale augmente par rapport à l'offre, les taux du marché monétaire augmenteront, jusqu'à ce que l'option la plus attractive pour les banques soit de satisfaire leur demande en empruntant auprès de la banque centrale. Par conséquent, la relation entre les réserves de banque centrale et les taux du marché monétaire est non linéaire : elle est globalement élaste autour des taux respectifs des prêts des banques centrales et des dépôts auprès des banques centrales lorsque les réserves dans le système sont faibles ou élevées, et sa pente est descendante en cas de quantités intermédiaires de réserves. Une représentation stylisée de cette relation est fournie dans le graphique A. Afin que les banques centrales évaluent l'élasticité des taux du marché monétaire aux évolutions des conditions de la liquidité de banque centrale, il est pertinent de disposer d'estimations fiables de la pente de cette relation.

### Graphique A

Représentation de la courbe de demande pour les réserves de banque centrale

(pourcentages)



Source : BCE.

Note : Pour des raisons liées à l'interaction entre les banques et les autres institutions financières, les taux du marché monétaire peuvent s'établir à un niveau un peu plus bas que celui du taux d'intérêt des dépôts auprès de la banque centrale, comme cela a été le cas dans la zone euro ces dernières années.

**Cet encadré présente une nouvelle méthode d'estimation en temps réel de l'élasticité variable dans le temps des taux du marché monétaire de l'euro à**

**l'excédent de liquidité.** La méthode a initialement été développée par les services de la Banque de réserve fédérale de New York pour le marché des fonds fédéraux non garantis <sup>1</sup>. Étant donné la divergence potentielle entre les compartiments garantis et non garantis du marché monétaire, nous appliquons cette approche à la fois au taux à court terme de l'euro (€STR) et aux taux des pensions livrées sur le compartiment du vrac (*general collateral repo*) en euros. Cette double application vise à fournir une vue plus complète de la dynamique de la liquidité et de sa sensibilité sur différents compartiments de marché, qui peuvent réagir différemment aux évolutions des conditions de la liquidité de banque centrale.

**Estimer l'élasticité à la demande de réserves s'accompagne de difficultés méthodologiques liées à l'endogénéité entre le prix et le volume de la liquidité ainsi qu'aux déplacements de la courbe de demande au fil du temps.**

Premièrement, la relation entre les taux du marché monétaire et les volumes de liquidité est endogène car non seulement, les taux du marché monétaire reflètent les variations exogènes de la demande et de l'offre de liquidité, mais ils influent également sur le recours à la liquidité par les banques elles-mêmes. De plus, des facteurs de confusion – tels que les variations des dépôts des administrations publiques – sont susceptibles d'influencer simultanément l'offre de liquidité et les conditions sur le marché monétaire au sens large. Deuxièmement, la courbe de demande elle-même est sujette à des déplacements horizontaux et verticaux au fil du temps, qui peuvent se produire, par exemple, en raison de variations des besoins de liquidité structurels des banques ou d'évolutions des structures de marché. Par exemple, pendant la crise de la dette souveraine dans la zone euro, la courbe de demande semble s'être déplacée horizontalement (vers la droite) (graphique B, partie a), les banques augmentant leur demande de réserves de précaution dans un contexte d'incertitude accrue et d'évolutions réglementaires à la suite de la crise financière mondiale. Plus récemment, un déplacement vertical (vers le bas) de la courbe de demande semble s'être produit (graphique B, partie b). Ce déplacement reflète probablement le fait que la réduction de l'excédent de liquidité observée en 2022 était largement due au remboursement des opérations de refinancement à plus long terme ciblées et n'avait pas d'influence sur le volume des dépôts non bancaires placés auprès des banques, tandis que ces derniers ont été le principal déterminant des mouvements récents de l'écart entre l'€STR et le taux de la facilité de dépôt, d'après une analyse des services de la BCE.

---

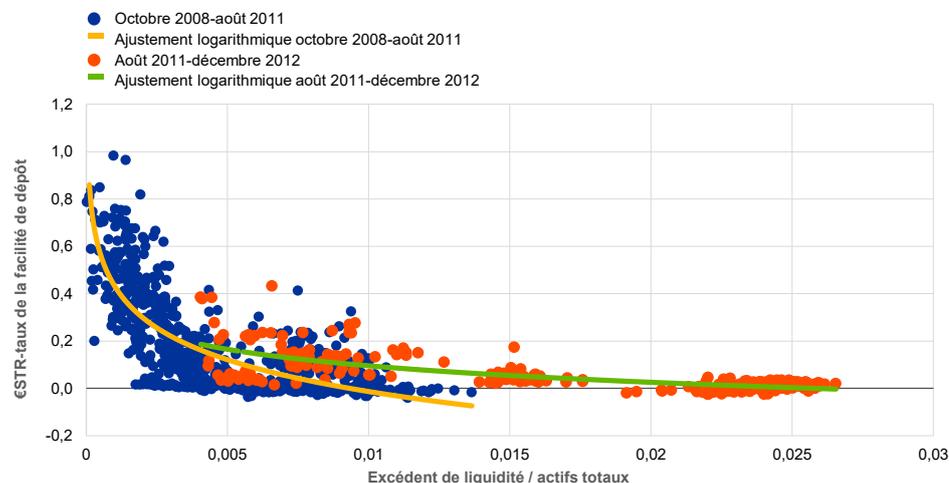
<sup>1</sup> Cf. Afonso *et al.* (2025). Sur la base de leur méthodologie, de fréquentes actualisations de l'élasticité de l'écart entre le taux des fonds fédéraux (non garantis) et le taux d'intérêt sur les réserves excédentaires par rapport aux variations de l'offre de réserves en banque centrale sont publiées sur le [site internet](#) de la Banque de réserve fédérale de New York.

## Graphique B

### Déplacements de la courbe de demande de réserves

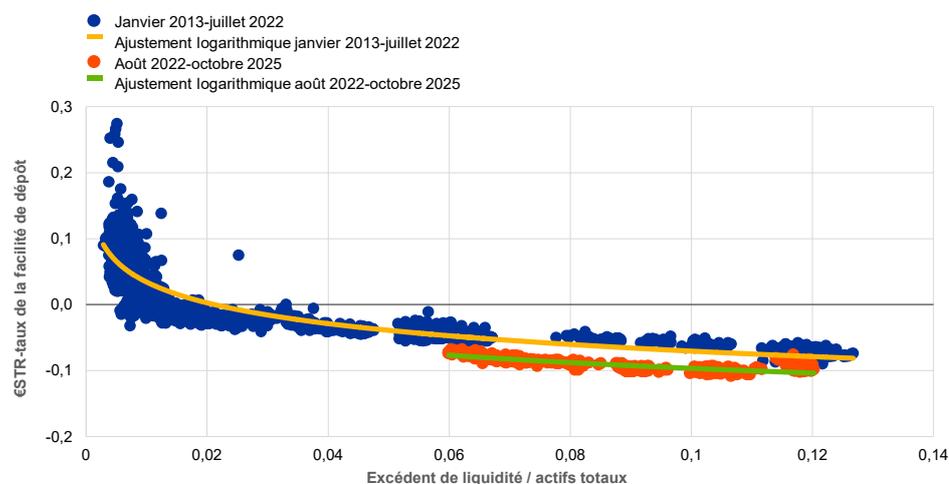
#### a) Déplacement horizontal autour d'août 2011

(pourcentages)



#### b) Déplacement vertical autour d'août 2022

(pourcentages)



Sources : BCE et calculs des services de la BCE.

Notes : Le graphique présente des diagrammes de dispersion de l'écart entre l'€STR et le taux de la facilité de dépôt, ainsi que l'excédent de liquidité normalisé par le total des actifs du secteur bancaire. La partie a) présente l'échantillon d'octobre 2008 à décembre 2012 (scindé à août 2011). La partie b) présente l'échantillon de janvier 2013 à octobre 2025 (scindé à juillet 2022). Une fonction logarithmique est estimée pour chaque sous-échantillon afin de mettre en évidence un déplacement structurel de la courbe autour de la période respective.

**La méthodologie développée par Alfonso *et al.* (2025) offre une solution robuste à ces difficultés et fournit un outil fiable pour suivre l'élasticité à la demande de réserves en temps réel.** Plutôt que chercher à estimer la forme complète de la courbe de demande historique, l'approche estime simplement sa pente locale un jour donné. Cela rend l'estimation invariante au fait que les variations de l'élasticité proviennent de mouvements le long de la courbe ou de déplacements (horizontaux ou verticaux) de sa position. De plus, l'approche pallie les difficultés liées à l'endogénéité en employant des erreurs de prévisions retardées comme instruments pour l'excédent de liquidité.

**Actuellement, il n’y a pas d’élément statistiquement significatif montrant une accentuation de la sensibilité des taux aux conditions de liquidité dans la zone euro.**

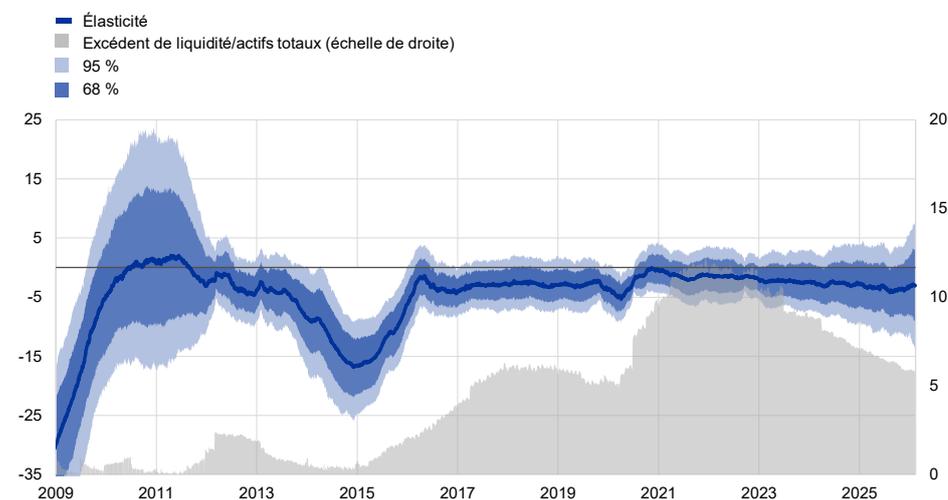
Le graphique C, partie a présente une estimation de l’élasticité à la demande de réserves de l’écart entre l’€STR et le taux de la facilité de dépôt. Le graphique rend compte de l’impact, en points de base, d’une variation exogène d’un point de pourcentage des réserves sur les taux du marché monétaire. Trois observations en ressortent. Premièrement, après que les opérations de liquidité ont initialement été conduites à taux fixe avec allocation intégrale à l’automne 2008, les taux des opérations de marchés non garanties se sont stabilisés dans un délai d’environ un an et ont cessé de réagir fortement aux fluctuations de l’offre de liquidité. Deuxièmement, l’élasticité est temporairement devenue fortement négative pendant deux épisodes distincts : en 2013-2014, lorsque les opérations de refinancement à plus long terme sont arrivées à échéance et que les niveaux de liquidité ont nettement diminué et, dans une moindre mesure, au début de la pandémie de COVID-19, lorsque l’aversion accrue pour le risque a exacerbé les tendances préexistantes à l’atténuation progressive de l’excédent de liquidité. Troisièmement, pour toutes les autres périodes, en particulier au cours des programmes d’achats d’actifs de la BCE, les conditions de la liquidité sont restées abondantes, rendant les taux du marché monétaire largement insensibles. Cette configuration semble également s’appliquer à la situation actuelle.

## Graphique C

Estimations variables dans le temps de l'élasticité à la demande de liquidité des taux des marchés monétaires de l'euro

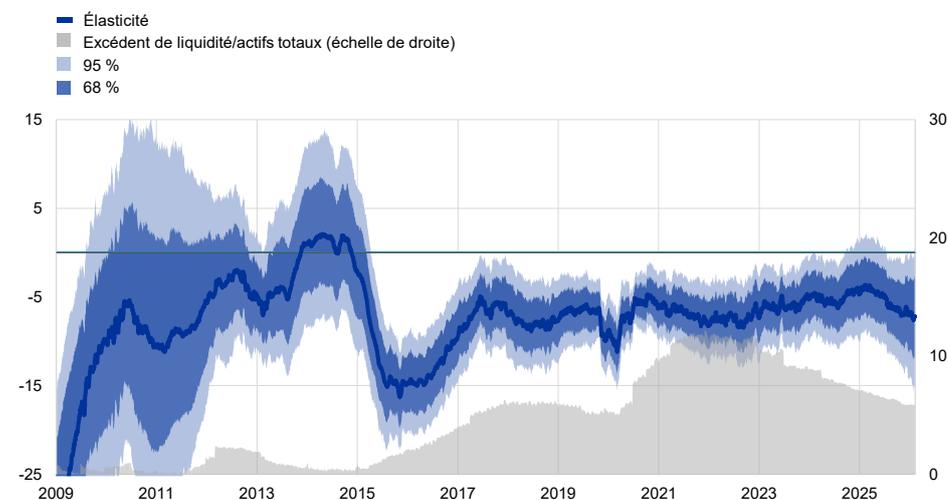
### a) Écart entre l'€STR et le taux de la facilité de dépôt

(échelle de gauche : points de base/points de pourcentage ; échelle de droite : pourcentage)



### b) Écart entre le taux des pensions livrées sur le compartiment du vrac et le taux de la facilité de dépôt

(échelle de gauche : points de base/points de pourcentage ; échelle de droite : pourcentage)



Sources : BCE et calculs des services de la BCE.

Notes : L'élasticité de l'€STR aux variations de l'excédent de liquidité est estimée à l'aide d'un modèle vectoriel autorégressif bayésien à paramètres variables dans le temps à trois variables : l'excédent de liquidité, exprimé comme une part du total des actifs du secteur bancaire, l'écart entre l'EURIBOR et le taux des *swaps* au jour le jour (OIS) et l'écart respectif entre l'€STR (partie a) et le taux des pensions livrées sur le compartiment du vrac (partie b) vis-à-vis du taux de la facilité de dépôt, normalisé par l'écart entre le taux sur les opérations principales de refinancement et le taux de la facilité de dépôt. Avant 2019, l'EONIA moins un écart de 8,5 points est utilisé à la place de l'€STR. Les intervalles bleu clair et bleu foncé représentent les intervalles de confiance à 68 % et à 95 % des estimations.

**L'élasticité des taux des pensions livrées à la liquidité semble réagir plus fortement que pour les taux non garantis récemment, reflétant les tendances mondiales.** À l'inverse des taux non garantis, les taux des pensions livrées sont demeurés légèrement sensibles aux fluctuations de l'offre de liquidité tout au long de la période d'expansion des bilans (graphique C, partie b). De fait, la sensibilité du taux des pensions livrées s'est renforcée au cours des périodes de croissance de la

liquidité (par exemple en 2021 et début 2022) et s'est affaiblie en phase de réduction des bilans (par exemple en 2018-2019 et fin 2022). Contrairement à la relation traditionnelle présentée dans le graphique A, ce profil suggère la présence d'un canal de rareté du collatéral, où les achats d'actifs de l'Eurosystème contraignent la disponibilité du collatéral sur les marchés des pensions livrées. Le collatéral devenant rare, les taux des pensions livrées sont soumis à une pression à la baisse plus forte – plutôt que moins forte – par rapport au taux de la facilité de dépôt quand l'excédent de liquidité s'accroît à nouveau <sup>2</sup>. À l'inverse, quand l'offre de collatéral s'accroît, la prime de rareté diminue, réduisant la sensibilité du taux des pensions livrées, toutes choses égales par ailleurs <sup>3</sup>. Depuis début 2023, la sensibilité du taux des pensions livrées s'est de nouveau inscrite en hausse, en ligne avec les profils traditionnels, et les taux garantis sont devenus légèrement plus sensibles que les taux non garantis.

### **Ces résultats contrastent avec les récentes évolutions du marché monétaire dans d'autres régions.**

Alors que les taux de l'euro garantis et non garantis ont affiché une réactivité limitée aux variations de l'offre d'excédent de liquidité jusqu'à présent, des mouvements à la hausse plus notables s'agissant des taux des opérations garanties du marché monétaire ont récemment été enregistrés aux États-Unis et au Royaume-Uni. Les responsables des banques centrales des deux juridictions relient explicitement ces mouvements de marché à une offre de réserves en diminution <sup>4</sup>. Afin d'apaiser les conditions de marché, le Comité fédéral de l'*open market* (FOMC) a décidé de mettre un terme à la réduction des détentions d'obligations souveraines. La Banque d'Angleterre anticipe une plus grande dépendance des banques à ses facilités de pensions livrées. Ces évolutions soulignent l'utilité d'outils servant à détecter les modifications de l'environnement de liquidité à un stade précoce.

## Bibliographie

Afonso (G.), Giannone (D.), La Spada (G.) et Williams (J.C.) (2022, révisé en 2025), « *Scarce, abundant, or ample? A time-varying model of the reserve demand curve* », *Federal Reserve Bank of New York Staff Reports*, n° 1019.

Hartung (B.), Linzert (T.), Rahmouni-Rousseau (I.), Schneider (Y.) et Skrzypińska (M.) (2025), « *The first year of the Eurosystem's new operational framework* », *Le blog de la BCE*, 25 avril.

Saporta (V.) (2025), « *The evolving liquidity landscape* », discours prononcé devant le panel de marché de la Conférence de la BCE sur les marchés monétaires.

---

<sup>2</sup> Les effets de fin de trimestre et de fin d'année sont des exemples extrêmes de cette prime de rareté du collatéral.

<sup>3</sup> La notion d'un canal de rareté du collatéral qui s'atténue est cohérente avec l'interprétation de hausses des taux des pensions livrées proposée par Hartung *et al.*, 2025.

<sup>4</sup> Aux États-Unis, les niveaux de réserves sont dits « presque amples » (« *approaching ample* ») (cf. les [minutes de la réunion du FOMC des 28 et 29 octobre 2025](#)) ; au Royaume-Uni, d'après les projections, les réserves devraient atteindre la partie haute de la « fourchette de réserves minimale préférée » (« *Preferred Minimum Range of Reserves* ») vers fin 2026 (cf. Saporta, 2025).

# Articles

## 1 Surmonter les obstacles structurels à la transition verte

Miles Parker et Susana Parraga Rodriguez

**L'impact du changement climatique devient de plus en plus perceptible en Europe, soulignant l'impératif d'atteindre la neutralité carbone.**

Les températures mondiales continuent d'augmenter, 2024 étant la première année où elles ont dépassé de 1,5°C les niveaux préindustriels (Organisation météorologique mondiale, 2025). Depuis 1980, les quatre plus mauvaises années en matière de dommages physiques (en termes réels) causés par des phénomènes météorologiques et climatiques extrêmes en Europe ont été 2021, 2022, 2023 et 2024 (Agence européenne pour l'environnement, 2025). Ces événements ont également eu un impact sur l'inflation, notamment sur les prix des produits alimentaires. Par exemple, à la suite de graves sécheresses en Espagne et en Italie, les prix de l'huile d'olive étaient 50 % plus élevés en janvier 2024 qu'un an auparavant (Kotz *et al.*, 2025).

**Si des progrès significatifs ont été réalisés, de nouveaux efforts sont nécessaires pour respecter l'engagement pris par l'UE d'atteindre la neutralité carbone d'ici 2050.**

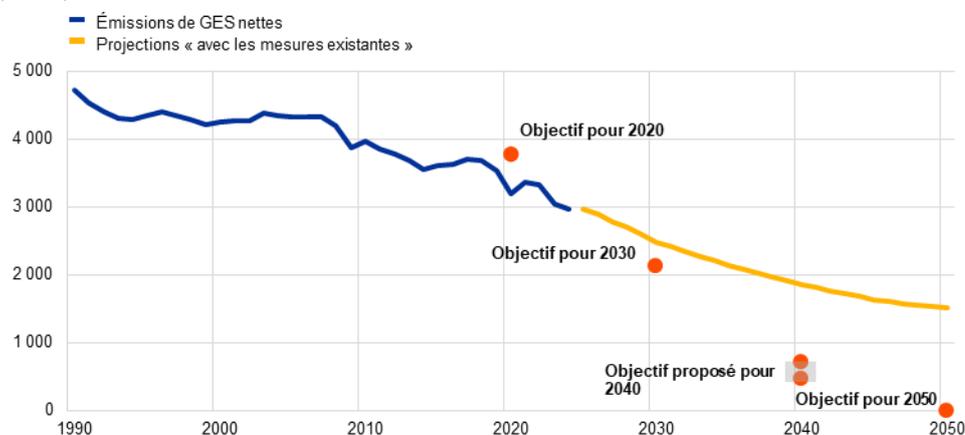
Entre 1990 et 2024, les émissions de carbone de l'UE ont diminué de 37 % (graphique 1, partie a). Selon l'Agence européenne pour l'environnement, les mesures actuelles impliqueraient une réduction de 47 % par rapport à 1990 d'ici 2030. L'inclusion des politiques et mesures supplémentaires prévues par les États membres devrait permettre de ramener les émissions à un niveau proche de la cible intermédiaire de 55 %. Toutefois, de nouvelles mesures sont nécessaires pour respecter l'engagement d'atteindre la neutralité carbone d'ici 2050 (Aguilar Garcia *et al.*, 2025). Des efforts particuliers devront être réalisés dans les secteurs des transports domestiques et de l'approvisionnement en énergie, car ils représentent ensemble plus de la moitié des émissions totales (graphique 1, partie b).

## Graphique 1

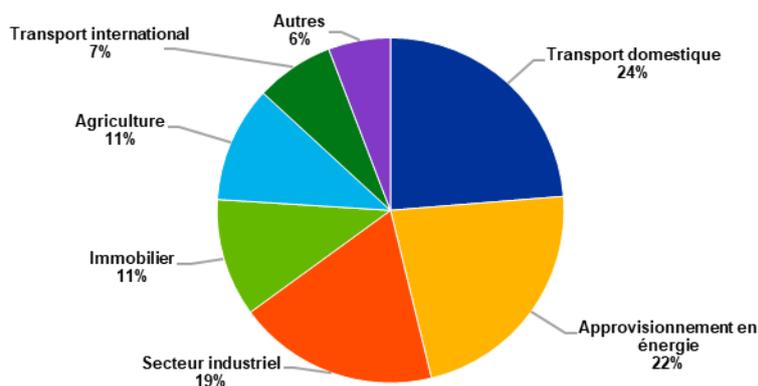
### Évolution des émissions de carbone dans l'UE

#### a) Émissions totales nettes de carbone

(MtCO<sub>2e</sub>)



#### b) Émissions brutes de l'UE en 2023, par secteur



Source : Agence européenne pour l'environnement.

Notes : Les dernières observations relatives aux émissions nettes totales de carbone se rapportent à 2024. Les émissions nettes de carbone se rapportent aux émissions de gaz à effet de serre (GES) exprimées en millions de tonnes d'équivalent dioxyde de carbone (MtCO<sub>2e</sub>), nettes des puits de carbone résultant de l'utilisation des terres, du changement d'affectation des terres et de la foresterie (UTCATF). Les données incluent le transport aérien et maritime international couvert par la législation climatique de l'UE. La trajectoire des émissions est calculée par l'Agence européenne pour l'environnement sur la base des projections des États membres relatives aux émissions de GES pour 2025. Les contributions négatives du secteur UTCATF ne sont pas incluses dans les émissions brutes par secteur, mais elles compensent environ 6 % des émissions brutes totales en 2023.

### Cet article examine les nombreux obstacles qui freinent les processus d'innovation, d'adoption et de diffusion des technologies, essentiels à la transition écologique en Europe.

Cette transition implique le remplacement des capitaux et des processus économiques reposant sur le carbone par des équivalents décarbonés. Cela nécessite le développement de nouvelles technologies et leur adoption généralisée, et par conséquent la réallocation du capital et des salariés au sein des entreprises, entre entreprises d'un même secteur et entre différents secteurs. Une analyse récente de la BCE estime que, pour réaliser efficacement la transition verte, l'Europe devra mobiliser d'importants investissements supplémentaires, de 2,7 % à 3,7 % du PIB de l'UE chaque année jusqu'en 2030 (Nerlich *et al.*, 2025).

**Plusieurs défaillances de marché et obstacles structurels interdépendants freinent la transition, appelant à une intervention renforcée des autorités.**

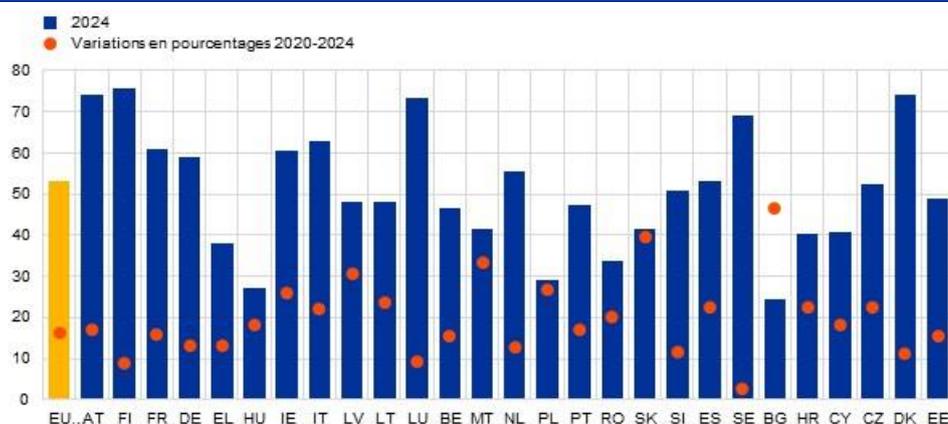
Cela inclut des défaillances de marché telles que les externalités environnementales négatives, la concurrence imparfaite et les effets de diffusion des connaissances, ainsi que la réglementation complexe, fragmentée et incertaine, des infrastructures et un savoir-faire insuffisants pour adapter les processus de production, un sous-investissement dans la recherche et le développement (R&D), des contraintes de financement et des marchés de capital-risque sous-développés. La taxation du carbone est largement considérée comme le meilleur instrument pour internaliser les coûts environnementaux, mais elle ne peut à elle seule surmonter tous les obstacles à la transition verte (Acemoglu *et al.*, 2012 ; Aghion *et al.*, 2019). La tarification du carbone devra être complétée par des investissements massifs, des subventions ciblées pour la R&D verte et des mesures structurelles exhaustives (Andersson *et al.*, 2025 ; Nerlich *et al.*, 2025 ; Benatti *et al.*, 2024).

**Remédier à ces obstacles structurels devrait avoir des effets positifs plus larges sur l'économie, car nombre d'entre eux ont également un impact sur l'innovation et la diffusion de technologies sans rapport avec la transition verte.** Comme l'indique le rapport Draghi (Draghi, 2024), ces faiblesses structurelles pèsent sur la compétitivité de l'UE et sur sa capacité à innover dans les nouvelles technologies. En outre, comme l'a récemment souligné la présidente de la BCE, Christine Lagarde, les énergies renouvelables constituent le moyen le plus évident de réduire au minimum les compromis entre les objectifs de sécurité, de durabilité et d'accessibilité financière de la politique énergétique européenne (Lagarde, 2025).

## 1 État d'avancement des technologies et innovations vertes dans l'UE

**L'innovation verte dans l'UE reste globalement comparable à celle d'autres économies avancées, mais le rattrapage rapide de la Chine a redessiné le paysage mondial.** Entre 2017 et 2021, la part de l'UE dans le développement mondial de technologies propres et durables était d'environ un cinquième, tout comme celle des États-Unis et du Japon, tandis qu'en 2021, la Chine avait dépassé les autres grandes régions (cf. par exemple Nerlich *et al.*, 2025). Selon les données de l'Office européen des brevets relatives aux familles de brevets internationaux, les technologies d'énergie bas carbone, y compris la production et le stockage d'énergie renouvelable, restent les principaux secteurs des technologies propres. L'activité dans l'innovation visant à réduire les impacts environnementaux varie fortement d'un pays à l'autre (graphique 2).

**Graphique 2**  
Indice d'éco-innovation



Sources : Enquête sur l'investissement de la Banque européenne d'investissement (BEI) (BEI, 2024) et Commission européenne (Tableau de bord du marché unique et de la compétitivité – Transition verte).

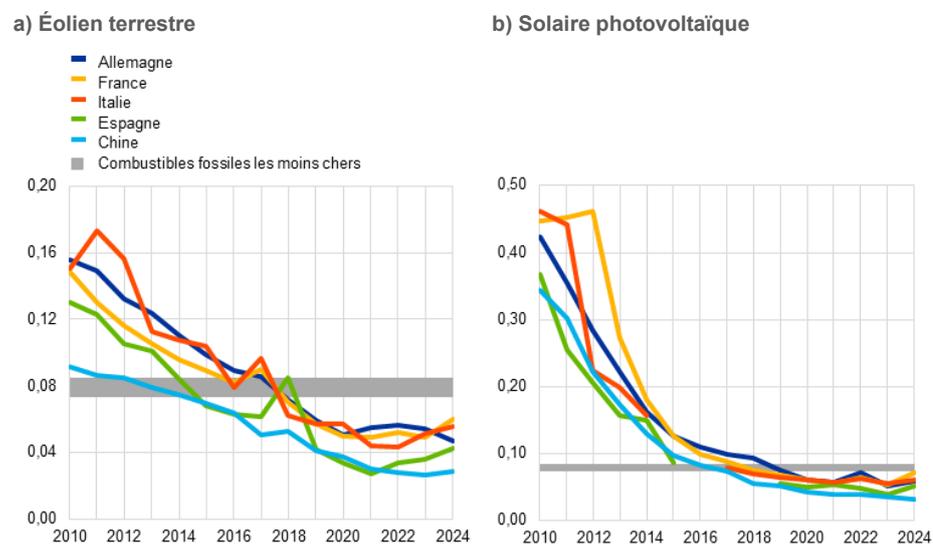
Notes : L'indice d'éco-innovation rend compte des activités d'innovation qui réduisent les impacts sur l'environnement, l'utilisation des ressources ou les émissions. L'indice annuel varie de 0 à 100.

**Les progrès technologiques, la hausse de la demande et les politiques favorables ont amélioré la compétitivité-coût des énergies renouvelables dans le monde.** Entre 2010 et 2024, le coût moyen mondial de la production d'électricité a baissé de 62 % pour l'éolien en mer, de 70 % pour l'éolien terrestre et de 90 % pour le solaire photovoltaïque (PV) (Agence internationale pour les énergies renouvelables (IRENA), 2025). En 2024, 91 % des nouvelles capacités renouvelables mises en service étaient moins chères que l'alternative fossile la moins coûteuse disponible. L'énergie solaire photovoltaïque était en moyenne 41 % moins chère que l'alternative fossile la moins onéreuse, et l'éolien terrestre 53 % moins cher. Si le coût des énergies renouvelables a baissé dans des proportions comparables sur les principaux marchés européens, il reste globalement nettement plus élevé qu'en Chine (graphique 3), qui a installé en 2024 plus de nouvelles capacités d'énergie renouvelable que le reste du monde réuni.

### Graphique 3

#### Chute des coûts des sources d'électricité renouvelables

(en USD/kWh, 2024, coûts actualisés)



Source : Agence internationale pour les énergies renouvelables (IRENA), 2025.

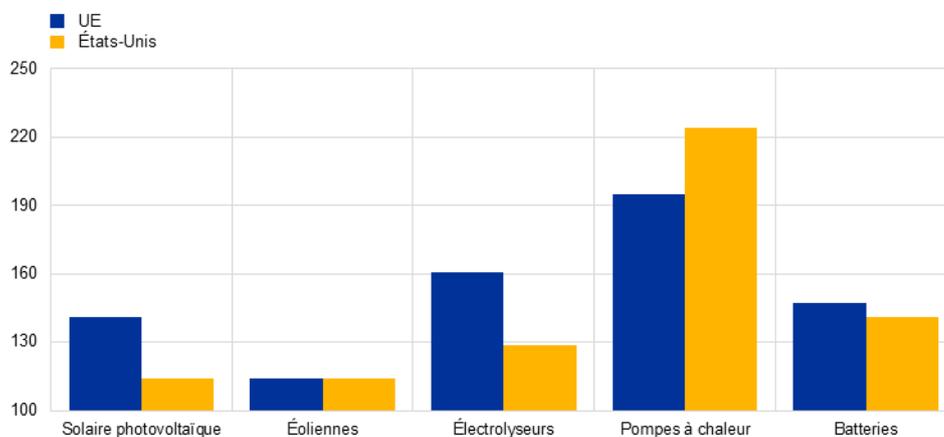
Notes : Les coûts actualisés intègrent les coûts de financement, de construction et d'exploitation d'une nouvelle centrale électrique au cours de sa durée de vie prévue. La fourchette des combustibles fossiles montrée dans le graphique intègre les coûts moyens actualisés mondiaux du charbon et des turbines à gaz à cycle combiné.

**Malgré la baisse des coûts des énergies renouvelables, les technologies vertes restent plus chères en Europe que dans d'autres grandes économies, en particulier en Chine.** Par exemple, les coûts de production sont presque 50 % plus élevés pour les batteries, 61 % plus élevés pour les électrolyseurs et presque deux fois plus élevés pour les pompes à chaleur (graphique 4). Ces différences de coûts entre les régions sont largement attribuables à l'échelle de production, à l'intégration dans la chaîne d'approvisionnement et à l'efficacité manufacturière plutôt qu'aux coûts de main-d'œuvre, qui représentent une petite partie des coûts totaux. De nombreuses technologies respectueuses du climat nécessaires pour atteindre la neutralité carbone existent déjà au niveau des entreprises, mais les taux d'adoption sont encore inférieurs à la trajectoire nécessaire pour réussir la transition verte. Les entreprises de technologies respectueuses du climat sont encore loin de pouvoir concurrencer les entreprises plus traditionnelles qui proposent des prix plus bas mais émettent davantage (McKinsey, 2023) et ne parviennent pas à se développer suffisamment pour prouver la maturité technologique et exploiter le potentiel de commercialisation des technologies respectueuses du climat prometteuses qui en sont encore aux premiers stades de l'innovation (McKinsey, 2024).

#### Graphique 4

#### Coûts de production des technologies d'énergie propre dans l'UE et aux États-Unis (par rapport à la Chine)

(indice : coûts en Chine = 100)



Source : Agence internationale de l'énergie (IEA), 2024.  
Note : Les valeurs se rapportent à 2023.

## 2 Obstacles structurels à la transition verte dans l'UE

**Malgré une base solide en matière d'innovation, l'UE est confrontée à plusieurs obstacles structurels qui freinent les investissements verts et la diffusion des technologies à faible émission de carbone.** Ces obstacles incluent les défaillances de marché, les frictions financières et les coûts, qui dissuadent l'innovation et le passage à de nouvelles technologies.

**Premièrement, toute nouvelle technologie verte se heurte à l'obstacle des subventions implicites aux combustibles fossiles résultant des impacts environnementaux non valorisés.** La consommation de combustibles fossiles entraîne des dommages mondiaux à long terme du point de vue du changement climatique, ainsi qu'une pollution atmosphérique localisée. L'Agence européenne pour l'environnement estime qu'en 2022 seulement, 239 000 décès dans l'UE étaient attribuables à des émissions de particules supérieures aux recommandations de l'Organisation mondiale de la santé. Le Fonds monétaire international estime que cette subvention implicite aux combustibles fossiles représentait 267 milliards de dollars en 2022 (1,8 % du PIB de la zone euro), auxquels s'ajoutent 95 milliards de dollars (0,6 % du PIB) de subventions explicites (Black *et al.*, 2023)<sup>39</sup>. Ces subventions implicites et explicites constituent un facteur dissuasif important pour l'innovation dans les technologies vertes, car pour être compétitives, les nouvelles technologies doivent être beaucoup plus productives que les technologies existantes basées sur le carbone.

<sup>39</sup> Le Fonds monétaire international calcule les subventions explicites sur la base de la valeur monétaire estimée de l'impact environnemental non taxé de la consommation de combustibles fossiles, à la fois en termes de changement climatique et de pollution atmosphérique locale. Les subventions explicites incluent des taux de TVA moins élevés sur les achats de combustibles fossiles et des prix administrés fixés au-dessous du coût d'approvisionnement.

**La défaillance de marché suivante résulte des effets de diffusion des connaissances (*knowledge spillovers*) qui procurent des avantages sociétaux plus larges que ceux obtenus simplement par l'entreprise qui effectue la recherche.** Ces effets de diffusion incluent des avantages plus larges pour d'autres utilisateurs, ainsi que pour les concurrents du même secteur. Par exemple, les progrès réalisés dans la technologie des batteries permettent non seulement de réduire le prix des véhicules électriques, mais aussi d'accroître la rentabilité des sources d'électricité renouvelables en réduisant les restrictions en période d'offre excédentaire. Ces effets de diffusion créent une déconnexion entre le rendement privé sur les dépenses de R&D et le rendement social de l'investissement (Acemoglu *et al.*, 2012). Par conséquent, livrées à elles-mêmes, les entreprises individuelles sous-investiront dans l'innovation verte par rapport à l'*optimum* social.

**Les frictions financières affectent davantage l'innovation verte que les autres types d'innovation, freinant sa progression à travers les différentes étapes du développement technologique.** Par exemple, dans les sociétés de capital-risque, le manque d'expertise technique en matière de technologies propres par rapport à d'autres domaines, tels que les logiciels, peut limiter la volonté de s'engager dans des prototypes à un stade précoce. De même, l'ampleur des projets initiaux à l'échelle commerciale peut dépasser le montant habituel des subventions de capital-risque, tout en étant encore considérée comme trop risquée pour un financement bancaire (Dugoua et Moscona, 2025). Des marchés d'actions plus profonds aident les industries à forte intensité carbone à innover dans les technologies vertes et à décarboner plus rapidement (De Haas et Popov, 2023). Les projets de technologies propres sont généralement également intensifs en capital, ce qui rend la rentabilité future sensible aux légères variations des revenus et des coûts. En effet, les entreprises impliquées dans l'innovation dans les énergies renouvelables sont plus sensibles aux chocs de trésorerie, ce qui réduit leur activité de dépôt de brevets par rapport aux entreprises innovant dans les combustibles fossiles (Noailly et Smeets, 2021). Cette sensibilité à la rentabilité future signifie également qu'il est essentiel de disposer d'une trajectoire prévisible en matière de réglementation environnementale, car l'incertitude réglementaire pèse sur l'innovation verte.

**Ces contraintes de financement sont particulièrement importantes dans l'UE car les sources de financement non bancaire, qui sont mieux adaptées au financement d'investissements risqués à long terme, sont sous-développées.**

Il est essentiel de faire progresser l'union des marchés des capitaux afin de canaliser les capitaux vers des entreprises innovantes et compétitives en augmentant les opportunités de financement par fonds propres et par capital-risque (Arampatzi *et al.*, 2025). Les contraintes de financement, l'accès limité au capital-risque et les marchés d'actions sous-développés sont souvent cités comme des facteurs freinant la transition verte. Des données récentes tirées de l'enquête sur la distribution du crédit bancaire dans la zone euro (BCE, 2025) suggèrent que les banques différencient de plus en plus les entreprises en fonction de leurs risques de transition. Si les critères d'octroi s'assouplissent progressivement pour les entreprises affichant de meilleures performances climatiques, l'incertitude entourant la réglementation climatique future freine la demande de prêts, soulignant l'interaction entre obstacles financiers et réglementaires.

**Les coûts supplémentaires découragent les entreprises d'adopter de nouvelles technologies et de passer d'une technologie à forte intensité carbone à une technologie propre.**

Les coûts de réglementation et l'incertitude peuvent dissuader les entreprises d'investir dans des technologies nouvelles potentiellement risquées. Les nouvelles technologies nécessitent également un ensemble de facteurs complémentaires, y compris les compétences de la main-d'œuvre, la sécurité de la chaîne d'approvisionnement (notamment concernant les matières premières critiques) et les technologies complémentaires. Un stockage à grande échelle compétitif, par exemple, aide à compenser l'intermittence quotidienne (et intrajournalière) de l'énergie solaire et éolienne. Enfin, un grand nombre d'impacts liés au réseau et à la coordination favorise actuellement les combustibles fossiles et génère ainsi une inertie dans les technologies fortement émettrices.

**Les cadres réglementaires complexes et fragmentés entre les États membres créent de l'incertitude et sont souvent cités par les entreprises comme des obstacles à l'innovation et à l'investissement.**

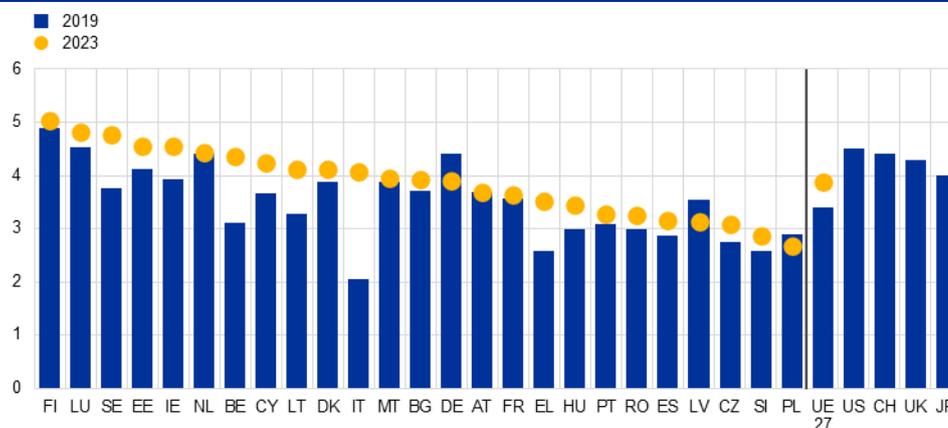
La complexité de la réglementation gouvernementale s'est atténuée dans la plupart des pays de l'UE ces dernières années, mais l'UE accuse toujours un retard par rapport à d'autres économies plus favorables aux entreprises (graphique 5). La lourdeur des procédures administratives et de mise en conformité accroît les coûts pour les entreprises cherchant à entrer ou se développer sur de nouveaux marchés, et limite potentiellement l'accès à certaines technologies ou données (Nerlich *et al.*, 2025). Ces procédures génèrent souvent des délais d'approbation longs, des coûts accrus et des besoins en ressources supplémentaires. Ces défis sont particulièrement marqués dans le secteur des énergies renouvelables, où les délais d'obtention des autorisations et de raccordement au réseau restent des goulets d'étranglement importants. Les projets industriels et énergétiques peuvent être soumis à des procédures d'autorisation susceptibles de durer plusieurs années, et plus de dix ans dans certains cas <sup>40</sup>. Ces retards augmentent fortement les coûts des projets, estimés entre 10 et 35 % de la valeur totale de l'investissement (Piotrowski et Gislén, 2024). La complexité des procédures d'autorisation reflète en partie l'environnement juridique unique et à plusieurs niveaux de l'UE, avec des délais de traitement qui peuvent varier considérablement entre et au sein des États membres. En Italie et en Pologne, par exemple, les retards dans l'octroi d'autorisations ont contribué à plusieurs enchères sous-souscrites pour de nouvelles capacités éoliennes. Au-delà des coûts de certaines réglementations, l'incertitude perçue quant à l'orientation et au rythme de la réglementation climatique future pèse également fortement sur les décisions des entreprises en matière d'innovation et d'investissement dans les technologies vertes (Basaglia *et al.*, 2025 ; Köhler-Ulbrich *et al.*, 2025 ; Marotta *et al.*, 2025).

---

<sup>40</sup> Par exemple, en France, certains projets de parcs éoliens en mer ont nécessité environ 11 ans pour obtenir l'ensemble des autorisations (Banet et Willems, 2023), et en Allemagne, certains projets éoliens terrestres ont été confrontés à des délais de réalisation de plus de sept ans (Quentin, 2025).

## Graphique 5

### Facilité de se conformer à la réglementation gouvernementale et aux exigences administratives



Sources : Enquête de la BEI sur l'investissement (BEI, 2024), Commission européenne (Tableau de bord du marché unique et de la compétitivité – Administration réactive et charge réglementaire).

Notes : Indicateurs fondés sur les réponses des entreprises à l'enquête (échelle de 1 à 7, où 7 correspond à la charge réglementaire la plus faible). Les valeurs plus élevées indiquent un environnement réglementaire plus favorable aux entreprises. Les données pour 2023 ne sont pas disponibles pour les États-Unis, la Chine, le Royaume-Uni et le Japon.

### Les pénuries de compétences, les inadéquations sur les marchés du travail et la lente réallocation des travailleurs freinent l'adoption de nouvelles technologies.

Si la transition vers une économie plus propre est déterminée par les politiques et permise par la technologie, ce sont les individus qui, en fin de compte, permettent sa réussite, rendant la reconversion et la montée en compétences essentielles (OCDE, 2024). Il n'est pas simple de définir les « compétences vertes » : il ne s'agit pas d'un ensemble distinct de capacités, mais plutôt des compétences, des connaissances et des aptitudes existantes appliquées à des activités qui réduisent les dommages causés à l'environnement. La majorité des professions fortement émettrices partagent des profils de compétences similaires avec au moins une profession neutre ou portée par la transition verte, ce qui signifie que les transitions sont possibles grâce à des politiques de reconversion bien ciblées. Par exemple, le génie pétrolier, une profession clairement fortement émettrice, partage des compétences requises très similaires à celles de plusieurs professions portées par la transition verte, y compris l'ingénierie environnementale et les analystes des politiques relatives au changement climatique.

### Les nouvelles professions portées par la transition verte nécessitent généralement des niveaux de compétence plus élevés dans presque tous les domaines.

Avec l'émergence de nouvelles professions, la transition verte augmente progressivement la demande pour l'ensemble des compétences sur le marché du travail. Le défi est particulièrement aigu pour les travailleurs peu qualifiés, dont les domaines de connaissances divergent davantage de ceux requis dans les professions portées par la transition verte, tandis que les travailleurs hautement qualifiés possèdent souvent déjà des connaissances transposables en mathématiques, ingénierie et technologies. Sans intervention des pouvoirs publics, cela pourrait potentiellement entraîner une augmentation des inégalités (Albanese *et al.*, 2025). La pénurie relative de diplômés en STIM dans l'UE accentue ce défi (Filip *et al.*, 2025). En outre, les exercices théoriques sur l'adéquation des

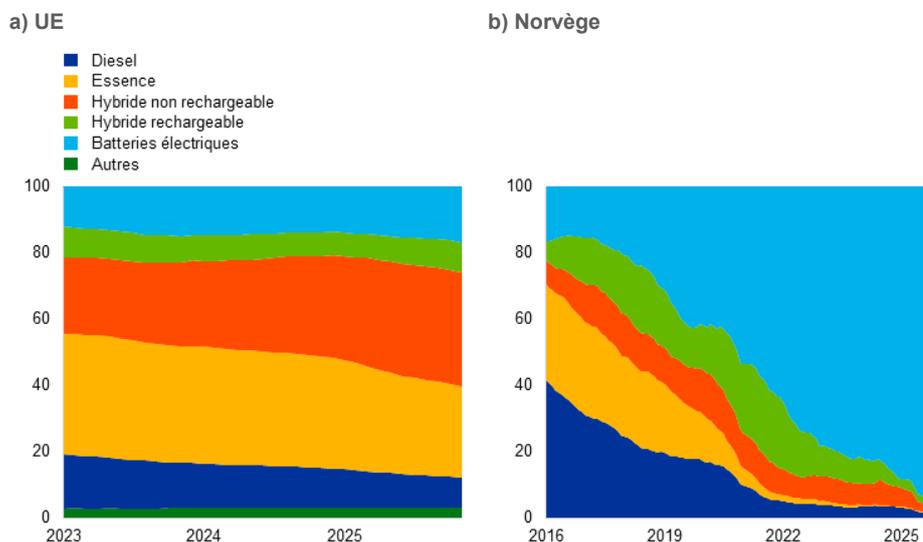
compétences ne tiennent pas compte de facteurs clés qui influencent la mobilité réelle, tels que les différences salariales et les emplois vacants disponibles. Aujourd'hui, il n'y a pas suffisamment de travailleurs qualifiés pour répondre à la croissance rapide des emplois verts et durables. Selon les données de LinkedIn, la part des recrutements pour des emplois verts à l'échelle mondiale a augmenté de 8 % entre 2024 et 2025, alors que la part des travailleurs possédant des compétences environnementales a crû de seulement 4 % au cours de la même période. Pour la deuxième année consécutive, la demande de compétences environnementales a augmenté deux fois plus vite que l'offre (LinkedIn, 2025).

**Le manque d'infrastructures nécessaires et les effets de réseau peuvent réduire la demande de nouvelles technologies et ralentir leur diffusion.** La coordination de plusieurs acteurs autour d'une solution unique peut réduire les coûts pour tous les utilisateurs du réseau. Par exemple, les propriétaires de véhicules à moteur à combustion interne bénéficient actuellement d'un vaste réseau de stations-service. Malgré la baisse des prix des véhicules électriques à batterie, grâce aux réductions substantielles des prix des batteries résultant des améliorations technologiques et de l'accroissement d'échelle, l'adoption par les consommateurs n'est pas homogène. Les préoccupations concernant la possibilité de recharger les batteries lors de longs trajets, ou « anxiété liée à l'autonomie » (*range anxiety*), restent un obstacle à leur adoption. Les véhicules électriques à batterie et les véhicules hybrides rechargeables représentaient un peu moins d'un tiers des nouvelles immatriculations de voitures dans l'UE en novembre 2025 (graphique 6), ce qui correspond globalement à la part atteinte par ces véhicules en Norvège il y a dix ans. En novembre 2025, les véhicules électriques à batterie représentaient 95 % des nouvelles immatriculations en Norvège, signe qu'une transition rapide vers des véhicules particuliers à faibles émissions de carbone est possible lorsque les infrastructures appropriées sont mises en place.

## Graphique 6

### Nouvelles immatriculations de voitures par source d'énergie

(parts en pourcentage, moyennes mobiles sur 12 mois)



Sources : Association européenne des constructeurs automobiles et *Norwegian Road Federation*.

Notes : Données extraites des pages GitHub de Robbie Andrew (chercheur Senior au Centre de recherche internationale sur le climat, Oslo) Les dernières observations se rapportent à novembre 2025.

### Ensemble, ces obstacles ralentissent l'innovation et la diffusion des technologies vertes dans l'économie.

Le retard dans la transition verte a des implications négatives directes sur la production potentielle et la compétitivité, ainsi que des conséquences indirectes sur la volatilité de l'inflation. Les informations tirées d'enquêtes indiquent que les entreprises de technologies propres considèrent l'accès limité au financement, la complexité et la fragmentation des réglementations, l'incertitude, la pénurie de main-d'œuvre qualifiée, la demande limitée pour les nouveaux produits verts et la complexité des partenariats comme des obstacles à leurs activités <sup>41</sup>. L'encadré 1 complète ces informations tirées d'enquêtes à l'aide d'une nouvelle analyse textuelle des téléconférences sur les résultats menées par des entreprises cotées en bourse. En particulier, il fournit un classement actualisé des obstacles structurels à la transition verte les plus fréquemment mentionnés par les grandes entreprises <sup>42</sup>.

## Encadré 1

### Les obstacles à l'investissement vert perçus par les entreprises

Clémence Descubes

Des informations récentes provenant de l'enquête sur l'accès des entreprises au financement (enquête SAFE) montrent que les entreprises sont confrontées à de multiples obstacles à l'investissement vert. Plus de la moitié des entreprises participant à l'enquête SAFE au deuxième

<sup>41</sup> Nerlich *et al.* (2025)

<sup>42</sup> Les comparaisons directes entre les informations tirées d'enquêtes et celles issues de l'analyse textuelle des téléconférences sur les résultats doivent être effectuées avec prudence, car les premières couvrent un éventail plus large d'entreprises et les données issues des téléconférences sur les résultats ne sont disponibles que pour les grandes entreprises cotées en bourse.

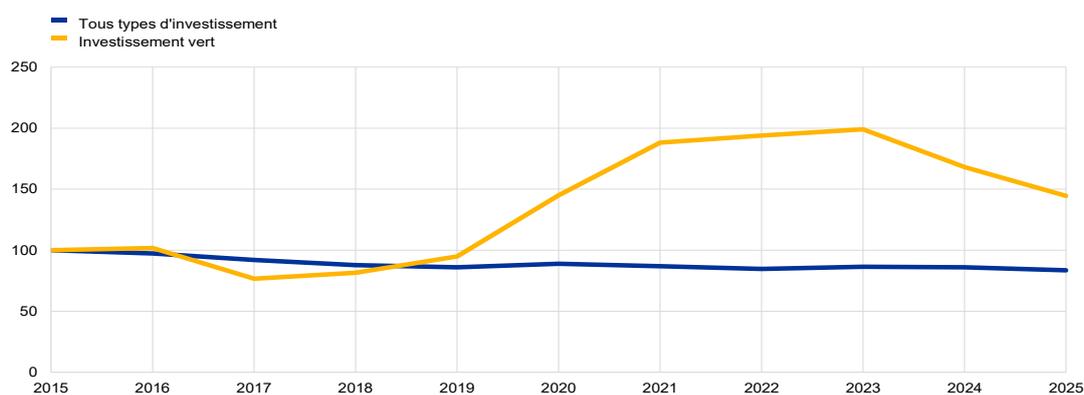
trimestre 2023 ont déclaré que les taux d'intérêt élevés ou les coûts de financement importants, conjugués à des subventions publiques insuffisantes, étaient des obstacles majeurs à leurs projets d'investissement dans la transition verte pour les cinq prochaines années (Nerlich *et al.*, 2025). Le présent encadré complète ces informations tirées d'enquêtes à l'aide d'éléments provenant de l'analyse textuelle des téléconférences sur les résultats menées par les grandes entreprises.

Ces téléconférences indiquent un renforcement graduel de l'investissement vert des entreprises. Si ce type d'investissement représente encore une part seulement modeste de l'investissement total (3,1 % en 2025), le nombre de fois où il a été mentionné lors des téléconférences a régulièrement augmenté entre 2019 et 2023, demeurant depuis constamment supérieur à son niveau de 2019. En revanche, le nombre de fois où l'investissement en général a été mentionné est demeuré globalement stable au cours de la même période (graphique A).

### Graphique A

Nombre de fois où l'investissement et l'investissement vert ont été mentionnés lors des téléconférences sur les résultats

(nombre moyen de phrases, lors des téléconférences, mentionnant au moins un mot-clé ; indice : 1<sup>er</sup> janvier 2015 = 100)



Sources : NL Analytics et calculs des services de la BCE.

Notes : La rubrique « Tous types d'investissement » est mesurée par le nombre moyen de phrases, lors des téléconférences sur les résultats, mentionnant au moins un terme lié à l'investissement. La rubrique « Investissement vert » est mesurée par le nombre moyen de phrases, lors des téléconférences sur les résultats, mentionnant au moins un terme lié à l'investissement et un terme lié aux technologies vertes, durables et propres. Les données couvrent 17 pays de l'UE (Belgique, Danemark, Allemagne, Irlande, Grèce, Espagne, France, Italie, Chypre, Luxembourg, Pays-Bas, Autriche, Pologne, Portugal, Roumanie, Finlande et Suède) sur la période allant du 1<sup>er</sup> janvier 2015 au 31 décembre 2025.

En ligne avec les obstacles à l'activité des entreprises identifiés dans les questions de l'enquête SAFE relatives à l'impact du changement climatique (Nerlich *et al.*, 2025), nous recensons et classons les références faites par les entreprises aux obstacles suivants : a) accès au financement, b) pénuries de main-d'œuvre et de compétences, c) contraintes liées à la demande, d) complexité et incertitude en matière de réglementation, e) coûts de l'énergie et des intrants, f) incertitude économique générale, et g) partenariats, diffusion et propriété intellectuelle. Pour chaque obstacle, une liste de mots-clés a été dressée à l'aide des mêmes termes que ceux utilisés par les entreprises dans les enquêtes lorsqu'elles décrivent les obstacles aux activités liées aux technologies propres et durables dans l'UE.

L'obstacle lié à l'accès au financement fait référence aux frictions en matière de financement auxquelles les entreprises déclarent se heurter lorsqu'elles cherchent à procéder à des investissements, notamment un accès limité ou coûteux au capital, des contraintes en matière de prêt bancaire et de financement de marché, des taux d'intérêt élevés, un soutien ou des subventions publics insuffisants et une faible volonté générale parmi les investisseurs de fournir du capital-risque. L'obstacle lié à la complexité et à l'incertitude en matière de réglementation

comporte deux dimensions distinctes : a) l'incertitude réglementaire, telle qu'elle se reflète dans les références que font les entreprises à l'imprévisibilité, la complexité et la fragmentation juridique ou administrative au niveau national ou de l'UE ; et b) les contraintes réglementaires en pratique, telles que capturées par la référence aux coûts liés à la publication d'informations environnementales, aux coûts de mise en conformité, aux délais de délivrance des licences ou des permis, aux exigences en matière de publication d'informations et à la complexité liée à la fiscalité. L'obstacle lié à l'incertitude économique générale reflète les préoccupations des entreprises concernant les conditions économiques futures, les évolutions politiques, la dynamique des marchés et les risques liés au climat.

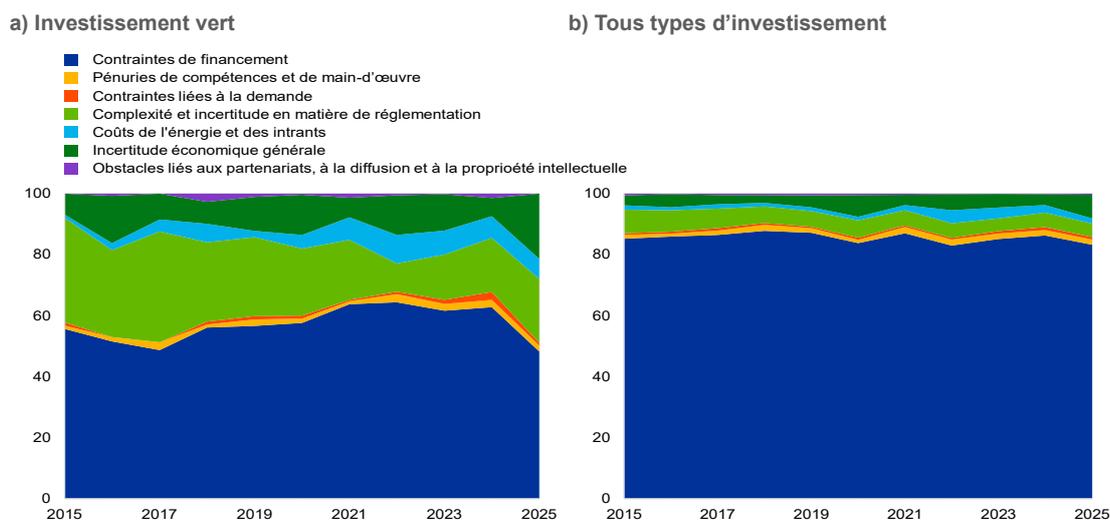
Les obstacles auxquels les entreprises se heurtent ne sont pas uniformes d'un type d'investissement à l'autre, la complexité et l'incertitude en matière de réglementation et l'incertitude économique générale constituant un frein prépondérant à l'investissement vert (graphique B). Les deux principaux obstacles auxquels les entreprises se heurtent dans leurs prévisions d'investissements verts sont les difficultés d'accès au financement (57 %, en moyenne, de l'ensemble des obstacles mentionnés entre 2015 et 2025) et l'obstacle réglementaire (23 % au cours de la même période). Cette dernière catégorie est dominée par les références à l'incertitude réglementaire. Le troisième obstacle le plus important à l'investissement vert est l'incertitude économique générale, suivie des coûts de l'énergie et des intrants, des pénuries de compétences et de main-d'œuvre, des contraintes liées à la demande et des obstacles liés aux partenariats, à l'innovation et à la propriété intellectuelle.

En revanche, si l'on considère le même ensemble d'obstacles pour tous les types d'investissements, les contraintes de financement deviennent considérablement plus importantes, représentant, en moyenne, 86 % de l'ensemble des obstacles mentionnés par les grandes entreprises entre 2015 et 2025. Les références aux obstacles réglementaires jouent un rôle plus limité, représentant en moyenne seulement 6 % des obstacles mentionnés.

## Graphique B

### Obstacles à l'investissement vert et à tous types d'investissement perçus par les entreprises

(contributions en pourcentage au nombre total de fois où les obstacles à l'investissement ont été mentionnés)



Sources : NL Analytics et calculs des services de la BCE.

Notes : Partie a) : la contribution de chaque obstacle est mesurée comme le nombre moyen de phrases, lors des téléconférences sur les résultats, contenant au moins un terme lié à cet obstacle et un terme lié à l'investissement vert. Partie b) : la contribution de chaque obstacle est mesurée comme le nombre moyen de phrases, lors des téléconférences sur les résultats, contenant au moins un terme lié à cet obstacle et un terme lié à l'investissement vert. Les

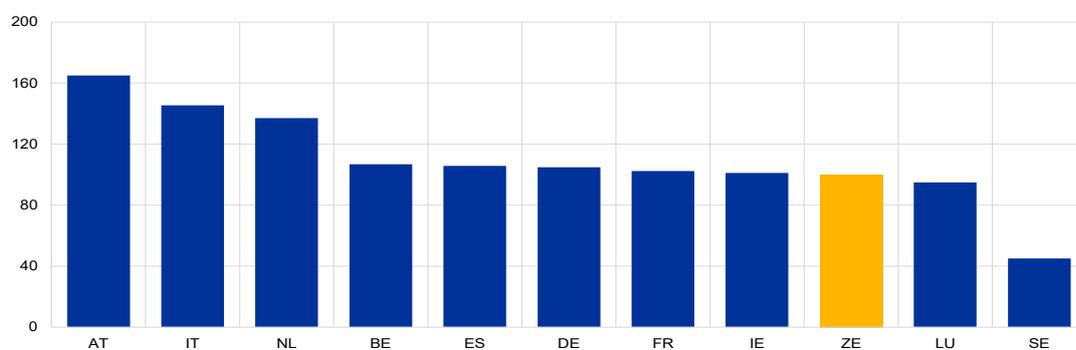
données couvrent 17 pays de l'UE (Belgique, Danemark, Allemagne, Irlande, Grèce, Espagne, France, Italie, Chypre, Luxembourg, Pays-Bas, Autriche, Pologne, Portugal, Roumanie, Finlande et Suède) sur la période allant du 1<sup>er</sup> janvier 2015 au 31 décembre 2025.

Les données issues des téléconférences sur les résultats indiquent également une hétérogénéité entre les pays. À l'aide d'un indicateur composite agrégeant les sept obstacles à l'investissement vert identifiés, nous constatons que, en 2025, les perceptions d'obstacles à l'investissement vert par les entreprises en Suède et au Luxembourg étaient moins élevées que pour l'agrégat de la zone euro, indiquant des conditions plus favorables à l'investissement vert dans ces pays (graphique C). En Autriche et en Italie, en revanche, la probabilité que les entreprises perçoivent des obstacles à l'investissement était beaucoup plus élevée que pour l'agrégat de la zone euro.

### Graphique C

#### Hétérogénéité dans la perception des obstacles à l'investissement vert par pays

(nombre moyen de phrases, lors des téléconférences, mentionnant au moins un mot-clé ; indice : moyenne pour la zone euro = 100)



Sources : NL Analytics et calculs des services de la BCE.

Notes : Les obstacles à l'investissement vert perçus sont mesurés comme le nombre moyen de phrases, lors des téléconférences sur les résultats, contenant au moins un terme lié à l'un des obstacles et un terme lié à l'investissement vert. L'agrégat pour la zone euro (ZE) exclut la Bulgarie, la Croatie, la Lettonie et la Slovaquie, pour lesquelles aucune donnée n'est disponible. Les données vont du 1<sup>er</sup> janvier 2025 au 31 décembre 2025.

## 3 Comment les politiques structurelles peuvent accélérer la transition verte

**Lorsqu'ils se cumulent, les obstacles existants à la transition verte sont insurmontables sans intervention des autorités.** Les politiques économiques mises en œuvre par les gouvernements ont réussi à réduire les émissions en Europe. Toutefois, aucune politique n'est en elle-même suffisante pour parvenir à une transition rapide et efficace vers la neutralité carbone. Tout comme les divers obstacles à la transition interagissent et se renforcent mutuellement, ce peut également être le cas des politiques mises en place pour réduire les obstacles individuels.

**La tarification généralisée du carbone est nécessaire afin de garantir que les entreprises et les ménages internalisent les dommages environnementaux causés par leur utilisation de technologies à forte intensité carbone.** À l'intérieur de l'UE, cette tarification du carbone s'applique principalement par le biais du système d'échange de quotas d'émission. En 2023, les émissions des secteurs couverts par ce système étaient réduites presque de moitié par rapport à 2005. Le système sera étendu à d'autres secteurs au cours des prochaines années.

**Les politiques économiques en faveur de la R&D verte peuvent avoir comme impact économique positif de générer de nouvelles technologies compétitives.**

Les études de la BCE montrent que les entreprises très polluantes exposées à des politiques environnementales qui favorisent l'innovation verte accroissent leurs dépôts de brevets verts (Benatti *et al.*, 2025). En outre, cela n'a pas d'impact sur le dépôt d'autres types de brevets ; le soutien à l'innovation verte n'exerce pas d'effet d'éviction sur d'autres types d'innovations. En effet, Dechezleprêtre *et al.* (2013) constatent que les brevets liés aux technologies propres font l'objet, en moyenne, de citations de brevet plus élevées de 43 % que les brevets « sales », ce qui montre que subventionner des technologies vertes peut avoir des applications technologiques plus larges et, par conséquent, des avantages économiques.

**Afin d'accélérer l'adoption à l'échelle de l'économie des technologies vertes, des mesures seront nécessaires afin de réduire, pour les entreprises et les ménages, les coûts liés au passage à de nouvelles technologies, en particulier lorsque ces coûts proviennent de la réglementation.**

Accélérer la croissance des technologies vertes nécessitera des réformes de grande ampleur afin de simplifier et d'accélérer les procédures d'autorisation, notamment la rationalisation des évaluations environnementales et la numérisation des procédures de demande, comme recommandé dans le plan d'action de l'UE pour une énergie abordable (*Affordable Energy Action Plan*). Par exemple, la récente réforme des procédures d'autorisation en Allemagne a fait passer de 8 gigawatts en 2023 à presque 15 gigawatts en 2024 les permis délivrés en matière d'énergie éolienne terrestre. Les investissements permettant de débloquer l'arriéré de connexions au réseau accélèreraient davantage encore le déploiement de capacités d'énergie renouvelables.

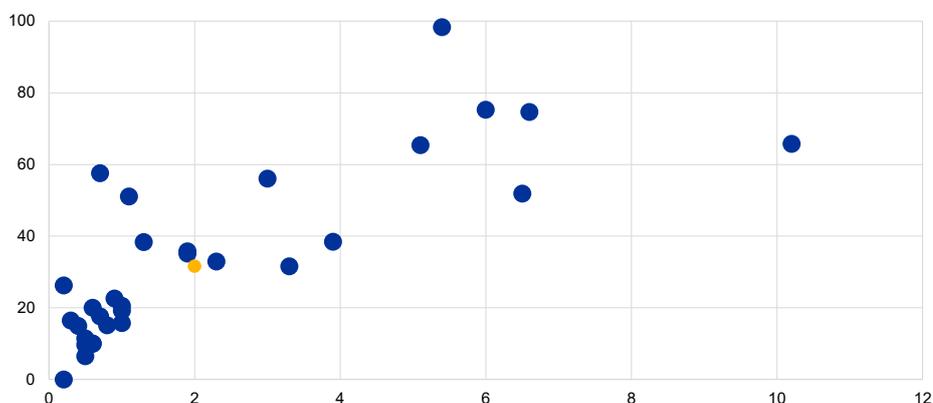
**Un investissement substantiel dans des réseaux denses de stations de recharge contribuerait à surmonter les obstacles en matière de coordination et encouragerait les consommateurs à se tourner vers les véhicules électriques.**

L'utilisation par les consommateurs d'une même technologie crée des effets de réseau substantiels, ce qui se traduit par des coûts moins élevés pour chaque usager. En l'absence d'utilisation suffisante, il est probable que des réseaux denses de stations de recharge ne seront pas rentables, réduisant l'incitation à l'investissement privé. Dans le même temps, le manque de stations de recharge disponibles limite l'adoption de véhicules électriques. Le soutien des autorités publiques en faveur de la construction d'un réseau de recharge a constitué une part importante de la transition vers les véhicules électriques en Norvège. Dans l'ensemble de l'Europe, il existe une forte corrélation entre la densité des réseaux de recharge publics et la part de voitures électriques neuves (graphique 7). Les subventions publiques à l'achat peuvent également contribuer à la constitution d'une masse critique et créer une demande suffisante, ce qui soutiendrait les fabricants automobiles dans la transformation de leurs processus de production. Des études mettent en évidence des effets liés à l'influence des pairs, selon lesquels l'exposition à de premiers utilisateurs favorise l'adoption de biens durables (par exemple, Bollinger *et al.*, 2022). L'anxiété d'un individu liée à l'autonomie peut être atténuée par la connaissance d'un propriétaire existant de véhicule électrique à batterie qui parcourt fréquemment de plus longues distances sans difficultés.

## Graphique 7

Densité du réseau public de stations de recharge en 2024 par rapport aux nouvelles immatriculations de voitures électriques en novembre 2025, par pays

(axe des abscisses : densité, nombre par millier d'habitants ; axe des ordonnées : part des nouvelles immatriculations de voitures, en pourcentage)



Source : Association européenne des constructeurs automobiles

Notes : La densité du réseau public de stations de recharge en 2024 figure sur l'axe des abscisses. La part de véhicules électriques à batterie et de véhicules hybrides rechargeables dans les nouvelles immatriculations de véhicules en novembre 2025 figure sur l'axe des ordonnées. Les données couvrent les 27 pays de l'UE, plus l'Islande, la Norvège, la Suisse et le Royaume-Uni. Le point jaune indique la moyenne de l'UE.

**Afin d'illustrer comment les politiques structurelles peuvent influencer sur la vitesse et le coût de la transition verte, cette section s'appuie sur une version simplifiée d'un modèle avec un changement technique orienté.** Le modèle fait

partie de travaux préliminaires menés à la BCE (Kim Taveras *et al.*, 2026) afin de comprendre l'impact des politiques structurelles et la transition verte. Inspiré de Acemoglu *et al.* (2012), le modèle permet aux entreprises de choisir entre technologies « sales » et « propres », le choix du secteur dans lequel innover répondant de façon endogène à la rentabilité attendue. Toutefois, pour les entreprises, l'adoption d'une nouvelle technologie est limitée par les coûts fixes liés à ce changement, ce qui crée de l'inertie et les contraint à rester prisonnières de leur technologie actuelle. Ces coûts du changement technologique constituent une façon simplifiée de représenter les obstacles structurels documentés dans la section précédente. Chacune des frictions décrites élève le coût, retarde le rendement ou accroît l'incertitude associée à l'adoption d'une innovation et d'une production plus vertes.

**Le modèle se caractérise également par une réallocation lente des efforts de recherche, capturant les inadéquations de compétences et les goulets d'étranglement au cours des premiers stades d'innovation des technologies vertes.** Considérées dans leur ensemble, ces frictions créent une dépendance au

sentier : une fois qu'une économie est spécialisée dans les technologies sales, des coûts fixes élevés pour changer de technologie, des ressources insuffisantes en matière de R&D et de faibles incitations de marché ralentissent l'innovation et la diffusion de technologies propres. Les dommages climatiques augmentent avec une production polluante en continu, ce qui fait monter les températures jusqu'à ce que la catastrophe environnementale devienne inévitable et que la production s'effondre. Par conséquent, nous définissons cette catastrophe environnementale comme étant le point auquel la qualité de l'environnement tombe au-dessous d'un seuil critique,

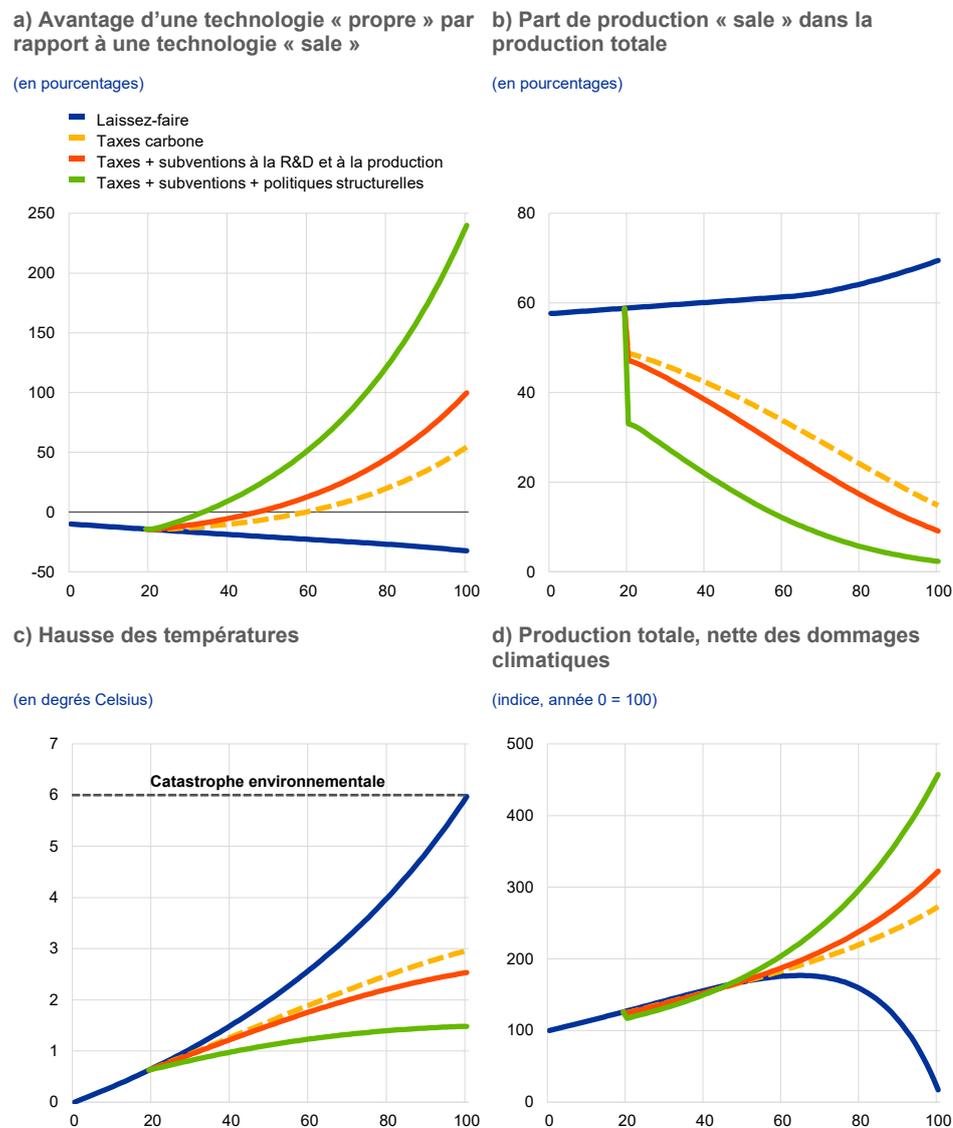
ce qui se traduit par des points de bascule pour le climat et la perte totale d'activité économique. Nous fixons ce seuil à 6 C de réchauffement, conformément à Acemoglu *et al.* (2012). Le modèle représente l'économie mondiale, et nous faisons abstraction ici des questions pertinentes, mais difficiles, entourant la coordination des politiques au niveau mondial.

**En nous appuyant sur ce cadre, nous simulons quatre scénarios qui introduisent de façon séquentielle des mesures prises par les autorités afin de corriger les incitations privées inadaptées et de réduire les obstacles structurels à la transition verte.** Le graphique 8 montre, pour chaque scénario, les évolutions observées dans l'économie simulée sur 100 ans, en mettant l'accent sur

l'avantage d'une technologie « propre » par rapport à une technologie « sale » (partie a), la part de production « sale » dans la production totale (partie b), la hausse des températures (partie c), et la production totale, nette des dommages climatiques (partie d). Le premier scénario simule une situation référence de laissez-faire, marquée par l'absence d'intervention des autorités. Les scénarios suivants ajoutent progressivement des couches d'intervention des autorités, introduites à l'année 20 pour une visualisation claire. Le deuxième scénario introduit des taxes carbone afin de corriger les externalités environnementales non valorisées. Nous calibrons ce scénario afin qu'il corresponde au « scénario de politiques actuelles » formulé par l'Agence internationale de l'énergie (AIE) dans ses perspectives énergétiques mondiales (*World Energy Outlook*) pour 2025, selon lequel les températures mondiales devraient être supérieures d'un peu moins de 3°C à leurs niveaux préindustriels d'ici à 2100. Le troisième scénario introduit en outre des subventions à la R&D et à la production propre visant à mieux réaligner encore les incitations en faveur de l'innovation propre. Nous calibrons ici les interventions des autorités de sorte qu'elles correspondent au « scénario de politiques déclarées » de l'AIE, qui intègre un soutien beaucoup plus important en faveur de l'innovation verte que le « scénario de politiques actuelles », et reflète un degré plus élevé d'ambition en matière de politique économique. Dans ce scénario, les températures mondiales augmentent de 2,5 °C d'ici la fin de ce siècle. Le quatrième scénario introduit également des politiques structurelles qui réduisent les frictions associées au changement de technologie.

## Graphique 8

Résultats de la simulation consistant à introduire des mesures de façon séquentielle afin d'accélérer la transition verte



Source : Kim Taveras, Parker et Parraga Rodriguez (2026).

Notes : L'axe des abscisses indique le temps en années. Partie a) : comparaison des technologies calculée comme la différence des niveaux de technologies normalisés par le niveau de technologie sale ; des valeurs négatives indiquent des niveaux plus élevés de technologie sale. Partie c) : hausse des températures par rapport aux niveaux préindustriels.

**Nous examinons dans un premier temps une économie de laissez-faire afin d'illustrer comment la dépendance au sentier et les incitations privées aboutissent en définitive à une catastrophe environnementale.** Dans une économie marquée par l'absence d'intervention des autorités, un niveau élevé de coûts fixes liés au changement de technologie et une faiblesse des incitations à innover dans les technologies propres rendent les entreprises prisonnières d'une production « sale ». Les entreprises n'internalisent pas les coûts environnementaux et les chercheurs ne tiennent pas compte des avantages sociaux liés à l'innovation propre. Il en résulte une dépendance constante aux technologies à fortes émissions de carbone et une production sale, associées à une hausse des températures, ce

qui finit par conduire l'économie à la catastrophe environnementale et à l'effondrement de sa production.

**L'introduction d'une taxe carbone ralentit le rythme de dégradation environnementale en accroissant le coût relatif d'une production sale.**

Toutefois, la taxe carbone à elle seule ne suffit pas à remédier aux obstacles structurels qui empêchent le changement de technologie ni aux défauts de coordination sous-jacents en matière d'innovation propre. Des coûts fixes élevés de changement de technologie, capturant des obstacles tels qu'une réglementation complexe, des inadéquations de compétences et un manque de financement continuent de freiner la réallocation des ressources vers des technologies propres. Conformément à Acemoglu *et al.* (2012), l'économie converge quand même vers une catastrophe environnementale, mais de façon beaucoup plus lente que dans le scénario de laissez-faire.

**Des subventions supplémentaires en faveur de la R&D et d'une production propre contribuent à réorienter l'innovation, à réduire les coûts relatifs et à encourager l'innovation dans les technologies propres.**

Des exemples de telles subventions incluent des aides à la R&D et des remises sur l'achat de véhicules électriques neufs. Néanmoins, la transition verte demeure incomplète : le changement de technologie reste lent en raison de coûts fixes élevés capturant des rigidités structurelles persistantes, et l'innovation et la production propres sont insuffisantes en termes agrégés pour modifier de manière significative la trajectoire des émissions et la hausse associée des températures.

**Dans le scénario final, un dispositif exhaustif, dans lequel les taxes carbone et les subventions sont complétées de politiques structurelles remédiant aux obstacles au changement de technologie, peut permettre de réussir la transition verte.**

Des coûts de changement moins élevés permettent aux entreprises d'adopter des technologies propres à bonne échelle. Comme le montre le graphique 8, une fois mis en œuvre, ce dispositif exhaustif accélère la transition verte et limite fortement la production polluante. Initialement, les coûts à court terme de mise en œuvre réduisent légèrement la production totale, mais les gains à long terme sont importants : les politiques structurelles freinent les hausses des températures et placent l'économie sur une trajectoire lui permettant *in fine* d'atteindre la neutralité carbone.

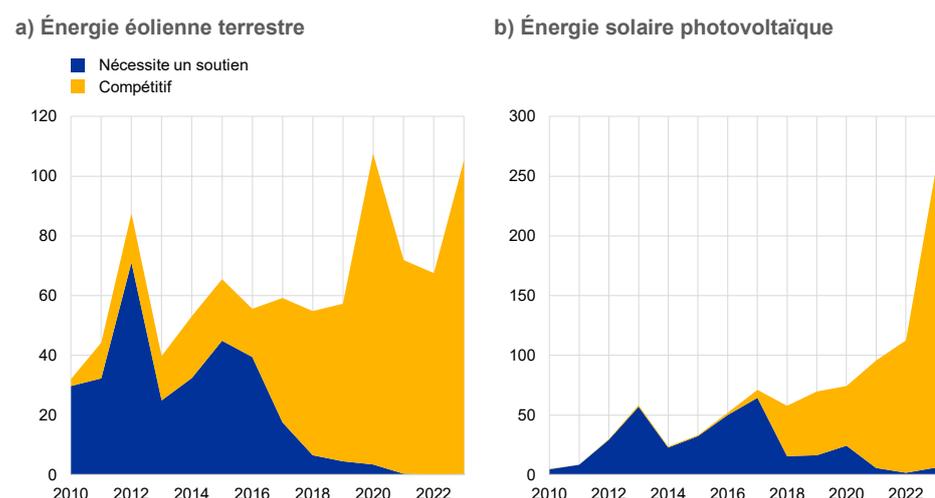
**Dans l'ensemble, les simulations montrent que les politiques structurelles sont essentielles pour permettre la transition verte à l'échelle et à la vitesse nécessaires.**

Si la tarification généralisée du carbone demeure un pilier central, elle n'est pas suffisante pour remédier aux multiples frictions qui freinent l'innovation et l'investissement propres. En effet, en accroissant les coûts supportés par les entreprises polluantes, elle réduit les fonds dont elles disposent pour l'innovation et la transformation propres. Dans le même temps, les résultats devraient être interprétés avec prudence. Pour des raisons de maniabilité, dans la simulation, les politiques sont considérées comme des changements permanents, alors qu'en pratique, le rythme et le séquençage de leur mise en œuvre sont susceptibles de varier.

**Le saut vers l'innovation et la production propres une fois que les coûts de changement diminuent illustre le fait qu'un soutien initial ciblé peut permettre de surmonter des obstacles de façon précoce, débloquer des économies d'échelle et accélérer l'apprentissage.** Ce soutien n'a pas besoin d'être permanent. Au fur et à mesure que les technologies deviennent plus matures et que les incitations privées s'alignent sur la transition verte, le développement technologique vert peut acquérir sa propre dynamique. Une fois que c'est le cas, les mesures de soutien devraient être retirées progressivement afin d'éviter des distorsions. Ce profil est cohérent avec ce que l'on observe dans le monde réel ; par exemple, une part importante de la production d'électricité par énergie solaire photovoltaïque et énergie éolienne terrestre a initialement nécessité des subventions mais elle est depuis devenue compétitive en termes de coûts par rapport aux alternatives basées sur les énergies fossiles (graphique 9).

**Graphique 9**  
Apports mondiaux d'électricité renouvelable à grande échelle

(en gigawatts)



Source : Agence internationale pour les énergies renouvelables (IRENA).

Notes : Pour chaque année, le coût de production d'électricité actualisé au niveau du projet pour les énergies renouvelables nouvellement déployées est comparé avec la moyenne pondérée par le pays de contrepartie ou au niveau régional relative aux sources d'énergie fossile. Lorsque le coût actualisé relatif aux sources d'énergie renouvelables est inférieur à celui relatif aux énergies fossiles, le projet est qualifié de compétitif, alors qu'il est considéré comme nécessitant un soutien lorsqu'il est supérieur à ce niveau.

## 4 Conclusion

**La transition verte exige un dosage des politiques (*policy mix*) exhaustif qui combine une tarification du carbone efficace et des politiques structurelles renforcées.** L'important socle de recherches de l'UE et sa capacité d'innovation constituent une base solide, mais des obstacles persistants en matière de financement, de réglementation, de compétences et d'infrastructures l'empêchent de progresser suffisamment rapidement vers la transition verte. L'incapacité à lever ces obstacles va compromettre la réalisation de l'engagement de l'UE à atteindre la neutralité carbone d'ici 2050.

**La tarification généralisée du carbone grâce au système d'échange de quotas d'émission reste le pilier central permettant d'intégrer les externalités environnementales liées aux émissions de carbone, mais de nouvelles politiques sont nécessaires pour remédier aux autres obstacles.** Les politiques structurelles qui améliorent le climat des affaires, facilitent la réallocation des ressources et stimulent la concurrence et l'entrepreneuriat tout en atténuant dans une certaine mesure l'incertitude réglementaire existante peuvent accélérer l'émergence et la diffusion des technologies propres. Les contraintes réglementaires sont un obstacle plus fréquemment cité dans le cas des investissements verts que pour les autres types d'investissement. Simplifier les réglementations, notamment en vue d'accélérer substantiellement les procédures d'autorisation, peut permettre aux entreprises de réaliser les investissements nécessaires à la décarbonation de leurs processus de production.

**Il est également probable que de telles mesures produiront des gains économiques plus larges, dans la mesure où de nombreux goulets d'étranglement structurels freinant la transition verte pèsent également sur la productivité, la compétitivité et la capacité d'innovation à long terme de l'Europe.** Par conséquent, nombre de ces réformes vont également stimuler l'innovation et l'adoption d'autres technologies, telles que la numérisation. En élevant le potentiel de croissance et la productivité sur le long terme, ces mesures peuvent également créer une marge de manœuvre budgétaire afin de soutenir l'investissement vert public ou amortir les coûts sociaux de la transition.

**Néanmoins, si une simplification de certaines réglementations est nécessaire afin de réduire les coûts, l'annulation ou le report des politiques environnementales déjà en place pour la réalisation des objectifs climatiques de l'UE peut être néfaste.** Les travaux académiques comme les informations déclarées par les entreprises à l'occasion des téléconférences sur les résultats démontrent que l'incertitude au sujet de la réglementation climatique constitue un obstacle considérable à l'innovation et à l'investissement verts.

**Pour l'avenir, l'effort des autorités visant à favoriser la transition verte devrait être considéré non seulement comme une nécessité environnementale mais également comme une stratégie économique.** Un renforcement de l'écosystème innovant de l'UE, le développement des technologies propres et la réduction de la fragmentation réglementaire contribueraient à préserver la résilience de l'Europe en matière énergétique, à renforcer la compétitivité industrielle et à limiter l'exposition des ménages et des entreprises européens à la volatilité des marchés d'énergies fossiles. En remédiant à ses obstacles structurels maintenant, l'UE peut se placer plus fermement sur la voie d'un modèle économique durable et plus dynamique.

## Bibliographie

Acemoglu (D.), Aghion (P.), Bursztyn (L.) et Hemous (D.) (2012), « *The environment and directed technical change* », *American Economic Review*, vol. 102, n° 1, février, p. 131-166.

Aghion (P.), Hepburn (C.), Teytelboym (A.) et Zenghelis (D.) (2019), « *Path dependence, innovation and the economics of climate change* », dans Fouquet (R.) (ed.), « *Handbook on Green Growth* », Edward Elgar Publishing, p. 67-83.

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

Albanese (M.), Busato (F.) et Cisco (G.) (2025), « *Green transition, skills heterogeneity, and inequality* », *The B.E. Journal of Macroeconomics*, vol. 25, n° 2, août.

Andersson (M.), Köhler-Ulbrich (P.) et Nerlich (C.) (2025), « *Les besoins en investissements verts dans l'UE et leur financement* », *Bulletin économique*, n° 1, BCE.

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

Banet (C.) et Willems (B.) (2023), « *Scaling up offshore wind energy in Europe* », Centre on Regulation in Europe (CERRE), octobre.

Benatti (N.), Groiss (M.), Kelly (P.) et Lopez-Garcia (P.) (2024), « *The impact of environmental regulation on clean innovation: are there crowding out effects?* », *Working Paper Series*, n° 2946, BCE (à paraître dans *Energy Economics*).

Basaglia (P.), Berestycki (C.), Carattini (S.), Dechezleprêtre (A.) et Kruse (T.) (2025), « *Climate policy uncertainty and firms' and investors' behavior* », *CESifo Working Papers*, n° 11782, CESifo Network, avril.

Black (S.), Liu (A.A.), Parry (I.) et Vernon (N.) (2023), « *IMF fossil fuel subsidies data: 2023 update* », *IMF Working Paper*, n° 23/169, Fonds monétaire international, août.

Bollinger (B.), Gillingham (K.), Kirkpatrick (A.J.) et Sexton (S.) (2022), « *Visibility and peer influence in durable good adoption* », *Marketing Science*, vol. 41, n° 3, février, p. 453-476.

De Haas (R.) et Popov (A.) (2023), « *Finance and green growth* », *The Economic Journal*, vol. 133, n° 650, février, p. 637-668.

Dechezleprêtre (A.), Martin (R.) et Mohnen (M.) (2013), « *Knowledge spillovers from clean and dirty technologies: a patent citation analysis* », *Centre for Climate Change Economics and Policy Working Paper*, n° 151, *Grantham Research Institute on Climate Change and the Environment Working Paper*, n° 135, septembre.

Draghi (M.) (2024), « *The future of European competitiveness* », Office des publications de l'Union européenne.

Dugoua (E.) et Moscona (J.) (2025), « *Innovation, technology and climate policy* », dans Barrage (L.) et Hsiang (S.) (eds.), « *Handbook of climate change economics* », vol. 2, à paraître.

Banque centrale européenne (2025), « *The euro area bank lending survey – Second quarter of 2025* », juillet.

Agence européenne pour l'environnement (2025), « *Economic losses from weather- and climate-related extremes in Europe* », extrait le 31 octobre 2025.

Banque européenne d'investissement (2024), « *Enquête 2024 de la BEI sur l'investissement – Synthèse concernant l'Union européenne* », octobre.

Filip (M-D.), Momferatou (D.) et Parraga Rodriguez (S.) (2025), « *Compétitivité de l'Europe : le rôle des institutions et la nécessité de réformes structurelles* », *Bulletin économique*, n° 1, BCE.

Agence internationale de l'énergie (2024), « *Energy technology perspectives 2024* », octobre.

Agence internationale de l'énergie (2025), « *World Energy Outlook 2025* », novembre.

Agence internationale pour les énergies renouvelables (2025), « *Renewable power generation costs in 2024* », Abu Dhabi.

Kim Taveras (I.), Parker (M.) et Parraga Rodriguez (S.) (2026), « *Structural factors, innovation and the green transition* », mimeo, Banque centrale européenne.

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

Kotz (M.), Donat (M.G), Lancaster (T.), Parker (M.), Smith (P.), Taylor (A.) et Vetter (S.H.) (2025), « *Climate extremes, food price spikes, and their wider societal risks* », *Environmental Research Letters*, vol. 20, n° 8, juillet.

Lagarde (C.) (2025), « *Europe's road to renewables* », discours prononcé lors de la Norges Bank's Climate Conference à Oslo, Norvège, 21 octobre 2025.

LinkedIn (2025), « *Hiring for green talent continues to grow at twice the pace of skills in the workforce* ».

McKinsey (2023), « *What would it take to scale critical climate technologies?* », *McKinsey Sustainability Report*, décembre.

McKinsey (2024), « *A radical approach to cost reduction at climate tech companies* », *McKinsey Sustainability Article*, juin.

Marotta (F.), Pagliari (M.S.) et de Winter (J.) (2025), « *Commitment vs credibility: Macroeconomic effects of climate policy uncertainty* », *DNB Working Paper*, n° 840, De Nederlandsche Bank, septembre.

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

Noailly (J.) et Smeets (R.) (2021), « *Financing energy innovation: Internal finance and the direction of technical change* », *Environmental and Resource Economics*, vol. 83, n° 1, septembre, p. 145-169.

Organisation de coopération et de développement économiques (2024), « [Perspectives de l'emploi de l'OCDE 2024 : La transition vers la neutralité carbone et le marché du travail](#) », Éditions de l'OCDE, Paris.

Piotrowski (M.) et Gislén (M.) (2024), « [How permitting processes are hampering Europe's energy transition](#) », World Economic Forum, 17 septembre.

Quentin (J.) (2025), « [Status of onshore wind energy development in Germany – First half of 2025](#) », Fachagentur Wind und Solar e.V., juillet.

Organisation météorologique mondiale (2025), « [State of the global climate 2024](#) », *WMO Report*, n° 1368.

# Statistiques

(disponible en anglais uniquement)

# Statistics

## Contents

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

## Further information

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

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

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

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

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

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

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

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

## Conventions used in the tables

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

## Composition of euro area data

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

# 1 External environment

## 1.1 Main trading partners, GDP and CPI

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

Sources: Eurostat (col. 6, 11); BIS (col. 7, 8, 9, 10); OECD (col. 1, 2, 3, 4, 5).

1) Quarterly data seasonally adjusted; annual data unadjusted.

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

## 2 Economic activity

### 2.1 GDP and expenditure components

(quarterly data seasonally adjusted; annual data unadjusted)

|   | GDP      |                 |                     |                        |                               |                    |                 |                                |                                      |                                |                       |                       |
|---|----------|-----------------|---------------------|------------------------|-------------------------------|--------------------|-----------------|--------------------------------|--------------------------------------|--------------------------------|-----------------------|-----------------------|
|   | Total    | Domestic demand |                     |                        |                               |                    |                 |                                |                                      | External balance <sup>1)</sup> |                       |                       |
|   |          | Total           | Private consumption | Government consumption | Gross fixed capital formation |                    |                 |                                | Changes in inventories <sup>2)</sup> | Total                          | Exports <sup>1)</sup> | Imports <sup>1)</sup> |
|   |          |                 |                     |                        | Total                         | Total construction | Total machinery | Intellectual property products |                                      |                                |                       |                       |
| 1   | 2        | 3               | 4                   | 5                      | 6                             | 7                  | 8               | 9                              | 10                                   | 11                             | 12                    |                       |
| <b>Current prices (EUR billions)</b>  |          |                 |                     |                        |                               |                    |                 |                                |                                      |                                |                       |                       |
| 2022  | 13 757,9 | 13 486,6        | 7 258,1             | 2 941,9                | 3 017,6                       | 1 555,4            | 871,5           | 584,5                          | 269,0                                | -271,3                         | 7 421,7               | 7 150,4               |
| 2023  | 14 663,8 | 14 137,9        | 7 750,4             | 3 097,3                | 3 215,1                       | 1 642,0            | 929,2           | 637,6                          | 75,0                                 | -525,9                         | 7 378,5               | 6 852,5               |
| 2024  | 15 231,4 | 14 563,9        | 8 029,7             | 3 259,9                | 3 210,1                       | 1 648,4            | 923,0           | 632,4                          | 64,2                                 | -667,5                         | 7 489,3               | 6 821,8               |
| 2024 Q4   | 3 866,2  | 3 705,1         | 2 032,0             | 830,6                  | 815,6                         | 416,4              | 232,3           | 165,3                          | 26,9                                 | -161,1                         | 1 885,7               | 1 724,5               |
| 2025 Q1   | 3 905,7  | 3 747,3         | 2 055,0             | 835,9                  | 837,0                         | 421,4              | 232,0           | 182,0                          | 19,4                                 | -158,4                         | 1 931,3               | 1 772,9               |
| Q2  | 3 936,6  | 3 776,9         | 2 066,6             | 845,7                  | 829,2                         | 423,5              | 234,2           | 169,9                          | 35,4                                 | -159,7                         | 1 911,8               | 1 752,1               |
| Q3  | 3 969,6  | 3 815,3         | 2 080,4             | 857,1                  | 841,3                         | 426,9              | 237,4           | 175,3                          | 36,5                                 | -154,3                         | 1 926,1               | 1 771,8               |
| <i>as percentage of GDP</i>   |          |                 |                     |                        |                               |                    |                 |                                |                                      |                                |                       |                       |
| 2024  | 100,0    | 95,6            | 52,7                | 21,4                   | 21,1                          | 10,8               | 6,1             | 4,2                            | 0,4                                  | -4,4                           | -                     | -                     |
| <b>Chain-linked volumes (prices for the previous year)</b>                              |          |                 |                     |                        |                               |                    |                 |                                |                                      |                                |                       |                       |
| <i>quarter-on-quarter percentage changes</i>  |          |                 |                     |                        |                               |                    |                 |                                |                                      |                                |                       |                       |
| 2025 Q1   | 0,6      | 0,5             | 0,2                 | 0,0                    | 2,6                           | 0,5                | 0,0             | 11,4                           | -                                    | -                              | 2,3                   | 2,3                   |
| Q2  | 0,1      | 0,3             | 0,3                 | 0,4                    | -1,7                          | 0,0                | 0,6             | -8,5                           | -                                    | -                              | -0,4                  | 0,0                   |
| Q3  | 0,3      | 0,5             | 0,1                 | 0,7                    | 1,0                           | 0,1                | 1,1             | 3,1                            | -                                    | -                              | 0,8                   | 1,4                   |
| Q4  | 0,3      | .               | .                   | .                      | .                             | .                  | .               | .                              | -                                    | -                              | .                     | .                     |
| <i>annual percentage changes</i>  |          |                 |                     |                        |                               |                    |                 |                                |                                      |                                |                       |                       |
| 2022  | 3,6      | 4,0             | 5,3                 | 1,3                    | 2,1                           | -0,1               | 4,1             | 4,9                            | -                                    | -                              | 7,3                   | 8,4                   |
| 2023  | 0,4      | 0,1             | 0,5                 | 1,5                    | 2,4                           | 1,0                | 2,3             | 6,3                            | -                                    | -                              | -1,2                  | -2,0                  |
| 2024  | 0,9      | 0,6             | 1,3                 | 2,2                    | -2,0                          | -1,5               | -2,0            | -3,3                           | -                                    | -                              | 0,6                   | -0,1                  |
| 2025 Q1   | 1,6      | 2,3             | 1,5                 | 2,1                    | 2,4                           | 0,4                | -0,4            | 11,3                           | -                                    | -                              | 2,5                   | 4,0                   |
| Q2  | 1,5      | 2,6             | 1,6                 | 1,5                    | 3,2                           | 1,1                | -0,7            | 15,8                           | -                                    | -                              | 0,6                   | 2,8                   |
| Q3  | 1,4      | 1,8             | 1,1                 | 1,7                    | 2,6                           | 1,6                | 2,6             | 5,3                            | -                                    | -                              | 2,8                   | 3,8                   |
| Q4  | 1,3      | .               | .                   | .                      | .                             | .                  | .               | .                              | -                                    | -                              | .                     | .                     |
| <i>contributions to quarter-on-quarter percentage changes in GDP; percentage points</i> |          |                 |                     |                        |                               |                    |                 |                                |                                      |                                |                       |                       |
| 2025 Q1   | 0,6      | 0,5             | 0,1                 | 0,0                    | 0,5                           | 0,1                | 0,0             | 0,5                            | -0,2                                 | 0,1                            | -                     | -                     |
| Q2  | 0,1      | 0,3             | 0,1                 | 0,1                    | -0,4                          | 0,0                | 0,0             | -0,4                           | 0,5                                  | -0,2                           | -                     | -                     |
| Q3  | 0,3      | 0,5             | 0,1                 | 0,2                    | 0,2                           | 0,0                | 0,1             | 0,1                            | 0,1                                  | -0,3                           | -                     | -                     |
| Q4  | 0,3      | .               | .                   | .                      | .                             | .                  | .               | .                              | .                                    | .                              | -                     | -                     |
| <i>contributions to annual percentage changes in GDP; percentage points</i>             |          |                 |                     |                        |                               |                    |                 |                                |                                      |                                |                       |                       |
| 2022  | 3,6      | 3,9             | 2,8                 | 0,3                    | 0,5                           | 0,0                | 0,3             | 0,2                            | 0,3                                  | -0,2                           | -                     | -                     |
| 2023  | 0,4      | 0,1             | 0,3                 | 0,3                    | 0,5                           | 0,1                | 0,1             | 0,3                            | -1,0                                 | 0,4                            | -                     | -                     |
| 2024  | 0,9      | 0,6             | 0,7                 | 0,5                    | -0,4                          | -0,2               | -0,1            | -0,1                           | -0,1                                 | 0,3                            | -                     | -                     |
| 2025 Q1   | 1,6      | 2,2             | 0,8                 | 0,5                    | 0,5                           | 0,0                | 0,0             | 0,5                            | 0,4                                  | -0,5                           | -                     | -                     |
| Q2  | 1,5      | 2,5             | 0,8                 | 0,3                    | 0,7                           | 0,1                | 0,0             | 0,6                            | 0,7                                  | -1,0                           | -                     | -                     |
| Q3  | 1,4      | 1,7             | 0,6                 | 0,4                    | 0,6                           | 0,2                | 0,2             | 0,2                            | 0,2                                  | -0,3                           | -                     | -                     |
| Q4  | 1,3      | .               | .                   | .                      | .                             | .                  | .               | .                              | .                                    | .                              | -                     | -                     |

Sources: Eurostat and ECB calculations.

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

2) Including acquisitions less disposals of valuables.

## 2 Economic activity

### 2.2 Value added by economic activity

(quarterly data seasonally adjusted; annual data unadjusted)

|   | Gross value added (basic prices) |                                   |                                    |              |   |                               |                       |             |   |  |  | Taxes less subsidies on products |
|---|----------------------------------|-----------------------------------|------------------------------------|--------------|---|-------------------------------|-----------------------|-------------|---|--|--|----------------------------------|
|   | Total                            | Agriculture, forestry and fishing | Manufacturing energy and utilities | Construction | Trade, transport, accommodation and food services | Information and communication | Finance and insurance | Real estate | Professional, business and support services | Public administration, education, health and social work | Arts, entertainment and other services |                                  |
|   | 1                                | 2                                 | 3                                  | 4            | 5   | 6                             | 7                     | 8           | 9   | 10   | 11                                     | 12                               |
| <b>Current prices (EUR billions)</b>  |                                  |                                   |                                    |              |   |                               |                       |             |   |  |  |                                  |
| 2022  | 12 365,4                         | 217,8                             | 2 423,2                            | 647,7        | 2 360,6   | 638,7                         | 543,7                 | 1 340,4     | 1 491,1                                     | 2 319,4  | 382,8                                  | 1 392,5                          |
| 2023  | 13 266,0                         | 224,3                             | 2 616,0                            | 710,9        | 2 463,1   | 697,3                         | 600,3                 | 1 472,4     | 1 614,6                                     | 2 455,4  | 411,8                                  | 1 397,8                          |
| 2024  | 13 715,2                         | 233,5                             | 2 579,1                            | 731,4        | 2 550,1   | 734,1                         | 633,3                 | 1 536,5     | 1 690,4                                     | 2 594,9  | 431,9                                  | 1 516,2                          |
| 2024 Q4   | 3 480,2                          | 59,6                              | 661,3                              | 183,8        | 644,2   | 187,2                         | 159,3                 | 386,0       | 428,4                                       | 661,2  | 109,2                                  | 386,0                            |
| 2025 Q1   | 3 508,9                          | 60,3                              | 665,5                              | 186,9        | 648,4   | 188,9                         | 161,1                 | 387,7       | 431,1                                       | 668,4  | 110,5                                  | 396,8                            |
| Q2  | 3 541,7                          | 62,0                              | 666,4                              | 189,6        | 654,7   | 191,1                         | 161,2                 | 390,7       | 436,2                                       | 677,4  | 112,3                                  | 394,9                            |
| Q3  | 3 567,6                          | 62,6                              | 665,9                              | 190,7        | 658,2   | 193,6                         | 164,9                 | 392,9       | 441,6                                       | 684,1  | 113,1                                  | 401,9                            |
| <i>as percentage of value added</i>   |                                  |                                   |                                    |              |   |                               |                       |             |   |  |  |                                  |
| 2024  | 100,0                            | 1,7                               | 18,8                               | 5,3          | 18,6  | 5,4                           | 4,6                   | 11,2        | 12,3  | 18,9   | 3,1                                    | -                                |
| <b>Chain-linked volumes (prices for the previous year)</b>                                      |                                  |                                   |                                    |              |   |                               |                       |             |   |  |  |                                  |
| <i>quarter-on-quarter percentage changes</i>  |                                  |                                   |                                    |              |   |                               |                       |             |   |  |  |                                  |
| 2024 Q4   | 0,3                              | 0,7                               | 0,2                                | 0,1          | 0,2   | 0,9                           | 0,3                   | 0,4         | -0,1  | 0,6  | -1,0                                   | 1,6                              |
| 2025 Q1   | 0,6                              | 1,3                               | 1,9                                | 0,6          | 0,3   | 0,8                           | 0,4                   | 0,2         | 0,3   | 0,2  | 0,3                                    | -0,2                             |
| Q2  | 0,2                              | -0,8                              | 0,2                                | 0,0          | 0,3   | 0,5                           | -0,8                  | 0,1         | 0,3   | 0,2  | 0,3                                    | 0,0                              |
| Q3  | 0,3                              | 0,5                               | -0,1                               | 0,0          | 0,4   | 1,0                           | 0,8                   | 0,2         | 0,5   | 0,3  | 0,2                                    | -0,2                             |
| <i>annual percentage changes</i>  |                                  |                                   |                                    |              |   |                               |                       |             |   |  |  |                                  |
| 2022  | 4,0                              | -0,5                              | 0,7                                | -0,4         | 8,8   | 6,6                           | -2,1                  | 2,4         | 5,9   | 2,8  | 17,3                                   | 0,7                              |
| 2023  | 0,7                              | -2,7                              | -1,7                               | 1,7          | -0,2  | 6,7                           | -2,7                  | 2,1         | 2,2   | 1,0  | 3,5                                    | -1,8                             |
| 2024  | 0,9                              | -0,5                              | -0,7                               | -0,7         | 0,9   | 2,9                           | 1,7                   | 1,6         | 1,8   | 1,5  | 1,6                                    | 0,5                              |
| 2024 Q4   | 1,0                              | 0,3                               | -0,6                               | -0,9         | 1,1   | 2,7                           | 2,1                   | 1,5         | 1,0   | 1,8  | 2,0                                    | 5,0                              |
| 2025 Q1   | 1,5                              | 1,0                               | 3,0                                | -0,4         | 0,9   | 3,4                           | 0,2                   | 0,9         | 1,2   | 1,7  | 1,3                                    | 2,6                              |
| Q2  | 1,4                              | 1,1                               | 2,9                                | 0,2          | 1,1   | 3,6                           | -0,3                  | 0,8         | 0,7   | 1,3  | 1,1                                    | 2,8                              |
| Q3  | 1,4                              | 1,7                               | 2,3                                | 0,8          | 1,3   | 3,2                           | 0,7                   | 0,8         | 1,0   | 1,3  | -0,2                                   | 1,1                              |
| <i>contributions to quarter-on-quarter percentage changes in value added; percentage points</i> |                                  |                                   |                                    |              |   |                               |                       |             |   |  |  |                                  |
| 2024 Q4   | 0,3                              | 0,0                               | 0,0                                | 0,0          | 0,0   | 0,0                           | 0,0                   | 0,0         | 0,0   | 0,1  | 0,0                                    | -                                |
| 2025 Q1   | 0,6                              | 0,0                               | 0,4                                | 0,0          | 0,1   | 0,0                           | 0,0                   | 0,0         | 0,0   | 0,0  | 0,0                                    | -                                |
| Q2  | 0,2                              | 0,0                               | 0,0                                | 0,0          | 0,1   | 0,0                           | 0,0                   | 0,0         | 0,0   | 0,0  | 0,0                                    | -                                |
| Q3  | 0,3                              | 0,0                               | 0,0                                | 0,0          | 0,1   | 0,1                           | 0,0                   | 0,0         | 0,1   | 0,1  | 0,0                                    | -                                |
| <i>contributions to annual percentage changes in value added; percentage points</i>             |                                  |                                   |                                    |              |   |                               |                       |             |   |  |  |                                  |
| 2022  | 4,0                              | 0,0                               | 0,1                                | 0,0          | 1,6   | 0,4                           | -0,1                  | 0,3         | 0,7   | 0,6  | 0,5                                    | -                                |
| 2023  | 0,7                              | 0,0                               | -0,3                               | 0,1          | 0,0   | 0,3                           | -0,1                  | 0,2         | 0,3   | 0,2  | 0,1                                    | -                                |
| 2024  | 0,9                              | 0,0                               | -0,1                               | 0,0          | 0,2   | 0,2                           | 0,1                   | 0,2         | 0,2   | 0,3  | 0,0                                    | -                                |
| 2024 Q4   | 1,0                              | 0,0                               | -0,1                               | 0,0          | 0,2   | 0,1                           | 0,1                   | 0,2         | 0,1   | 0,3  | 0,1                                    | -                                |
| 2025 Q1   | 1,5                              | 0,0                               | 0,6                                | 0,0          | 0,2   | 0,2                           | 0,0                   | 0,1         | 0,1   | 0,3  | 0,0                                    | -                                |
| Q2  | 1,4                              | 0,0                               | 0,5                                | 0,0          | 0,2   | 0,2                           | 0,0                   | 0,1         | 0,1   | 0,2  | 0,0                                    | -                                |
| Q3  | 1,4                              | 0,0                               | 0,4                                | 0,0          | 0,2   | 0,2                           | 0,0                   | 0,1         | 0,1   | 0,2  | 0,0                                    | -                                |

Sources: Eurostat and ECB calculations.

## 2 Economic activity

### 2.3 Employment <sup>1)</sup>

(quarterly data seasonally adjusted; annual data unadjusted)

|  | Total | By employment status |               | By economic activity              |                                     |              |   |                               |                       |             |  |  |  |
|--|-------|----------------------|---------------|-----------------------------------|-------------------------------------|--------------|---|-------------------------------|-----------------------|-------------|--|--|--|
|  |       | Employees            | Self-employed | Agriculture, forestry and fishing | Manufacturing, energy and utilities | Construction | Trade, transport, accommodation and food services | Information and communication | Finance and insurance | Real estate | Professional business and support services | Public administration, education, health and social work | Arts, entertainment and other services |
|  | 1     | 2                    | 3             | 4                                 | 5                                   | 6            | 7   | 8                             | 9                     | 10          | 11   | 12   | 13                                     |
| <b>Persons employed</b>                          |       |                      |               |                                   |                                     |              |   |                               |                       |             |  |  |  |
| <i>as a percentage of total persons employed</i> |       |                      |               |                                   |                                     |              |   |                               |                       |             |  |  |  |
| 2022   | 100,0 | 86,0                 | 14,0          | 2,9                               | 14,2                                | 6,4          | 24,2  | 3,3                           | 2,3                   | 1,1         | 14,2                                       | 24,9   | 6,5                                    |
| 2023   | 100,0 | 86,1                 | 13,9          | 2,8                               | 14,1                                | 6,4          | 24,3  | 3,4                           | 2,3                   | 1,1         | 14,2                                       | 24,8   | 6,6                                    |
| 2024   | 100,0 | 86,1                 | 13,9          | 2,8                               | 14,0                                | 6,4          | 24,4  | 3,4                           | 2,3                   | 1,0         | 14,2                                       | 25,0   | 6,5                                    |
| <i>annual percentage changes</i>                 |       |                      |               |                                   |                                     |              |   |                               |                       |             |  |  |  |
| 2022   | 2,4   | 2,5                  | 1,4           | -0,7                              | 1,2                                 | 3,6          | 3,3   | 5,8                           | 0,1                   | 3,5         | 3,9  | 1,5  | 1,1                                    |
| 2023   | 1,5   | 1,6                  | 1,1           | -1,1                              | 0,8                                 | 1,6          | 2,0   | 4,1                           | 0,7                   | 2,0         | 1,8  | 1,3  | 1,7                                    |
| 2024   | 0,9   | 1,0                  | 0,6           | -0,9                              | 0,3                                 | 0,9          | 1,1   | 2,0                           | 1,5                   | -0,6        | 0,7  | 1,5  | 0,7                                    |
| 2024 Q4  | 0,7   | 0,8                  | 0,3           | -2,3                              | 0,1                                 | 0,7          | 1,2   | 1,3                           | 1,7                   | 0,3         | 0,1  | 1,4  | 0,3                                    |
| 2025 Q1  | 0,8   | 0,9                  | 0,1           | -1,4                              | -0,2                                | 0,8          | 0,6   | 1,0                           | 1,5                   | 3,0         | 0,7  | 1,4  | 1,0                                    |
| Q2   | 0,7   | 0,7                  | 0,9           | -1,9                              | -0,3                                | 1,1          | 0,9   | 0,5                           | 1,3                   | 3,4         | 1,0  | 1,1  | 0,3                                    |
| Q3   | 0,6   | 0,7                  | 0,5           | -1,6                              | -0,2                                | 1,4          | 0,5   | -0,1                          | 1,3                   | 2,7         | 0,9  | 1,0  | 0,8                                    |
| <b>Hours worked</b>                              |       |                      |               |                                   |                                     |              |   |                               |                       |             |  |  |  |
| <i>as a percentage of total hours worked</i>     |       |                      |               |                                   |                                     |              |   |                               |                       |             |  |  |  |
| 2022   | 100,0 | 81,7                 | 18,3          | 3,8                               | 14,7                                | 7,4          | 25,0  | 3,5                           | 2,4                   | 1,1         | 14,2                                       | 22,0   | 5,9                                    |
| 2023   | 100,0 | 81,9                 | 18,1          | 3,7                               | 14,6                                | 7,3          | 25,1  | 3,6                           | 2,4                   | 1,1         | 14,2                                       | 22,0   | 5,9                                    |
| 2024   | 100,0 | 82,0                 | 18,0          | 3,6                               | 14,5                                | 7,3          | 25,1  | 3,7                           | 2,4                   | 1,1         | 14,2                                       | 22,2   | 5,9                                    |
| <i>annual percentage changes</i>                 |       |                      |               |                                   |                                     |              |   |                               |                       |             |  |  |  |
| 2022   | 3,8   | 3,9                  | 3,3           | -1,0                              | 1,3                                 | 4,3          | 7,6   | 6,2                           | -0,6                  | 5,7         | 4,7  | 1,1  | 4,8                                    |
| 2023   | 1,7   | 2,0                  | 0,6           | -1,4                              | 1,1                                 | 1,3          | 2,0   | 4,0                           | 0,8                   | 1,6         | 2,1  | 1,9  | 2,4                                    |
| 2024   | 1,1   | 1,2                  | 0,6           | -0,6                              | 0,3                                 | 1,1          | 1,1   | 2,2                           | 1,5                   | 0,0         | 1,2  | 1,8  | 1,1                                    |
| 2024 Q4  | 1,0   | 1,2                  | 0,2           | -1,6                              | -0,1                                | 0,8          | 1,2   | 1,6                           | 0,9                   | 1,9         | 0,8  | 1,9  | 1,2                                    |
| 2025 Q1  | 0,4   | 0,6                  | -0,7          | -2,4                              | -0,8                                | 0,6          | 0,2   | 1,0                           | 1,0                   | 2,4         | 0,4  | 1,2  | 1,7                                    |
| Q2   | 0,3   | 0,4                  | -0,1          | -2,6                              | -0,8                                | 1,3          | 0,3   | 0,2                           | 1,0                   | 2,5         | 0,6  | 0,7  | 1,2                                    |
| Q3   | 0,8   | 0,8                  | 0,5           | -2,3                              | 0,0                                 | 1,5          | 0,7   | -0,4                          | 1,2                   | 3,8         | 1,1  | 1,1  | 1,7                                    |
| <b>Hours worked per person employed</b>          |       |                      |               |                                   |                                     |              |   |                               |                       |             |  |  |  |
| <i>annual percentage changes</i>                 |       |                      |               |                                   |                                     |              |   |                               |                       |             |  |  |  |
| 2022   | 1,3   | 1,3                  | 1,8           | -0,3                              | 0,1                                 | 0,7          | 4,2   | 0,4                           | -0,7                  | 2,2         | 0,8  | -0,4   | 3,7                                    |
| 2023   | 0,2   | 0,4                  | -0,4          | -0,3                              | 0,2                                 | -0,2         | 0,0   | 0,0                           | 0,1                   | -0,4        | 0,3  | 0,6  | 0,6                                    |
| 2024   | 0,2   | 0,2                  | 0,1           | 0,3                               | 0,0                                 | 0,1          | 0,0   | 0,2                           | -0,1                  | 0,6         | 0,5  | 0,3  | 0,4                                    |
| 2024 Q4  | 0,2   | 0,4                  | -0,1          | 0,7                               | -0,2                                | 0,1          | 0,0   | 0,3                           | -0,8                  | 1,6         | 0,6  | 0,6  | 0,9                                    |
| 2025 Q1  | -0,4  | -0,2                 | -0,8          | -1,0                              | -0,6                                | -0,2         | -0,5  | 0,0                           | -0,5                  | -0,6        | -0,3                                       | -0,2   | 0,6                                    |
| Q2   | -0,4  | -0,2                 | -1,0          | -0,7                              | -0,6                                | 0,2          | -0,5  | -0,3                          | -0,3                  | -0,9        | -0,3                                       | -0,4   | 0,8                                    |
| Q3   | 0,1   | 0,2                  | 0,0           | -0,7                              | 0,2                                 | 0,1          | 0,2   | -0,3                          | -0,1                  | 1,0         | 0,3  | 0,1  | 0,9                                    |

Sources: Eurostat and ECB calculations.

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

## 2 Economic activity

### 2.4 Labour force, unemployment and job vacancies

(seasonally adjusted, unless otherwise indicated)

|                    | Labour force, millions | Under-employment, % of labour force | Unemployment <sup>1)</sup> |                   |   |          |                   |          |                   |           |                   |          |                   | Job vacancy rate <sup>2)</sup> |
|--------------------|------------------------|-------------------------------------|----------------------------|-------------------|---|----------|-------------------|----------|-------------------|-----------|-------------------|----------|-------------------|--------------------------------|
|                    |                        |                                     | Total                      |                   | Long-term unemployment, % of labour force <sup>2)</sup> | By age   |                   |          |                   | By gender |                   |          |                   |                                |
|                    |                        |                                     | Millions                   | % of labour force |   | Adult    |                   | Youth    |                   | Male      |                   | Female   |                   |                                |
|                    |                        |                                     |                            |                   |   | Millions | % of labour force | Millions | % of labour force | Millions  | % of labour force | Millions | % of labour force |                                |
| 1                  | 2                      | 3                                   | 4                          | 5                 | 6   | 7        | 8                 | 9        | 10                | 11        | 12                | 13       | 14                |                                |
| % of total in 2024 |                        |                                     | 100,0                      |                   |   | 78,7     |                   | 21,3     |                   | 51,2      |                   | 48,8     |                   |                                |
| 2022               | 167,404                | 3,1                                 | 11,369                     | 6,8               | 2,7   | 9,124    | 6,0               | 2,245    | 14,6              | 5,718     | 6,4               | 5,651    | 7,2               | 3,2                            |
| 2023               | 169,704                | 2,9                                 | 11,166                     | 6,6               | 2,4   | 8,874    | 5,8               | 2,292    | 14,5              | 5,644     | 6,3               | 5,522    | 6,9               | 3,1                            |
| 2024               | 171,293                | 2,8                                 | 10,918                     | 6,4               | 2,1   | 8,596    | 5,5               | 2,322    | 14,6              | 5,592     | 6,1               | 5,326    | 6,6               | 2,6                            |
| 2024 Q4            | 171,634                | 2,8                                 | 10,634                     | 6,2               | 2,0   | 8,359    | 5,4               | 2,275    | 14,4              | 5,469     | 6,0               | 5,165    | 6,4               | 2,5                            |
| 2025 Q1            | 172,628                | 2,8                                 | 10,988                     | 6,4               | 2,1   | 8,630    | 5,5               | 2,358    | 14,8              | 5,609     | 6,1               | 5,379    | 6,6               | 2,4                            |
| Q2                 | 173,027                | 2,8                                 | 11,092                     | 6,4               | 2,1   | 8,756    | 5,6               | 2,336    | 14,7              | 5,735     | 6,2               | 5,357    | 6,6               | 2,3                            |
| Q3                 | 173,021                | 2,8                                 | 11,110                     | 6,4               | 2,0   | 8,750    | 5,6               | 2,360    | 14,9              | 5,694     | 6,2               | 5,416    | 6,7               | 2,1                            |
| 2025 July          | -                      | -                                   | 11,092                     | 6,3               | -   | 8,777    | 5,5               | 2,315    | 14,5              | 5,709     | 6,1               | 5,383    | 6,5               | -                              |
| Aug.               | -                      | -                                   | 11,083                     | 6,3               | -   | 8,761    | 5,5               | 2,322    | 14,6              | 5,709     | 6,1               | 5,374    | 6,5               | -                              |
| Sep.               | -                      | -                                   | 11,100                     | 6,3               | -   | 8,751    | 5,5               | 2,348    | 14,7              | 5,723     | 6,1               | 5,377    | 6,5               | -                              |
| Oct.               | -                      | -                                   | 11,044                     | 6,3               | -   | 8,705    | 5,4               | 2,339    | 14,7              | 5,712     | 6,1               | 5,333    | 6,5               | -                              |
| Nov.               | -                      | -                                   | 10,957                     | 6,2               | -   | 8,674    | 5,4               | 2,283    | 14,4              | 5,698     | 6,1               | 5,258    | 6,4               | -                              |
| Dec.               | -                      | -                                   | 10,892                     | 6,2               | -   | 8,622    | 5,4               | 2,271    | 14,3              | 5,673     | 6,1               | 5,219    | 6,3               | -                              |

Sources: Eurostat and ECB calculations.

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

2) Not seasonally adjusted.

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

Note: Euro area monthly data include Bulgaria.

### 2.5 Short-term business statistics

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

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

1) Excluding trade and financial services.

Note: Euro area data in columns 1 to 12 include Bulgaria.

## 2 Economic activity

### 2.6 Opinion surveys (seasonally adjusted)

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

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

### 2.7 Summary accounts for households and non-financial corporations (current prices, unless otherwise indicated; not seasonally adjusted)

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

Sources: ECB and Eurostat.

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

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

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

4) Defined as consolidated loans and debt securities liabilities.

## 2 Economic activity

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

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

|   | Current account |         |         |         |         |          |         |                |         |                  |       | Capital account <sup>1)</sup> |       |
|---|-----------------|---------|---------|---------|---------|----------|---------|----------------|---------|------------------|-------|-------------------------------|-------|
|   | Total           |         |         | Goods   |         | Services |         | Primary income |         | Secondary income |       | Credit                        | Debit |
|   | Credit          | Debit   | Balance | Credit  | Debit   | Credit   | Debit   | Credit         | Debit   | Credit           | Debit |                               |       |
| 1   | 2               | 3       | 4       | 5       | 6       | 7        | 8       | 9              | 10      | 11               | 12    | 13                            |       |
| 2024 Q4   | 1 482,6         | 1 409,0 | 73,7    | 703,3   | 624,6   | 383,2    | 336,0   | 346,9          | 347,1   | 49,2             | 101,3 | 35,7                          | 23,8  |
| 2025 Q1   | 1 551,1         | 1 475,8 | 75,3    | 753,5   | 642,8   | 391,6    | 361,1   | 357,8          | 381,5   | 48,3             | 90,3  | 32,0                          | 26,6  |
| Q2  | 1 503,5         | 1 419,8 | 83,7    | 716,9   | 630,0   | 387,5    | 349,0   | 349,8          | 344,7   | 49,1             | 96,1  | 18,6                          | 17,3  |
| Q3  | 1 467,6         | 1 421,8 | 45,8    | 721,4   | 626,5   | 382,1    | 355,9   | 316,9          | 342,5   | 47,2             | 96,9  | 23,5                          | 20,5  |
| 2025 June   | 500,5           | 469,9   | 30,6    | 237,4   | 214,3   | 130,6    | 116,0   | 115,8          | 107,4   | 16,7             | 32,3  | 6,9                           | 6,6   |
| July  | 489,2           | 471,9   | 17,3    | 239,6   | 209,8   | 126,6    | 118,5   | 107,6          | 111,4   | 15,4             | 32,2  | 8,8                           | 5,4   |
| Aug.  | 486,6           | 474,1   | 12,5    | 238,6   | 207,7   | 128,0    | 119,0   | 104,5          | 115,2   | 15,6             | 32,2  | 5,5                           | 6,3   |
| Sep.  | 491,8           | 475,7   | 16,1    | 243,2   | 209,1   | 127,6    | 118,3   | 104,8          | 115,8   | 16,3             | 32,5  | 9,2                           | 8,8   |
| Oct.  | 495,0           | 468,2   | 26,7    | 235,1   | 202,5   | 128,1    | 114,9   | 116,1          | 119,0   | 15,7             | 31,9  | 7,6                           | 4,7   |
| Nov.  | 493,4           | 484,9   | 8,6     | 234,6   | 210,9   | 128,3    | 116,6   | 113,1          | 124,7   | 17,4             | 32,7  | 9,2                           | 4,7   |
| <i>12-month cumulated transactions</i>                        |                 |         |         |         |         |          |         |                |         |                  |       |                               |       |
| 2025 Nov.   | 6 006,1         | 5 739,2 | 266,9   | 2 896,4 | 2 521,9 | 1 548,1  | 1 410,8 | 1 368,1        | 1 424,0 | 193,6            | 382,6 | 111,5                         | 87,4  |
| <i>12-month cumulated transactions as a percentage of GDP</i> |                 |         |         |         |         |          |         |                |         |                  |       |                               |       |
| 2025 Nov.   | 38,3            | 36,6    | 1,7     | 18,5    | 16,1    | 9,9      | 9,0     | 8,7            | 9,1     | 1,2              | 2,4   | 0,7                           | 0,6   |

1) The capital account is not seasonally adjusted.

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

(seasonally adjusted, unless otherwise indicated)

|   | Total (n.s.a.) |         | Exports (f.o.b.) |                    |               |                   |            | Imports (c.i.f.)   |       |                    |               |                   |                    |
|---|----------------|---------|------------------|--------------------|---------------|-------------------|------------|--------------------|-------|--------------------|---------------|-------------------|--------------------|
|   | Exports        | Imports | Total            |                    |               |                   | Memo item: | Total              |       |                    |               | Memo items:       |                    |
|   |                |         | Total            | Intermediate goods | Capital goods | Consumption goods |            | Manu-<br>facturing | Total | Intermediate goods | Capital goods | Consumption goods | Manu-<br>facturing |
| 1   | 2              | 3       | 4                | 5                  | 6             | 7                 | 8          | 9                  | 10    | 11                 | 12            | 13                |                    |
| <i>Values (EUR billions; annual percentage changes for columns 1 and 2)</i>       |                |         |                  |                    |               |                   |            |                    |       |                    |               |                   |                    |
| 2024 Q4   | 1,3            | 2,5     | 716,4            | 336,2              | 139,9         | 226,7             | 595,0      | 687,4              | 382,2 | 113,9              | 172,8         | 496,6             | 71,0               |
| 2025 Q1   | 8,0            | 7,9     | 768,8            | 377,4              | 145,5         | 230,8             | 640,5      | 708,7              | 400,0 | 115,2              | 178,1         | 508,5             | 67,7               |
| Q2  | 0,0            | 1,8     | 724,9            | 338,4              | 139,3         | 229,5             | 604,2      | 692,2              | 383,1 | 117,7              | 176,4         | 506,2             | 59,4               |
| Q3  | 1,5            | 1,9     | 724,4            | 339,2              | 145,6         | 223,5             | 601,2      | 689,7              | 377,2 | 119,4              | 175,8         | 509,1             | 63,0               |
| 2025 June   | 0,7            | 7,0     | 237,7            | 108,7              | 46,5          | 76,1              | 197,2      | 234,8              | 128,4 | 40,4               | 60,3          | 173,0             | 19,1               |
| July  | 0,6            | 2,9     | 239,0            | 109,8              | 49,5          | 75,2              | 197,9      | 232,0              | 127,6 | 39,9               | 59,4          | 170,6             | 21,7               |
| Aug.  | -4,4           | -3,4    | 237,2            | 109,0              | 47,8          | 74,1              | 196,0      | 227,2              | 124,1 | 39,3               | 57,7          | 167,5             | 20,4               |
| Sep.  | 7,8            | 6,0     | 248,2            | 120,4              | 48,3          | 74,2              | 207,3      | 230,5              | 125,6 | 40,2               | 58,7          | 170,9             | 20,8               |
| Oct.  | 0,8            | -3,5    | 236,3            | 109,3              | 47,2          | 74,3              | 194,9      | 222,6              | 120,1 | 39,7               | 55,2          | 166,8             | 18,1               |
| Nov.  | -3,4           | -1,3    | 238,8            | .                  | .             | .                 | 195,3      | 228,1              | .     | .                  | .             | 166,2             | .                  |
| <i>Volume indices (2000 = 100; annual percentage changes for columns 1 and 2)</i> |                |         |                  |                    |               |                   |            |                    |       |                    |               |                   |                    |
| 2024 Q4   | -2,3           | 1,7     | 93,9             | 87,4               | 90,7          | 108,0             | 94,3       | 100,4              | 95,7  | 98,5               | 110,1         | 100,5             | 135,1              |
| 2025 Q1   | 0,8            | 2,2     | 98,1             | 93,6               | 94,4          | 108,2             | 98,7       | 100,8              | 96,3  | 98,3               | 110,8         | 101,1             | 129,2              |
| Q2  | -2,6           | 1,2     | 94,2             | 87,3               | 90,5          | 108,9             | 94,3       | 100,9              | 95,4  | 101,7              | 111,3         | 101,5             | 134,8              |
| Q3  | 0,5            | 3,1     | 95,2             | 88,6               | 94,7          | 106,6             | 95,2       | 101,7              | 96,0  | 103,9              | 111,1         | 102,9             | 137,4              |
| 2025 May  | -0,5           | 0,0     | 95,7             | 89,6               | 91,7          | 109,3             | 96,0       | 100,0              | 94,8  | 99,4               | 110,2         | 100,0             | 135,9              |
| June  | -1,2           | 6,5     | 93,3             | 85,0               | 90,6          | 109,6             | 93,1       | 103,1              | 96,6  | 105,1              | 115,2         | 104,1             | 134,2              |
| July  | 0,1            | 3,8     | 94,8             | 86,3               | 96,3          | 107,9             | 94,9       | 101,9              | 96,4  | 103,8              | 111,3         | 103,0             | 136,4              |
| Aug.  | -5,5           | -1,3    | 93,8             | 86,0               | 94,5          | 106,2             | 93,5       | 101,3              | 95,8  | 103,8              | 110,1         | 102,6             | 136,5              |
| Sep.  | 6,3            | 6,4     | 96,8             | 93,3               | 93,2          | 105,9             | 97,3       | 101,9              | 95,8  | 104,2              | 112,0         | 103,2             | 139,2              |
| Oct.  | -0,2           | -2,8    | 92,8             | 84,9               | 90,9          | 106,2             | 92,4       | 98,4               | 91,9  | 103,7              | 105,4         | 100,3             | 128,8              |

Sources: ECB and Eurostat.

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

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

## 3 Prices and costs

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

|                         | Total                   |       |  |       |          | Total (s.a.; percentage change vis-à-vis previous period) <sup>2)</sup> |                   |                          |  |                    |          | Administered prices                                       |                             |
|-------------------------|-------------------------|-------|--|-------|----------|---|-------------------|--------------------------|--|--------------------|----------|---|-----------------------------|
|                         | Index:<br>2015 =<br>100 | Total |  | Goods | Services | Total   | Processed<br>food | Unpro-<br>cessed<br>food | Non-<br>energy<br>indus-<br>trial<br>goods | Energy<br>(n.s.a.) | Services | Total<br>HICP<br>excluding<br>adminis-<br>tered<br>prices | Adminis-<br>tered<br>prices |
|                         |                         | Total | Total<br>excluding<br>food and<br>energy |       |          |   |                   |                          |  |                    |          |   |                             |
|                         | 1                       | 2     | 3  | 4     | 5        | 6   | 7                 | 8                        | 9  | 10                 | 11       | 12  | 13                          |
| % of total<br>in 2024   | 100,0                   | 100,0 | 70,6                                     | 54,9  | 45,1     | 100,0   | 14,2              | 5,3                      | 25,5                                       | 9,9                | 45,1     | 86,8  | 11,1                        |
| 2023                    | 95,7                    | 5,4   | 4,9                                      | 5,7   | 4,9      | -   | -                 | -                        | -  | -                  | -        | 5,4   | 5,5                         |
| 2024                    | 97,9                    | 2,4   | 2,8                                      | 1,1   | 4,0      | -   | -                 | -                        | -  | -                  | -        | 2,2   | 2,3                         |
| 2025                    | 100,0                   | 2,1   | 2,4                                      | 1,0   | 3,4      | -   | -                 | -                        | -  | -                  | -        | 2,1   | 2,0                         |
| 2025 Q1                 | 98,9                    | 2,3   | 2,6                                      | 1,2   | 3,7      | 0,8   | 0,5               | 0,6                      | 0,2  | 2,9                | 0,9      | 2,2   | 2,2                         |
| Q2                      | 100,1                   | 2,0   | 2,4                                      | 0,8   | 3,5      | 0,2   | 0,6               | 1,0                      | 0,1  | -4,1               | 0,9      | 1,9   | 1,9                         |
| Q3                      | 100,4                   | 2,1   | 2,3                                      | 1,2   | 3,2      | 0,6   | 0,7               | 1,0                      | 0,3  | 0,3                | 0,7      | 2,0   | 2,0                         |
| Q4                      | 100,6                   | 2,1   | 2,4                                      | 0,9   | 3,4      | 0,5   | 0,4               | 0,3                      | 0,0  | -0,1               | 0,9      | 2,0   | 2,0                         |
| 2025 Aug.               | 100,4                   | 2,0   | 2,3                                      | 1,1   | 3,1      | 0,1   | 0,2               | 0,2                      | 0,0  | -0,7               | 0,3      | 2,0   | 1,9                         |
| Sep.                    | 100,5                   | 2,2   | 2,4                                      | 1,4   | 3,3      | 0,2   | 0,2               | 0,0                      | 0,0  | -0,1               | 0,3      | 2,2   | 2,1                         |
| Oct.                    | 100,7                   | 2,1   | 2,4                                      | 1,0   | 3,4      | 0,1   | 0,1               | 0,0                      | 0,0  | -0,2               | 0,3      | 2,1   | 2,0                         |
| Nov.                    | 100,5                   | 2,1   | 2,4                                      | 1,0   | 3,5      | 0,2   | 0,1               | 0,0                      | 0,0  | 1,0                | 0,3      | 2,1   | 2,1                         |
| Dec.                    | 100,6                   | 2,0   | 2,3                                      | 0,7   | 3,4      | 0,1   | 0,0               | 0,6                      | -0,1                                       | -0,9               | 0,3      | 1,9   | 1,8                         |
| 2026 Jan. <sup>3)</sup> | 100,1                   | 1,7   | 2,2                                      | .     | 3,2      | 0,2   | 0,1               | 0,8                      | 0,1  | 0,7                | 0,1      | .   | .                           |

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

Sources: Eurostat and ECB calculations.

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

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

3) Flash estimate.

## 3 Prices and costs

### 3.2 Industry, construction and property prices

(annual percentage changes, unless otherwise indicated)

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

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

1) Domestic sales only.

2) Output prices for residential buildings.

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

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

### 3.3 Commodity prices and GDP deflators

(annual percentage changes, unless otherwise indicated)

|            | GDP deflators                   |       |                 |                     |                        |                               |                       |                       | Oil prices (Brent spot, US Dollar) | Non-energy commodity prices (EUR) |       |          |                            |       |          |
|------------|---------------------------------|-------|-----------------|---------------------|------------------------|-------------------------------|-----------------------|-----------------------|------------------------------------|-----------------------------------|-------|----------|----------------------------|-------|----------|
|            | Total (s.a.; index: 2020 = 100) | Total | Domestic demand |                     |                        |                               | Exports <sup>1)</sup> | Imports <sup>1)</sup> |                                    | Import-weighted <sup>2)</sup>     |       |          | Use-weighted <sup>2)</sup> |       |          |
|            |                                 |       | Total           | Private consumption | Government consumption | Gross fixed capital formation |                       |                       |                                    | Total                             | Food  | Non-food | Total                      | Food  | Non-food |
|            |                                 |       |                 |                     |                        |                               |                       |                       |                                    |                                   |       |          |                            |       |          |
| 1          | 2                               | 3     | 4               | 5                   | 6                      | 7                             | 8                     | 9                     | 10                                 | 11                                | 12    | 13       | 14                         | 15    |          |
| % of total |                                 |       |                 |                     |                        |                               |                       |                       | 100,0                              | 45,5                              | 54,6  | 100,0    | 50,4                       | 49,6  |          |
| 2023       | 113,9                           | 6,1   | 4,8             | 6,3                 | 3,7                    | 4,1                           | 0,7                   | -2,2                  | 83,7                               | -12,8                             | -11,6 | -14,0    | -13,7                      | -12,5 | -15,0    |
| 2024       | 117,3                           | 3,0   | 2,4             | 2,3                 | 2,9                    | 1,9                           | 0,9                   | -0,4                  | 82,0                               | 9,4                               | 13,6  | 5,1      | 9,2                        | 12,2  | 5,5      |
| 2025       | .                               | .     | .               | .                   | .                      | .                             | .                     | .                     | 69,9                               | 2,5                               | 4,3   | 0,5      | 1,6                        | 2,6   | 0,2      |
| 2025 Q1    | 119,0                           | 2,2   | 2,1             | 2,0                 | 2,7                    | 1,7                           | 2,2                   | 2,0                   | 76,7                               | 20,0                              | 28,2  | 11,4     | 19,2                       | 24,8  | 12,2     |
| Q2         | 119,7                           | 2,4   | 2,1             | 1,9                 | 2,7                    | 2,1                           | 0,5                   | -0,3                  | 68,9                               | -2,0                              | 1,9   | -6,2     | -2,3                       | 0,6   | -6,0     |
| Q3         | 120,4                           | 2,4   | 2,2             | 2,1                 | 2,6                    | 1,8                           | 0,2                   | -0,6                  | 69,9                               | -0,7                              | -0,2  | -1,1     | -1,8                       | -1,8  | -1,9     |
| Q4         | .                               | .     | .               | .                   | .                      | .                             | .                     | .                     | 64,3                               | -5,9                              | -10,0 | -1,3     | -7,1                       | -10,6 | -2,6     |
| 2025 Aug.  | -                               | -     | -               | -                   | -                      | -                             | -                     | -                     | 69,1                               | 1,2                               | 2,4   | -0,1     | -0,4                       | -0,1  | -0,8     |
| Sep.       | -                               | -     | -               | -                   | -                      | -                             | -                     | -                     | 68,2                               | 0,1                               | 0,8   | -0,6     | -1,7                       | -1,8  | -1,6     |
| Oct.       | -                               | -     | -               | -                   | -                      | -                             | -                     | -                     | 65,2                               | -2,1                              | -3,4  | -0,8     | -3,9                       | -5,3  | -2,0     |
| Nov.       | -                               | -     | -               | -                   | -                      | -                             | -                     | -                     | 64,1                               | -5,0                              | -8,8  | -0,7     | -6,4                       | -9,7  | -2,1     |
| Dec.       | -                               | -     | -               | -                   | -                      | -                             | -                     | -                     | 63,4                               | -10,4                             | -16,9 | -2,5     | -10,8                      | -15,9 | -3,7     |
| 2026 Jan.  | -                               | -     | -               | -                   | -                      | -                             | -                     | -                     | 68,2                               | .                                 | .     | .        | .                          | .     | .        |

Sources: Eurostat, ECB calculations and LSEG (London Stock Exchange Group) (col. 9).

1) Deflators for exports and imports refer to goods and services and include cross-border trade within the euro area.

2) Import-weighted: weighted according to 2009-11 average import structure; use-weighted: weighted according to 2009-11 average domestic demand structure.

## 3 Prices and costs

### 3.4 Price-related opinion surveys

(seasonally adjusted)

|           | European Commission Business and Consumer Surveys (percentage balance) |                   |               |                   |      | Consumer price trends over past 12 months<br>5 |
|-----------|--|-------------------|---------------|-------------------|------|--|
|           | Selling price expectations (for next three months)                     |                   |               |                   |      |  |
|           | Manufacturing<br>1   | Retail trade<br>2 | Services<br>3 | Construction<br>4 |      |  |
| 1999-21   | 33,8   | 25,7              | 11,4          | 21,4              | 33,9 |  |
| 2023      | 9,0  | 28,8              | 19,6          | 15,0              | 75,6 |  |
| 2024      | 6,1  | 14,6              | 15,1          | 4,7               | 55,9 |  |
| 2025      | 9,0  | 16,9              | 13,9          | 4,7               | 48,9 |  |
| 2025 Q1   | 10,4   | 17,0              | 15,4          | 4,8               | 50,0 |  |
| Q2        | 8,3  | 16,3              | 13,6          | 3,4               | 49,2 |  |
| Q3        | 7,8  | 16,8              | 13,3          | 3,0               | 48,0 |  |
| Q4        | 9,5  | 17,4              | 13,5          | 7,8               | 48,4 |  |
| 2025 Aug. | 6,9  | 16,7              | 14,4          | 1,1               | 47,3 |  |
| Sep.      | 7,4  | 16,9              | 12,2          | 4,6               | 47,6 |  |
| Oct.      | 7,8  | 16,1              | 12,3          | 6,7               | 48,0 |  |
| Nov.      | 9,9  | 18,3              | 13,7          | 7,9               | 48,0 |  |
| Dec.      | 10,8   | 17,8              | 14,5          | 8,8               | 49,1 |  |
| 2026 Jan. | 10,0   | 16,4              | 14,1          | 8,7               | 46,9 |  |

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

### 3.5 Labour cost indices

(annual percentage changes, unless otherwise indicated)

|                       | Total<br>(index:<br>2020=100)<br>1 | Total<br>2 | By component               |  | For selected economic activities |  | Memo item:<br>Indicator of<br>negotiated<br>wages <sup>1)</sup><br>7 |
|-----------------------|------------------------------------|------------|----------------------------|--|----------------------------------|--|--|
|                       |                                    |            | Wages and<br>salaries<br>3 | Employers'<br>social<br>contributions<br>4 | Business<br>economy<br>5         | Mainly<br>non-business<br>economy<br>6 |  |
| % of total<br>in 2020 | 100,0                              | 100,0      | 75,3                       | 24,7                                       | 69,0                             | 31,0                                   |  |
| 2022                  | 105,6                              | 4,5        | 3,7                        | 6,9  | 5,0                              | 3,4                                    | 2,9  |
| 2023                  | 110,4                              | 4,6        | 4,5                        | 4,8  | 4,9                              | 4,0                                    | 4,4  |
| 2024                  | 115,6                              | 4,7        | 4,7                        | 4,5  | 4,7                              | 4,5                                    | 4,5  |
| 2024 Q4               | 122,5                              | 3,7        | 4,1                        | 2,6  | 4,0                              | 3,2                                    | 4,1  |
| 2025 Q1               | 112,3                              | 3,7        | 3,6                        | 3,9  | 4,2                              | 2,6                                    | 2,5  |
| Q2                    | 124,2                              | 3,9        | 3,8                        | 4,3  | 4,4                              | 3,0                                    | 4,0  |
| Q3                    | 115,5                              | 3,3        | 3,0                        | 4,0  | 3,3                              | 3,1                                    | 1,9  |

Sources: Eurostat and ECB calculations.

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

## 3 Prices and costs

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

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

|   | Total<br>(index:<br>2020<br>=100) | By economic activity |   |   |                   |   |  |                             |                |  |  |  |
|---|-----------------------------------|----------------------|---|---|-------------------|---|--|-----------------------------|----------------|--|--|--|
|   |                                   | Total                | Agriculture,<br>forestry<br>and fishing | Manu-<br>facturing,<br>energy<br>and<br>utilities | Con-<br>struction | Trade,<br>transport,<br>accom-<br>modation<br>and<br>food<br>services | Information<br>and<br>commu-<br>nication | Finance<br>and<br>insurance | Real<br>estate | Professional<br>business<br>and<br>support<br>services | Public ad-<br>ministration,<br>education,<br>health and<br>social work | Arts,<br>entert-<br>ainment<br>and other<br>services |
|   | 1                                 | 2                    | 3                                       | 4   | 5                 | 6   | 7  | 8                           | 9              | 10   | 11   | 12   |
| Unit labor costs                        |                                   |                      |   |   |                   |   |  |                             |                |  |  |  |
| 2022                                    | 102,8                             | 3,2                  | 4,2                                     | 4,5   | 8,4               | 0,7   | 2,1                                      | 5,4                         | 6,0            | 3,7  | 2,1  | -6,7   |
| 2023                                    | 109,4                             | 6,4                  | 6,3                                     | 8,4   | 4,6               | 7,6   | 2,4                                      | 9,7                         | 3,3            | 5,5  | 5,1  | 3,4  |
| 2024                                    | 114,3                             | 4,5                  | 3,3                                     | 5,4   | 5,9               | 4,5   | 3,0                                      | 3,5                         | 1,1            | 3,6  | 4,7  | 3,9  |
| 2024 Q4                                 | 115,5                             | 3,5                  | 2,1                                     | 4,6   | 5,7               | 4,3   | 3,0                                      | 1,7                         | 1,5            | 3,7  | 3,7  | 2,7  |
| 2025 Q1                                 | 116,2                             | 3,0                  | 2,0                                     | 0,0   | 5,1               | 3,9   | 1,6                                      | 4,4                         | 4,2            | 3,8  | 4,1  | 3,2  |
| Q2                                      | 117,3                             | 3,1                  | 1,7                                     | 0,4   | 5,6               | 3,3   | 0,6                                      | 6,0                         | 5,8            | 4,6  | 4,0  | 4,0  |
| Q3                                      | 118,4                             | 3,3                  | 1,7                                     | 1,4   | 4,4               | 3,1   | 1,0                                      | 4,5                         | 6,0            | 3,7  | 4,0  | 5,7  |
| Compensation per employee               |                                   |                      |   |   |                   |   |  |                             |                |  |  |  |
| 2022                                    | 109,0                             | 4,5                  | 4,5                                     | 3,9   | 4,2               | 6,1   | 2,8                                      | 3,0                         | 4,8            | 5,7  | 3,4  | 8,3  |
| 2023                                    | 114,8                             | 5,3                  | 4,6                                     | 5,6   | 4,8               | 5,4   | 4,9                                      | 6,0                         | 3,3            | 5,9  | 4,8  | 5,3  |
| 2024                                    | 119,9                             | 4,5                  | 3,8                                     | 4,3   | 4,2               | 4,4   | 4,0                                      | 3,7                         | 3,4            | 4,8  | 4,7  | 4,8  |
| 2024 Q4                                 | 121,6                             | 4,1                  | 4,9                                     | 3,9   | 4,0               | 4,2   | 4,3                                      | 2,2                         | 2,8            | 4,5  | 4,1  | 4,4  |
| 2025 Q1                                 | 122,8                             | 3,9                  | 4,5                                     | 3,2   | 3,9               | 4,2   | 3,9                                      | 3,0                         | 2,1            | 4,3  | 4,3  | 3,5  |
| Q2                                      | 124,1                             | 4,0                  | 4,9                                     | 3,6   | 4,7               | 3,5   | 3,7                                      | 4,3                         | 3,1            | 4,3  | 4,2  | 4,8  |
| Q3                                      | 125,3                             | 4,0                  | 5,1                                     | 3,9   | 3,7               | 3,8   | 4,4                                      | 3,8                         | 4,1            | 3,8  | 4,3  | 4,7  |
| Labour productivity per person employed |                                   |                      |   |   |                   |   |  |                             |                |  |  |  |
| 2022                                    | 106,1                             | 1,2                  | 0,2                                     | -0,5  | -3,9              | 5,4   | 0,7                                      | -2,2                        | -1,1           | 2,0  | 1,3  | 16,0   |
| 2023                                    | 104,9                             | -1,1                 | -1,6                                    | -2,5  | 0,2               | -2,1  | 2,5                                      | -3,4                        | 0,1            | 0,3  | -0,3   | 1,8  |
| 2024                                    | 104,9                             | 0,0                  | 0,4                                     | -1,0  | -1,6              | -0,1  | 0,9                                      | 0,2                         | 2,2            | 1,1  | 0,0  | 0,9  |
| 2024 Q4                                 | 105,3                             | 0,6                  | 2,7                                     | -0,7  | -1,6              | -0,1  | 1,3                                      | 0,4                         | 1,2            | 0,8  | 0,4  | 1,7  |
| 2025 Q1                                 | 105,7                             | 0,9                  | 2,4                                     | 3,1   | -1,1              | 0,3   | 2,3                                      | -1,3                        | -2,0           | 0,5  | 0,3  | 0,3  |
| Q2                                      | 105,7                             | 0,8                  | 3,1                                     | 3,2   | -0,9              | 0,2   | 3,1                                      | -1,6                        | -2,5           | -0,3   | 0,2  | 0,8  |
| Q3                                      | 105,8                             | 0,7                  | 3,3                                     | 2,5   | -0,7              | 0,7   | 3,3                                      | -0,6                        | -1,8           | 0,1  | 0,3  | -0,9   |
| Compensation per hour worked            |                                   |                      |   |   |                   |   |  |                             |                |  |  |  |
| 2022                                    | 103,4                             | 3,2                  | 5,8                                     | 3,9   | 4,0               | 1,7   | 2,5                                      | 3,6                         | 3,3            | 4,4  | 3,8  | 4,9  |
| 2023                                    | 108,5                             | 4,9                  | 4,0                                     | 5,4   | 4,7               | 5,1   | 5,1                                      | 5,7                         | 3,6            | 5,4  | 4,2  | 4,5  |
| 2024                                    | 113,1                             | 4,2                  | 3,8                                     | 4,4   | 4,2               | 4,3   | 3,7                                      | 3,7                         | 2,8            | 4,0  | 4,4  | 4,5  |
| 2024 Q4                                 | 114,2                             | 3,7                  | 3,8                                     | 4,0   | 3,9               | 3,8   | 4,0                                      | 2,8                         | 2,7            | 3,7  | 3,5  | 4,0  |
| 2025 Q1                                 | 115,8                             | 4,2                  | 4,8                                     | 3,8   | 4,2               | 4,3   | 3,8                                      | 3,6                         | 2,6            | 4,6  | 4,5  | 2,9  |
| Q2                                      | 116,9                             | 4,2                  | 4,7                                     | 4,1   | 4,1               | 3,7   | 4,0                                      | 4,7                         | 4,1            | 4,7  | 4,6  | 4,2  |
| Q3                                      | 117,8                             | 3,8                  | 6,1                                     | 3,6   | 3,5               | 3,3   | 4,9                                      | 4,1                         | 4,2            | 3,7  | 4,2  | 4,1  |
| Hourly labour productivity              |                                   |                      |   |   |                   |   |  |                             |                |  |  |  |
| 2022                                    | 100,1                             | -0,1                 | 0,5                                     | -0,6  | -4,6              | 1,2   | 0,3                                      | -1,6                        | -3,2           | 1,2  | 1,7  | 11,9   |
| 2023                                    | 98,9                              | -1,3                 | -1,3                                    | -2,8  | 0,4               | -2,1  | 2,5                                      | -3,4                        | 0,5            | 0,0  | -0,8   | 1,1  |
| 2024                                    | 98,7                              | -0,2                 | 0,1                                     | -1,0  | -1,7              | -0,1  | 0,7                                      | 0,3                         | 1,6            | 0,6  | -0,3   | 0,5  |
| 2024 Q4                                 | 98,7                              | 0,3                  | 2,0                                     | -0,5  | -1,7              | -0,1  | 1,0                                      | 1,3                         | -0,3           | 0,2  | -0,1   | 0,8  |
| 2025 Q1                                 | 99,5                              | 1,2                  | 3,4                                     | 3,8   | -0,9              | 0,8   | 2,3                                      | -0,8                        | -1,5           | 0,8  | 0,4  | -0,4   |
| Q2                                      | 99,5                              | 1,2                  | 3,8                                     | 3,8   | -1,1              | 0,7   | 3,4                                      | -1,3                        | -1,7           | 0,1  | 0,6  | -0,1   |
| Q3                                      | 99,4                              | 0,6                  | 4,1                                     | 2,3   | -0,7              | 0,5   | 3,6                                      | -0,6                        | -2,8           | -0,2   | 0,2  | -1,8   |

Sources: Eurostat and ECB calculations.

## 4 Financial market developments

### 4.1 Money market interest rates

(percentages per annum, period averages)

|           | Euro area <sup>1)</sup>     |                            |                            |                            |                            | United States                           | Japan                                |
|-----------|-----------------------------|----------------------------|----------------------------|----------------------------|----------------------------|---|--------------------------------------|
|           | Euro short-term rate (€STR) | 1-month deposits (EURIBOR) | 3-month deposits (EURIBOR) | 6-month deposits (EURIBOR) | 12-month deposit (EURIBOR) | Secured overnight financing rate (SOFR) | Tokyo overnight average rate (TONAR) |
|           | 1                           | 2                          | 3                          | 4                          | 5                          | 6                                       | 7                                    |
| 2023      | 3,21                        | 3,25                       | 3,43                       | 3,69                       | 3,86                       | 5,00                                    | -0,04                                |
| 2024      | 3,64                        | 3,56                       | 3,57                       | 3,48                       | 3,27                       | 5,15                                    | 0,12                                 |
| 2025      | 2,18                        | 2,12                       | 2,18                       | 2,20                       | 2,22                       | 4,25                                    | 0,47                                 |
| 2025 Aug. | 1,92                        | 1,89                       | 2,02                       | 2,08                       | 2,11                       | 4,34                                    | 0,48                                 |
| Sep.      | 1,92                        | 1,90                       | 2,03                       | 2,10                       | 2,17                       | 4,30                                    | 0,48                                 |
| Oct.      | 1,93                        | 1,91                       | 2,03                       | 2,11                       | 2,19                       | 4,20                                    | 0,48                                 |
| Nov.      | 1,93                        | 1,91                       | 2,04                       | 2,13                       | 2,22                       | 3,97                                    | 0,48                                 |
| Dec.      | 1,93                        | 1,91                       | 2,05                       | 2,14                       | 2,27                       | 3,80                                    | 0,54                                 |
| 2026 Jan. | 1,93                        | 1,96                       | 2,03                       | 2,14                       | 2,25                       | 3,66                                    | 0,73                                 |

Source: LSEG and ECB calculations.

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

### 4.2 Yield curves

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

|           | Spot rates                |        |         |         |          | Spreads                   |                   |                   | Instantaneous forward rates |         |         |          |
|-----------|---------------------------|--------|---------|---------|----------|---------------------------|-------------------|-------------------|-----------------------------|---------|---------|----------|
|           | Euro area <sup>1)2)</sup> |        |         |         |          | Euro area <sup>1)2)</sup> | United States     | Japan             | Euro area <sup>1)2)</sup>   |         |         |          |
|           | 3 months                  | 1 year | 2 years | 5 years | 10 years | 10 years - 1 year         | 10 years - 1 year | 10 years - 1 year | 1 year                      | 2 years | 5 years | 10 years |
|           | 1                         | 2      | 3       | 4       | 5        | 6                         | 7                 | 8                 | 9                           | 10      | 11      | 12       |
| 2023      | 3,78                      | 3,05   | 2,44    | 1,88    | 2,08     | -0,96                     | -0,92             | 0,64              | 2,25                        | 1,54    | 1,76    | 2,64     |
| 2024      | 2,58                      | 2,18   | 2,01    | 2,13    | 2,45     | 0,27                      | 0,41              | 0,63              | 1,86                        | 1,89    | 2,50    | 2,91     |
| 2025      | 1,98                      | 2,02   | 2,11    | 2,44    | 2,95     | 0,92                      | 0,74              | 1,14              | 2,09                        | 2,30    | 3,02    | 3,78     |
| 2025 Aug. | 1,94                      | 1,90   | 1,92    | 2,22    | 2,79     | 0,89                      | 0,45              | 0,88              | 1,89                        | 2,03    | 2,83    | 3,72     |
| Sep.      | 1,94                      | 1,94   | 1,99    | 2,27    | 2,78     | 0,83                      | 0,58              | 0,82              | 1,97                        | 2,12    | 2,82    | 3,63     |
| Oct.      | 1,90                      | 1,90   | 1,95    | 2,23    | 2,72     | 0,82                      | 0,45              | 0,89              | 1,93                        | 2,08    | 2,76    | 3,56     |
| Nov.      | 1,95                      | 1,96   | 2,01    | 2,28    | 2,77     | 0,81                      | 0,47              | 1,02              | 1,99                        | 2,13    | 2,80    | 3,64     |
| Dec.      | 1,98                      | 2,02   | 2,11    | 2,44    | 2,95     | 0,92                      | 0,74              | 1,14              | 2,09                        | 2,30    | 3,02    | 3,78     |
| 2026 Jan. | 1,97                      | 1,98   | 2,05    | 2,38    | 2,90     | 0,92                      | 0,82              | 1,21              | 2,03                        | 2,22    | 2,97    | 3,77     |

Source: ECB calculations.

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

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

### 4.3 Stock market indices

(index levels in points; period averages)

|           | Dow Jones EURO STOXX Indices |         |                       |                   |                |             |            |             |            |           |          |             | United States | Japan    |
|-----------|------------------------------|---------|-----------------------|-------------------|----------------|-------------|------------|-------------|------------|-----------|----------|-------------|---------------|----------|
|           | Benchmark                    |         | Main industry indices |                   |                |             |            |             |            |           |          |             |               |          |
|           | Broad index                  | 50      | Basic materials       | Consumer services | Consumer goods | Oil and gas | Financials | Industrials | Technology | Utilities | Telecoms | Health care |               |          |
|           | 1                            | 2       | 3                     | 4                 | 5              | 6           | 7          | 8           | 9          | 10        | 11       | 12          | 13            | 14       |
| 2023      | 452,0                        | 4 272,0 | 968,5                 | 292,7             | 169,2          | 119,2       | 186,7      | 809,8       | 861,5      | 367,8     | 283,1    | 803,6       | 4 285,6       | 30 716,6 |
| 2024      | 502,8                        | 4 870,4 | 992,6                 | 299,1             | 161,1          | 123,9       | 231,6      | 951,6       | 1 069,3    | 378,7     | 301,6    | 792,1       | 5 430,7       | 38 395,3 |
| 2025      | 565,6                        | 5 396,9 | 961,3                 | 270,5             | 155,2          | 135,2       | 321,9      | 1 153,7     | 1 104,9    | 444,9     | 356,1    | 855,9       | 6 216,9       | 41 794,2 |
| 2025 Aug. | 571,9                        | 5 373,8 | 964,5                 | 254,6             | 152,4          | 139,4       | 348,1      | 1 188,0     | 1 048,5    | 452,3     | 357,4    | 835,5       | 6 408,9       | 42 299,9 |
| Sep.      | 572,8                        | 5 408,0 | 947,6                 | 257,8             | 148,6          | 138,8       | 344,7      | 1 198,6     | 1 083,0    | 445,8     | 350,4    | 840,5       | 6 584,0       | 44 218,5 |
| Oct.      | 594,4                        | 5 641,1 | 940,9                 | 266,6             | 150,6          | 143,2       | 345,2      | 1 246,9     | 1 194,5    | 478,4     | 354,1    | 905,0       | 6 735,7       | 48 521,1 |
| Nov.      | 593,5                        | 5 634,1 | 927,2                 | 266,6             | 152,1          | 150,5       | 353,1      | 1 210,9     | 1 153,6    | 499,4     | 340,0    | 913,0       | 6 740,9       | 50 111,1 |
| Dec.      | 604,4                        | 5 730,9 | 921,2                 | 274,9             | 150,2          | 153,8       | 372,7      | 1 214,5     | 1 167,1    | 498,3     | 337,6    | 902,9       | 6 853,0       | 50 162,4 |
| 2026 Jan. | 628,1                        | 5 951,6 | 940,4                 | 271,3             | 150,5          | 162,5       | 385,3      | 1 281,0     | 1 284,1    | 526,6     | 343,5    | 908,5       | 6 929,1       | 53 077,3 |

Source: LSEG.

## 4 Financial market developments

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

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

|           | Deposits   |  |                             |              | Revolving loans and overdrafts | Extended credit card credit | Loans for consumption              |             |                    | Loans to sole proprietors and unincorporated partnerships | Loans for house purchase           |                          |                           |               |                    | Composite cost-of-borrowing indicator |
|-----------|------------|--|-----------------------------|--------------|--------------------------------|-----------------------------|------------------------------------|-------------|--------------------|---|------------------------------------|--------------------------|---------------------------|---------------|--------------------|---------------------------------------|
|           | Over-night | Redeemable at notice of up to 3 months | With an agreed maturity of: |              |                                |                             | By initial period of rate fixation |             | APRC <sup>3)</sup> |   | By initial period of rate fixation |                          |                           |               | APRC <sup>3)</sup> |                                       |
|           |            |  | Up to 2 years               | Over 2 years |                                |                             | Floating rate and up to 1 year     | Over 1 year |                    |   | Floating rate and up to 1 year     | Over 1 and up to 5 years | Over 5 and up to 10 years | Over 10 years |                    |                                       |
|           | 1          | 2                                      | 3                           | 4            |                                |                             | 5                                  | 6           | 7                  |   | 8                                  | 9                        | 10                        | 11            | 12                 |                                       |
| 2025 Jan. | 0,34       | 1,75                                   | 2,33                        | 2,41         | 7,80                           | 16,77                       | 7,16                               | 7,69        | 8,50               | 4,42  | 4,06                               | 3,49                     | 2,88                      | 2,97          | 3,34               | 3,25                                  |
| Feb.      | 0,32       | 1,55                                   | 2,20                        | 2,35         | 7,74                           | 16,69                       | 6,79                               | 7,66        | 8,38               | 4,45  | 4,00                               | 3,52                     | 3,37                      | 3,09          | 3,61               | 3,33                                  |
| Mar.      | 0,31       | 1,52                                   | 2,09                        | 2,23         | 7,73                           | 16,63                       | 6,96                               | 7,57        | 8,28               | 4,35  | 3,92                               | 3,50                     | 3,36                      | 3,10          | 3,57               | 3,32                                  |
| Apr.      | 0,29       | 1,50                                   | 1,96                        | 2,28         | 7,53                           | 16,58                       | 6,95                               | 7,59        | 8,31               | 4,29  | 3,85                               | 3,48                     | 3,32                      | 3,04          | 3,52               | 3,27                                  |
| May       | 0,29       | 1,45                                   | 1,85                        | 2,21         | 7,48                           | 16,50                       | 6,77                               | 7,60        | 8,32               | 4,22  | 3,70                               | 3,42                     | 3,45                      | 3,12          | 3,58               | 3,30                                  |
| June      | 0,27       | 1,44                                   | 1,78                        | 2,19         | 7,40                           | 16,48                       | 6,68                               | 7,47        | 8,17               | 4,10  | 3,61                               | 3,41                     | 3,47                      | 3,12          | 3,58               | 3,30                                  |
| July      | 0,25       | 1,43                                   | 1,74                        | 2,19         | 7,28                           | 16,44                       | 6,68                               | 7,53        | 8,18               | 4,11  | 3,56                               | 3,38                     | 3,45                      | 3,12          | 3,57               | 3,28                                  |
| Aug.      | 0,25       | 1,22                                   | 1,72                        | 2,16         | 7,27                           | 16,40                       | 7,12                               | 7,54        | 8,25               | 4,15  | 3,59                               | 3,40                     | 3,46                      | 3,18          | 3,62               | 3,31                                  |
| Sep.      | 0,25       | 1,21                                   | 1,76                        | 2,14         | 7,34                           | 16,42                       | 6,74                               | 7,46        | 8,18               | 4,14  | 3,53                               | 3,39                     | 3,49                      | 3,17          | 3,61               | 3,31                                  |
| Oct.      | 0,25       | 1,21                                   | 1,78                        | 2,16         | 7,32                           | 16,40                       | 6,40                               | 7,42        | 8,10               | 4,18  | 3,52                               | 3,37                     | 3,48                      | 3,16          | 3,60               | 3,31                                  |
| Nov.      | 0,25       | 1,21                                   | 1,77                        | 2,21         | 7,25                           | 16,42                       | 6,18                               | 7,45        | 8,07               | 4,17  | 3,53                               | 3,35                     | 3,48                      | 3,15          | 3,58               | 3,30                                  |
| Dec.      | 0,25       | 1,22                                   | 1,79                        | 2,56         | 7,23                           | 16,42                       | 6,36                               | 7,24        | 7,91               | 4,01  | 3,55                               | 3,37                     | 3,48                      | 3,13          | 3,59               | 3,32                                  |

Source: ECB.

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

2) Including non-profit institutions serving households.

3) Annual percentage rate of charge (APRC).

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

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

|           | Deposits   |                             |              | Revolving loans and overdrafts | Other loans by size and initial period of rate fixation |                                |             |                                   |                                |             |                                  |                                |             | Composite cost-of-borrowing indicator |
|-----------|------------|-----------------------------|--------------|--------------------------------|---|--------------------------------|-------------|-----------------------------------|--------------------------------|-------------|----------------------------------|--------------------------------|-------------|---------------------------------------|
|           | Over-night | With an agreed maturity of: |              |                                | Up to EUR 0.25 million                                  |                                |             | over EUR 0.25 and up to 1 million |                                |             | over EUR 1 million               |                                |             |                                       |
|           |            | Up to 2 years               | Over 2 years |                                | Floating rate and up to 3 months                        | Over 3 months and up to 1 year | Over 1 year | Floating rate and up to 3 months  | Over 3 months and up to 1 year | Over 1 year | Floating rate and up to 3 months | Over 3 months and up to 1 year | Over 1 year |                                       |
|           | 1          | 2                           | 3            |                                | 4   | 5                              | 6           | 7                                 | 8                              | 9           | 10                               | 11                             | 12          |                                       |
| 2025 Jan. | 0,76       | 2,67                        | 2,58         | 4,48                           | 4,35  | 4,60                           | 4,82        | 4,33                              | 4,02                           | 3,75        | 4,18                             | 3,87                           | 3,65        | 4,25                                  |
| Feb.      | 0,72       | 2,50                        | 2,73         | 4,33                           | 4,37  | 4,54                           | 4,79        | 4,22                              | 3,81                           | 3,69        | 3,98                             | 3,75                           | 3,58        | 4,11                                  |
| Mar.      | 0,67       | 2,33                        | 2,54         | 4,21                           | 4,02  | 4,53                           | 4,81        | 3,97                              | 3,77                           | 3,69        | 3,67                             | 3,78                           | 3,67        | 3,94                                  |
| Apr.      | 0,60       | 2,15                        | 2,65         | 4,03                           | 3,91  | 4,20                           | 4,78        | 3,86                              | 3,59                           | 3,70        | 3,55                             | 3,51                           | 3,66        | 3,80                                  |
| May       | 0,58       | 2,06                        | 2,56         | 3,91                           | 3,78  | 4,22                           | 4,88        | 3,67                              | 3,49                           | 3,68        | 3,30                             | 3,48                           | 3,66        | 3,66                                  |
| June      | 0,53       | 1,93                        | 2,58         | 3,82                           | 3,70  | 4,19                           | 4,89        | 3,54                              | 3,40                           | 3,63        | 3,29                             | 3,41                           | 3,54        | 3,60                                  |
| July      | 0,51       | 1,88                        | 2,49         | 3,68                           | 3,52  | 4,06                           | 4,76        | 3,55                              | 3,41                           | 3,61        | 3,24                             | 3,41                           | 3,47        | 3,52                                  |
| Aug.      | 0,51       | 1,88                        | 2,29         | 3,65                           | 3,59  | 4,04                           | 4,75        | 3,54                              | 3,41                           | 3,64        | 3,07                             | 3,35                           | 3,63        | 3,46                                  |
| Sep.      | 0,52       | 1,90                        | 2,30         | 3,69                           | 3,59  | 4,11                           | 4,90        | 3,50                              | 3,37                           | 3,62        | 3,13                             | 3,39                           | 3,61        | 3,50                                  |
| Oct.      | 0,53       | 1,89                        | 2,47         | 3,66                           | 3,59  | 4,12                           | 4,81        | 3,52                              | 3,41                           | 3,63        | 3,19                             | 3,26                           | 3,54        | 3,51                                  |
| Nov.      | 0,52       | 1,92                        | 2,37         | 3,64                           | 3,67  | 4,18                           | 4,88        | 3,49                              | 3,44                           | 3,59        | 3,15                             | 3,34                           | 3,55        | 3,50                                  |
| Dec.      | 0,52       | 1,94                        | 2,48         | 3,68                           | 3,65  | 4,09                           | 4,82        | 3,53                              | 3,40                           | 3,64        | 3,31                             | 3,57                           | 3,59        | 3,57                                  |

Source: ECB.

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

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

## 4 Financial market developments

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

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

|                   | Outstanding amounts |         |  |         |                            |                    |                             | Gross issues <sup>1)</sup> |       |  |       |                            |                    |                             |
|-------------------|---------------------|---------|--|---------|----------------------------|--------------------|-----------------------------|----------------------------|-------|--|-------|----------------------------|--------------------|-----------------------------|
|                   | Total               | MFIs    | Non-MFI corporations                   |         |                            | General government |                             | Total                      | MFIs  | Non-MFI corporations                   |       |                            | General government |                             |
|                   |                     |         | Financial corporations other than MFIs |         | Non-financial corporations | Total              | of which central government |                            |       | Financial corporations other than MFIs |       | Non-financial corporations | Total              | of which central government |
|                   |                     |         | Total                                  | FVCs    |                            |                    |                             |                            |       | Total                                  | FVCs  |                            |                    |                             |
| 1                 | 2                   | 3       | 4                                      | 5       | 6                          | 7                  | 8                           | 9                          | 10    | 11                                     | 12    | 13                         | 14                 |                             |
| <b>Short-term</b> |                     |         |  |         |                            |                    |                             |                            |       |  |       |                            |                    |                             |
| 2023              | 1 574,6             | 623,3   | 163,9                                  | 104,9   | 85,7                       | 701,8              | 659,1                       | 537,2                      | 242,1 | 117,5                                  | 91,3  | 49,1                       | 128,5              | 104,6                       |
| 2024              | 1 601,2             | 582,4   | 206,7                                  | 121,9   | 70,3                       | 741,9              | 674,7                       | 522,8                      | 207,9 | 137,8                                  | 107,7 | 39,8                       | 137,3              | 110,2                       |
| 2025              | 1 591,3             | 579,7   | 195,1                                  | 108,7   | 75,0                       | 741,5              | 661,6                       | 555,1                      | 228,9 | 150,6                                  | 121,6 | 41,2                       | 134,3              | 107,7                       |
| 2025 July         | 1 621,4             | 604,4   | 219,7                                  | 123,7   | 96,6                       | 700,6              | 631,3                       | 565,6                      | 238,7 | 159,1                                  | 124,6 | 47,2                       | 120,6              | 99,8                        |
| Aug.              | 1 666,7             | 636,1   | 222,5                                  | 123,7   | 98,2                       | 709,9              | 640,6                       | 534,8                      | 240,4 | 136,3                                  | 110,1 | 30,9                       | 127,3              | 103,3                       |
| Sep.              | 1 638,8             | 606,9   | 223,2                                  | 132,4   | 92,6                       | 716,1              | 635,0                       | 589,7                      | 235,1 | 159,2                                  | 128,8 | 46,2                       | 149,2              | 111,6                       |
| Oct.              | 1 652,9             | 604,9   | 211,1                                  | 116,2   | 96,0                       | 740,9              | 662,5                       | 599,2                      | 227,6 | 160,2                                  | 125,4 | 45,0                       | 166,5              | 136,5                       |
| Nov.              | 1 674,5             | 616,1   | 204,5                                  | 112,6   | 95,8                       | 758,1              | 670,3                       | 547,2                      | 220,0 | 145,4                                  | 120,2 | 41,5                       | 140,4              | 114,3                       |
| Dec.              | 1 591,3             | 579,7   | 195,1                                  | 108,7   | 75,0                       | 741,5              | 661,6                       | 456,8                      | 173,5 | 138,1                                  | 117,5 | 27,0                       | 118,2              | 92,4                        |
| <b>Long-term</b>  |                     |         |  |         |                            |                    |                             |                            |       |  |       |                            |                    |                             |
| 2023              | 19 421,0            | 4 445,7 | 3 237,0                                | 1 434,6 | 1 549,1                    | 10 189,2           | 9 450,2                     | 322,0                      | 93,4  | 68,0                                   | 31,0  | 21,3                       | 139,3              | 130,8                       |
| 2024              | 20 533,2            | 4 771,4 | 3 503,4                                | 1 526,8 | 1 651,0                    | 10 607,4           | 9 835,6                     | 351,2                      | 89,3  | 86,0                                   | 35,1  | 27,0                       | 148,8              | 138,1                       |
| 2025              | 21 449,8            | 4 906,5 | 3 761,7                                | 1 687,9 | 1 748,1                    | 11 033,5           | 10 241,2                    | 383,6                      | 93,9  | 101,3                                  | 43,2  | 30,9                       | 157,4              | 146,3                       |
| 2025 July         | 21 202,1            | 4 877,8 | 3 618,4                                | 1 604,8 | 1 718,5                    | 10 987,4           | 10 198,5                    | 352,6                      | 83,9  | 97,5                                   | 37,5  | 25,4                       | 145,8              | 136,4                       |
| Aug.              | 21 177,3            | 4 873,1 | 3 631,0                                | 1 619,0 | 1 708,2                    | 10 965,0           | 10 176,8                    | 255,3                      | 53,7  | 75,1                                   | 36,8  | 10,2                       | 116,3              | 111,9                       |
| Sep.              | 21 296,4            | 4 872,7 | 3 643,2                                | 1 624,0 | 1 730,2                    | 11 050,3           | 10 261,8                    | 420,2                      | 93,9  | 113,5                                  | 43,2  | 42,9                       | 169,8              | 161,5                       |
| Oct.              | 21 450,9            | 4 911,7 | 3 689,7                                | 1 640,7 | 1 740,3                    | 11 109,1           | 10 385,7                    | 387,3                      | 83,3  | 114,2                                  | 44,6  | 36,2                       | 151,9              | 141,1                       |
| Nov.              | 21 559,1            | 4 933,8 | 3 740,0                                | 1 670,9 | 1 759,2                    | 11 126,1           | 10 309,2                    | 387,3                      | 94,4  | 123,5                                  | 56,3  | 41,7                       | 127,7              | 118,5                       |
| Dec.              | 21 449,8            | 4 906,5 | 3 761,7                                | 1 687,9 | 1 748,1                    | 11 033,5           | 10 324,3                    | 250,0                      | 72,9  | 103,5                                  | 45,9  | 16,3                       | 57,3               | 51,0                        |

Source: ECB.

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

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

(EUR billions and percentage changes; market values)

|                                  | Debt securities |         |  |         |                            |                    |                             | Listed shares |         |  |                            |
|----------------------------------|-----------------|---------|--|---------|----------------------------|--------------------|-----------------------------|---------------|---------|--|----------------------------|
|                                  | Total           | MFIs    | Non-MFI corporations                   |         |                            | General government |                             | Total         | MFIs    | Financial corporations other than MFIs | Non-financial corporations |
|                                  |                 |         | Financial corporations other than MFIs |         | Non-financial corporations | Total              | of which central government |               |         |  |                            |
|                                  |                 |         | Total                                  | FVCs    |                            |                    |                             |               |         |  |                            |
| 1                                | 2               | 3       | 4                                      | 5       | 6                          | 7                  | 8                           | 9             | 10      | 11                                     |                            |
| <b>Outstanding amount</b>        |                 |         |  |         |                            |                    |                             |               |         |  |                            |
| 2023                             | 20 995,6        | 5 068,9 | 3 400,8                                | 1 539,5 | 1 634,8                    | 10 891,0           | 10 109,3                    | 9 673,2       | 625,3   | 1 419,7                                | 7 627,7                    |
| 2024                             | 22 134,4        | 5 353,8 | 3 710,0                                | 1 648,6 | 1 721,3                    | 11 349,3           | 10 510,3                    | 10 151,3      | 755,1   | 1 586,9                                | 7 808,8                    |
| 2025                             | 23 041,1        | 5 486,2 | 3 956,8                                | 1 796,5 | 1 823,1                    | 11 775,0           | 10 902,8                    | 11 712,5      | 1 315,6 | 1 850,5                                | 8 545,9                    |
| 2025 July                        | 22 823,5        | 5 482,2 | 3 838,1                                | 1 728,5 | 1 815,1                    | 11 688,0           | 10 829,8                    | 11 055,0      | 1 097,7 | 1 813,9                                | 8 143,0                    |
| Aug.                             | 22 844,0        | 5 509,2 | 3 853,5                                | 1 742,7 | 1 806,4                    | 11 674,9           | 10 817,4                    | 11 084,4      | 1 119,5 | 1 838,2                                | 8 126,2                    |
| Sep.                             | 22 935,2        | 5 479,6 | 3 866,4                                | 1 756,4 | 1 822,8                    | 11 766,4           | 10 896,7                    | 11 310,5      | 1 165,1 | 1 870,7                                | 8 274,2                    |
| Oct.                             | 23 103,8        | 5 516,6 | 3 900,8                                | 1 756,9 | 1 836,4                    | 11 850,0           | 10 971,7                    | 11 525,2      | 1 164,1 | 1 855,2                                | 8 505,5                    |
| Nov.                             | 23 233,5        | 5 549,9 | 3 944,5                                | 1 783,4 | 1 855,0                    | 11 884,2           | 10 994,5                    | 11 500,2      | 1 204,0 | 1 856,1                                | 8 439,6                    |
| Dec.                             | 23 041,1        | 5 486,2 | 3 956,8                                | 1 796,5 | 1 823,1                    | 11 775,0           | 10 902,8                    | 11 712,5      | 1 315,6 | 1 850,5                                | 8 545,9                    |
| <b>Growth rate <sup>1)</sup></b> |                 |         |  |         |                            |                    |                             |               |         |  |                            |
| 2025 May                         | 4,8             | 3,6     | 8,0                                    | 8,7     | 3,3                        | 4,6                | 4,5                         | -0,1          | -1,7    | -0,3                                   | 0,1                        |
| June                             | 5,2             | 4,7     | 9,2                                    | 10,8    | 3,2                        | 4,6                | 4,5                         | -0,2          | -0,9    | -0,8                                   | -0,1                       |
| July                             | 5,5             | 4,9     | 9,3                                    | 10,9    | 3,9                        | 4,8                | 4,8                         | -0,1          | -0,7    | -0,5                                   | 0,0                        |
| Aug.                             | 5,5             | 5,4     | 9,5                                    | 11,5    | 3,4                        | 4,5                | 4,5                         | -0,1          | -0,5    | -0,6                                   | 0,0                        |
| Sep.                             | 5,1             | 3,8     | 9,4                                    | 11,5    | 3,3                        | 4,7                | 4,6                         | 0,0           | 0,7     | -0,7                                   | 0,0                        |
| Oct.                             | 5,1             | 3,9     | 9,5                                    | 10,1    | 3,1                        | 4,6                | 4,6                         | -0,1          | 0,6     | -0,8                                   | 0,0                        |
| Nov.                             | 5,6             | 4,8     | 9,6                                    | 9,9     | 3,9                        | 5,0                | 4,8                         | -0,1          | 0,4     | -0,8                                   | -0,1                       |
| Dec.                             | 5,7             | 4,4     | 10,7                                   | 10,5    | 3,8                        | 5,1                | 5,0                         | 0,0           | 2,9     | -1,9                                   | -0,1                       |

Source: ECB.

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

## 4 Financial market developments

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

(period averages; index: 1999 Q1=100)

|  | EER-18  |          |          |                   |           |           | EER-41  |          |
|--|---------|----------|----------|-------------------|-----------|-----------|---------|----------|
|  | Nominal | Real CPI | Real PPI | Real GDP deflator | Real ULCM | Real ULCT | Nominal | Real CPI |
|  | 1       | 2        | 3        | 4                 | 5         | 6         | 7       | 8        |
| 2023   | 97,9    | 93,9     | 97,8     | 89,0              | 67,1      | 86,4      | 122,1   | 94,4     |
| 2024   | 98,2    | 94,2     | 97,9     | 89,6              | 67,3      | 87,4      | 124,4   | 94,6     |
| 2025   | 100,4   | 96,3     | 101,8    | .                 | .         | .         | 128,3   | 96,5     |
| 2025 Q1  | 96,8    | 93,1     | 96,6     | 88,4              | 63,8      | 86,0      | 123,2   | 93,2     |
| Q2   | 100,4   | 96,4     | 101,5    | 92,1              | 65,4      | 89,5      | 128,4   | 96,7     |
| Q3   | 102,1   | 98,0     | 104,0    | 93,7              | 66,5      | 91,2      | 130,8   | 98,3     |
| Q4   | 101,9   | 97,7     | 104,9    | .                 | .         | .         | 130,7   | 98,0     |
| 2025 Aug.                                      | 102,0   | 97,8     | 104,0    | -                 | -         | -         | 130,6   | 98,1     |
| Sep.   | 102,2   | 98,1     | 104,4    | -                 | -         | -         | 131,1   | 98,5     |
| Oct.   | 101,9   | 97,6     | 104,6    | -                 | -         | -         | 130,6   | 97,9     |
| Nov.   | 101,8   | 97,6     | 104,6    | -                 | -         | -         | 130,4   | 97,8     |
| Dec.   | 102,2   | 97,9     | 105,6    | -                 | -         | -         | 131,1   | 98,2     |
| 2026 Jan.                                      | 101,8   | 97,6     | 105,4    | -                 | -         | -         | 130,7   | 97,8     |
| <i>Percentage change versus previous month</i> |         |          |          |                   |           |           |         |          |
| 2026 Jan.                                      | -0,4    | -0,4     | -0,1     | -                 | -         | -         | -0,3    | -0,4     |
| <i>Percentage change versus previous year</i>  |         |          |          |                   |           |           |         |          |
| 2026 Jan.                                      | 5,6     | 5,3      | 10,0     | -                 | -         | -         | 6,7     | 5,5      |

Source: ECB.

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

### 4.9 Bilateral exchange rates

(period averages; units of national currency per euro)

|  | Chinese renminbi | Czech koruna | Danish krone | Hungarian forint | Japanese yen | Polish zloty | Pound sterling | Romanian leu | Swedish krona | Swiss franc | US Dollar |
|--|------------------|--------------|--------------|------------------|--------------|--------------|----------------|--------------|---------------|-------------|-----------|
|  | 1                | 2            | 3            | 4                | 5            | 6            | 7              | 8            | 9             | 10          | 11        |
| 2023   | 7,660            | 24,004       | 7,451        | 381,853          | 151,990      | 4,542        | 0,870          | 4,9467       | 11,479        | 0,972       | 1,081     |
| 2024   | 7,787            | 25,120       | 7,459        | 395,304          | 163,852      | 4,306        | 0,847          | 4,9746       | 11,433        | 0,953       | 1,082     |
| 2025   | 8,119            | 24,688       | 7,463        | 397,767          | 169,043      | 4,240        | 0,857          | 5,0424       | 11,066        | 0,937       | 1,130     |
| 2025 Q1  | 7,655            | 25,082       | 7,460        | 405,023          | 160,453      | 4,201        | 0,836          | 4,9763       | 11,235        | 0,946       | 1,052     |
| Q2   | 8,197            | 24,920       | 7,461        | 404,114          | 163,813      | 4,262        | 0,849          | 5,0323       | 10,955        | 0,937       | 1,134     |
| Q3   | 8,360            | 24,498       | 7,464        | 395,800          | 172,286      | 4,258        | 0,866          | 5,0703       | 11,121        | 0,935       | 1,168     |
| Q4   | 8,250            | 24,272       | 7,469        | 386,506          | 179,223      | 4,237        | 0,875          | 5,0884       | 10,952        | 0,930       | 1,163     |
| 2025 Aug.                                      | 8,344            | 24,517       | 7,464        | 396,454          | 171,790      | 4,261        | 0,865          | 5,0651       | 11,161        | 0,939       | 1,163     |
| Sep.   | 8,359            | 24,347       | 7,464        | 391,630          | 173,549      | 4,259        | 0,869          | 5,0740       | 11,000        | 0,935       | 1,173     |
| Oct.   | 8,281            | 24,315       | 7,468        | 389,912          | 176,153      | 4,249        | 0,872          | 5,0872       | 10,970        | 0,929       | 1,163     |
| Nov.   | 8,215            | 24,234       | 7,468        | 384,201          | 179,316      | 4,238        | 0,880          | 5,0867       | 10,991        | 0,929       | 1,156     |
| Dec.   | 8,249            | 24,259       | 7,470        | 384,970          | 182,497      | 4,224        | 0,875          | 5,0913       | 10,896        | 0,933       | 1,171     |
| 2026 Jan.                                      | 8,181            | 24,278       | 7,470        | 384,178          | 183,939      | 4,213        | 0,868          | 5,0919       | 10,681        | 0,927       | 1,174     |
| <i>Percentage change versus previous month</i> |                  |              |              |                  |              |              |                |              |               |             |           |
| 2026 Jan.                                      | -0,8             | 0,1          | 0,0          | -0,2             | 0,8          | -0,3         | -0,8           | 0,0          | -2,0          | -0,6        | 0,3       |
| <i>Percentage change versus previous year</i>  |                  |              |              |                  |              |              |                |              |               |             |           |
| 2026 Jan.                                      | 8,3              | -3,5         | 0,1          | -6,7             | 13,6         | -0,8         | 3,5            | 2,3          | -7,0          | -1,5        | 13,4      |

Source: ECB.

## 4 Financial market developments

### 4.10 Euro area balance of payments, financial account

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

|  | Total <sup>1)</sup> |             |         | Direct investment |             | Portfolio investment |             | Net financial derivatives | Other investment |             | Reserve assets | Memo: Gross external debt |
|--|---------------------|-------------|---------|-------------------|-------------|----------------------|-------------|---------------------------|------------------|-------------|----------------|---------------------------|
|  | Assets              | Liabilities | Net     | Assets            | Liabilities | Assets               | Liabilities |                           | Assets           | Liabilities |                |                           |
|  | 1                   | 2           | 3       | 4                 | 5           | 6                    | 7           | 8                         | 9                | 10          | 11             | 12                        |
| <i>Outstanding amounts (international investment position)</i> |                     |             |         |                   |             |                      |             |                           |                  |             |                |                           |
| 2024 Q4  | 36 029,9            | 34 162,5    | 1 867,4 | 12 737,4          | 9 943,6     | 14 741,9             | 16 499,5    | -2,1                      | 7 157,8          | 7 719,5     | 1 394,8        | 16 706,8                  |
| 2025 Q1  | 36 224,7            | 34 529,9    | 1 694,8 | 12 663,7          | 9 910,1     | 14 440,5             | 16 517,1    | 39,6                      | 7 569,8          | 8 102,7     | 1 511,0        | 17 000,4                  |
| Q2   | 35 908,8            | 34 401,6    | 1 507,2 | 12 440,6          | 9 686,8     | 14 516,8             | 16 696,3    | 14,3                      | 7 475,0          | 8 018,6     | 1 462,1        | 16 874,6                  |
| Q3   | 36 829,6            | 35 113,8    | 1 715,8 | 12 481,0          | 9 762,2     | 15 230,7             | 17 306,6    | -0,5                      | 7 496,2          | 8 045,0     | 1 622,2        | 16 957,3                  |
| <i>Outstanding amounts as percentage of GDP</i>                |                     |             |         |                   |             |                      |             |                           |                  |             |                |                           |
| 2025 Q3  | 235,3               | 224,3       | 11,0    | 79,7              | 62,4        | 97,3                 | 110,6       | 0,0                       | 47,9             | 51,4        | 10,4           | 108,3                     |
| <i>Transactions</i>  |                     |             |         |                   |             |                      |             |                           |                  |             |                |                           |
| 2024 Q4  | 68,1                | -27,1       | 95,2    | 56,8              | 55,1        | 239,9                | 176,9       | 9,7                       | -242,0           | -259,1      | 3,7            | -                         |
| 2025 Q1  | 829,5               | 731,2       | 98,3    | 138,1             | 51,1        | 220,4                | 210,1       | -8,8                      | 480,6            | 470,0       | -0,8           | -                         |
| Q2   | 314,2               | 231,7       | 82,6    | -45,6             | -46,6       | 203,5                | 186,7       | 0,5                       | 147,0            | 91,6        | 8,8            | -                         |
| Q3   | 294,6               | 259,8       | 34,8    | 25,1              | 30,1        | 268,4                | 195,5       | -4,2                      | -0,5             | 34,2        | 5,8            | -                         |
| 2025 June  | 133,1               | 92,5        | 40,6    | -26,1             | -44,2       | 110,7                | 143,9       | 4,5                       | 42,7             | -7,2        | 1,4            | -                         |
| July   | 38,2                | 32,6        | 5,5     | 22,8              | 9,9         | 56,3                 | 35,9        | 0,4                       | -41,5            | -13,2       | 0,1            | -                         |
| Aug.   | 140,0               | 161,6       | -21,6   | -5,3              | 19,2        | 86,4                 | 65,5        | -0,4                      | 58,1             | 76,9        | 1,2            | -                         |
| Sep.   | 116,5               | 65,6        | 50,9    | 7,6               | 1,0         | 125,7                | 94,1        | -4,2                      | -17,1            | -29,5       | 4,6            | -                         |
| Oct.   | 207,0               | 205,8       | 1,2     | 17,2              | -5,8        | 31,6                 | 82,4        | 8,7                       | 148,8            | 129,2       | 0,8            | -                         |
| Nov.   | 135,1               | 114,4       | 20,6    | 13,5              | 7,5         | 22,1                 | 71,7        | 7,2                       | 89,6             | 35,3        | 2,7            | -                         |
| <i>12-month cumulated transactions</i>                         |                     |             |         |                   |             |                      |             |                           |                  |             |                |                           |
| 2025 Nov.  | 1 615,0             | 1 351,7     | 263,3   | 172,3             | 79,1        | 843,6                | 830,4       | 8,0                       | 571,2            | 442,2       | 19,9           | -                         |
| <i>12-month cumulated transactions as percentage of GDP</i>    |                     |             |         |                   |             |                      |             |                           |                  |             |                |                           |
| 2025 Nov.  | 10,3                | 8,6         | 1,7     | 1,1               | 0,5         | 5,4                  | 5,3         | 0,1                       | 3,6              | 2,8         | 0,1            | -                         |

Source: ECB.

1) Net financial derivatives are included in total assets.

## 5 Financing conditions and credit developments

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

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

|                            | M3                      |                    |          |   |   |         |          |       |                          |  |         |          |
|----------------------------|-------------------------|--------------------|----------|---|---|---------|----------|-------|--------------------------|--|---------|----------|
|                            | M2                      |                    |          |   |   |         | M3-M2    |       |                          |  | Total   |          |
|                            | M1                      |                    |          | M2-M1   |   |         | Total    | Repos | Money market fund shares | Debt securities with a maturity of up to 2 years |         | Total    |
|                            | Currency in circulation | Overnight deposits | Total    | Deposits with an agreed maturity of up to 2 years | Deposits redeemable at notice of up to 3 months | Total   |          |       |                          |  | 8       |          |
| 1                          | 2                       | 3                  | 4        | 5   | 6   | 7       | 8        | 9     | 10                       | 11   | 12      |          |
| <b>Outstanding amounts</b> |                         |                    |          |   |   |         |          |       |                          |  |         |          |
| 2023                       | 1 534,0                 | 8 820,5            | 10 354,5 | 2 306,0   | 2 451,9   | 4 757,9 | 15 112,4 | 183,5 | 740,3                    | 72,8   | 996,6   | 16 109,0 |
| 2024                       | 1 554,5                 | 9 048,8            | 10 603,3 | 2 544,9   | 2 455,9   | 5 000,8 | 15 604,2 | 253,8 | 880,6                    | 37,8   | 1 172,2 | 16 776,4 |
| 2025                       | 1 587,8                 | 9 500,1            | 11 087,9 | 2 421,1   | 2 564,5   | 4 985,6 | 16 073,5 | 259,4 | 880,2                    | 17,6   | 1 157,2 | 17 230,7 |
| 2025 Q1                    | 1 558,2                 | 9 124,4            | 10 682,6 | 2 488,1   | 2 487,9   | 4 976,1 | 15 658,7 | 241,9 | 894,8                    | 43,6   | 1 180,3 | 16 839,0 |
| Q2                         | 1 563,9                 | 9 244,4            | 10 808,3 | 2 402,4   | 2 514,3   | 4 916,7 | 15 725,0 | 257,5 | 920,6                    | 26,6   | 1 204,7 | 16 929,7 |
| Q3                         | 1 574,9                 | 9 321,2            | 10 896,1 | 2 349,7   | 2 543,5   | 4 893,2 | 15 789,3 | 258,6 | 927,6                    | 7,3  | 1 193,5 | 16 982,8 |
| Q4 <sup>(a)</sup>          | 1 587,8                 | 9 500,1            | 11 087,9 | 2 421,1   | 2 564,5   | 4 985,6 | 16 073,5 | 259,4 | 880,2                    | 17,6   | 1 157,2 | 17 230,7 |
| 2025 July                  | 1 567,0                 | 9 245,7            | 10 812,7 | 2 401,8   | 2 523,3   | 4 925,1 | 15 737,8 | 242,8 | 918,0                    | 24,9   | 1 185,7 | 16 923,5 |
| Aug.                       | 1 570,5                 | 9 270,1            | 10 840,6 | 2 384,1   | 2 530,7   | 4 914,8 | 15 755,5 | 240,6 | 914,8                    | 16,1   | 1 171,5 | 16 927,0 |
| Sep.                       | 1 574,9                 | 9 321,2            | 10 896,1 | 2 349,7   | 2 543,5   | 4 893,2 | 15 789,3 | 258,6 | 927,6                    | 7,3  | 1 193,5 | 16 982,8 |
| Oct.                       | 1 579,2                 | 9 414,8            | 10 993,9 | 2 355,1   | 2 552,0   | 4 907,1 | 15 901,1 | 237,1 | 912,2                    | 23,3   | 1 172,6 | 17 073,7 |
| Nov.                       | 1 585,5                 | 9 472,6            | 11 058,1 | 2 407,2   | 2 559,3   | 4 966,5 | 16 024,6 | 251,7 | 902,2                    | 14,1   | 1 168,1 | 17 192,7 |
| Dec. <sup>(a)</sup>        | 1 587,8                 | 9 500,1            | 11 087,9 | 2 421,1   | 2 564,5   | 4 985,6 | 16 073,5 | 259,4 | 880,2                    | 17,6   | 1 157,2 | 17 230,7 |
| <b>Transactions</b>        |                         |                    |          |   |   |         |          |       |                          |  |         |          |
| 2023                       | -5,3                    | -967,1             | -972,4   | 927,4   | -104,2  | 823,2   | -149,2   | 39,8  | 93,6                     | 23,3   | 156,7   | 7,6      |
| 2024                       | 21,2                    | 181,8              | 203,0    | 205,5   | 6,6   | 212,1   | 415,1    | 75,6  | 129,8                    | -34,7  | 170,7   | 585,8    |
| 2025                       | 33,3                    | 464,8              | 498,1    | -122,5  | 101,3   | -21,2   | 476,8    | 10,2  | -10,8                    | -11,5  | -12,2   | 464,7    |
| 2025 Q1                    | 3,7                     | 94,3               | 98,0     | -51,5   | 25,0  | -26,4   | 71,5     | -10,5 | 11,0                     | 8,7  | 9,3     | 80,8     |
| Q2                         | 5,7                     | 142,8              | 148,5    | -75,5   | 25,9  | -49,5   | 99,0     | 18,3  | 23,5                     | -16,9  | 25,0    | 124,0    |
| Q3                         | 11,0                    | 80,4               | 91,4     | -52,5   | 29,2  | -23,3   | 68,1     | 1,4   | 4,4                      | -16,8  | -11,1   | 57,1     |
| Q4 <sup>(a)</sup>          | 12,9                    | 147,3              | 160,2    | 57,0  | 21,0  | 78,0    | 238,2    | 0,9   | -49,8                    | 13,5   | -35,4   | 202,8    |
| 2025 July                  | 3,0                     | -2,4               | 0,6      | -3,1  | 8,9   | 5,8     | 6,4      | -15,5 | -3,5                     | -0,8   | -19,7   | -13,3    |
| Aug.                       | 3,6                     | 29,6               | 33,1     | -15,5   | 7,5   | -8,0    | 25,1     | -1,4  | -4,1                     | -7,8   | -13,4   | 11,8     |
| Sep.                       | 4,4                     | 53,3               | 57,6     | -34,0   | 12,9  | -21,1   | 36,5     | 18,3  | 11,9                     | -8,2   | 22,0    | 58,6     |
| Oct.                       | 4,3                     | 58,5               | 62,7     | -14,5   | 8,5   | -6,0    | 56,7     | -22,1 | -16,2                    | 15,4   | -22,9   | 33,8     |
| Nov.                       | 6,3                     | 57,7               | 64,0     | 52,2  | 7,3   | 59,5    | 123,5    | 14,6  | -10,8                    | -6,9   | -3,1    | 120,5    |
| Dec. <sup>(a)</sup>        | 2,3                     | 31,1               | 33,4     | 19,3  | 5,3   | 24,6    | 58,0     | 8,4   | -22,8                    | 5,0  | -9,4    | 48,6     |
| <b>Growth rates</b>        |                         |                    |          |   |   |         |          |       |                          |  |         |          |
| 2023                       | -0,3                    | -9,9               | -8,6     | 67,2  | -4,1  | 20,9    | -1,0     | 32,6  | 14,5                     | 42,7   | 19,1    | 0,0      |
| 2024                       | 1,4                     | 2,1                | 2,0      | 8,9   | 0,3   | 4,5     | 2,7      | 41,6  | 17,5                     | -50,1  | 17,2    | 3,6      |
| 2025                       | 2,1                     | 5,1                | 4,7      | -4,8  | 4,1   | -0,4    | 3,1      | 4,1   | -1,2                     | -33,3  | -1,0    | 2,8      |
| 2025 Q1                    | 1,7                     | 4,4                | 4,0      | 0,7   | 2,3   | 1,5     | 3,2      | 25,7  | 11,7                     | -40,5  | 10,7    | 3,7      |
| Q2                         | 1,9                     | 5,3                | 4,8      | -5,3  | 3,4   | -1,1    | 2,9      | 26,2  | 11,9                     | -54,2  | 11,1    | 3,4      |
| Q3                         | 2,1                     | 5,5                | 5,0      | -8,4  | 4,5   | -2,1    | 2,7      | 11,2  | 7,0                      | -82,2  | 4,3     | 2,8      |
| Q4 <sup>(a)</sup>          | 2,1                     | 5,1                | 4,7      | -4,8  | 4,1   | -0,4    | 3,1      | 4,1   | -1,2                     | -33,3  | -1,0    | 2,8      |
| 2025 July                  | 1,9                     | 5,6                | 5,1      | -5,4  | 3,7   | -0,9    | 3,1      | 8,6   | 9,9                      | -54,2  | 6,4     | 3,3      |
| Aug.                       | 2,0                     | 5,6                | 5,0      | -6,3  | 3,9   | -1,3    | 3,0      | -0,1  | 7,7                      | -65,1  | 2,7     | 2,9      |
| Sep.                       | 2,1                     | 5,5                | 5,0      | -8,4  | 4,5   | -2,1    | 2,7      | 11,2  | 7,0                      | -82,2  | 4,3     | 2,8      |
| Oct.                       | 2,1                     | 5,7                | 5,2      | -8,0  | 4,6   | -1,8    | 2,9      | -1,4  | 5,5                      | -51,1  | 1,4     | 2,8      |
| Nov.                       | 2,3                     | 5,5                | 5,0      | -6,0  | 4,6   | -0,8    | 3,1      | 5,7   | 3,2                      | -57,2  | 1,5     | 3,0      |
| Dec. <sup>(a)</sup>        | 2,1                     | 5,1                | 4,7      | -4,8  | 4,1   | -0,4    | 3,1      | 4,1   | -1,2                     | -33,3  | -1,0    | 2,8      |

Sources: ECB.

<sup>1)</sup> Data refer to the changing composition of the euro area.

## 5 Financing conditions and credit developments

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

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

|                            | Non-financial corporations <sup>2)</sup> |           |  |  |       | Households <sup>3)</sup> |           |  |  |       | Financial corporations other than MFIs and ICPFs <sup>3)</sup> | Insurance corporations and pension funds <sup>4)</sup> | Other general government <sup>4)</sup> |
|----------------------------|--|-----------|--|--|-------|--------------------------|-----------|--|--|-------|--|--|--|
|                            | Total                                    | Overnight | With an agreed maturity of up to 2 years | Redeemable at notice of up to 3 months | Repos | Total                    | Overnight | With an agreed maturity of up to 2 years | Redeemable at notice of up to 3 months | Repos |  |  |  |
|                            | 1  | 2         | 3  | 4                                      | 5     | 6                        | 7         | 8  | 9                                      | 10    | 11   | 12   | 13                                     |
| <b>Outstanding amounts</b> |  |           |  |  |       |                          |           |  |  |       |  |  |  |
| 2023                       | 3 317,0                                  | 2 403,6   | 770,8                                    | 131,0                                  | 11,6  | 8 406,6                  | 5 105,6   | 1 014,6                                  | 2 285,1                                | 1,3   | 1 269,0  | 227,0  | 542,4                                  |
| 2024                       | 3 415,8                                  | 2 479,2   | 792,1                                    | 133,4                                  | 11,1  | 8 734,2                  | 5 188,6   | 1 255,6                                  | 2 288,7                                | 1,3   | 1 373,2  | 231,9  | 548,3                                  |
| 2025                       | 3 504,1                                  | 2 574,1   | 772,8                                    | 150,6                                  | 6,6   | 8 989,6                  | 5 471,4   | 1 137,2                                  | 2 379,7                                | 1,3   | 1 477,0  | 224,7  | 549,8                                  |
| 2025 Q1                    | 3 415,8                                  | 2 479,9   | 786,2                                    | 139,1                                  | 10,6  | 8 796,3                  | 5 256,9   | 1 224,6                                  | 2 313,7                                | 1,1   | 1 362,1  | 228,7  | 539,4                                  |
| Q2                         | 3 439,3                                  | 2 506,4   | 779,7                                    | 143,9                                  | 9,3   | 8 845,2                  | 5 334,0   | 1 175,2                                  | 2 334,9                                | 1,1   | 1 356,5  | 233,3  | 544,3                                  |
| Q3                         | 3 469,1                                  | 2 538,4   | 778,9                                    | 145,8                                  | 6,0   | 8 903,6                  | 5 400,7   | 1 139,1                                  | 2 362,7                                | 1,1   | 1 333,8  | 229,2  | 537,3                                  |
| Q4 <sup>4)</sup>           | 3 504,1                                  | 2 574,1   | 772,8                                    | 150,6                                  | 6,6   | 8 989,6                  | 5 471,4   | 1 137,2                                  | 2 379,7                                | 1,3   | 1 477,0  | 224,7  | 549,8                                  |
| 2025 July                  | 3 456,0                                  | 2 516,8   | 784,9                                    | 144,5                                  | 9,8   | 8 873,8                  | 5 355,6   | 1 173,4                                  | 2 343,9                                | 1,0   | 1 312,4  | 223,6  | 547,8                                  |
| Aug.                       | 3 464,4                                  | 2 525,2   | 784,9                                    | 145,0                                  | 9,3   | 8 884,5                  | 5 372,3   | 1 160,5                                  | 2 350,7                                | 1,0   | 1 305,4  | 226,5  | 544,8                                  |
| Sep.                       | 3 469,1                                  | 2 538,4   | 778,9                                    | 145,8                                  | 6,0   | 8 903,6                  | 5 400,7   | 1 139,1                                  | 2 362,7                                | 1,1   | 1 333,8  | 229,2  | 537,3                                  |
| Oct.                       | 3 473,4                                  | 2 556,0   | 763,4                                    | 148,0                                  | 6,1   | 8 932,8                  | 5 422,7   | 1 139,4                                  | 2 369,7                                | 1,0   | 1 383,3  | 223,7  | 545,8                                  |
| Nov.                       | 3 492,3                                  | 2 564,5   | 773,2                                    | 148,9                                  | 5,7   | 8 964,0                  | 5 451,7   | 1 136,7                                  | 2 374,7                                | 0,9   | 1 443,1  | 221,6  | 569,8                                  |
| Dec. <sup>4)</sup>         | 3 504,1                                  | 2 574,1   | 772,8                                    | 150,6                                  | 6,6   | 8 989,6                  | 5 471,4   | 1 137,2                                  | 2 379,7                                | 1,3   | 1 477,0  | 224,7  | 549,8                                  |
| <b>Transactions</b>        |  |           |  |  |       |                          |           |  |  |       |  |  |  |
| 2023                       | -38,9                                    | -313,8    | 270,9                                    | -1,6                                   | 5,6   | 13,9                     | -459,3    | 571,9                                    | -99,2                                  | 0,5   | -47,3  | -2,1   | -29,6                                  |
| 2024                       | 89,5                                     | 69,8      | 16,5                                     | 3,0                                    | 0,2   | 290,2                    | 48,9      | 236,1                                    | 5,3                                    | 0,0   | 82,8   | 3,9  | 3,2                                    |
| 2025                       | 115,2                                    | 110,5     | -12,5                                    | 17,1                                   | 0,0   | 261,6                    | 294,0     | -116,0                                   | 83,7                                   | -0,1  | 81,1   | -4,7   | 0,5                                    |
| 2025 Q1                    | 7,7                                      | 6,3       | -3,9                                     | 5,5                                    | -0,2  | 63,5                     | 75,7      | -30,2                                    | 18,2                                   | -0,3  | -2,2   | -2,3   | -9,2                                   |
| Q2                         | 36,0                                     | 34,4      | -2,4                                     | 4,8                                    | -0,8  | 53,5                     | 80,3      | -47,5                                    | 20,7                                   | 0,0   | 11,4   | 5,9  | 4,9                                    |
| Q3                         | 34,5                                     | 32,6      | -0,5                                     | 2,0                                    | 0,4   | 59,1                     | 67,2      | -35,8                                    | 27,8                                   | 0,0   | -23,9  | -4,0   | -7,2                                   |
| Q4 <sup>4)</sup>           | 37,1                                     | 37,3      | -5,7                                     | 4,8                                    | 0,6   | 85,5                     | 70,9      | -2,5                                     | 17,0                                   | 0,2   | 95,8   | -4,3   | 12,1                                   |
| 2025 July                  | 13,2                                     | 8,2       | 4,0                                      | 0,6                                    | 0,4   | 27,8                     | 21,1      | -2,2                                     | 8,9                                    | -0,1  | -46,6  | -10,0  | 3,5                                    |
| Aug.                       | 11,3                                     | 10,3      | 0,9                                      | 0,5                                    | -0,4  | 11,8                     | 17,3      | -12,5                                    | 6,8                                    | 0,1   | -3,2   | 3,2  | -3,0                                   |
| Sep.                       | 9,9                                      | 14,0      | -5,4                                     | 0,8                                    | 0,5   | 19,6                     | 28,7      | -21,2                                    | 12,1                                   | 0,0   | 25,9   | 2,8  | -7,7                                   |
| Oct.                       | 3,5                                      | 17,3      | -16,1                                    | 2,2                                    | 0,0   | 28,5                     | 21,6      | 0,0                                      | 7,0                                    | -0,1  | -4,2   | -5,6   | 8,1                                    |
| Nov.                       | 19,0                                     | 8,7       | 9,8                                      | 0,9                                    | -0,4  | 31,1                     | 29,0      | -2,7                                     | 5,0                                    | -0,1  | 59,7   | -2,0   | 24,1                                   |
| Dec. <sup>4)</sup>         | 14,5                                     | 11,3      | 0,6                                      | 1,7                                    | 0,9   | 25,9                     | 20,3      | 0,2                                      | 5,0                                    | 0,4   | 40,3   | 3,3  | -20,0                                  |
| <b>Growth rates</b>        |  |           |  |  |       |                          |           |  |  |       |  |  |  |
| 2023                       | -1,2                                     | -11,5     | 54,2                                     | -1,2                                   | 90,8  | 0,2                      | -8,3      | 129,4                                    | -4,2                                   | 64,0  | -3,5   | -0,9   | -5,2                                   |
| 2024                       | 2,7                                      | 2,9       | 2,2                                      | 2,3                                    | 2,0   | 3,4                      | 0,9       | 23,2                                     | 0,2                                    | 3,7   | 6,4  | 1,7  | 0,6                                    |
| 2025                       | 3,4                                      | 4,5       | -1,6                                     | 12,8                                   | 3,4   | 3,0                      | 5,7       | -9,3                                     | 3,6                                    | -4,3  | 5,7  | -2,1   | 0,1                                    |
| 2025 Q1                    | 2,4                                      | 4,2       | -3,9                                     | 9,5                                    | -2,8  | 3,6                      | 3,5       | 7,5                                      | 1,9                                    | 6,0   | 9,8  | 2,6  | -0,5                                   |
| Q2                         | 1,8                                      | 4,3       | -6,8                                     | 13,1                                   | -9,4  | 3,3                      | 4,9       | -2,6                                     | 2,8                                    | -8,6  | 7,7  | 7,2  | 2,1                                    |
| Q3                         | 3,1                                      | 5,5       | -5,5                                     | 15,2                                   | -9,2  | 3,2                      | 6,1       | -9,4                                     | 3,9                                    | -0,5  | 2,9  | 0,0  | -2,6                                   |
| Q4 <sup>4)</sup>           | 3,4                                      | 4,5       | -1,6                                     | 12,8                                   | 3,4   | 3,0                      | 5,7       | -9,3                                     | 3,6                                    | -4,3  | 5,7  | -2,1   | 0,1                                    |
| 2025 July                  | 2,7                                      | 5,0       | -5,5                                     | 13,8                                   | 5,1   | 3,4                      | 5,4       | -4,6                                     | 3,2                                    | 0,7   | 5,4  | 3,7  | 1,1                                    |
| Aug.                       | 2,8                                      | 5,2       | -5,8                                     | 14,4                                   | -2,3  | 3,4                      | 5,6       | -5,6                                     | 3,3                                    | 5,7   | 1,7  | 4,1  | 0,3                                    |
| Sep.                       | 3,1                                      | 5,5       | -5,5                                     | 15,2                                   | -9,2  | 3,2                      | 6,1       | -9,4                                     | 3,9                                    | -0,5  | 2,9  | 0,0  | -2,6                                   |
| Oct.                       | 3,4                                      | 5,7       | -5,2                                     | 15,4                                   | -19,9 | 3,1                      | 5,9       | -9,8                                     | 4,0                                    | 3,0   | 2,7  | 0,8  | -1,0                                   |
| Nov.                       | 3,5                                      | 5,4       | -3,6                                     | 14,3                                   | -26,7 | 3,1                      | 5,8       | -9,6                                     | 4,0                                    | 8,1   | 5,1  | -1,6   | 2,0                                    |
| Dec. <sup>4)</sup>         | 3,4                                      | 4,5       | -1,6                                     | 12,8                                   | 3,4   | 3,0                      | 5,7       | -9,3                                     | 3,6                                    | -4,3  | 5,7  | -2,1   | 0,1                                    |

Sources: ECB.

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

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

3) Including non-profit institutions serving households.

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

## 5 Financing conditions and credit developments

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

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

|                            | Credit to general government |         |                 | Credit to other euro area residents |          |   |                             |   |   |                 |   |         |
|----------------------------|------------------------------|---------|-----------------|-------------------------------------|----------|---|-----------------------------|---|---|-----------------|---|---------|
|                            | Total                        | Loans   | Debt securities | Total                               | Loans    |   |                             |   |   | Debt securities | Equity and non-money market fund investment fund shares |         |
|                            |                              |         |                 |                                     | Total    | To non-financial corporations <sup>3)</sup> | To households <sup>4)</sup> | To financial corporations other than MFIs and ICPFs <sup>3)</sup> | To insurance corporations and pension funds |                 |   |         |
|                            |                              |         |                 |                                     |          |   |                             |   |   |                 |   | Total   |
| 1                          | 2                            | 3       | 4               | 5                                   | 6        | 7   | 8                           | 9   | 10  | 11              | 12  |         |
| <b>Outstanding amounts</b> |                              |         |                 |                                     |          |   |                             |   |   |                 |   |         |
| 2023                       | 6 297,5                      | 988,8   | 5 283,4         | 15 501,0                            | 13 045,4 | 13 251,0                                    | 5 130,8                     | 6 649,1   | 1 127,6                                     | 137,8           | 1 559,1   | 896,5   |
| 2024                       | 6 249,9                      | 986,9   | 5 237,1         | 15 789,0                            | 13 258,0 | 13 502,0                                    | 5 189,2                     | 6 678,6   | 1 251,2                                     | 139,1           | 1 580,0   | 951,0   |
| 2025                       | 6 295,0                      | 1 020,3 | 5 248,5         | 16 248,8                            | 13 629,7 | 13 903,5                                    | 5 294,9                     | 6 853,3   | 1 334,5                                     | 147,1           | 1 573,4   | 1 045,8 |
| 2025 Q1                    | 6 267,5                      | 996,6   | 5 245,0         | 15 868,4                            | 13 334,0 | 13 589,4                                    | 5 203,4                     | 6 722,3   | 1 271,1                                     | 137,2           | 1 562,1   | 972,3   |
| Q2                         | 6 274,4                      | 1 007,8 | 5 240,5         | 15 956,2                            | 13 410,3 | 13 679,9                                    | 5 213,5                     | 6 767,1   | 1 285,1                                     | 144,6           | 1 571,4   | 974,6   |
| Q3                         | 6 287,6                      | 1 017,1 | 5 244,4         | 16 021,5                            | 13 447,8 | 13 720,6                                    | 5 244,9                     | 6 808,9   | 1 257,9                                     | 136,1           | 1 567,1   | 1 006,6 |
| Q4                         | 6 295,0                      | 1 020,3 | 5 248,5         | 16 248,8                            | 13 629,7 | 13 903,5                                    | 5 294,9                     | 6 853,3   | 1 334,5                                     | 147,1           | 1 573,4   | 1 045,8 |
| 2025 July                  | 6 285,9                      | 1 012,5 | 5 247,3         | 15 980,9                            | 13 421,1 | 13 688,1                                    | 5 222,2                     | 6 780,0   | 1 281,3                                     | 137,7           | 1 571,1   | 988,7   |
| Aug.                       | 6 264,1                      | 1 013,8 | 5 224,2         | 15 997,4                            | 13 422,6 | 13 698,7                                    | 5 237,5                     | 6 794,4   | 1 253,9                                     | 136,9           | 1 575,0   | 999,7   |
| Sep.                       | 6 287,6                      | 1 017,1 | 5 244,4         | 16 021,5                            | 13 447,8 | 13 720,6                                    | 5 244,9                     | 6 808,9   | 1 257,9                                     | 136,1           | 1 567,1   | 1 006,6 |
| Oct.                       | 6 309,3                      | 1 025,3 | 5 257,9         | 16 115,6                            | 13 520,8 | 13 791,8                                    | 5 257,1                     | 6 817,9   | 1 311,2                                     | 134,6           | 1 572,6   | 1 022,1 |
| Nov.                       | 6 305,4                      | 1 026,4 | 5 252,9         | 16 215,5                            | 13 578,7 | 13 847,3                                    | 5 266,9                     | 6 836,3   | 1 338,1                                     | 137,4           | 1 596,1   | 1 040,7 |
| Dec.                       | 6 295,0                      | 1 020,3 | 5 248,5         | 16 248,8                            | 13 629,7 | 13 903,5                                    | 5 294,9                     | 6 853,3   | 1 334,5                                     | 147,1           | 1 573,4   | 1 045,8 |
| <b>Transactions</b>        |                              |         |                 |                                     |          |   |                             |   |   |                 |   |         |
| 2023                       | -161,9                       | -17,3   | -144,9          | 51,0                                | 23,2     | 73,3  | -6,5                        | 8,5   | 29,5  | -8,3            | -17,1   | 44,9    |
| 2024                       | -64,3                        | -1,2    | -63,6           | 287,7                               | 228,9    | 273,7                                       | 76,2                        | 45,2  | 106,6                                       | 1,0             | 11,6  | 47,1    |
| 2025                       | 49,2                         | 32,8    | 16,0            | 466,0                               | 414,0    | 448,1                                       | 145,9                       | 187,2   | 72,6  | 8,3             | -2,2  | 54,2    |
| 2025 Q1                    | 38,8                         | 9,3     | 29,4            | 102,0                               | 98,4     | 109,3                                       | 27,5                        | 48,5  | 24,3  | -2,0            | -14,9   | 18,5    |
| Q2                         | -17,0                        | 11,1    | -28,2           | 104,9                               | 95,5     | 106,6                                       | 25,0                        | 45,8  | 16,8  | 7,8             | 10,4  | -1,0    |
| Q3                         | 19,0                         | 8,3     | 10,6            | 67,6                                | 47,0     | 49,6  | 35,9                        | 45,0  | -25,4                                       | -8,4            | -6,4  | 26,9    |
| Q4                         | 8,3                          | 4,1     | 4,1             | 191,5                               | 173,2    | 182,6                                       | 57,4                        | 47,9  | 57,0  | 10,9            | 8,7   | 9,7     |
| 2025 July                  | 16,1                         | 4,6     | 11,3            | 19,8                                | 8,3      | 6,0   | 7,8                         | 13,6  | -6,1  | -7,0            | -1,6  | 13,1    |
| Aug.                       | -15,7                        | 1,3     | -17,0           | 21,3                                | 7,8      | 15,6  | 15,6                        | 15,6  | -22,6                                       | -0,7            | 3,3   | 10,1    |
| Sep.                       | 18,7                         | 2,4     | 16,3            | 26,5                                | 30,9     | 28,1  | 12,5                        | 15,9  | 3,3   | -0,7            | -8,1  | 3,7     |
| Oct.                       | 8,3                          | 8,1     | 0,1             | 70,3                                | 54,3     | 58,8  | 12,0                        | 9,9   | 33,9  | -1,6            | 3,6   | 12,4    |
| Nov.                       | 0,5                          | 1,3     | -0,8            | 80,4                                | 60,4     | 58,5  | 12,2                        | 19,3  | 26,1  | 2,8             | 25,1  | -5,1    |
| Dec.                       | -0,4                         | -5,3    | 4,8             | 40,8                                | 58,5     | 65,2  | 33,2                        | 18,7  | -3,0  | 9,7             | -20,1   | 2,4     |
| <b>Growth rates</b>        |                              |         |                 |                                     |          |   |                             |   |   |                 |   |         |
| 2023                       | -2,5                         | -1,7    | -2,7            | 0,3                                 | 0,2      | 0,6   | -0,1                        | 0,1   | 2,7   | -5,7            | -1,1  | 5,3     |
| 2024                       | -1,0                         | -0,1    | -1,2            | 1,9                                 | 1,8      | 2,1   | 1,5                         | 0,7   | 9,4   | 0,7             | 0,7   | 5,2     |
| 2025                       | 0,8                          | 3,3     | 0,3             | 3,0                                 | 3,1      | 3,3   | 2,8                         | 2,8   | 5,8   | 6,0             | -0,1  | 5,6     |
| 2025 Q1                    | 0,5                          | 1,8     | 0,2             | 2,2                                 | 2,4      | 2,6   | 2,2                         | 1,5   | 9,0   | -0,7            | -0,9  | 4,9     |
| Q2                         | 0,1                          | 2,7     | -0,4            | 2,7                                 | 2,8      | 3,0   | 2,3                         | 2,1   | 7,7   | 11,0            | 0,8   | 4,7     |
| Q3                         | 0,6                          | 3,8     | 0,0             | 2,7                                 | 2,7      | 2,8   | 2,8                         | 2,5   | 3,8   | 2,0             | 0,1   | 7,2     |
| Q4                         | 0,8                          | 3,3     | 0,3             | 3,0                                 | 3,1      | 3,3   | 2,8                         | 2,8   | 5,8   | 6,0             | -0,1  | 5,6     |
| 2025 July                  | 0,6                          | 3,6     | 0,0             | 2,7                                 | 2,6      | 2,8   | 2,5                         | 2,3   | 4,8   | 3,5             | 1,3   | 5,8     |
| Aug.                       | 0,1                          | 3,4     | -0,5            | 2,7                                 | 2,6      | 2,8   | 2,7                         | 2,4   | 3,3   | 1,9             | 1,0   | 7,1     |
| Sep.                       | 0,6                          | 3,8     | 0,0             | 2,7                                 | 2,7      | 2,8   | 2,8                         | 2,5   | 3,8   | 2,0             | 0,1   | 7,2     |
| Oct.                       | 0,6                          | 3,9     | 0,0             | 2,9                                 | 2,9      | 3,0   | 2,9                         | 2,6   | 5,3   | -1,1            | -0,3  | 8,0     |
| Nov.                       | 0,7                          | 3,6     | 0,2             | 3,3                                 | 3,3      | 3,4   | 3,0                         | 2,7   | 7,8   | 1,7             | 1,3   | 6,6     |
| Dec.                       | 0,8                          | 3,3     | 0,3             | 3,0                                 | 3,1      | 3,3   | 2,8                         | 2,8   | 5,8   | 6,0             | -0,1  | 5,6     |

Source: ECB.

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

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

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

4) Including non-profit institutions serving households.

## 5 Financing conditions and credit developments

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

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

|                            | Non-financial corporations <sup>2)</sup> |                              |              |                          |              | Households <sup>3)</sup> |                              |                       |                          |             |
|----------------------------|--|------------------------------|--------------|--------------------------|--------------|--------------------------|------------------------------|-----------------------|--------------------------|-------------|
|                            | Total                                    |                              | Up to 1 year | Over 1 and up to 5 years | Over 5 years | Total                    |                              | Loans for consumption | Loans for house purchase | Other loans |
|                            | Total                                    | Adjusted loans <sup>4)</sup> |              |                          |              | Total                    | Adjusted loans <sup>4)</sup> |                       |                          |             |
|                            | 1  | 2                            | 3            | 4                        | 5            | 6                        | 7                            | 8                     | 9                        | 10          |
| <b>Outstanding amounts</b> |  |                              |              |                          |              |                          |                              |                       |                          |             |
| 2023                       | 5 130,8                                  | 5 135,7                      | 915,6        | 1 089,6                  | 3 125,7      | 6 649,1                  | 6 867,2                      | 731,1                 | 5 229,1                  | 688,9       |
| 2024                       | 5 189,2                                  | 5 200,0                      | 930,7        | 1 097,8                  | 3 160,7      | 6 678,6                  | 6 929,4                      | 744,8                 | 5 255,6                  | 678,2       |
| 2025                       | 5 294,9                                  | 5 324,3                      | 950,5        | 1 121,4                  | 3 223,0      | 6 853,3                  | 7 112,0                      | 777,1                 | 5 403,2                  | 673,0       |
| 2025 Q1                    | 5 203,4                                  | 5 224,2                      | 926,5        | 1 112,4                  | 3 164,5      | 6 722,3                  | 6 971,9                      | 750,4                 | 5 294,0                  | 678,0       |
| Q2                         | 5 213,5                                  | 5 249,6                      | 929,2        | 1 114,8                  | 3 169,4      | 6 767,1                  | 7 016,8                      | 757,7                 | 5 333,4                  | 676,1       |
| Q3                         | 5 244,9                                  | 5 283,1                      | 927,5        | 1 126,9                  | 3 190,4      | 6 808,9                  | 7 061,1                      | 767,3                 | 5 369,2                  | 672,4       |
| Q4                         | 5 294,9                                  | 5 324,3                      | 950,5        | 1 121,4                  | 3 223,0      | 6 853,3                  | 7 112,0                      | 777,1                 | 5 403,2                  | 673,0       |
| 2025 July                  | 5 222,2                                  | 5 256,5                      | 925,6        | 1 120,8                  | 3 175,8      | 6 780,0                  | 7 030,6                      | 760,3                 | 5 345,9                  | 673,8       |
| Aug.                       | 5 237,5                                  | 5 274,6                      | 929,5        | 1 123,2                  | 3 184,8      | 6 794,4                  | 7 045,7                      | 764,1                 | 5 357,1                  | 673,2       |
| Sep.                       | 5 244,9                                  | 5 283,1                      | 927,5        | 1 126,9                  | 3 190,4      | 6 808,9                  | 7 061,1                      | 767,3                 | 5 369,2                  | 672,4       |
| Oct.                       | 5 257,1                                  | 5 290,6                      | 935,4        | 1 126,0                  | 3 195,7      | 6 817,9                  | 7 073,9                      | 771,1                 | 5 373,8                  | 673,0       |
| Nov.                       | 5 266,9                                  | 5 300,8                      | 938,8        | 1 123,4                  | 3 204,7      | 6 836,3                  | 7 093,4                      | 775,4                 | 5 386,7                  | 674,1       |
| Dec.                       | 5 294,9                                  | 5 324,3                      | 950,5        | 1 121,4                  | 3 223,0      | 6 853,3                  | 7 112,0                      | 777,1                 | 5 403,2                  | 673,0       |
| <b>Transactions</b>        |  |                              |              |                          |              |                          |                              |                       |                          |             |
| 2023                       | -6,5                                     | 23,7                         | -44,8        | 10,5                     | 27,8         | 8,5                      | 26,8                         | 19,1                  | 10,3                     | -20,9       |
| 2024                       | 76,2                                     | 87,4                         | 21,7         | 14,6                     | 39,8         | 45,2                     | 77,1                         | 26,6                  | 28,3                     | -9,7        |
| 2025                       | 145,9                                    | 157,9                        | 32,4         | 35,7                     | 77,7         | 187,2                    | 204,8                        | 38,4                  | 148,2                    | 0,5         |
| 2025 Q1                    | 27,5                                     | 35,7                         | -2,5         | 19,6                     | 10,4         | 48,5                     | 48,8                         | 8,7                   | 39,8                     | 0,0         |
| Q2                         | 25,0                                     | 36,0                         | 8,8          | 8,0                      | 8,3          | 45,8                     | 47,5                         | 6,9                   | 37,7                     | 1,1         |
| Q3                         | 35,9                                     | 37,2                         | 0,1          | 13,1                     | 22,7         | 45,0                     | 47,6                         | 11,2                  | 36,3                     | -2,5        |
| Q4                         | 57,4                                     | 49,2                         | 26,1         | -4,9                     | 36,3         | 47,9                     | 60,9                         | 11,6                  | 34,4                     | 1,9         |
| 2025 July                  | 7,8                                      | 6,6                          | -4,2         | 5,1                      | 6,9          | 13,6                     | 14,4                         | 3,1                   | 12,5                     | -2,0        |
| Aug.                       | 15,6                                     | 17,4                         | 2,7          | 3,8                      | 9,1          | 15,6                     | 16,1                         | 4,2                   | 11,5                     | -0,2        |
| Sep.                       | 12,5                                     | 13,2                         | 1,6          | 4,2                      | 6,8          | 15,9                     | 17,2                         | 3,8                   | 12,3                     | -0,3        |
| Oct.                       | 12,0                                     | 7,3                          | 7,4          | -2,3                     | 6,9          | 9,9                      | 19,9                         | 4,4                   | 4,6                      | 0,9         |
| Nov.                       | 12,2                                     | 12,7                         | 4,7          | -1,9                     | 9,5          | 19,3                     | 20,9                         | 5,0                   | 13,1                     | 1,2         |
| Dec.                       | 33,2                                     | 29,2                         | 13,9         | -0,7                     | 19,9         | 18,7                     | 20,0                         | 2,2                   | 16,7                     | -0,2        |
| <b>Growth rates</b>        |  |                              |              |                          |              |                          |                              |                       |                          |             |
| 2023                       | -0,1                                     | 0,5                          | -4,6         | 1,0                      | 0,9          | 0,1                      | 0,4                          | 2,7                   | 0,2                      | -2,9        |
| 2024                       | 1,5                                      | 1,7                          | 2,4          | 1,3                      | 1,3          | 0,7                      | 1,1                          | 3,7                   | 0,5                      | -1,4        |
| 2025                       | 2,8                                      | 3,0                          | 3,5          | 3,3                      | 2,5          | 2,8                      | 3,0                          | 5,2                   | 2,8                      | 0,1         |
| 2025 Q1                    | 2,2                                      | 2,4                          | 4,7          | 3,3                      | 1,1          | 1,5                      | 1,7                          | 3,7                   | 1,4                      | -0,7        |
| Q2                         | 2,3                                      | 2,7                          | 3,9          | 4,1                      | 1,3          | 2,1                      | 2,3                          | 4,5                   | 2,1                      | -0,3        |
| Q3                         | 2,8                                      | 2,9                          | 3,0          | 4,6                      | 2,1          | 2,5                      | 2,6                          | 5,0                   | 2,5                      | -0,1        |
| Q4                         | 2,8                                      | 3,0                          | 3,5          | 3,3                      | 2,5          | 2,8                      | 3,0                          | 5,2                   | 2,8                      | 0,1         |
| 2025 July                  | 2,5                                      | 2,9                          | 3,4          | 4,6                      | 1,5          | 2,3                      | 2,4                          | 4,5                   | 2,2                      | -0,1        |
| Aug.                       | 2,7                                      | 3,0                          | 3,6          | 4,7                      | 1,7          | 2,4                      | 2,5                          | 4,8                   | 2,3                      | 0,0         |
| Sep.                       | 2,8                                      | 2,9                          | 3,0          | 4,6                      | 2,1          | 2,5                      | 2,6                          | 5,0                   | 2,5                      | -0,1        |
| Oct.                       | 2,9                                      | 2,9                          | 2,9          | 4,4                      | 2,3          | 2,6                      | 2,8                          | 5,2                   | 2,6                      | 0,1         |
| Nov.                       | 3,0                                      | 3,1                          | 4,0          | 4,3                      | 2,3          | 2,7                      | 2,9                          | 5,6                   | 2,7                      | 0,0         |
| Dec.                       | 2,8                                      | 3,0                          | 3,5          | 3,3                      | 2,5          | 2,8                      | 3,0                          | 5,2                   | 2,8                      | 0,1         |

Source: ECB.

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

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

3) Including non-profit institutions serving households.

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

## 5 Financing conditions and credit developments

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

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

|                            | MFI liabilities                           |   |  |  |   | MFI assets          |                      |        |   |   |
|----------------------------|---|---|--|--|---|---------------------|----------------------|--------|---|---|
|                            | Central government holdings <sup>2)</sup> | Longer-term financial liabilities vis-à-vis other euro area residents |  |  |   | Net external assets | Other                |        |   |   |
|                            |   | Total   | Deposits with an agreed maturity of over 2 years | Deposits redeemable at notice of over 3 months | Debt securities with a maturity of over 2 years |                     | Capital and reserves | Total  | Repos with central counterparties <sup>3)</sup> | Reverse repos to central counterparties <sup>3)</sup> |
| 1                          | 2   | 3   | 4  | 5  | 6   | 7                   | 8                    | 9      | 10  |   |
| <b>Outstanding amounts</b> |   |   |  |  |   |                     |                      |        |   |   |
| 2023                       | 476,9                                     | 7 337,9   | 1 826,7  | 90,5   | 2 415,1   | 3 005,6             | 1 853,9              | 271,3  | 152,1   | 152,6   |
| 2024                       | 395,9                                     | 7 850,1   | 1 841,9  | 117,2  | 2 590,7   | 3 300,3             | 2 666,3              | 317,2  | 140,4   | 135,9   |
| 2025                       | 398,2                                     | 8 366,1   | 1 870,5  | 131,7  | 2 623,0   | 3 740,9             | 3 266,3              | 184,8  | 326,5   | 238,4   |
| 2025 Q1                    | 388,3                                     | 7 934,3   | 1 834,5  | 121,7  | 2 576,4   | 3 401,8             | 2 793,1              | 232,5  | 182,9   | 161,3   |
| Q2                         | 409,4                                     | 7 907,9   | 1 833,3  | 129,6  | 2 562,3   | 3 382,8             | 2 827,8              | 188,6  | 177,9   | 165,9   |
| Q3                         | 430,1                                     | 8 092,2   | 1 842,2  | 132,5  | 2 589,9   | 3 527,6             | 3 052,0              | 144,0  | 168,3   | 168,6   |
| Q4 <sup>(a)</sup>          | 398,2                                     | 8 366,1   | 1 870,5  | 131,7  | 2 623,0   | 3 740,9             | 3 266,3              | 184,8  | 326,5   | 238,4   |
| 2025 July                  | 397,0                                     | 7 958,1   | 1 835,1  | 132,5  | 2 583,8   | 3 406,7             | 2 864,3              | 147,5  | 173,5   | 166,9   |
| Aug.                       | 412,7                                     | 7 967,2   | 1 839,2  | 132,8  | 2 575,7   | 3 419,5             | 2 885,2              | 160,2  | 206,3   | 179,4   |
| Sep.                       | 430,1                                     | 8 092,2   | 1 842,2  | 132,5  | 2 589,9   | 3 527,6             | 3 052,0              | 144,0  | 168,3   | 168,6   |
| Oct.                       | 441,4                                     | 8 216,7   | 1 849,3  | 132,4  | 2 618,2   | 3 616,9             | 3 184,8              | 122,1  | 366,3   | 251,7   |
| Nov.                       | 423,0                                     | 8 322,8   | 1 874,3  | 131,8  | 2 615,3   | 3 701,4             | 3 232,5              | 185,1  | 395,6   | 266,9   |
| Dec. <sup>(a)</sup>        | 398,2                                     | 8 366,1   | 1 870,5  | 131,7  | 2 623,0   | 3 740,9             | 3 266,3              | 184,8  | 326,5   | 238,4   |
| <b>Transactions</b>        |   |   |  |  |   |                     |                      |        |   |   |
| 2023                       | -199,0                                    | 325,1   | 24,9   | 40,1   | 227,5   | 32,5                | 437,1                | -192,5 | 17,1  | 9,0   |
| 2024                       | -80,6                                     | 279,8   | 15,2   | 26,7   | 164,8   | 73,2                | 532,5                | 29,1   | -11,7   | -16,7   |
| 2025                       | 0,3                                       | 186,5   | 31,6   | 16,3   | 113,6   | 25,0                | 279,1                | -142,8 | 13,7  | 33,2  |
| 2025 Q1                    | -7,2                                      | 4,5   | -4,3   | 5,6  | 11,5  | -8,3                | 21,1                 | -83,8  | 42,4  | 25,3  |
| Q2                         | 21,2                                      | 35,0  | 4,3  | 7,9  | 36,5  | -13,7               | 127,0                | -34,6  | -5,0  | 4,7   |
| Q3                         | 19,1                                      | 35,5  | 9,1  | 3,6  | 31,3  | -8,5                | 62,4                 | -37,3  | -9,6  | 2,7   |
| Q4 <sup>(a)</sup>          | -32,8                                     | 111,4   | 22,5   | -0,8   | 34,3  | 55,4                | 68,7                 | 12,9   | -14,2   | 0,5   |
| 2025 July                  | -14,0                                     | 9,3   | 0,4  | 2,9  | 11,0  | -5,0                | -4,9                 | -48,9  | -4,4  | 1,0   |
| Aug.                       | 15,7                                      | 8,6   | 5,3  | 0,3  | 1,5   | 1,4                 | 14,4                 | 16,1   | 32,8  | 12,4  |
| Sep.                       | 17,4                                      | 17,6  | 3,4  | 0,3  | 18,7  | -4,9                | 52,8                 | -4,5   | -38,0   | -10,7   |
| Oct.                       | 10,4                                      | 21,2  | 6,0  | -0,2   | 21,1  | -5,8                | 31,1                 | -44,2  | 65,5  | 21,6  |
| Nov.                       | -18,4                                     | 45,5  | 22,4   | -0,6   | -3,2  | 26,9                | 12,5                 | 54,1   | -0,9  | 7,5   |
| Dec. <sup>(a)</sup>        | -24,8                                     | 44,8  | -5,8   | 0,0  | 16,4  | 34,3                | 25,1                 | 3,1    | -78,8   | -28,6   |
| <b>Growth rates</b>        |   |   |  |  |   |                     |                      |        |   |   |
| 2023                       | -29,6                                     | 4,7   | 1,4  | 80,3   | 10,7  | 1,1                 | -                    | -      | 12,4  | 6,0   |
| 2024                       | -16,9                                     | 3,8   | 0,8  | 29,5   | 6,9   | 2,3                 | -                    | -      | -7,7  | -10,9   |
| 2025                       | 0,1                                       | 2,3   | 1,7  | 14,0   | 4,5   | 0,6                 | -                    | -      | 33,0  | 28,7  |
| 2025 Q1                    | -6,6                                      | 2,5   | 0,3  | 17,9   | 3,5   | 2,5                 | -                    | -      | 2,7   | -7,4  |
| Q2                         | -0,9                                      | 2,3   | 0,6  | 19,4   | 3,8   | 1,6                 | -                    | -      | -2,6  | -6,0  |
| Q3                         | 5,7                                       | 2,0   | 0,8  | 17,9   | 3,6   | 1,0                 | -                    | -      | -9,0  | -10,5   |
| Q4 <sup>(a)</sup>          | 0,1                                       | 2,3   | 1,7  | 14,0   | 4,5   | 0,6                 | -                    | -      | 33,0  | 28,7  |
| 2025 July                  | -1,7                                      | 2,4   | 0,9  | 20,5   | 4,0   | 1,3                 | -                    | -      | 4,0   | 7,8   |
| Aug.                       | -3,5                                      | 2,1   | 1,1  | 19,6   | 3,2   | 1,3                 | -                    | -      | 6,8   | 5,1   |
| Sep.                       | 5,7                                       | 2,0   | 0,8  | 17,9   | 3,6   | 1,0                 | -                    | -      | -9,0  | -10,5   |
| Oct.                       | 1,7                                       | 2,1   | 1,2  | 16,4   | 4,2   | 0,6                 | -                    | -      | 37,9  | 10,5  |
| Nov.                       | -0,3                                      | 2,6   | 2,1  | 15,2   | 4,0   | 1,3                 | -                    | -      | 31,9  | 19,4  |
| Dec. <sup>(a)</sup>        | 0,1                                       | 2,3   | 1,7  | 14,0   | 4,5   | 0,6                 | -                    | -      | 33,0  | 28,7  |

Sources: ECB.

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

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

3) Not adjusted for seasonal effects.

## 6 Fiscal developments

### 6.1 Deficit/surplus

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

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

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

### 6.2 Revenue and expenditure

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

|         | Revenue |                 |              |                |                          |                 | Expenditure |                     |                           |                          |          |                 |                     |
|---------|---------|-----------------|--------------|----------------|--------------------------|-----------------|-------------|---------------------|---------------------------|--------------------------|----------|-----------------|---------------------|
|         | Total   | Current revenue |              |                |                          | Capital revenue | Total       | Current expenditure |                           |                          |          |                 | Capital expenditure |
|         |         | Total           | Direct taxes | Indirect taxes | Net social contributions |                 |             | Total               | Compensation of employees | Intermediate consumption | Interest | Social benefits |                     |
| 1       | 2       | 3               | 4            | 5              | 6                        | 7               | 8           | 9                   | 10                        | 11                       | 12       | 13              |                     |
| 2021    | 46,9    | 46,1            | 13,0         | 13,2           | 15,0                     | 0,8             | 52,0        | 46,9                | 10,3                      | 6,0                      | 1,4      | 23,7            | 5,1                 |
| 2022    | 46,5    | 45,7            | 13,3         | 12,9           | 14,6                     | 0,8             | 49,9        | 44,7                | 9,8                       | 5,9                      | 1,7      | 22,4            | 5,2                 |
| 2023    | 45,9    | 45,0            | 13,1         | 12,4           | 14,5                     | 0,9             | 49,4        | 44,0                | 9,8                       | 5,9                      | 1,7      | 22,2            | 5,3                 |
| 2024    | 46,4    | 45,6            | 13,3         | 12,4           | 14,7                     | 0,8             | 49,5        | 44,5                | 9,9                       | 6,0                      | 1,9      | 22,8            | 5,0                 |
| 2024 Q4 | 46,4    | 45,6            | 13,3         | 12,4           | 14,7                     | 0,8             | 49,5        | 44,5                | 9,9                       | 6,0                      | 1,9      | 22,8            | 5,0                 |
| 2025 Q1 | 46,6    | 45,8            | 13,3         | 12,4           | 14,8                     | 0,8             | 49,6        | 44,6                | 10,0                      | 6,0                      | 1,9      | 22,9            | 5,0                 |
| Q2      | 46,7    | 45,9            | 13,3         | 12,4           | 14,9                     | 0,8             | 49,6        | 44,6                | 10,0                      | 6,0                      | 1,9      | 22,9            | 5,0                 |
| Q3      | 46,7    | 45,9            | 13,3         | 12,4           | 15,0                     | 0,7             | 49,7        | 44,7                | 10,0                      | 6,0                      | 1,9      | 23,0            | 5,0                 |

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

### 6.3 Government debt-to-GDP ratio

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

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

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

## 6 Fiscal developments

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

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

|         | Change in debt-to-GDP ratio <sup>2)</sup> | Primary deficit (+)/surplus (-) | Deficit-debt adjustment |                                       |                       |       |                 |                                   |   |       | Interest-growth differential | Memo item: Borrowing requirement |
|---------|---|---------------------------------|-------------------------|---------------------------------------|-----------------------|-------|-----------------|-----------------------------------|---|-------|------------------------------|----------------------------------|
|         |   |                                 | Total                   | Transactions in main financial assets |                       |       |                 |                                   | Revaluation effects and other changes in volume | Other |                              |                                  |
|         |   |                                 |                         | Total                                 | Currency and deposits | Loans | Debt securities | Equity and investment fund shares |   |       |                              |                                  |
|         | 1   | 2                               | 3                       | 4                                     | 5                     | 6     | 7               | 8                                 | 9   | 10    | 11                           | 12                               |
| 2021    | -2,7                                      | 3,7                             | -0,1                    | 0,6                                   | 0,4                   | 0,1   | 0,0             | 0,1                               | -0,1  | -0,6  | -6,2                         | 5,1                              |
| 2022    | -4,5                                      | 1,7                             | -0,1                    | -0,2                                  | -0,7                  | 0,3   | 0,1             | 0,1                               | 0,6   | -0,5  | -6,1                         | 2,7                              |
| 2023    | -2,4                                      | 1,8                             | -0,3                    | -0,4                                  | -0,5                  | -0,1  | 0,1             | 0,1                               | 0,6   | -0,5  | -3,8                         | 2,6                              |
| 2024    | 0,1                                       | 1,2                             | 0,3                     | 0,0                                   | -0,4                  | 0,1   | 0,2             | 0,1                               | 0,3   | 0,0   | -1,4                         | 3,1                              |
| 2024 Q4 | 0,1                                       | 1,2                             | 0,3                     | 0,0                                   | -0,4                  | 0,1   | 0,2             | 0,1                               | 0,2   | 0,1   | -1,4                         | 3,1                              |
| 2025 Q1 | 0,3                                       | 1,1                             | 0,5                     | 0,3                                   | -0,1                  | 0,1   | 0,1             | 0,1                               | 0,2   | 0,0   | -1,3                         | 3,3                              |
| Q2      | 0,5                                       | 1,0                             | 0,8                     | 0,7                                   | 0,4                   | 0,0   | 0,1             | 0,1                               | 0,2   | -0,1  | -1,3                         | 3,5                              |
| Q3      | 0,8                                       | 1,1                             | 1,0                     | 0,7                                   | 0,4                   | 0,0   | 0,1             | 0,2                               | 0,1   | 0,1   | -1,3                         | 3,9                              |

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

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

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

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

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

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

Source: ECB.

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

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

3) Residual maturity at the end of the period.

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

## 6 Fiscal developments

### 6.6 Fiscal developments in euro area countries

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

|                                    | Belgium<br>1 | Germany<br>2 | Estonia<br>3 | Ireland<br>4 | Greece<br>5 | Spain<br>6 | France<br>7 | Croatia<br>8 | Italy<br>9 | Cyprus<br>10 |
|------------------------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|-------------|------------|-------------|--------------|------------|--------------|
| Government deficit (-)/surplus (+) |              |              |              |              |             |            |             |              |            |              |
| 2021                               | -5,4         | -3,2         | -2,5         | -1,3         | -7,2        | -6,7       | -6,6        | -2,6         | -8,9       | -1,6         |
| 2022                               | -3,6         | -1,9         | -1,0         | 1,6          | -2,6        | -4,6       | -4,7        | 0,1          | -8,1       | 2,7          |
| 2023                               | -4,0         | -2,5         | -2,7         | 1,4          | -1,4        | -3,3       | -5,4        | -0,8         | -7,2       | 1,7          |
| 2024                               | -4,4         | -2,7         | -1,7         | 4,0          | 1,2         | -3,2       | -5,8        | -1,9         | -3,4       | 4,1          |
| 2024 Q4                            | -4,4         | -2,7         | -1,7         | 4,1          | 1,2         | -3,2       | -5,8        | -1,9         | -3,4       | 4,1          |
| 2025 Q1                            | -4,6         | -2,4         | -1,2         | 4,1          | 2,5         | -3,2       | -5,8        | -2,6         | -3,4       | 4,2          |
| Q2                                 | -4,7         | -2,2         | -1,1         | 3,8          | 2,2         | -3,2       | -5,7        | -3,0         | -3,0       | 4,1          |
| Q3                                 | -5,1         | -2,3         | -1,1         | 1,4          | 2,6         | -2,9       | -5,6        | -3,1         | -3,2       | 3,5          |
| Government debt                    |              |              |              |              |             |            |             |              |            |              |
| 2021                               | 108,7        | 67,9         | 18,4         | 52,4         | 197,3       | 115,7      | 112,8       | 78,2         | 145,8      | 96,5         |
| 2022                               | 103,4        | 64,4         | 19,2         | 42,9         | 177,8       | 109,3      | 111,4       | 68,5         | 138,4      | 80,3         |
| 2023                               | 102,4        | 62,3         | 20,2         | 41,8         | 164,3       | 105,2      | 109,8       | 60,9         | 133,9      | 71,1         |
| 2024                               | 103,9        | 62,2         | 23,5         | 38,3         | 154,2       | 101,6      | 113,2       | 57,4         | 134,9      | 62,8         |
| 2024 Q4                            | 103,9        | 62,2         | 23,5         | 38,3         | 154,2       | 101,6      | 113,2       | 57,4         | 134,9      | 62,8         |
| 2025 Q1                            | 106,0        | 62,0         | 23,9         | 34,5         | 152,9       | 103,4      | 114,2       | 58,3         | 137,4      | 62,1         |
| Q2                                 | 106,2        | 62,3         | 23,2         | 33,4         | 151,9       | 103,4      | 115,9       | 57,5         | 138,3      | 61,4         |
| Q3                                 | 107,1        | 63,0         | 22,9         | 32,8         | 149,7       | 103,2      | 117,7       | 57,2         | 137,8      | 60,6         |
| Government deficit (-)/surplus (+) |              |              |              |              |             |            |             |              |            |              |
| 2021                               | -7,2         | -1,1         | 1,1          | -7,0         | -2,3        | -5,7       | -2,8        | -4,6         | -5,1       | -2,7         |
| 2022                               | -4,9         | -0,7         | 0,2          | -5,3         | 0,0         | -3,4       | -0,3        | -3,0         | -1,6       | -0,2         |
| 2023                               | -2,4         | -0,7         | -0,7         | -4,4         | -0,4        | -2,6       | 1,3         | -2,6         | -5,3       | -2,9         |
| 2024                               | -1,8         | -1,3         | 0,9          | -3,5         | -0,9        | -4,7       | 0,5         | -0,9         | -5,5       | -4,4         |
| 2024 Q4                            | -1,8         | -1,3         | 0,9          | -3,5         | -0,9        | -4,7       | 0,5         | -0,9         | -5,5       | -4,4         |
| 2025 Q1                            | -1,2         | -1,3         | 0,5          | -3,1         | -1,3        | -4,9       | 0,7         | -1,6         | -5,3       | -4,1         |
| Q2                                 | -1,7         | -1,8         | -0,4         | -4,3         | -1,5        | -4,9       | 0,6         | -1,8         | -4,8       | -3,8         |
| Q3                                 | -2,2         | -1,7         | -0,9         | -3,9         | -1,6        | -4,6       | 0,4         | -1,7         | -4,6       | -3,4         |
| Government debt                    |              |              |              |              |             |            |             |              |            |              |
| 2021                               | 45,9         | 43,3         | 24,2         | 49,8         | 50,5        | 82,4       | 123,9       | 74,8         | 60,2       | 73,1         |
| 2022                               | 44,4         | 38,3         | 24,9         | 50,3         | 48,4        | 78,1       | 111,2       | 72,8         | 57,8       | 74,0         |
| 2023                               | 44,4         | 37,1         | 24,7         | 47,0         | 45,8        | 77,8       | 96,9        | 68,3         | 55,8       | 77,1         |
| 2024                               | 46,6         | 38,0         | 26,3         | 46,2         | 43,7        | 79,9       | 93,6        | 66,6         | 59,7       | 82,5         |
| 2024 Q4                            | 46,6         | 38,0         | 26,3         | 46,0         | 43,7        | 79,9       | 93,6        | 66,6         | 59,7       | 82,5         |
| 2025 Q1                            | 45,4         | 40,4         | 26,2         | 46,6         | 43,2        | 83,0       | 95,0        | 69,5         | 63,2       | 84,2         |
| Q2                                 | 48,0         | 39,1         | 25,2         | 46,8         | 42,7        | 82,2       | 96,7        | 69,3         | 62,9       | 88,5         |
| Q3                                 | 45,2         | 40,7         | 27,9         | 46,5         | 42,4        | 83,7       | 97,6        | 67,6         | 62,3       | 86,8         |

Source: Eurostat.

© **Banque centrale européenne, 2026**

Adresse postale 60640 Frankfurt am Main, Allemagne

Téléphone +49 69 1344 0

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

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

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

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

La date d'arrêt des statistiques figurant dans cette publication est le 4 février 2026.

ISSN 2363-3425 (PDF)

Numéro de catalogue UE QB-01-26-057-FR-N (PDF)

Directeur de la publication : Claude Piot

Secrétaire général